



AGENTE DE VALORES S.A

# La tasa norteamericana y el precio de los activos

---

Ruta 8 - KM 17500 - Zonamerica - Edificio Biotec - Of 018

Montevideo, Uruguay - Tel: +598 2518 2340

juan@sekoia.com.uy - www.sekoia.com.uy

# La liquidez y el precio de los activos

- El mercado americano no detiene su marcha y semana a semana rompe nuevos records. Todos los índices, el S&P, el Dow, el Nasdaq (tecnológicas) y el Russell 2000 (compañías de baja capitalización), avanzan a paso firme.
- En el mismo sentido, las bolsas del viejo continente exhiben un espectacular desempeño en los últimos meses. Cada uno a su ritmo, los mercados europeos suben de manera significativa. A diferencia de EEUU, una buena parte de estos índices todavía no lograron recuperar los niveles previos a la crisis subprime.
- Los mercados emergentes también traen buenas noticias. El incremento en dólares es aún más atractivo por la debilidad de la divisa norteamericana frente a las emergentes en este 2017.
- Estos desempeños tienen lugar en un mundo de valuaciones altas (Price/Earning, Price/Book Value, EV/Ebitda, etc.) y muy bajos niveles de volatilidad (VIX en mínimos). Esto despierta aún más inquietudes.
- La renta fija a nivel global recorrió un sendero muy similar, rompiendo records en términos de paridad. Los bonos soberanos y corporativos a nivel internacional se recuperaron fuertemente luego del tropiezo en las semanas posteriores al triunfo de Trump.
- **Desde hace tiempo escuchamos que las bolsas están caras y las tasas muy bajas. Pero la dinámica persiste, los mercados continúan escalando y las tasas no suben. ¿Qué está pasando?**

# La política monetaria

- No hay mejor combustible para el precio de los activos financieros que la liquidez. Esta liquidez básicamente tiene dos pilares, ambos liderados por la política monetaria. Si bien en este informe nos centraremos en EEUU, el análisis para el resto de las economías desarrolladas no sería muy distinto. Con diferencias en cuanto al timing, las políticas implementadas por los bancos centrales del primer mundo son bastante similares.
- El primer pilar es la reducción de las tasas de interés de política monetaria (zero lower bound). La FED bajó la tasa prácticamente a cero luego de la crisis, intentando brindar liquidez al sistema financiero y reducir el costo del crédito.
- Sin embargo, cuando la reducción de tasas mostró no ser suficiente para garantizar la estabilidad del sistema financiero, la FED salió a innovar. Allí nacen los programas de expansión cuantitativa (Quantitative Easing - QE), donde la FED compra activos financieros para inyectar liquidez. Lo más destacable del QE es su tamaño, los activos de la FED pasaron de U\$ 900.000 millones en el 2008 a U\$ 4,5 billones en la actualidad. La contracara es el crecimiento de los pasivos del Banco Central. De dicha expansión, un 30% terminó en circulante en la economía y un 70% como reserva dentro de las instituciones financieras.
- **¿Hasta cuando seguirá este exceso de liquidez y combustible para los mercados?**

# Empleo

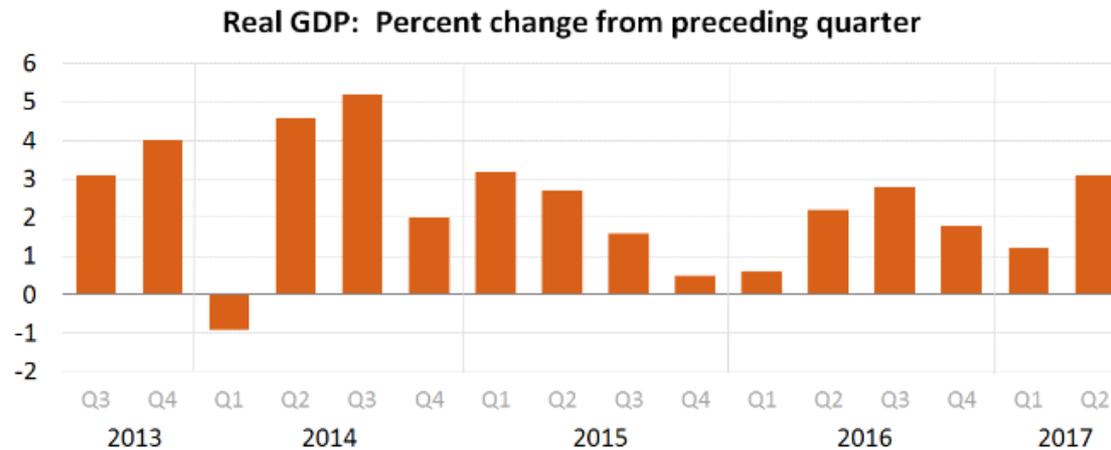
- Los datos de empleo no dejan mucho margen de duda. La tasa de desempleo ya se ubica por debajo del 4,5%, mientras que los pedidos de subsidios por desempleo se sitúan en niveles mínimos históricos.
- Siendo más exigentes, los indicadores de desempleo estructural o de largo plazo también brindan señales 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.

- **Los números de actividad económica presentan una lectura no tan concluyente como los datos del mercado de trabajo. Veamos....**



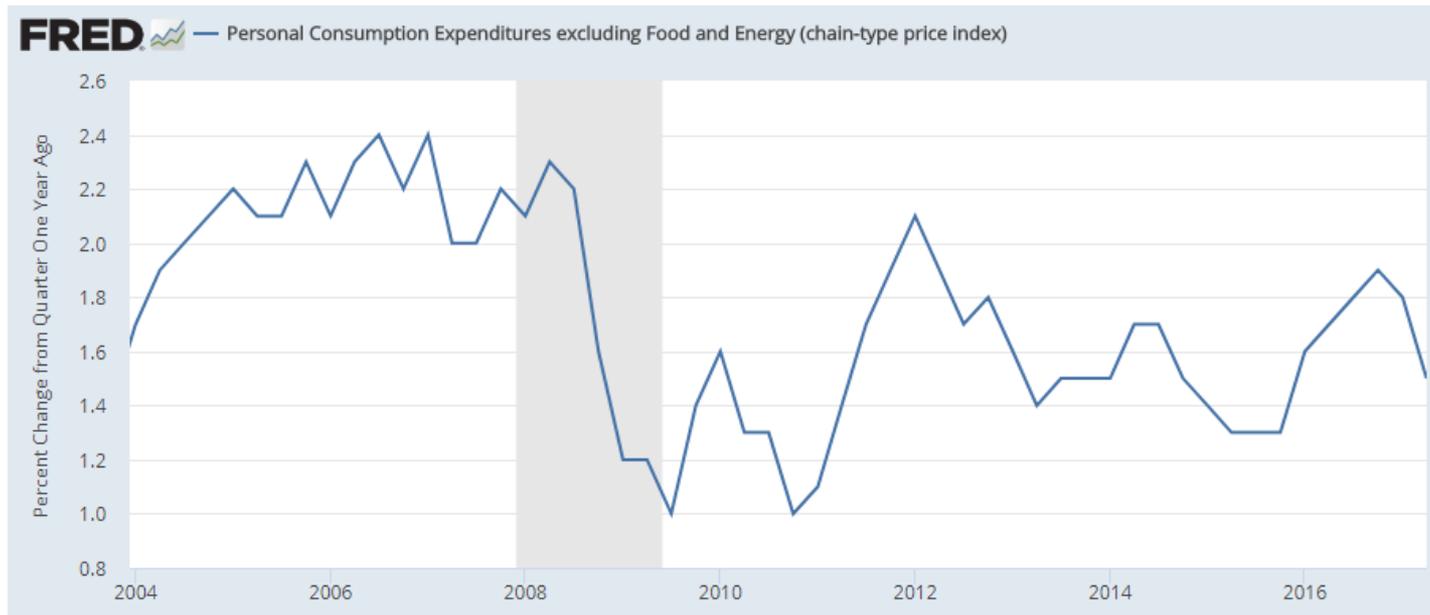
# Nivel de Actividad

- Mirando los números a primera vista, en términos de crecimiento los avances son innegables. La economía mostró una capacidad de recuperación envidiable por muchos países desarrollados. En el primer semestre del año, EEUU exhibe un crecimiento del 2,1% interanual.
- A pesar de esta recuperación, varios son los factores por los cuales la FED no quiere apresurarse a intervenir.
- En primer lugar, gran parte de la recuperación se explica por el crecimiento del empleo. Con este factor prácticamente agotado, habría que buscar otro que permita empujar la economía. El crecimiento en las horas trabajadas y en la productividad difícilmente puedan compensar este efecto.
- Algunas estimaciones indican que sin incrementarse el nivel de empleo, la economía crecería en torno a un tibio 1,3% anual ([ver acá](#)).
- En este mismo sentido encontramos la **teoría del estancamiento secular** de Larry Summers. Sostiene que **por diversos factores (demografía, productividad, niveles de deuda, etc.) las muy moderadas tasas de crecimiento actuales serán la nueva normalidad en el futuro.**



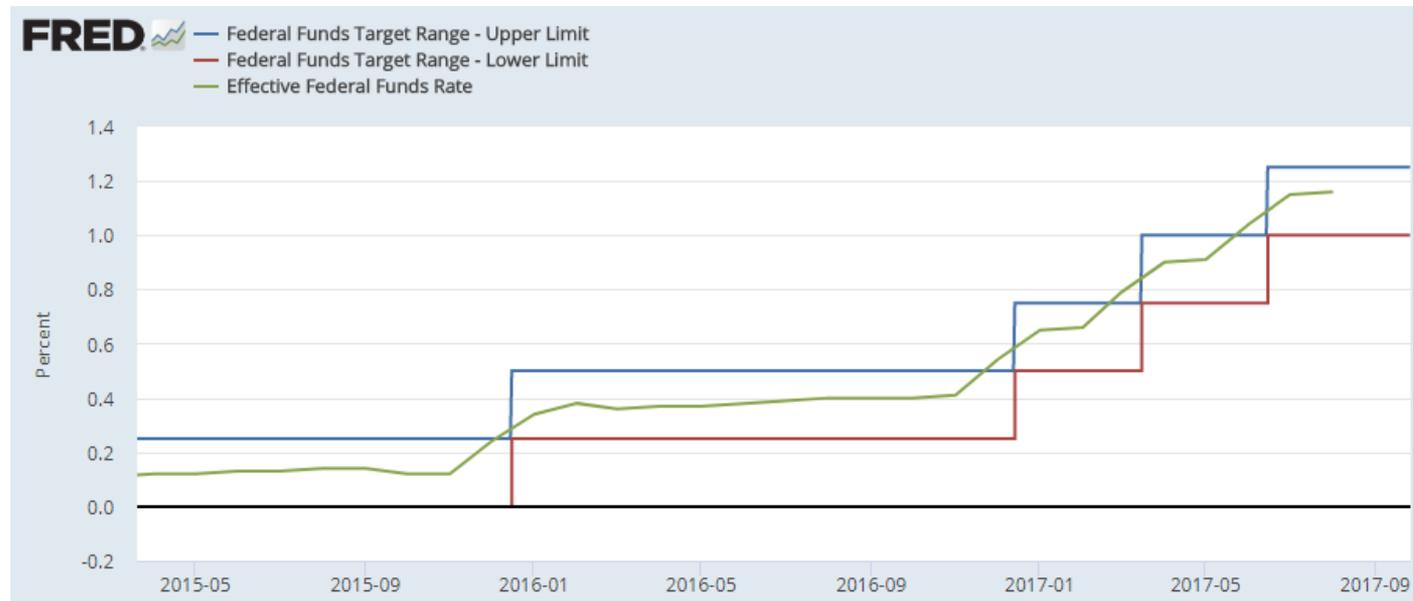
# La Inflación

- Otro de los grandes incentivos que explican **porque la FED no tiene ningún apuro en subir las tasas de interés, es la inflación.**
- A pesar de la recuperación de la economía y del empleo recién mencionada, la inflación **continúa totalmente adormecida.** La FED no logra cumplir con su meta del 2% desde el año 2012.
- El deflactor del gasto de consumo (PCE), justamente el que utiliza la FED como guía, en su medición núcleo se recuperó en la segunda parte del año pasado hasta ubicarse cerca de la meta. Sin embargo, este año evidenció nuevamente un comportamiento decreciente y apenas registra una variación del 1,4%.



# La tasa de política monetaria

- En resumen, los datos mencionados brindan señales difusas a la hora de subir las tasas. En los últimos años, la Reserva Federal nunca pudo subir la tasa de referencia al ritmo de sus propias proyecciones. De hecho, los pronósticos del mercado en cuanto al sendero de la FED fund rate fueron muchos más acertados que los de la misma autoridad monetaria.
- Luego del **discurso de Janet Yellen** esta semana, donde aseguró que seguirá subiendo la tasa a pesar que la inflación este por debajo de la meta, la **probabilidad** implícita en el mercado de un **tercera suba en diciembre de este año subió al 70%**.
- El mercado espera una tasa de largo plazo más alta (**2,9% para 2020**), pero bastante por debajo del promedio histórico. Inconscientemente convalida la tesis de una economía con menor crecimiento potencial.



# Reducción de la hoja de balance

- **Para el precio de los activos financieros, creo que la compresión del balance de la FED será más determinante que la suba de la tasa de referencia**, sobre todo porque entramos en un **terreno inexplorado**. ¿Qué pasará con las acciones y los bonos cuando el Banco Central le saque liquidez a las entidades financieras?
- **Si hay alguien consciente de esto es justamente la FED. Con lo cual, será sumamente prudente en mover las piezas**. En un primer paso ya anuncio que no venderá bonos, sino que dejará un pequeña parte de los vencimientos sin renovar.
- El mes próximo comienza la reducción. Comenzará con U\$S 6 mil millones en títulos del Tesoro y U\$S 4 mil millones hipotecas por mes durante los primeros tres meses. Luego, acelera el ritmo de a U\$S 10 mil millones por mes, por trimestre, hasta alcanzar los U\$S 50 mil millones, siempre dejando vencer pero sin vender títulos.
- Si mi excel no me falla, para diciembre 2018 habrá recortado U\$S 450 mil millones, una reducción del balance del 10%. **El gradualismo no es un invento argentino**.
- Más importante aún, la **FED no tiene porque regresar a la situación previa a la crisis**. Al final del camino tendremos una balance seguramente más grande que en el 2009, y como contracara un mundo todavía líquido.
- **Conclusión: No asustarse, no salir corriendo, pero si saber guardar una porción en liquidez dentro de la cartera (Lete, caución en U\$S, bonos cortos argentinos soberanos y corporativos, bonos externos cortos, etc.)**

## Buen fin de semana

sábado		domingo	
			
Mañana	Tarde/Noche	Mañana	Tarde/Noche
<b>Mín:</b> 13 °C	<b>Máx:</b> 21 °C	<b>Mín:</b> 14 °C	<b>Máx:</b> 17 °C
Cielo parcialmente nublado o nublado. Vientos leves del noreste.	Cielo parcialmente nublado o nublado. Tiempo desmejorando hacia la noche. Vientos leves del noreste.	Cielo nublado. Probabilidad de precipitaciones. Vientos leves del sector norte, cambiando a moderados del sudoeste con ráfagas.	Cielo nublado. Probabilidad de precipitaciones. Mejorando. Vientos leves a moderados o regulares del sudoeste con ráfagas.