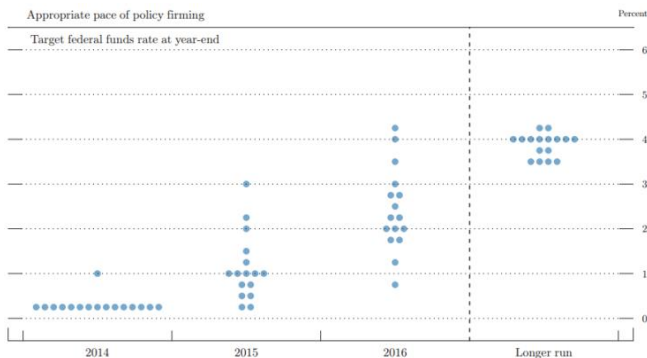


16 de diciembre de 2016

La suba de tasas y el mercado americano

Finalmente la Reserva Federal incrementó la tasa de interés. Subió un cuarto de punto el rango de referencia para la tasa *fed fund*, con lo cual el costo del dinero en el mercado primario se ubicará entre el 0,50% y 0,75%. Si bien este aumento estaba completamente descontado por el mercado, la sorpresa vino por la proyección del sendero de tasas para el 2017. Yellen pronosticó tres subas para el año entrante, un incremento más en relación a la última reunión del comité de política monetaria. Para mediano plazo, la mediana de las estimaciones del comité ubica la tasa de referencia en 2,625%.

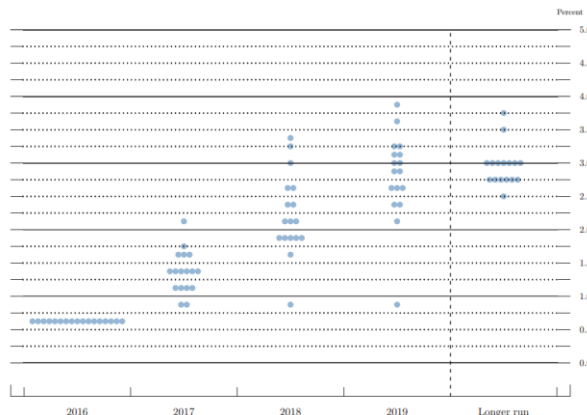
Vale remarcar que la FED reunión tras reunión enfatiza que el sendero de tasas está condicionado a las condiciones económicas y financieras. De hecho, en los últimos años nunca pudo cumplir con sus pronósticos. Una inflación bien anclada por debajo de la meta y las volátiles condiciones financieras internacionales le impidieron transitar por el sendero planeado. A modo de ejemplo, el gráfico a continuación muestra el objetivo de tasas que tenía la FED en marzo de 2014. En ese entonces, sus propias proyecciones ubicaban la tasa *fed fund* entre el 2% y 3% para el 2016.



Fuente: Minuta de proyecciones marzo 2014

Ahora observemos las proyecciones que se dieron a conocer esta semana. El gráfico es prácticamente el mismo que el anterior, pero con casi tres años de diferimiento. Dos conclusiones. La primera, en términos de tasas esperadas todavía estamos en “terreno conocido”. El segundo punto a remarcar, es que en esta oportunidad el mercado está convalidando en los

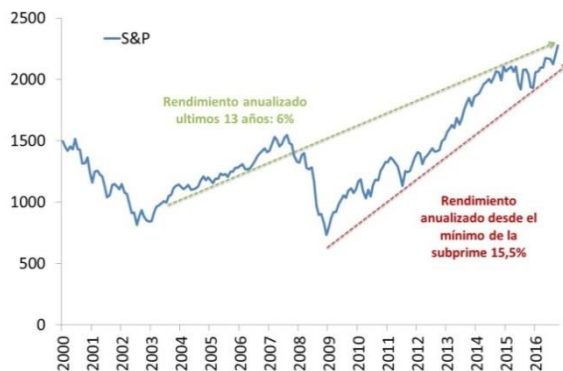
precios las proyecciones de la FED. La brusca caída en la paridad de los bonos anticipa la suba en el costo del dinero. Esto sí es una novedad.



Fuente: Minuta de proyecciones diciembre 2016

Desempeño, valuaciones y efecto Trump

El mercado americano presenta una marcada y llamativa tendencia positiva en los últimos años. Con un ritmo consistente, el S&P roza los 2.300 puntos y sigue batiendo records prácticamente sin resistencia. Desde el piso de 2009 (crisis subprime), acumula una impresionante suba del 209%. En términos anuales, el retorno supera el 15%, casi el doble en relación a su media histórica. Ya llevamos 8 años de mercado *Bull*. Sin embargo, ampliando el horizonte para limpiar un poco el efecto rebote de la crisis, el retorno anual desde el 2003 a la fecha es del 6%, inferior al promedio histórico. Parte importante del rally de precios corresponde a la recuperación post crisis. La dinámica de precios difícilmente ayude aclarar el panorama a futuro, veamos si las valuaciones brindan algo más de claridad.



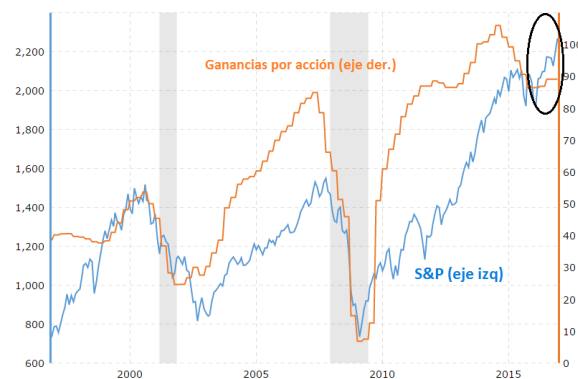
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

El excelente desempeño en las cotizaciones tuvo un fuerte respaldo en las ganancias corporativas.

Desde la crisis hasta mediados del 2014, las ganancias corporativas crecieron año tras año, dando sustento a los precios. Este incremento en los resultados netos de las empresas se dio por varios motivos.

En primer lugar, luego de crisis, la economía norteamericana presentó un moderado pero consistente crecimiento (envidiable por la mayoría de las economías desarrolladas), con la consiguiente recuperación de la demanda agregada y el nivel de empleo. Sin embargo, los costos laborales se mantuvieron relativamente estables durante esta etapa, favoreciendo la rentabilidad. Otro factor que colaboró a engrosar los resultados fue el bajísimo costo del capital que tuvieron las empresas americanas durante esta etapa. Por último, pero no menos importante, el dólar explica buena parte de los resultados. La debilidad del dólar, hasta el 2014 aproximadamente, le otorgó un fuerte impulso a los balances. Gran parte de las compañías del S&P tienen filiales en el exterior, con lo cual, cuando dolarizan los resultados obtenidos en el extranjero, las ganancias crecen en su estado de resultados.

A partir de mediados de 2014 las ganancias comenzaron a caer hasta este año, donde se estabilizaron. La apreciación del dólar fue uno de los motores de la caída en los resultados. El S&P lateralizó cerca de los 2000 puntos entre finales del 2014 y la primera parte de este año. Con lo cual, si bien seguimos en un mundo inundado de liquidez, al mercado le costó subir cuando los balances no acompañaron.

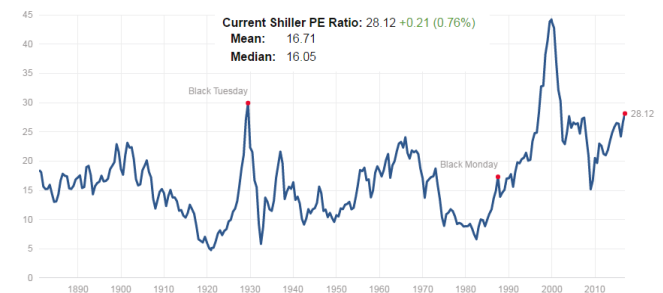


Fuente: <http://www.macrotrends.net/>

El triunfo de Trump movió nuevamente el tablero. Los bonos se derrumban mientras el mercado accionario perfora todos los records. En

junio el bono del Tesoro a 10 años rendía el 1,32% mientras que en la última semana superó los 2,50%, lo que se traduce en una caída de precios importante. En sentido diametralmente opuesto, el S&P subió cerca de un 7%. La lectura del mercado es clara. Más estímulo fiscal, más inflación y una mayor tasa de interés. Estimulante para la renta variable, nocivo para la renta fija. A esto se le suma la promesa de campaña de bajar impuestos, otro premio para las acciones.

Con estos precios el mercado claramente no está barato. Contiene en las cotizaciones la expectativa de una mayor inflación y de buenos resultados corporativos, parte de las promesas de campaña del Presidente electo. Tomemos el P/E de Shiller (premio nobel que anticipó las burbujas de las puntocom y la crisis de hipotecas). Este índice mide el tiempo que tardaría un inversor en recuperar la inversión atendiendo exclusivamente a las ganancias de la empresa, pero suaviza los efectos del ciclo económico. Se encuentra en niveles de 28, varios puntos por encima del promedio histórico.



Fuente: <http://www.multpl.com/>

En resumen, luego del triunfo de Trump el mercado parece haber tomado una clara postura. Espera mayor inflación, una economía en crecimiento, un dólar más fuerte, una reducción de impuestos y buenos resultados corporativos. Compró parte de las promesas electorales de Trump, la parte más amena.

Sin embargo, todavía tenemos deflación en gran parte del mundo desarrollado, un exceso de ahorro en las economías emergente (fundamentalmente Asia), un alto endeudamiento público y privado en las economías desarrolladas (una brusca suba de tasas no sería tan bienvenida), factores demográficos y de productividad que no cambian de un día para otro. Salvo que Trump traiga consigo un nuevo paradigma, parece difícil que

en tan sólo un mes el mapa global haya cambiado tanto como indican las cotizaciones. El tiempo dirá si estamos frente a otra sobre-reacción del mercado o verdaderamente ante un nuevo mundo.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia
Economista Jefe