

EE.UU.

Observatorio Económico

14 de marzo de 2011

Análisis Económico

Jeffrey Owen Herzog
jeff.herzog@bbvacompass.com

El sector corporativo apoya el crecimiento de los bonos Las condiciones monetarias siguen respaldando la expansión no financiera

- El crecimiento incipiente de los bonos no financieros pendientes cumplirá eventualmente las expectativas de tipos de la Reserva Federal
- El desapalancamiento del sector financiero sigue representando un lastre para el crecimiento total de los bonos pendientes
- Por el momento, las inversiones en fondos de bonos gravables y el descenso de los volúmenes de comercialización de bonos muestran menos apetito en 2011

Perspectivas para 2011

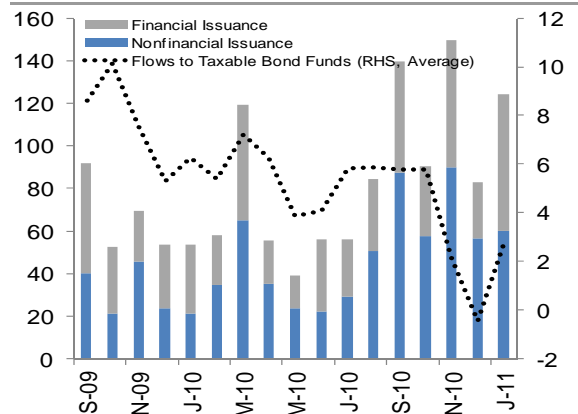
Con la emisión de flujo de fondos de la Reserva Federal en el 4T de 2010, los datos indican que el crecimiento de bonos corporativos real en su conjunto alcanzó un -1,3% interanual o 10,2 billones de USD (BBVA: -0,6% interanual). Durante el 4T de 2010, las corporaciones no financieras se sumaron al crecimiento considerablemente rápido en bonos pendientes. Se prevé que este tipo de corporaciones sigan creciendo a toda velocidad, pero con la expectativa de la implementación que se hace más inminente cada trimestre de medidas por parte de la Reserva Federal (gráfico 2), el relativo atractivo de la emisión de bonos comenzará a desvanecerse. Resulta totalmente posible que con los mayores beneficios para la deuda corporativa a corto plazo como los efectos comerciales, se insufla algo de vida a estos mercados ya que los beneficios se harán más atractivos para los fondos de mercado e inversores en igual manera. Sin embargo, no prevemos que los efectos comerciales adquieran más solidez hasta comienzos de 2013.

Los bonos pendientes de las empresas financieras mostraron un desapalancamiento continuado. Pese a que las entidades financieras cayeron más de lo esperado, hasta un -9,7% interanual (BBVA: -7,6% interanual), el resultado resulta coherente con nuestras previsiones relativas a una tendencia positiva para las tasas de variación interanuales en bonos pendientes y de que se tocó fondo en el 2T de 2010. A más largo plazo, las presiones regulatorias podrán predominar en esta categoría. El lado positivo es que la emisión en enero de bonos corporativos financieros fue mayor que el promedio de los 12 meses anteriores. Mantenemos nuestra presunción de que el sector financiero se encuentra a 4 trimestres del fin del desapalancamiento en términos de bonos financieros pendientes.

Los bonos pendientes atribuibles al resto del mundo cumplieron las expectativas y crecieron en un 3,8% interanual (BBVA: 3,5% interanual). La previsión converge rápidamente con la tendencia; en realidad, las fluctuaciones del dólar, las transacciones globales y los costes de transporte deberían producir innovaciones más frecuentes en las previsiones a largo plazo.

Gráfico 1

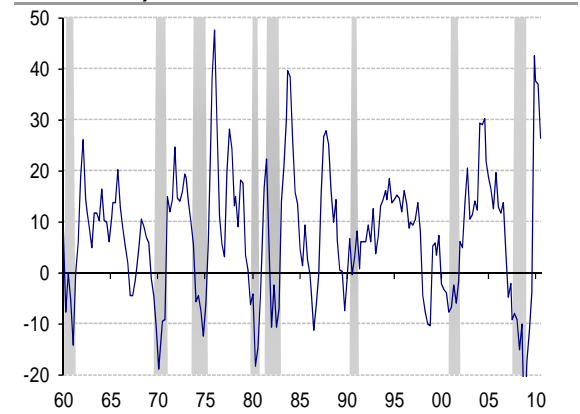
Oferta y demanda de bonos corporativos, en miles de millones de USD.



Fuente: Haver Analytics

Gráfico 2

Beneficios corporativos (variación % interanual)

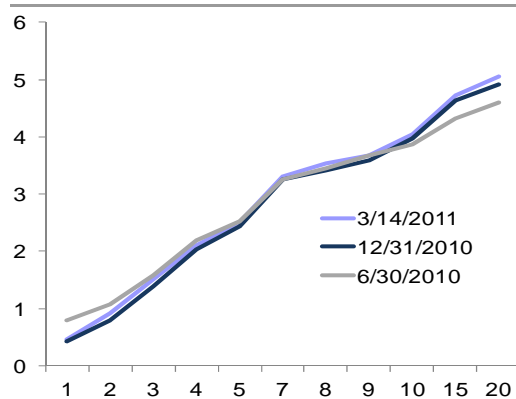


Fuente: Bloomberg

En diciembre, el promedio de inversiones en bonos gravables descendió marcadamente y por un momento se acercó demasiado al territorio de los valores negativos. El mes de diciembre fue también testigo de un nuevo acuerdo de recorte fiscal entre el Congreso y la administración Obama que provocó un aumento en los beneficios de bonos gubernamentales a largo plazo. Desde la comunicación de una segunda ronda de compra a gran escala de activos por parte de la Reserva Federal en noviembre, el promedio de inversiones en fondos de bonos gravables está siendo inferior con respecto a la tendencia que se observó en gran parte de 2010 y 2009 (gráfico 1).

Gráfico 3

Curva de rendimiento industrial AAA de empresas en EE.UU.

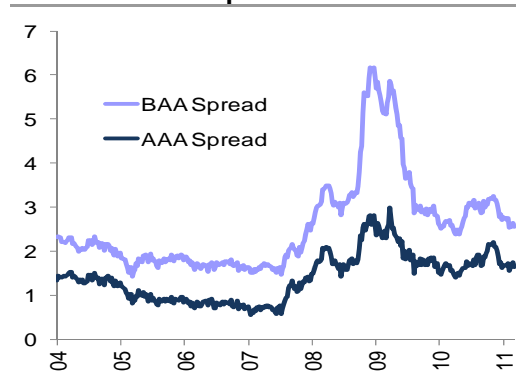


Fuente: Bloomberg

La perspectiva para la curva de rendimiento corporativo en EE.UU. depende de las medidas de la Reserva Federal, las expectativas de la fuerza de la recuperación económica y la perspectiva para la inflación. El programa actual de la Reserva Federal para las Compras de activos a gran escala (CAGE) está aumentando con éxito incrementalmente las expectativas de inflación, lo cual puede resultar coherente con los niveles más altos de tipos de interés a largo plazo en comparación con las curvas anteriores de rendimiento industrial AAA. Sin embargo, nuestro escenario de referencia sigue centrándose en un incremento inicial en el tipo de

Gráfico 4

Diferenciales corporativos sobre valores del Tesoro a 10 años

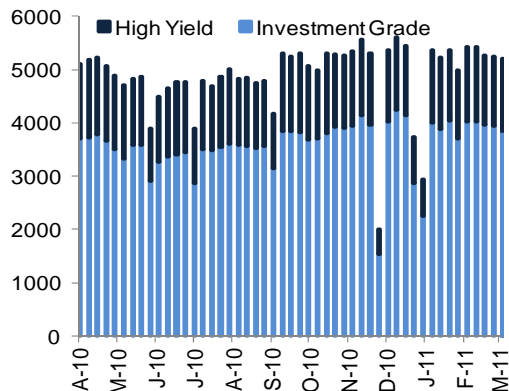


Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Los diferenciales corporativos en 2011 se sitúan en valores más bajos que a finales de 2010, pero se mantienen superiores a los de 2009. A finales del año pasado, las inquietudes rondaban en torno a la deuda soberana Europea y a los resultados de las CAGE federales. Actualmente, la prima de riesgo está reaccionando a corto plazo a los acontecimientos geopolíticos (malestar político, terremotos). No obstante, estos otros aspectos no han desaparecido realmente y los diferenciales globales se enfrentan a condiciones de riesgo multiplicativas.

Gráfico 5

Alto rendimiento semanal y volumen de bonos del grado de inversión



Durante los últimos doce meses, el volumen mostró una tendencia a la baja en comparación con la tendencia al alza del segundo semestre de 2010, con la salvedad de las semanas festivas. 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. Sin embargo, debido a la debilidad que se está observando en la mayoría de los índices bursátiles, esperamos que los préstamos globales de títulos descendan. El volumen más bajo de los bonos corporativos está mayormente relacionado con el menor apetito de los

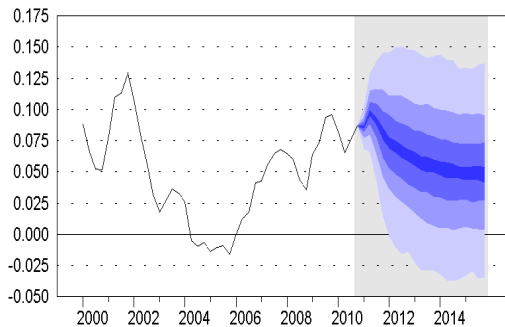
Fuente: TRACE y Bloomberg

Previsión sobre los bonos corporativos en circulación

Los datos de este trimestre muestran una revisión ligeramente a la baja del 1,6% interanual respecto al crecimiento total esperado para 2011 de bonos y mantenemos nuestras perspectivas esencialmente sin cambios para 2012 de un 4,8% interanual. Tal como se declaró anteriormente, los bonos financieros representarán el lastre principal para el total de bonos en circulación. Desde un punto de vista histórico, la tasa promedio de crecimiento interanual trimestral prevista para el crecimiento total de bonos hasta 2015 es aproximadamente dos tercios de la tasa promedio de crecimiento interanual entre 1982 y el trimestre pasado. En cuanto a las previsiones a medio plazo, los riesgos muestran una tendencia a la baja para el componente global de bonos pendientes.

Gráfico 6

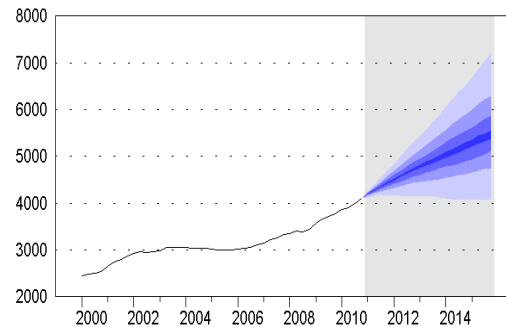
Bonos en circulación no financieros, a/a%



Fuente: BBVA Research

Gráfico 7

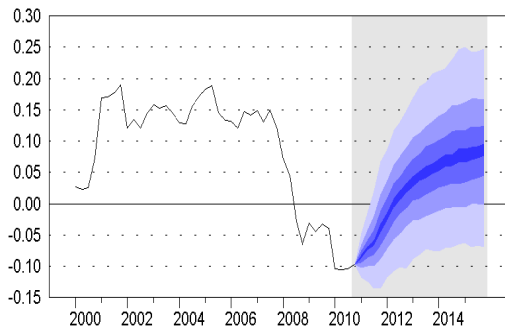
Bonos en circulación no financieros, en miles de millones de USD reales



Fuente: BBVA Research

Gráfico 8

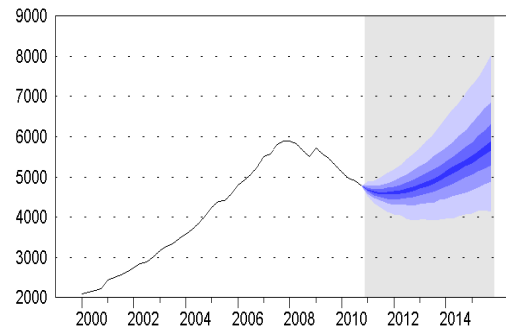
Bonos en circulación financieros, a/a%



Fuente: BBVA Research

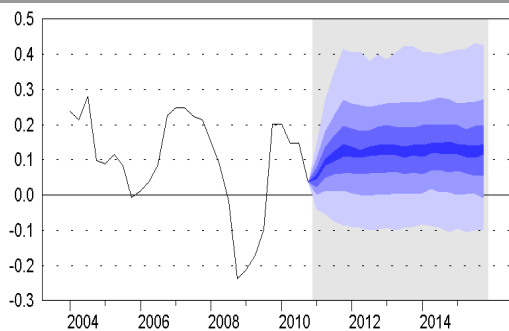
Gráfico 9

Bonos en circulación financieros, en miles de millones de USD reales



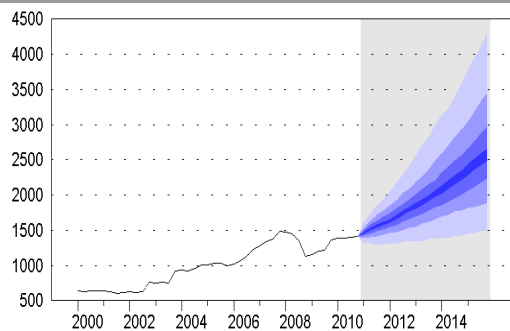
Fuente: BBVA Research

Gráfico 10
Bonos en circulación extranjeros, a/a%



Fuente: BBVA Research

Gráfico 11
Bonos en circulación extranjeros, en miles de millones de USD 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.