

18 de Noviembre de 2016

Lectura: Mercado post Trump

Con algo más de calma y menor volatilidad, el mercado confirmó algunas tendencias de la semana pasada. Observemos la evolución de algunas cotizaciones desde el triunfo electoral de Trump.

| | Martes 8-11 | Jueves 17-11 | % |
|----------------|----------------|-----------------|--------|
| S&P | 2141 | 2186 | 2,10% |
| Bovespa | 64067 | 60771 | -5,14% |
| Merval | 17167 | 16615 | -3,22% |
| Dólar Index | 1199 | 1240 | 3,42% |
| Peso Arg | 14,95 | 15,47 | 3,48% |
| Peso Mex | 18,5 | 20,2 | 9,19% |
| Real | 3,19 | 3,41 | 6,90% |
| Sol Peru | 3,36 | 3,4 | 1,19% |
| Bono 10y USA | 129 | 126 | -2,33% |
| Bono Peru 2033 | 158 | 149 | -5,70% |
| Bono Bra 2037 | 114,5 | 108 | -5,68% |
| Bono Mex 2031 | 96,5 | 93,25 | -3,37% |
| Bono Arg 2033 | 159 | 151,8 | -4,53% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

Subió el mercado americano, se apreció el dólar y se incrementó el rendimiento de los bonos del Tesoro. Se depreciaron las monedas de las economías en desarrollo y cayeron sus respectivas bolsas, en partes amortiguadas por la propia suba del tipo de cambio. Sin embargo, las secuelas más importantes quedaron en el mercado de bonos, principalmente en los títulos de larga duración de economías emergentes. Como se puede ver en el cuadro anterior, una suba de aproximadamente 50 puntos básicos de la tasa a 10 años norteamericana, tuvo su correlato en caídas del orden del 5% en los bonos emergentes.

EE.UU. a 10 años * 2,219 -0,019 (-0,85%)



Fuente: Investing

La tasa de referencia alcanzó el 2,20%, niveles para nada alarmantes incluso comparando con

2014 y 2015, años de tasas muy bajas. El problema claramente no es el nivel sino la velocidad de la suba y, sobre todo, la incertidumbre sobre el camino futuro. Como mencionamos en el informe pasado, si la tasa de referencia se estabiliza en estos niveles, seguramente los bonos podrán recuperar algo de terreno. No hace falta que la tasa americana caiga para ver una recuperación de los bonos largos. En 2014 y 2015 los bonos emergentes cotizaban por encima de los valores actuales con la tasa a diez años en estos niveles o incluso unos escalones por encima. Lo más importante para el mercado de renta fija es la calma, y esta sólo podrá llegar cuando los propios bonos americanos se estabilicen.

¿Por qué sube la tasa y se mantiene firme el S&P? Básicamente el mercado espera que la economía americana siga creciendo mientras suben las tasas de interés. ¿Por qué? Diría que creen parte del discurso de Trump. Fuerte estímulo vía gran gasto en infraestructura, menores impuestos, mejores salarios y protección. Por definición todas medidas inflacionistas en un contexto de bajo desempleo, que pueden empujar hacia arriba las tasas de interés. Hay un efecto muy conocido en macroeconomía, llamado el "efecto desplazamiento". Este tiene lugar cuando el sector público actúa de forma expansiva aumentando sus necesidades de fondeo, absorbiendo crédito y desplazando al sector privado del mercado crediticio. Esta demanda de crédito puede empujar hacia arriba las tasas de interés. Quizás una forma más práctica de verlo en esta coyuntura sería que la política fiscal pasa a ser expansiva, por ende la política monetaria tiene que actuar como contrapeso, subiendo la tasa de interés, combo inverso al de los últimos años.

Acá hay varias consideraciones. La primera es que el mercado cree una parte del Trump candidato. Las otras promesas donde declara a China manipulador de monedas y pone aranceles por fuera del marco de la OMC no la compra. De creer esta última parte todo debería bajar dado que podríamos entrar en un desorden global de devaluaciones competitivas y caída del comercio. ¿Qué arancel tengo que poner para competir vía costos con Asia? ¿Si General Motors vende más autos en China que en USA, para que me sirve el

arancel? La segunda consideración es que al contar con la mayoría en ambas cámaras el partido Republicano, no habra problema en aprobarle el estímulo fiscal al nuevo Presidente, una especie de Republicanos post-Keynesianos.

Y por último, y sustancial, es que efectivamente la política fiscal expansiva conlleva a un aumento de las tasas de interés. En el libro de introducción a la macroeconomía sería así, pero la coyuntura actual es bastante más compleja. Hoy experimentamos un fuerte exceso de ahorro y estancamiento global que mantiene las tasas bajas. Por otra parte, el Banco Central Europeo compra todos los bonos que ve dando vueltas, dando como resultado tasas europeas extremadamente bajas. ¿Hasta cuanto podrá subir la tasa de un bono americano mientras el rendimiento de un bono alemán sea cero? ¿Qué pasa con el arbitraje?

En resumen, no me queda para nada claro el nuevo escenario que muchos analistas están proyectando. Diría que lo único cierto es que estamos frente a un escenario bastante incierto, y que los cambios grandes llevan tiempo, más en un país con instituciones fuertes. El otro analista que siempre brinda su perspectiva es el mercado, que habla vía precios. Esta opinión tiene un valioso ingrediente extra, porque opina con el bolsillo. El único problema del mercado es que cambia bastante rápido de parecer.