

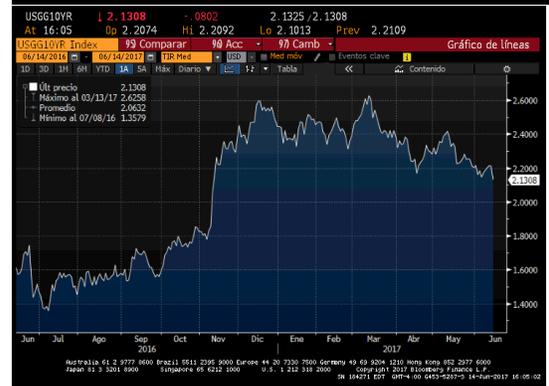
16 de junio de 2017

Wall Street, la Fed y las Valuaciones

El miércoles la Reserva Federal anunció la suba de un cuarto de punto en la tasa de referencia, llevándola al nuevo rango de 1%-1.25%, tal cual esperaba el mercado. Desde el mandato de Ben Bernanke y ahora con Janet Yellen, los movimientos de la Fed son extremadamente graduales. En su balanza, la incertidumbre de actuar demasiado rápido pesa más que los riesgos de proceder demasiado tarde.

Luego de la crisis del 2009, la política monetaria de la Reserva Federal cuenta con dos pilares básicos. Uno es el manejo de las tasas de referencia, la famosa *fed fund rate*, que no es otra cosa que la tasa a la cual las entidades financieras se prestan unas a otras en el mercado interbancario (*overnight*). La autoridad monetaria anuncia la tasa de referencia (rango del 1%-1.25%) y luego interviene indirectamente para que la tasa efectiva se ubique dentro del rango.

Como se puede ver en el primer gráfico, muy lentamente, la Fed comenzó a ajustar la tasa. Ahora bien, como se observa en el segundo gráfico, la tasa de los bonos a 10 años durante el 2017 recortó varios puntos y el miércoles, luego del anuncio, el rendimiento volvió a caer. ¿Qué está pasando? Para esto debemos analizar al manejo de su hoja de balance o lo que se conoce también como las políticas de relajamiento cuantitativo. En criollo, son las fuertes inyecciones de liquidez vía emisión monetaria. Nos centraremos en Estados Unidos, pero cualquier análisis de las políticas de los Bancos Centrales de Europa, Inglaterra o Japón no sería muy diferente.

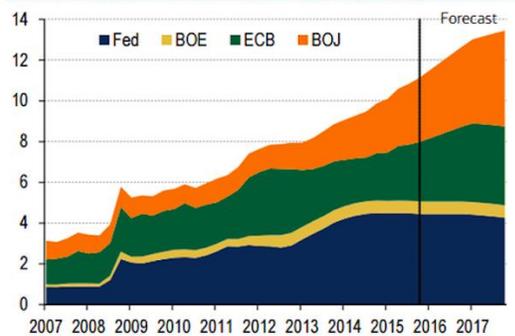


Fuente: Bloomberg.

Luego de la quiebra de Lehman en el 2008 y con la tasa de interés prácticamente en cero, la Fed tuvo que recurrir a otras alternativas. Con el objetivo de expandir la liquidez, implementó los conocidos QE. Estos programas básicamente consisten en la compra de activos (esencialmente bonos del Tesoro y activos securitizados) contra emisión monetaria. Como se ve en el primer gráfico a continuación, el activo de la Fed se multiplicó prácticamente por 5. En el segundo gráfico encontramos el mismo fenómeno pero incluyendo también a Europa, Japón y Reino Unido. La inmensa mayoría de esta emisión no tuvo como destino final los hogares o empresas, sino que quedó en los bancos comerciales como reservas reglamentarias y excedentes.



Chart 2: cumulative G4 balance sheet keeps growing (\$tn)



Source: BofA Merrill Lynch Global Research, Federal Reserve Board, European Central Bank, Bank of England, Bank of Japan

Fuente: Bloomberg y Seeking Alpha.

Con lo cual, hoy nos encontramos en un mundo donde las principales entidades financieras rebalsan de liquidez. Janet Yellen en su discurso del miércoles anunció, como era de esperarse, un retoque más de la tasa de interés para el 2017 y otros 3 para el 2018, como siempre, sujeto a las condiciones económicas. Pero en esta oportunidad, la mandamás de la Fed advirtió que durante este año comenzarán a reducir la hoja de balance, esto es vender títulos en cartera propia y absorber liquidez. Seguramente la autoridad monetaria no se saldrá de su libretto y se moverá con absoluta cautela. Pero dado que estamos ante un hecho novedoso, nunca antes los Bancos Centrales tuvieron que salir a dar vuelta operaciones de esta envergadura, no estaría de más tomar recaudos, sobre todo en esta coyuntura. ¿A qué me refiero con “esta coyuntura”? Enumeremos los principales focos de incertidumbre, todos para analizar con más detalle en próximos informes.

- 1) El mercado americano no se cansa de romper records. Si bien la última temporada de balances fue buena, las valuaciones continúan altas.

Futuros S&P 500 ♦ 2.427,25 -8,00 (-0,33%)



Fuente: Investing.

- 2) La volatilidad del mercado se ubica en niveles inusualmente bajos. Cuando todo está demasiado tranquilo, tomar recaudos no viene mal.

CBOE Volatility Index ♦ 11,13 +0,49 (+4,61%)



Fuente: Investing.

- 3) El costo de fondeo para las economías emergentes y las empresas ya retornó a los niveles previos a la elección de Trump. Como se puede ver, el incremento en el precio de los bonos, o lo que es lo mismo, la caída en el riesgo país en este 2017 se dio prácticamente sin excepciones (Venezuela y Ecuador, los únicos). Detrás de la suba de nuestros títulos, hay mucho más que el efecto “Mauricio”.

	PUNTOS	% Año
EMBI+	325	-10,47%
ARGENTINA	396	-12,97%
BRASIL	282	-14,02%
COLOMBIA	186	-18,06%
CROACIA	148	-33,63%
ECUADOR	698	7,88%
FILIPINAS	101	-10,62%
MALASIA	139	-29,44%
EGIPTO	445	-7,87%
MEXICO	187	-19,40%
INDONESIA	173	-16,83%
PANAMA	141	-24,19%
PERU	127	-27,43%
POLONIA	51	-53,64%
RUSIA	139	-8,55%
SUDAFRICA	230	-3,36%
TURQUIA	287	-20,28%
UCRANIA	578	-8,83%
URUGUAY	192	-21,31%
VENEZUELA	2480	14,39%

Fuente: Ambito.

- 4) Por último, la coyuntura política local e internacional es otro motivo para tomar

cautela: Trump, Termer, legislativas locales, etc.

Aun siendo optimista (entre los cuales me incluyo) con respecto a la mejoría de la economía local, considerando que las acciones locales todavía tienen buen margen para subir y el riesgo país puede seguir bajando, creo que el contexto global obliga a tomar recaudos. Guardar una porción de liquidez o en colaciones en dólares de corto plazo, me parece más que prudente.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia