

12 de octubre de 2018

Novedades del Mercado Internacional

En el Resumen Económico de hace exactamente un año escribíamos “...Difícil (imposible) pronosticar hasta donde escalará el mercado. Pero la única forma de estar bien parado en la baja es conservando algo de liquidez. Esto naturalmente conlleva un riesgo, que se mantenga el rally y uno mirarlo desde afuera. Con estos precios, creo que es una decisión inteligente mantener una porción de liquidez a la espera de nuevas oportunidades de compra, que más tarde o más temprano, el mercado nos suele regalar...”.

No fue el caso. Desde entonces, el mercado americano siguió firme en su tendencia positiva y siguió rompiendo records. Presentó dos importantes recortes en febrero (-10%) y luego en marzo (-7.5%), sólo para luego escalar con más fuerza en la búsqueda de nuevos máximos. Esta semana llegó la tercera toma de ganancias significativa del -6.5%. En esta oportunidad, el disparador fue la suba en las tasas de interés.

La Reserva Federal gatilló por octava vez consecutiva la tasa de interés de referencia y ya se ubica en el rango del 2%-2.25%. Le FED dio inicio al ciclo alcista de tasas en diciembre de 2015, cuando se encontraba en el 0%-0.25%. Este año aceleró el ritmo con tres subas y, seguramente, tendremos otra más en diciembre. Aunque Donald no esté muy contento, el nuevo Chairman Jerome Powell parece mucho más decidido a subir la tasa que sus antecesores Ben Bernanke y Janet Yellen.

Si la tasa sube mientras la economía avanza a todo vapor, ¿por qué le preocupa tanto a los mercados? Hoy la tasa de diez años está en el orden del 3.15%, básicamente un punto por encima de los dividendos que reparten las empresas. Con la tasa en el orden del 3.15%, incluso un P/E de 22 no luce tan elevado, simplemente porque la inversa de este ratio es un retorno por beneficios del 4.5% (1 dividido 22), más los dividendos. La renta variable luce más atractiva que la renta fija, lo que se vio reflejado en las cotizaciones durante los últimos años. Ahora bien, si vía la Fed Fund rate la Reserva Federal logra llevar la tasa a diez años supongamos a un 4.5%, seguramente el mercado demandará un retorno por beneficios más alto. Supongamos que le exige al mercado accionario un retorno del 5.5%, esto representaría un P/E de 18 veces. Para lograr

esto, o suben los beneficios antes de impuestos o bajan las cotizaciones. Trump no puede bajar el impuesto a las ganancias eternamente. El costo del dinero es uno de los factores principales que mueve las cotizaciones. El gráfico a continuación exhibe la estrecha relación entre la tasa americana y el mercado bursátil.



Fuentes: Bloomberg

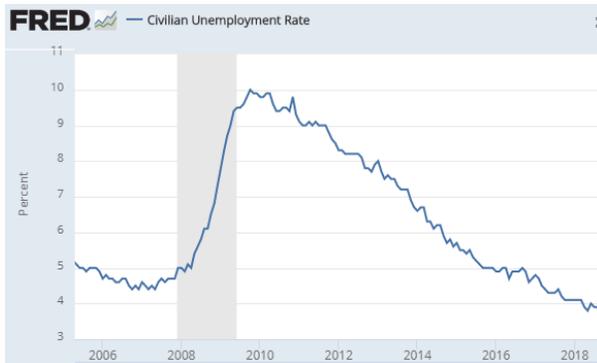
De acá nuestro escepticismo desde hace tiempo con el mercado norteamericano. Por un lado, estamos saliendo del experimento monetario más importante del último siglo. Por otro lado, las valuaciones del S&P están altas por donde se las mire. Combo no ideal para inversores conservadores.

Según las proyecciones de la FED, la tasa terminaría en el rango 3%-3.25% a fines de 2019, con lo cual la tasa a 10 años, considerando el spread actual, estaría en torno al 4.25%. Sabemos que el spread no es lineal y que la FED no siempre puede cumplir con lo prometido. Sin embargo, estas estimaciones suenan bastante sensatas. A continuación, detalló unas ideas muy simples por las cuales intuyo que la tasa subirá algo más, pero no deberíamos verla muy lejos de las estimaciones de la FED.

¿Por qué la FED está decidida a subir la tasa?

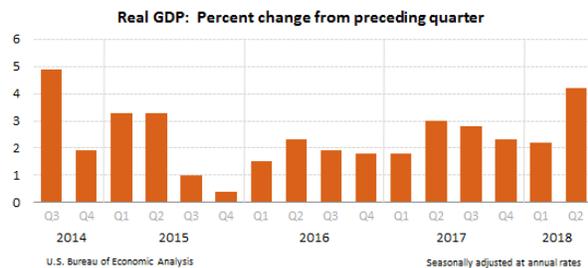
Los datos de empleo no dejan mucho margen de duda. La tasa de desempleo ya se ubica por debajo del 3.7% según la última medición de septiembre, mientras que los pedidos de subsidios por desempleo se sitúan en niveles mínimos históricos. Los indicadores de desempleo estructural o de largo plazo también brindan señales positivas a favor de revertir la política monetaria. Luego de mostrar mucha resistencia después de la crisis, la duración promedio del desempleo comenzó a caer a partir del 2012, indicador clave para que el

desempleado no quede fuera del mercado laboral. En el mismo sentido, la tasa de participación también logró estabilizarse. Si bien ambos indicadores no alcanzaron los niveles previos al 2009, la recuperación es lenta pero sólida.



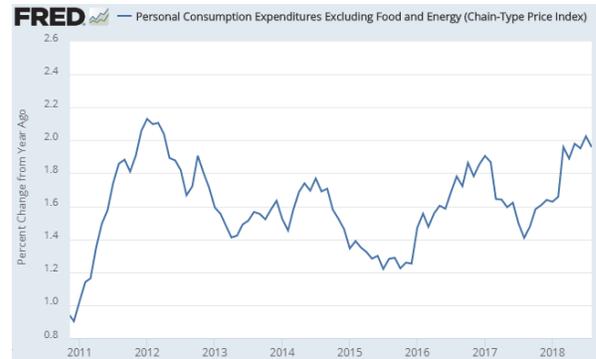
Fuentes: The Federal Reserve Bank of St. Louis

En términos de crecimiento los avances son innegables. La economía mostró una capacidad de recuperación envidiable por muchos países desarrollados. En el segundo trimestre del año, EEUU exhibe un crecimiento del 4.2% interanual. La economía americana creciendo incluso por encima de su potencial no le deja muchas excusas a la FED para mantener las tasas bajas.



Fuentes: U.S. Bureau of Economic Analysis

La adormecida inflación fue durante mucho tiempo el principal argumento de la FED para no subir la tasa. En los últimos trimestres esto cambió, gran parte gracias a la suba del precio del petróleo. El deflactor del gasto de consumo (PCE), justamente el que utiliza la FED como guía, en su medición núcleo viene subiendo consistentemente desde la última parte del año pasado y ya se ubica cerca del objetivo de la FED del 2%. Fundamentalmente por esto la autoridad monetaria comenzó en 2017 consistentemente a subir la tasa luego de mucho tiempo.

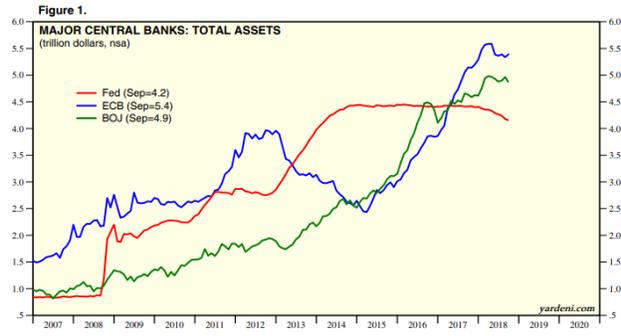


Fuentes: The Federal Reserve Bank of St. Louis

¿Por qué la FED no podrá operar tanto sobre el resto de las tasas de mercado?

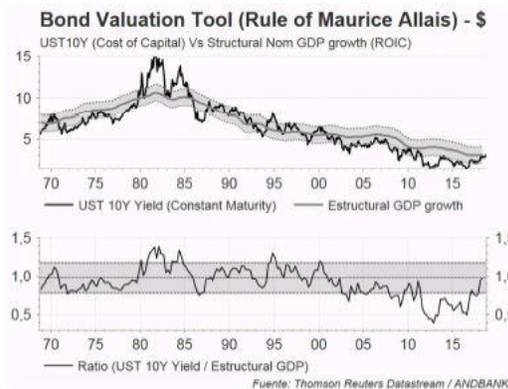
La FED opera principalmente sobre la Fed Fund, que es el mercado de corto plazo (overnight) para fijar la tasa de referencia. Con la implementación de los QE también operó directamente sobre las tasas más largas. Sin embargo, las tasas de los treasuries a 2, 5 y 10 años (principales referencias para el resto de los activos) podrían recorrer un sendero diferente a la tasa corta. Seguramente en este punto la Reserva Federal actuará con mucho cuidado, dado que no querrá provocar una reversión en la curva de rendimientos. Recordemos que cuando la curva se invierte es un fuerte presagio de futura recesión. La evidencia empírica confirma la relación, las explicaciones en cuanto a los determinantes de la relación difieren. Pero simplemente uno intuye que la FED mirará la tasa de largo cada vez que decida mover la de corto, para no autogenerar una reversión en la curva.

Ahora bien, ¿Por qué no aumentan las tasas largas cuando aumenta la tasa corta? Diría que por un motivo muy sencillo, la falta de activo sustituto medianamente atractivo. La cuestión clave es la política monetaria de los Bancos Centrales. En este punto, vemos una gran diferencia de la FED con respecto al Banco Central Europeo y el Banco Central de Japón. La Reserva Federal comenzó gradualmente a normalizar su política monetaria, subiendo las tasas de interés de corto plazo desde el 2015 y reduciendo lentamente el tamaño de su hoja de balance desde principios de este año. En cambio, el viejo continente y Japón mantienen las tasas de corto plazo todavía en cero y su hoja de balance prácticamente inalterada.



Esto provoca que el rendimiento de los títulos soberanos coticen con un claro spread, mientras un treasury a 10 años rinde cerca del 3.15%, un bono Alemán rinde 0.5% y en Japón la tasa a diez años cotiza en un deprimente 0.15%. La falta de activo sustituto, creo que le pondrá un piso a las paridades de los bonos norteamericanos, o lo que es lo mismo, un techo a las tasas.

Otra visión interesante por la cual la tasa no debería irse muy lejos tiene que ver con el crecimiento nominal de la economía (estructural o promedio). Esta visión la tomamos prestada de un colega (recomiendo leer [aquí](#) la nota). La tasa de interés de largo plazo suele tener una marcada correlación con el crecimiento nominal del PBI (real más inflación). Mayor (menor) crecimiento conlleva un entorno de mayores (menores) tasas. En el gráfico a continuación se observa como en los últimos trimestres volvieron a equipararse estas dos variables. Dado que esta relación opera con rezagos, claramente la tasa puede subir unos escalones más, pero difícilmente la veamos en niveles mucho más altos.



Fuentes: ANDBANK

Buen fin de semana,

Juan Battaglia
 Economista Jefe