

Observatorio Económico

EEUU

Houston, 13 de abril de 2011
Análisis Económico

Jeffrey Owen Herzog
jeff.herzog@bbvacompass.com

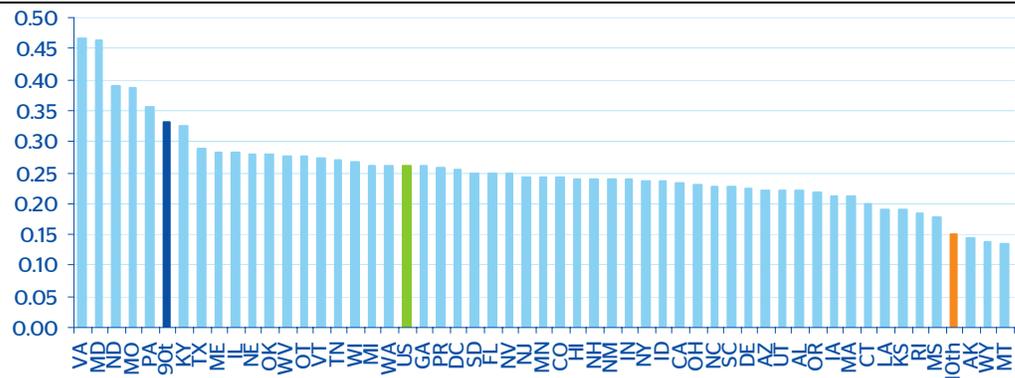
Actualización sobre obligaciones a la vista a tasa variable

- Los datos de esta semana revelan 5.5 mil millones de dólares en ofertas, de los cuales 37.6% corresponde a la marca BBVA Compass
- Se espera que las tasas a corto plazo confirmen nuestra previsión de un primer aumento por parte de la Fed en el mes de marzo

Las obligaciones a la vista a tasa variable (VRDO) transforman de hecho las obligaciones municipales a largo plazo con tasas fijas en deuda líquida a corto plazo con tasas variables. Las VRDO tienen a menudo vencimientos largos, pero los periodos de reajuste sumamente frecuente de las tasas de interés compensan esta estructura de vencimientos. El propietario de una VRDO puede devolver el instrumento al agente en momentos predeterminados, con lo cual recibe el valor a la par de los bonos. Las VRDO habitualmente implican un periodo de reajuste de una semana a un mes. Otra característica de las VRDO es una carta de crédito (LOC) de una entidad financiera. Las LOC ofrecen un nivel adicional a los compradores de VRDO, ya que la entidad financiera que proporciona la LOC debe pagar el principal y los intereses a los tenedores de bonos en caso de impago.

Los intermediarios de VRDO han puesto esta semana en el mercado alrededor de 5.5 mil millones de dólares (mmd) en 1,424 ofertas con una tasa promedio de 0.26% y percentiles 90 y 10 del 0.33% y 0.15%, respectivamente. La marca BBVA Compass representa alrededor de 37.6% de las ofertas de esta semana, algo más de 2 mmd. Los seis mayores intermediarios representan casi el 92% de las emisiones en EEUU según los datos publicados esta semana. En el transcurso de 2011 se espera que venzan unos 53.3 mmd en LOC municipales, según Thomson Reuters. Aunque los datos de esta semana muestran diferentes niveles de tasas según el estado, algunos datos pueden ser el resultado del acceso al mercado por parte de determinados tipos de municipios o subdivisiones políticas esta semana, y no a un efecto a nivel estatal.

Gráfica 1
Tasas ofertadas para obligaciones a la vista a tasa variable por estado, semana del 13 de abril de 2011

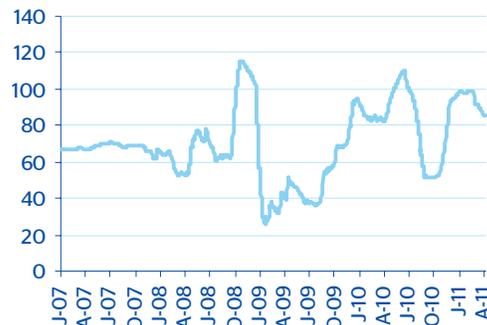


Fuente: BBVA Research y Bloomberg. Nota: 90 y 10 indican los percentiles de todas las ofertas para esta semana

A finales de 2010, las tasas de las VRDO eran más atractivas que los niveles ofrecidos por SIFMA y LIBOR, pero tensiones recientes en los mercados de financiamiento a corto plazo han provocado un ajuste en muchos instrumentos de gestión de efectivo diferentes. A principios de febrero, el Departamento del Tesoro dio por finalizado el Programa de Financiamiento Complementario, que proporcionó una oferta considerable de pagarés a corto plazo al mercado. Con la finalización de este programa, miles de millones de dólares de entidades de depósito se han acumulado como exceso de reservas en la Fed o, en la medida de lo posible, en otros vehículos de gestión de efectivo a corto plazo utilizados habitualmente. Este ajuste en las tasas de interés a corto plazo también tiene su reflejo en el mercado de las VRDO.

Los participantes en el mercado también tienden a centrarse en la relación de intercambio SIFMA/LIBOR, ya que en ocasiones surgen algunas oportunidades de arbitraje de las discrepancias en las tasas del mercado de efectivo a corto plazo libre de impuestos y gravable. Puesto que numerosos instrumentos municipales cuentan con ventajas fiscales, las entidades financieras comparan esta tasa (junto con el riesgo de crédito correspondiente) con instrumentos de tasa similar. Por ejemplo, si la tasa impositiva marginal es de 35% y la relación SIFMA/LIBOR está ofreciendo mayor rendimiento, podría resultar factible intercambiar una tasa variable por otro en un *swap*. Sin embargo, la relación SIFMA/LIBOR también se ve afectada por consideraciones de oferta y demanda, perturbaciones en los mercados, nuevos reglamentos tributarios y cambios en las tasas de interés, por lo que no se trata de una relación completamente clara. No obstante, los datos más recientes parecen indicar que la relación SIFMA/LIBOR ha caído recientemente desde sus niveles máximos. El promedio a largo plazo es de alrededor de 65-70, dependiendo del plazo.

Gráfica 2
Relación SIFMA/LIBOR



Fuente: SIFMA y Bloomberg

Gráfica 3
Tasas de interés variable seleccionadas



Fuente: Bloomberg

Los intermediarios de VRDO se centran en una variedad de métricas para establecer las tasas de interés. Los intermediarios también consideran el tamaño de la emisión, el sector del municipio o subdivisión política, la calidad de la garantía, el estado de la emisión, la demanda imperante en el mercado y la relación de venta cruzada entre el intermediario y el emisor. Los diferenciales de la curva de rendimiento, que se calculan como la diferencia entre las tasas de los bonos municipales a 2 y 30 años, para títulos municipales de clasificación más baja, se han reducido recientemente en comparación con su posición hace algunos meses. Sin embargo, la curva de rendimiento para obligaciones municipales AAA es ligeramente superior a 400 pb, un nivel algo elevado para la era posterior a la quiebra de Lehman. Naturalmente, la estructura imperante de las tasas de interés proporcionará un punto de partida para el establecimiento de precios. En concreto, esperamos que la Reserva Federal no suba su tasa objetivo en 2011. Aunque las recientes declaraciones de algunos funcionarios de la Fed dan a entender un sesgo más ortodoxo, pensamos que es el resultado de una estrategia de comunicación renovada dirigida a contener las expectativas en cuanto a inflación. Estas declaraciones también representan la plétora de opiniones que circulan por la Fed y la creciente y próxima necesidad de una normalización de las políticas. El momento y el ritmo del

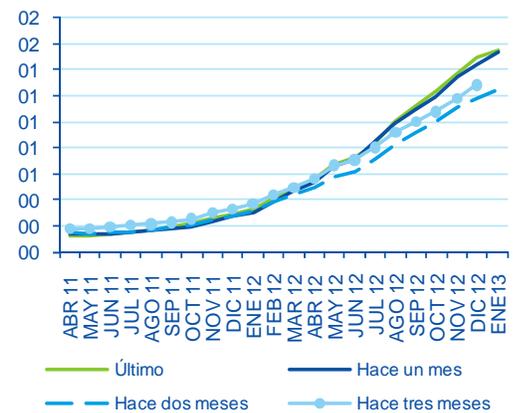
movimiento alcista de las tasas dependerán de las condiciones macroeconómicas. Dada nuestra previsión de baja inflación (traslado limitado de los recientes precios de las materias primas) y crecimiento moderado (aún limitado por la elevada inactividad de los recursos), pensamos que la Fed empezará a subir las tasas en torno a marzo de 2012.

Gráfica 4
Diferencial de la curva de rendimiento para las obligaciones municipales (30-2 años)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfica 5
Previsiones de los fondos federales (%)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

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), y se facilita exclusivamente a efectos informativos. 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.