

Observatorio Económico

EEUU

16 de agosto de 2011
Análisis Económico

EEUU
Kim Fraser
kim.fraser@bbvacompass.com

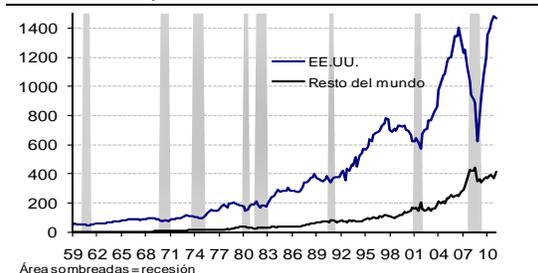
¿Podrán seguir creciendo los beneficios corporativos?

Evaluando la solidez de una economía frágil en otros aspectos

- **A pesar de la anémica actividad económica, los beneficios corporativos se han recuperado de la Gran recesión**
- **El crecimiento de los beneficios corporativos posiblemente continuará a corto plazo, dado que la rentabilidad de los dividendos sigue alta, la rentabilidad nominal de la renta variable sigue baja y la producción por hora no varía**
- **Las perspectivas a largo plazo de los beneficios empresariales es relativamente estable, con pronóstico de allanamiento de la curva de crecimiento tras el 3T12**

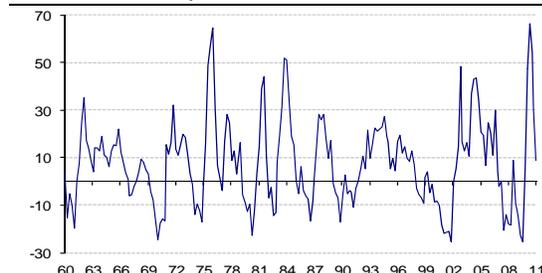
Históricamente, los beneficios corporativos han sido un indicador volátil del crecimiento de EEUU, aunque en los últimos años la volatilidad se ha incrementado drásticamente. En medio de la crisis financiera, los beneficios corporativos retrocedieron abruptamente hasta 600 mil millones de dólares (4.6% del PIB), la cifra más baja desde principios de la década. A pesar de este descenso, los beneficios corporativos se han recuperado más del doble, superando máximos históricos, mientras el resto de la economía luchaba por mantener una recuperación sólida. La fragilidad de las condiciones del mercado de trabajo ha repercutido negativamente en la mayor parte de la actividad económica, aunque las empresas han mantenido altos márgenes de beneficios como resultado de la reducción de los costos de mano de obra y de financiamiento. Además, las firmas estadounidenses se han empeñado en incrementar la productividad y en expandirse en el extranjero para aprovechar los crecientes mercados internacionales en lugar de sucumbir a las anémicas ventas dentro del país. Sin embargo, en un momento en que la incertidumbre fiscal (a consecuencia de la reforma del presupuesto) y la debilidad de la actividad económica predominan en EEUU y en Europa, surge la preocupación de si los beneficios de las empresas van a comenzar a adelgazar. El reciente debate del techo de la deuda y la bajada de la nota, sin precedentes, a la deuda estadounidense —conjuntamente con las revisiones a la baja del PIB y las propuestas de recortes del gasto y de la inversión empresarial— han abierto la posibilidad de una recaída en recesión. El aumento de los precios de las materias primas y la desaceleración económica en el resto del mundo son otros dos obstáculos para el mantenimiento de los márgenes de beneficio de las corporaciones. Considerando la singularidad de estos tiempos macroeconómicos, es probable que las tendencias de los beneficios corporativos jueguen un papel importante en la disyuntiva entre recuperación económica o recaída en la recesión. Si las empresas deciden acumular menos efectivo y expandirse internamente, esto podría contribuir al muy necesario crecimiento del mercado de trabajo y, en última instancia, sacar al consumidor de su letargo.

Gráfica 1
Beneficios empresariales (miles de millones, desest.)



Fuente: Bloomberg y Haver Analytics

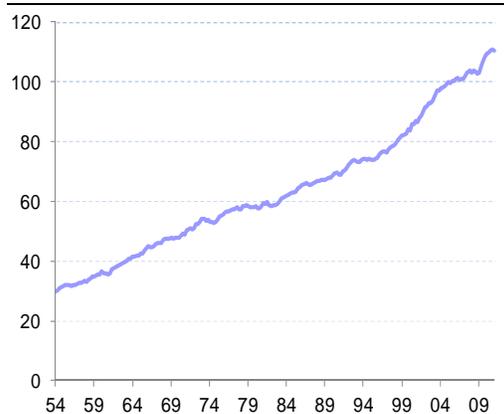
Gráfica 2
Beneficios de empresas no financieras (var. % t/t)



Fuente: Bloomberg

Normalmente, la previsión de los beneficios empresariales es difícil, considerando la volatilidad del indicador y los numerosos factores que entran en juego. En publicaciones anteriores se utilizaron diversas metodologías para pronosticar la reacción de estos beneficios a los cambios de los datos macroeconómicos. Existe un amplio conjunto de previsiones de beneficios que, en general, incluyen en su mayoría medidas de crecimiento económico, pago de dividendos e inversiones no corporativas. Para este modelo en particular hemos incluido la producción por hora como aproximación del rendimiento, así como de la rentabilidad de dividendos y bonos nominales. Hemos calculado las previsiones de beneficios corporativos mediante modelos de auto-regresión de vector cointegrado, condicionados adecuadamente para las variaciones previstas de la economía.

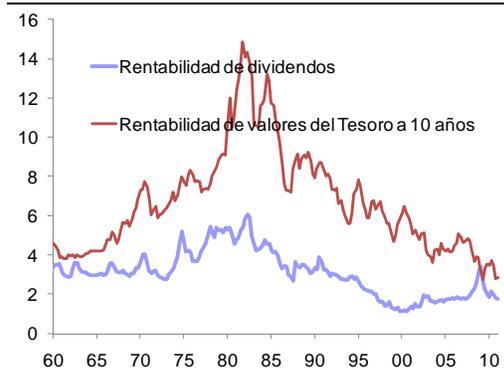
Gráfica 3
Producción real por hora (desest. 2005 = 100)



Fuente: Haver Analytics

A pesar de la volatilidad de los beneficios empresariales, la producción real por hora ha sido históricamente un parámetro relativamente estable de la producción y del crecimiento de la productividad, y puede ser un indicador claro de desaceleraciones de la actividad económica. El incremento de la productividad puede mejorar directamente los márgenes de beneficio, en especial si ello incluye menores costos de mano de obra. Considerando la fragilidad del empleo, no es de sorprender que las empresas hayan conseguido aprovechar los menores costos de mano de obra y mantener altos márgenes de beneficio. Sin embargo, en los últimos meses la producción por hora se ha frenado, lo que indica que la eficacia de la mano de obra ha mermado. Si el desempleo estructural empeora, las empresas sufrirán repercusiones negativas en sus cuentas de resultados. En última instancia, preveemos que la producción real por hora se mantendrá sin variaciones durante el segundo semestre de este año, para posteriormente volver a crecer cuando la recuperación económica se consolide.

Gráfica 4
Rentabilidad de dividendos del índice S&P 500 Composite (%) y rentabilidad de valores del Tesoro a 10 años con vencimiento constante (% anual)



Fuente: Haver Analytics

La rentabilidad de dividendos y nominal de los bonos apunta hacia la aversión al riesgo de los inversionistas y, en general, ambas tienden a ser paralelas. Sin embargo, la recesión de 2008 creó la reacción opuesta, ya que las bolsas cayeron y los inversionistas salieron a buscar activos de menor riesgo. Considerando los previstos retrocesos a corto plazo de los mercados bursátiles, esperamos una reacción similar: es probable que la rentabilidad de los dividendos aumente, y que la de los bonos disminuya. La rentabilidad de los dividendos solamente podrá mantenerse alta toda vez que las empresas estén satisfechas con sus márgenes de beneficio. Por consiguiente, a medida que la recuperación económica se consolide a largo plazo, preveemos que la rentabilidad volverá a sus tendencias normales.

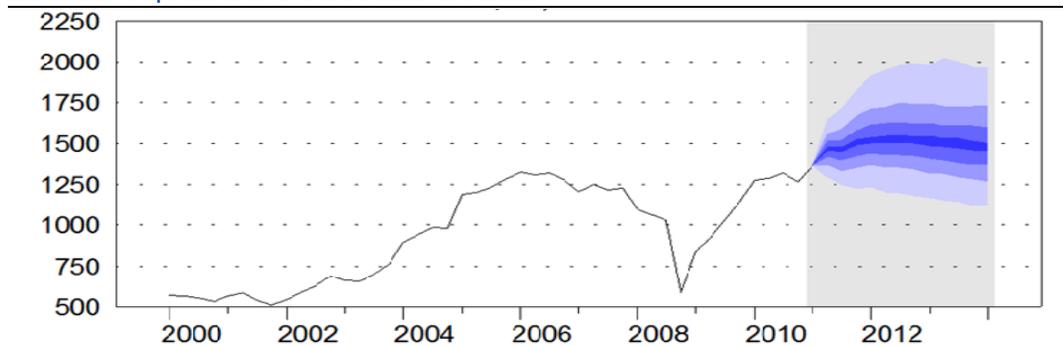
Previsiones de beneficios corporativos

A corto plazo, con previsiones de una producción por hora sin variaciones, alta rentabilidad de dividendos y baja rentabilidad nominal de la renta variable, creemos que los beneficios corporativos seguirán creciendo hasta el 3T12. Es poco probable que la fragilidad de la actividad económica tenga repercusiones negativas inmediatas sobre los márgenes de beneficio, ya que las empresas siguen atesorando efectivo y aprovechando los bajos costos de mano de obra y de financiamiento. Sin embargo, consideramos que los beneficios disminuirán a largo plazo. A medida que la economía se recupere, las empresas encontrarán más difícil conservar liquidez a medida que crezcan los costos de mano de obra y de financiamiento, y que la competencia se haga más intensa. Aunque la curva de crecimiento de los beneficios empresariales tiende a allanarse, los niveles se mantendrán por encima de los niveles del 1S11. A nivel anual, el crecimiento seguirá siendo positivo hasta el 4T12, tras lo cual se registrarán pequeños retrocesos a/a de los beneficios.

Es importante destacar que no hemos incorporado al modelo los problemas de política fiscal y global, que podrían ser factores importantes en lo que respecta a la futura volatilidad y a las tendencias de los beneficios corporativos. La incertidumbre fiscal es un factor que preocupa a las empresas dado que las administraciones públicas buscan equilibrar los presupuestos, y considerando las posibilidades de que los cambios en los impuestos de sociedades afecten a las cuentas de resultados. Esencialmente, las empresas se han mostrado muy eficientes al mantener altos márgenes de beneficio durante esta anémica recuperación económica, beneficiándose sobre todo del descenso de los costos de mano de obra y del refinanciamiento de sus créditos a largo plazo. A pesar de las proyecciones de una merma del crecimiento de los beneficios corporativos a corto plazo, las empresas seguirán disfrutando de altos márgenes cuando una mayor demanda contribuya a compensar el aumento de los costos de mano de obra y de financiamiento.

Gráfica 5

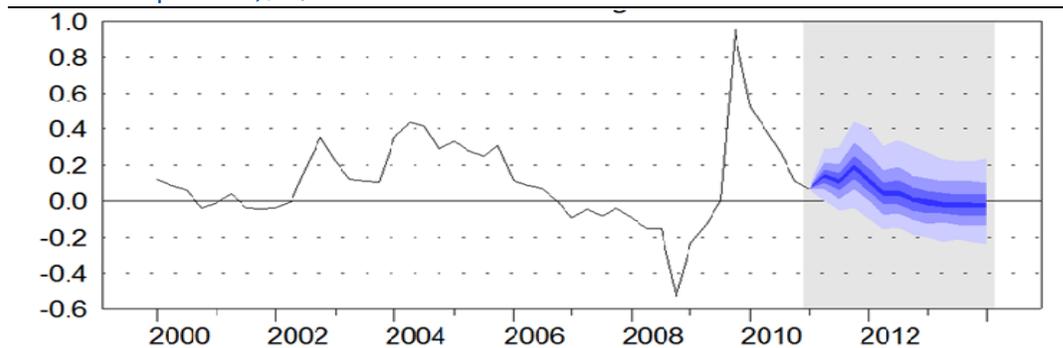
Beneficios empresariales (miles de millones reales)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 6

Beneficios corporativos, % a/a



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.