

3 de febrero de 2014

Mercado Local

Al igual que en las últimas semanas, el dólar continúa siendo el amperímetro del mercado local. Les pedimos disculpas de antemano a los lectores porque dada la coyuntura, todo parecería indicar que el tema cambiario seguirá estando presente en los próximos *Resúmenes Económicos*.

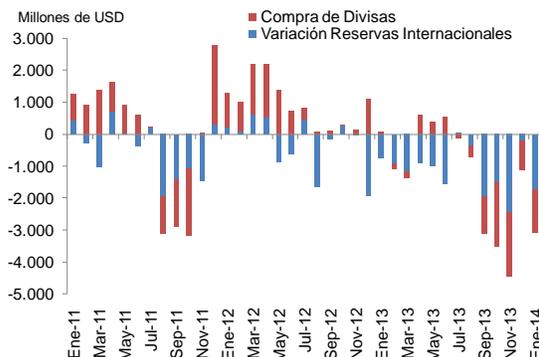
Durante las últimas dos semanas surgieron importantes novedades. En primer lugar, el gobierno decidió finalmente devaluar el dólar oficial (16% en solo dos ruedas). Al día siguiente, flexibilizó el cepo cambiario permitiendo las compras para atesoramiento, con bastantes restricciones. Finalmente, pero no menos importante, subió las tasas de interés. En la última licitación de títulos del BCRA las tasas ascendieron al 27 por ciento anual, ubicándose 9 puntos porcentuales por encima del cierre de 2013. La contrapartida de la suba de tasas es una política monetaria más prudente, la autoridad monetaria retiró más de 5.000 millones de pesos del mercado.

Podríamos pensar estas medidas como el inicio de un “programa” económico o simplemente como nuevos parches. Claves serán las medidas que se tomen durante las próximas semanas para calmar el proceso de dolarización y caída de reservas. Todavía restan más de 2 meses para que comience la cosecha gruesa (esperamos que se cumplan los buenos pronósticos).

Cuando un inversor opta entre activos en moneda local o extranjera (dólares) tiene en cuenta la tasa de interés asociada a cada instrumento y la expectativa de depreciación de una divisa frente a la otra. Un tipo de cambio más alto va en la dirección correcta, es el primer paso para incentivar la oferta. Una tasa de interés en pesos más alta

también es bien recibida, favorece el ahorro en moneda local y desincentiva la demanda de divisas.

Sin embargo, mientras las expectativas de depreciación no se reduzcan difícilmente el gobierno pueda apaciguar la demanda de dólares. Considerando que el blue subió un 70% en el último año, cualquier inversor exigirá una tasa de interés equivalente para invertir en pesos en lugar de comprar dólares, salvo que cambie su perspectiva de suba de la moneda estadounidense. Como una tasa en pesos de dicha magnitud llevaría a una abrupta recesión, al gobierno no le queda otra salida que reducir la expectativa de depreciación.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA al 24-01.

Para esto, se deben dar ciertas señales. En nuestra opinión, la más importante tiene que ver con la financiación del BCRA al Tesoro. Como marcamos en el informe anterior, el déficit fiscal del 4,7% del PBI está siendo financiado mayoritariamente con emisión. El déficit fiscal tiene aproximadamente la misma proporción que los subsidios a la energía y el transporte. Por lo tanto, será clave que en el cortísimo plazo el gobierno anuncie una reducción gradual de los mismos, sobre todo a la energía.

Esto permitiría disminuir la dominancia del Tesoro sobre el BCRA, pero por sobre todo, daría una señal en la dirección correcta reduciendo las expectativas de devaluación.

La financiación al Tesoro presiona sobre el nivel de precios y esto produce un aumento de la demanda de dólares con el objetivo de defender el poder adquisitivo. Además, una reducción de subsidios incentivaría un consumo más responsable, lo que ayudaría a contener las importaciones netas de energía que hoy le cuestan al país más de 7.000 millones de dólares.

Para no olvidarnos de la viabilidad política/social, de reducirse los subsidios quedaría margen fiscal para evitar efectos regresivos distributivos. Para tener una dimensión, la AUH alcanza aproximadamente el 0,7% del PBI, frente a más del 5% que representan los subsidios.

Por otro lado, con el nuevo valor del dólar oficial el tipo de cambio real multilateral retornó aproximadamente al nivel de 3 años atrás, nivel más acorde con la productividad local (archivemos esta discusión para un próximo informe). Sin embargo, si se espera una inflación del 30% el tipo de cambio tendrá que ir corrigiendo y volveremos al punto inicial: todos esperamos que la divisa suba, anticipamos y dolarizamos. Por lo tanto, la única forma efectiva de terminar con la corrida es reducir las expectativas de inflación y depreciación. Aunque a esta altura quizás sea mucho pedir, normalizar el indec y reconocer la inflación sería de gran ayuda.

Con respecto al mercado, los bonos han venido subiendo por debajo del dólar, lo que se traduce en altos rendimientos. Los bonos cortos fueron muy castigados sobre el final de esta semana, muchos fondos y bancos de inversión están recomendando salir de Argentina, considerando que es muy arriesgado mantener posición en la coyuntura actual.

Por nuestra parte, para los inversores con una visión de largo plazo que quieran asumir un riesgo moderado/alto, mantenemos

nuestra recomendación de bonos largos en dólares. El PARY en primer lugar (paridad=39) y en segundo lugar el DICY (paridad=64), que rinden un 11,2% y un 14,1%, respectivamente. Solo para los que están dispuestos a desafiar un nivel de riesgo elevado, todas las miradas apuntan a los bonos cortos –RO15, AA17 y sobre todo GJ17- que brindan altísimos rendimientos como resultado de la mencionada salida de los fondos. Vale mencionar que la mala semana de los emergentes tampoco colaboró (ver siguiente apartado).

Con respecto a las acciones, esta semana subió el Merval recuperando el terreno perdido la semana previa, quebrando la barrera de los 6.000 puntos. Se destacaron aquellas compañías bien paradas ante la devaluación, con balances calzados (activos y pasivos en moneda extranjera) o ingresos atados al dólar, como TS, ALUA y ERAR (subieron en las últimas 20 ruedas un 41%, un 33% y un 31%, respectivamente).

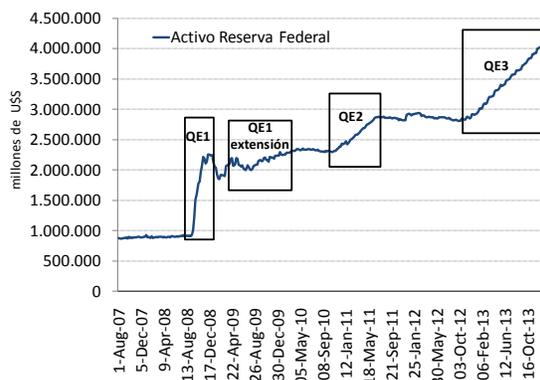
Mercados Globales

Esta semana la Reserva Federal anunció un nuevo recorte de los planes de estímulo por decisión unánime del Comité de Política Monetaria. La FED reducirá el ritmo de compras mensuales de bonos de 75.000 a 65.000 millones de dólares a partir de febrero, política conocida como *tapering*.

Solo para dimensionar la medida, repasemos algunos números. La política de relajación cuantitativa (*quantitative easing*) comenzó en noviembre de 2008 con la implementación del QE1. Desde entonces, la FED agrandó su hoja de balance comprando activos (bonos del tesoro y títulos respaldados por préstamos hipotecarios) contra la emisión de pasivos (dólares), inyectando liquidez en el mercado. Vale remarcar que la gran mayoría de esta liquidez quedó en los bancos y no en poder del público.

La semana pasada, el activo de la Reserva Federal superaba los 4 billones de dólares, multiplicándose por 4 desde fines de 2008. Por lo tanto, lejos estamos de ver una política contractiva y una suba de tasas de interés por parte de la FED. Esto será así mientras la inflación se mantenga por debajo de la meta del 2%. Recién estamos atravesando la última etapa de los planes de estímulo. Si la economía sigue acompañando, con recortes de 10.000 millones de dólares por reunión las compras finalizarían recién en noviembre de este año.

En este sentido, los datos publicados la semana pasada mostraron un robusto crecimiento de la economía norteamericana del 3,2% anualizado para el último trimestre de 2013.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la FED.

A pesar de los buenos datos macroeconómicos y que la decisión de la FED ya estaba descontada por el mercado, el S&P cayó un 0,5% en relación al cierre de la semana anterior, para dejar el mes con la peor marca mensual desde mayo de 2012. Las presiones bajistas vinieron por dos lados. En primer lugar, si bien hasta el momento reportaron el 47% de las compañías del S&P y aproximadamente el 70% mostraron ganancias que superaron las estimaciones, algunos balances de finales de la semana decepcionaron y arrastraron al mercado (Amazon, Chevron, Mattel y Exxon). En

segundo lugar, algunas economías emergentes están sufriendo una reversión en los flujos de capitales. Sus monedas se deprecian y los mercados caen, obligando a los bancos centrales a subir la tasa de interés. La característica en común de estos países –Brasil, India, Sudáfrica y Turquía– es que experimentaron déficits de cuenta corriente durante los últimos años y lo financiaron en gran parte con ingresos de capitales de cartera (corto plazo y volátiles). Si bien la tasa de EEUU todavía se ubica en el 3%, estos mercados ya están sufriendo a cuenta de una probable suba de tasas en el futuro¹.

Como marcamos en el informe anterior, hay varios indicadores que muestran un mercado norteamericano con inicios de sobrevaluación. Si a esto le sumamos el extraordinario desempeño del 2013, quizás el mercado necesite cada vez menos excusas para recortar.

¹ En los próximos *Resúmenes Económicos* discutiremos con más detalle los resultados de balances y el desempeño de los emergentes.