

# Observatorio Económico

## EEUU

### No se vislumbra el fin de la caída de los bonos financieros

#### Menor demanda de bonos extranjeros parece temporal

- El total de los bonos corporativos cayó en 2011 a causa del sector financiero
- En términos anuales, los bonos extranjeros cayeron por primera vez desde el 3T09
- Se atenúan riegos que ejercen presión a la baja sobre los diferenciales corporativos

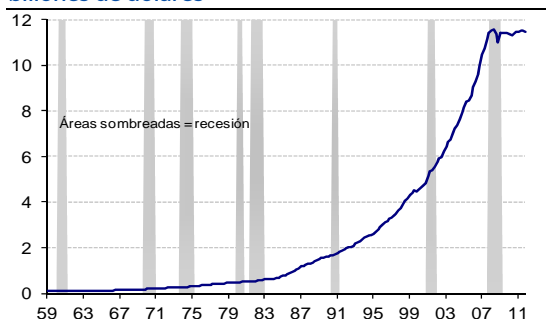
14 de marzo de 2012  
Análisis Económico

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

#### Perspectivas para 2012

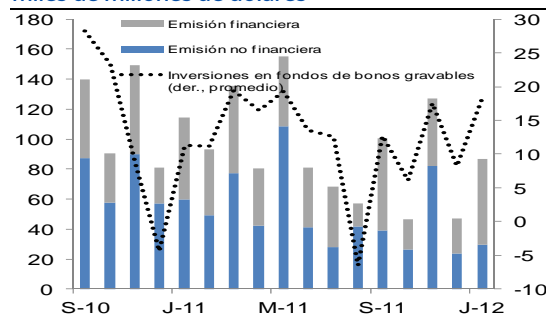
Los datos más recientes del flujo de fondos de la Reserva Federal indican que el total de los bonos corporativos en circulación cayó en el 4T11 a 10.0 billones de dólares, una caída ligeramente por encima de la prevista (-1,% a/a frente a BBVA. -0.9%). En términos nominales, los bonos corporativos se recuperaron rápidamente tras la crisis financiera, pero se han mantenido relativamente planos y no han podido superar el nivel máximo anterior a la recesión (Gráfica 1). Los bonos reales en circulación, que han caído en ocho de los últimos diez trimestres, llegaron a su punto más bajo desde el 1T07, lo que pone de manifiesto el impacto de las incertidumbres mundiales que dominaron la economía en el 4T11. Tal como se esperaba, el deterioro de la actividad y la crisis de la deuda soberana de Europa llevó a una reducción del 2.6% a/a en los bonos extranjeros en circulación, la primera caída de ese segmento en más de dos años. Sin embargo, las recientes caídas trimestrales son mucho menos significativas en comparación con el periodo de la crisis de 2008, lo que indica que probablemente el mercado de bonos registrará un saludable repunte siempre y cuando la situación de Europa no empeore. Creemos que las repercusiones de la crisis podrían continuar en el 1T12, pero deberían atenuarse considerablemente a medida que avance el año. Aunque parece que la caída de los bonos extranjeros ha sido solo temporal, los bonos corporativos financieros se han mantenido sumamente débiles a largo plazo. En el 4T11, los bonos financieros cayeron 8.6% a/a (BBVA: -7.6%), caída que marca el 14º trimestre consecutivo de contracción. La continuación del proceso de desapalancamiento y las inestables condiciones financieras mundiales nos han llevado a revisar considerablemente a la baja nuestras previsiones. Más que llegar a un crecimiento a/a positivo en 2013, preveemos que los bonos financieros seguirán cayendo a un ritmo más lento hasta mediados de 2014. Sin embargo, los últimos resultados de las pruebas de stress de la Fed podrían mejorar la reputación de los bancos y en última instancia contribuir a impulsar la demanda de los bonos financieros. La fortaleza de los bonos no financieros compensa las caídas de otros sectores. El crecimiento de estos bonos se ha acelerado fuertemente desde la crisis y no hay indicios de estabilización. La ampliación de los compromisos de la Fed de mantener las tasas de interés bajas hasta mediados de 2014 aumenta el atractivo de estos bonos y ayudará a mantener una demanda estable. En términos anuales, preveemos que el crecimiento de los bonos no financieros se desacelerará muy lentamente a medida que se aproximen las subidas de las tasas de interés previstas.

Gráfica 1  
Bonos corporativos y extranjeros nominales, billones de dólares



Fuente: Junta de la Reserva Federal y Haver Analytics

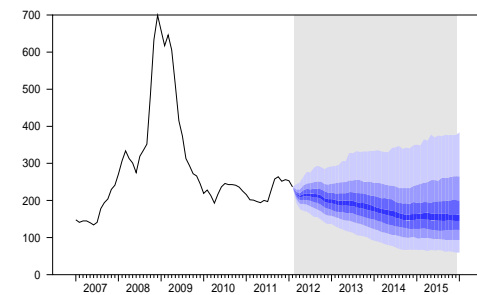
Gráfica 2  
Oferta y demanda de bonos corporativos, miles de millones de dólares



Fuente: Junta de la Reserva Federal y Haver Analytics

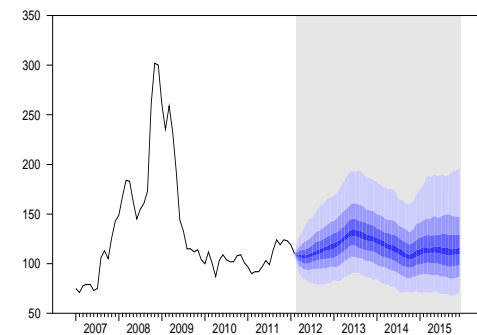
Las inversiones actuales en fondos de bonos gravables son similares a los niveles de hace un año, y aparte de la caída registrada en agosto, las inversiones fueron relativamente estables en 2011 (Gráfica 2). En nuestro informe anterior, esperábamos que las nuevas reformas fiscales y las medidas de la Fed repercutieran negativamente en los datos de 2012. Sin embargo, aunque es muy posible que Obama trate de dar un último empujón para obtener apoyo en las elecciones, no es muy probable que haya reformas significativas. La Fed no ha descartado una nueva ronda de flexibilización cuantitativa, pero el comité normalmente se mantiene en calma en los años electorales para dar sensación de imparcialidad. Así pues, a no ser que las condiciones económicas se deterioren, creemos que el promedio de inversiones en fondos de bonos gravables merecerá poca atención en 2012.

Gráfica 3  
**Diferencial corporativo BBB**



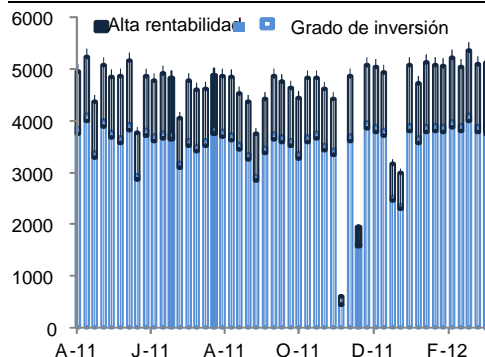
Fuente: Haver, S&P y BBVA Research

Gráfica 4  
**Diferencial corporativo AA**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfica 5  
**Volumen de bonos: alto rendimiento semanal y grado de inversión**



Fuente: TRACE y Bloomberg

Teniendo en cuenta que las comunicaciones de la Fed han sido más optimistas, que la incertidumbre del contagio ha disminuido y que la capitalización interna es fuerte, es probable que los mercados de deuda corporativa de mayor riesgo mejoren su atractivo. Por tanto, a medida que amainen los riesgos, la dinámica de los diferenciales corporativos BBB reflejarán la disposición de los inversores a buscar mayores rentabilidades en un contexto de riesgo de mercado más luminoso. Además, si se mantiene el reciente repunte de los valores del Tesoro y la Fed empieza a hacer ajustes, es probable que las presiones a la baja sobre los diferenciales corporativos BBB se aceleren (siempre que los riesgos sigan atenuados). En otras palabras, nuestro modelo apunta a un descenso de los diferenciales BBB en el horizonte previsible.

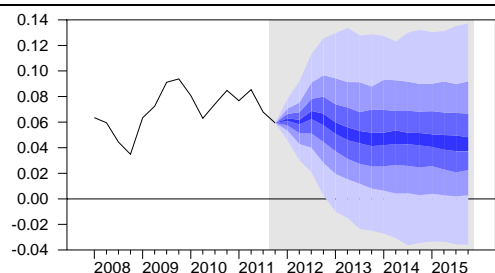
El mercado de bonos corporativos AA sigue ajustándose a la menor volatilidad y a las mejores expectativas económicas. Desde enero, las rentabilidades de los valores del Tesoro a 10 años se han mantenido en mínimos históricos, 1,97%, el VIX ha caído a un promedio de 17,7 a 15 días (al 7 marzo 2012), y en su publicación más reciente la Fed habló de un crecimiento “moderado” y no “modesto”. Nuestras previsiones reflejan que los mercados incorporarán lentamente la menor repercusión del riesgo del mercado total y, por consiguiente, los diferenciales AA caerán en los próximos meses. Sin embargo, a largo plazo y a medida que los mercados se normalicen y la Fed formalice su estrategia de salida, se prevé que los diferenciales corporativos AA volverán a su promedio histórico.

Los volúmenes de bonos semanales han repuntado desde los bajos niveles del 4T11, han vuelto a una tendencia alcista y han subido por encima de los niveles registrados a principios de 2001. La mejora de las condiciones económicas ha incrementado el apetito de riesgo entre los inversores, en especial por los bonos de alta rentabilidad y grado de inversión. Además, el retraso del primer movimiento alcista de la tasa objetivo de los fondos federales ha reducido la volatilidad de las tasas de interés. Las corporaciones de alta rentabilidad han experimentado una considerable reestructuración tras la crisis financiera, lo que les ha permitido estar mejor preparadas en caso de que se produzca otra crisis. Es probable que la morosidad se estabilice en 2012, lo que contribuirá a mantener la confianza de los inversores.

**Previsiones sobre los bonos corporativos en circulación**

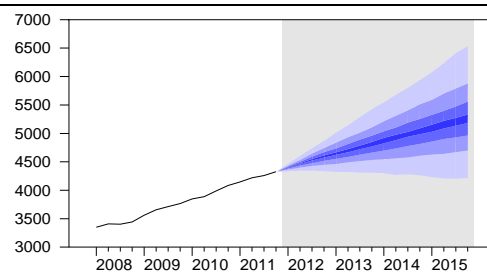
En general, hemos revisado a la baja nuestras previsiones inmediatas sobre el total de los bonos en circulación, aunque seguimos esperando una tendencia al alza a lo largo de los próximos años. Al menos a medio plazo, el sector financiero frenará el mercado de los bonos corporativos, mientras que el crecimiento de los bonos no financieros se mantendrá fuerte. La Fed ha ampliado su horizonte para efectuar la primera subida de la tasa objetivo, por lo que los inversores encontrarán aún más incentivos en el sector no financiero. Los últimos avances con respecto a la resolución de la crisis europea indican que el crecimiento de los bonos extranjeros repuntará en 2012, siempre y cuando no se agraven los problemas fiscales.

Gráfica 6  
**Bonos no financieros en circulación, % anual**



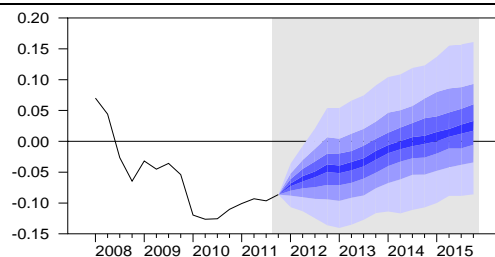
Fuente: BBVA Research

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



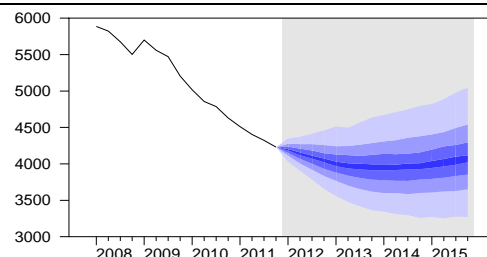
Fuente: BBVA Research

Gráfica 8  
**Bonos financieros en circulación, % anual**



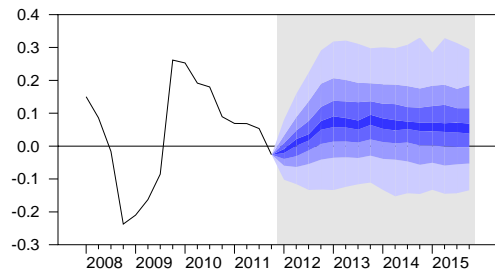
Fuente: BBVA Research

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



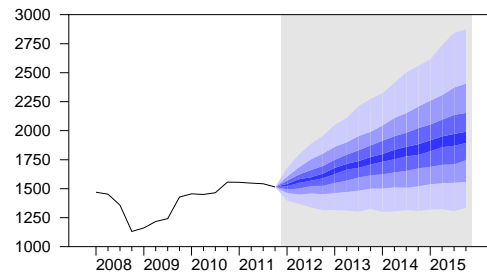
Fuente: BBVA Research

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 el Servicio de Estudios del BBVA de 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 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.