

05 de mayo de 2017

¿Qué pasó con el efecto Trump?

La sobre-reacción de los mercados es un hecho frecuente al que deberíamos estar acostumbrados. Cualquiera sea el motivo, vemos enérgicas alzas y bajas en el precio de los activos, en periodos demasiado cortos como para que la realidad económica (fundamentos) hayan mutado. En los últimos meses, la dinámica de la renta fija emergente es un buen ejemplo de esta sobre-reacción.

El triunfo de Trump en noviembre pasado modificó bruscamente las cotizaciones en pocas ruedas, anticipando un nuevo escenario económico global. Como remarcábamos en este informe ([ver acá](#)), el mercado anticipaba un intenso incremento en las tasas de interés, un dólar fuerte y una economía norteamericana conviviendo con un nivel de inflación más elevado. Todo esto como respuesta al supuesto súper plan de estímulo fiscal del Presidente electo. Este combo naturalmente dio un gran impulso a la renta variable y castigó duramente la renta fija.

Como remarcábamos, el mundo no cambia tan rápido y todo indicaba una sobre-reacción con un castigo excesivo a la renta fija. Los precios de los bonos comenzaron a ganar terreno nuevamente y las tasas de interés gradualmente fueron descendiendo. Sin embargo, el S&P (acciones americanas) se mantuvieron en niveles records. ¿Cómo se explica esto? ¿Si las acciones se mantienen altas, el mercado no estaría esperando un buen desempeño económico y una inflación un poco más alta? ¿En dicho caso no debería esperarse un ajuste más rápido de las tasas de interés, castigando el precio de los bonos?

El escenario es confuso. Las acciones se mantienen firmes pero las tasas vuelven a bajar y las paridades de los bonos se incrementan, básicamente volviendo a los niveles pre-Trump. En el cuadro a continuación figuran los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años de las economías latinoamericanas. Como se puede observar, luego de la fuerte suba en los rendimientos tras el triunfo de Trump, las tasas fueron cayendo hasta ubicarse prácticamente en los niveles iniciales. Dicho de otra forma, los bonos ya cotizan prácticamente en los niveles previos a las elecciones. Parece que

estamos viendo otra sobre-reacción, pero ahora en sentido inverso.

	Peru 2027	Chile 2026	Mexico 2026	Brasil 2026	Argentina 2026	EEUU 10 años
8-nov (día elección)	2,8%	2,7%	3,2%	4,5%	5,9%	1,8%
23-dic	3,8%	3,4%	4,2%	5,2%	7,0%	2,6%
06-feb	3,3%	3,0%	4,0%	4,8%	6,5%	2,4%
03-may	3,1%	2,8%	3,5%	4,6%	5,9%	2,3%
pre - post Trump pb	31	10	30	10	0	50

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

Otro dato que sorprende es la compresión de los spreads o el riesgo país. Si bien la tasa americana también recortó varios puntos luego del fuerte salto inicial, todavía se ubica 50 puntos básicos por encima del nivel previo a las elecciones. Con lo cual, si la tasa "piso" es más alta y los rendimientos de la región están prácticamente en el mismo lugar, lo que cayó es el riesgo país. ¿Tiene sentido que hoy el riesgo país sea menor que antes de la victoria del candidato republicano? ¿Con commodities muy lejos de sus máximos de la década pasada y tasas de crecimiento mucho más moderadas, como se explica que Perú se financie a 10 años tan sólo 80 puntos básicos por encima del Tesoro Americano? Creo que todos los hechos descriptos tienen un mismo factor explicativo: el exceso de liquidez global.

	Peru 2027	Chile 2026	Mexico 2026	Brasil 2026	Argentina 2026
8-nov (día elección)	100	90	140	270	410
23-dic	125	85	165	265	445
06-feb	90	60	160	240	410
03-may	81	50	120	230	360

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

Si bien la Reserva Federal comenzó a ajustar muy gradualmente su política (en la reunión de esta semana no movió la tasa), mirando en retrospectiva la laxitud monetaria continúa en niveles inéditos. La inyección de dinero por parte de los Bancos Centrales (Estados Unidos, Japón, Europa e Inglaterra) provocó niveles de liquidez exorbitantes, induciendo una fuerte demanda de activos financieros (sin demasiada distinción) y una marcada caída en las tasas de interés.

En resumen, la excesiva liquidez global alimenta el apetito por los activos, entre ellos los bonos. Sin embargo, hoy las tasas de interés tanto a nivel soberano como corporativo se encuentran en niveles excesivamente bajos. A medida que la

Reserva Federal corrija su política, seguramente todas las tasas subirán y las paridades caerán. Esto podrá ocurrir muy lentamente (al ritmo de la gradualidad de la Reserva Federal) o bruscamente (al ritmo de mercado, toma de ganancias bajo cualquier excusa).

Yendo a nuestra tierra, como siempre remarcamos, consideramos que los bonos tienen cierto colchón dada la brecha frente al resto de las economías latinoamericanas. A esto hay que agregarle dos cuestiones. En primer lugar el blanqueo, muchas carteras de residentes cambiaron su composición dado que ahora tributan y ven los títulos domésticos con buenos ojos. El segundo punto, es que nuestro país se puso de moda en los mercados internacionales. Un simple cambio de gobierno frente a estos deprimentes rendimientos globales fueron más que suficientes para aumentar el apetito por nuestros activos.

Dicho esto, aprovechando que nuestros títulos están muy cerca de los máximos en términos de paridad, bajar un poco la duration de las carteras o mantener cierta liquidez (vía letes por ejemplo) parece más que prudente, por lo menos para los inversores conservadores.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia
Economista Jefe