

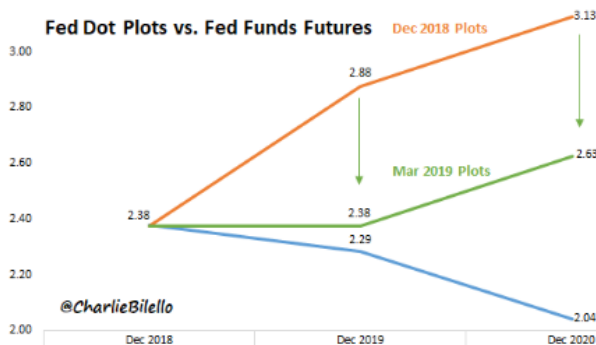
22 de marzo de 2019

¿Nuevo aire u otro tropezón para emergentes?

En la reunión de esta semana la FED dijo lo que todos los emergentes querían escuchar. Luego del anuncio y al momento de escribir este informe el viernes por la mañana, los mercados emergentes caen y sus monedas se deprecian fuertemente. Básicamente, todo a la inversa de lo que indican los manuales. En las próximas líneas, argumento por que creo que este año será un año bueno para los mercados emergentes, no para descorchar champagne, pero mucho más tranquilo de lo que experimentamos en 2018. Creo que el principal riesgo para los mercados emergentes es alguna gran corrección en el mercado americano, exógeno a ellos.

La reunión de la FED

La Reserva Federal decidió finalmente no incrementar sus tasas de referencia, con lo cual mantiene el rango entre 2.25–2.50% en línea con las expectativas de mercado. En la misma dirección, redujo su expectativa de incrementos para el 2019 de dos a ninguna. Con lo cual, alineó su discurso a las expectativas que operaba el mercado. Las subas tendrán que esperar al 2020. En el gráfico vemos como ahora el sendero esperado por la Reserva Federal (Fed Dot Plots línea verde) se alineó con las expectativas de mercado (línea azul) para el año corriente. Para el 2020 la expectativas divergen, mientras la FED espera subir la tasa un cuarto de punto, el mercado opera en los mercados de futuros tasas un cuarto por debajo de las actuales (2%).

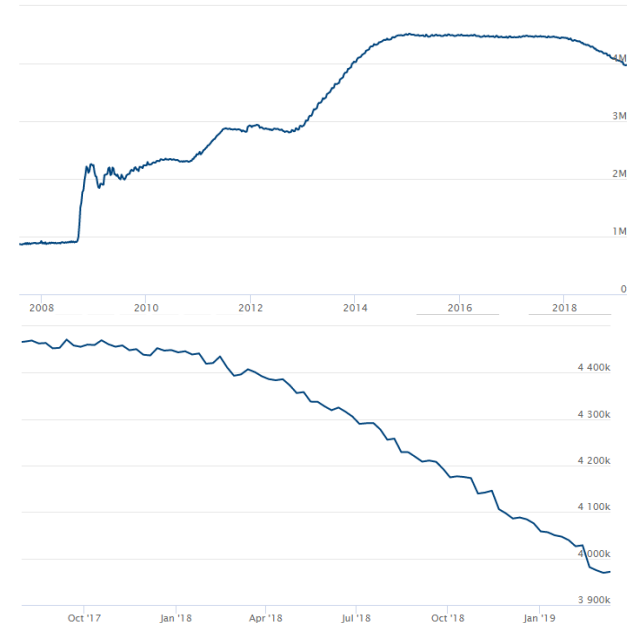


La política de tasas es una de las patas de la política monetaria. La hoja de balance de la FED es el otro

punto fundamental, donde comunicó la mayor novedad en el discurso del miércoles. Recordemos que en los programas de expansión cuantitativa (Quantitative Easing - QE), la FED compró 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 (trillions americanos) en su punto máximo. 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. Brutal liquidez.

Como se observa en los siguientes gráficos, durante el año 2018 la FED comenzó a reducir su hoja de balance gradualmente, con la consiguiente reducción de liquidez. Desde un máximo de U\$4.5 billones, la FED redujo sus activos a U\$3.95 billones en un poco más de un año. Hasta el momento la FED dejaba vencer el equivalente a U\$30 mil millones por mes en activos, contrayendo dicha liquidez del sistema. Esta semana anunció que dicho monto se reducirá a U\$15 mil millones a partir de mayo para luego en octubre interrumpir la reducción de activos. También estableció que seguirá contrayendo su posición en activos securitizados por hipotecas y sustituyendo dichos títulos por bonos del Tesoro. Todo un cambio en la política de la FED.

Activos de la FED

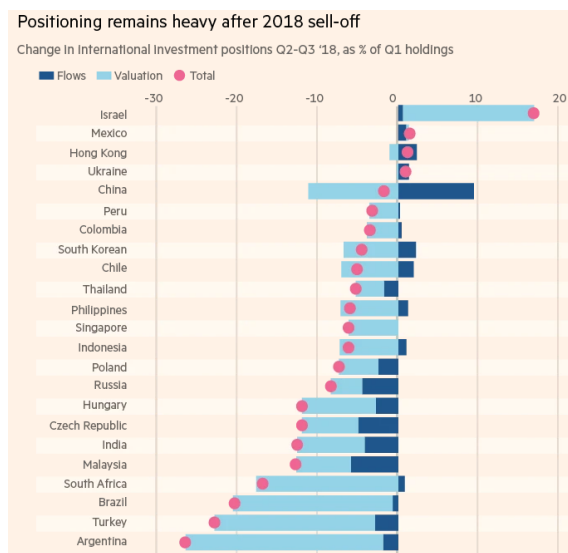


Fuente: <https://www.federalreserve.gov>

Estos dos cambios se fundamentan en las menores estimaciones de crecimiento para 2019, que pasa de 2.3% a 2.1%. En el mismo sentido, la estimación de inflación pasa de 1.9% a 1.8% (gracias a los bajos precios del crudo) otro punto fundamental en la decisión. ¿Tendrá algo que ver la presión ejercida por el Presidente Trump? Poco importa.

Los mercados emergentes

La contraparte de la hoja de balance de la FED es la liquidez global. La reducción de liquidez global durante el 2018 repercutió prácticamente en el precio de todos los activos. Entre ellos los emergentes, que se llevaron una buena paliza. Como se puede ver en el gráfico a continuación, el flujo de posiciones de cartera en países emergentes se redujo drásticamente, sobre todo en las economías más endeble y con fuertes desequilibrios (Argentina, Turquía, Brasil y Sudáfrica, en ese orden). Luego de contar con un extraordinario influjo de divisas durante el periodo 2010-2017, el año pasado los flujos revirtieron una parte. Como mencionamos, esa salida de capitales fue generalizada pero algunos (nosotros a la cabeza) nos llevamos la peor parte.



Fuente: <https://www.ft.com> en base a Institute of International Finance.

El cambio de rumbo de la FED es bien marcado. No me refiero sólo a esta reunión sino a la transición en su discurso en los últimos meses. Desde la agresividad a la pasividad. Una FED agresiva tiene consecuencias de manual, dólar más fuerte, tasas más altas, salida de capitales y depreciación de las monedas emergentes, caída en los precios de los commodities.

Una FED más neutral es una excelente noticia para los emergentes. Para nuestro país en particular, el 2018 fue nefasto porque a la política agresiva de la FED le sumamos la brutal sequía y la mala praxis de Cambiemos. En 2019 tenemos un mundo más ameno y cosecha record. En un mundo sin elecciones, los activos argentinos estarían seguramente entre activos emergentes con mayor capacidad de rebote (lejos de los máximos previos a la crisis, pero bien por encima de los mínimos). Pero este año hay elecciones, con lo cual la decisión de la FED es condición necesaria pero no suficiente para la recuperación de precios. Estando tan cerca de las PASO seguramente el mercado local operará con la dinámica propia de un año electoral.

Sabemos que un tercio (más/menos) del electorado elige un rumbo político donde algunos de sus voceros ya manifestaron el camino del cepo y el default (no estoy diciendo lo que creo que harían en el caso de ganar, sino lo que algunos de sus propios miembros plantean). Los próximos resúmenes los dedicaremos al mercado local, que en mi humilde opinión ya opera en modo binario.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia
Economista Jefe