

Política o economía? Esteroides de corto plazo o cimientos de largo plazo?

Reflexión de la semana

La última década ha sido testigo de Bancos Centrales muy activos los cuales han impulsado políticas monetarias laxas con el fin de favorecer la economía real.

A fines de 2007 **la Fed** comenzó a reducir la tasa de interés de referencia hasta llevarla a niveles cercanos a cero. Su intención, básicamente, fue reducir los costos de los préstamos para alentar los gastos de consumidores y empresas y reactivar así la actividad económica. Al caer en la trampa de liquidez, el organismo se vio obligado a combinar esta política de tasas con una serie de estímulos monetarios denominados Quantitative Easing (QE) :

- Luego de la caída de Lehman Brothers en Septiembre de 2008 dio inicio a lo que se conoce como **QE1**. Las medidas incluyeron (i) extensión de operaciones de liquidez para dar apoyo a bancos y mercados, (ii) compra de activos (LSAP - large-scale asset purchases) de GSE debt, agency debt, MBS y Treasuries.
- En la segunda mitad de 2010 se dio inicio al segundo plan de estímulos dado a conocer como **QE2** concentrado principalmente en la compra de US Treasuries.
- En septiembre de 2011, lanzó un programa conocido como **“Operation Twist”** la cual consistió en extender la “maturity” de los activos mantenidos en su balance.
- Un año después, septiembre de 2012, comienza el **QE3** concentrado principalmente en la compra de ABS el cual finalizó en octubre de 2014.

Este esquema de estímulos no se circunscribió solamente a Estados Unidos. El 22 de enero de 2015 Mario Draghi anunció un programa de compra de **bonos soberanos europeos** (QE) por EUR 60.000 mn mensuales hasta septiembre 2016 resultando en una expansión de la hoja de balance de la entidad de 1,1 billones de Euros, representando un incremento del 50% del total de activos. El principal objetivo del BCE consistía en inyectar liquidez en los mercados con el fin de mitigar la deflación y la desaceleración económica fomentando el consumo y la inversión y así promover la demanda agregada.

Por su parte, a finales de 2012 Shinzo Abe ganó las elecciones japonesas y dio inicio a un pretencioso programa económico, conocido desde entonces como “Abenomics”. El mismo tenía tres pilares fundamentales: estímulos fiscales, una política monetaria expansiva y un administrado camino de reformas estructurales. A esto, se adicionó el anuncio del **Banco de Japón** sobre el incremento de la base monetaria del país entre 470.000 y 550.000 millones de euros cada año, para doblarla en menos de dos años, en busca de estabilidad, crecimiento y algo de inflación. Ante el escenario de recesión en 2014, el Banco de Japón (BoJ) puso en marcha en noviembre de ese año una mayor flexibilización monetaria cuantitativa y cualitativa. La misma consistía en comprar bonos

del gobierno japonés a un ritmo anual de u\$s 705.000 millones, o el 16% del Producto Bruto Interno. De esta forma, el balance del banco central saltaría hacia el 80% del PBI. Esto implicaría que el balance del BoJ sea mucho más grande que los de la FED, el BCE y el Banco de Inglaterra. El leitmotiv de esta decisión se basó en la débil evolución de los precios por la baja demanda a raíz de la subida de los impuestos al consumo y una disminución sustancial de los precios del petróleo que han estado ejerciendo presión a la baja. De esta forma se buscaba principalmente reconvertir o, al menos, retrasar la mentalidad deflacionaria que había progresado.

En este último año vimos a **China** tomar medidas del mismo carácter rebajando el Required Reserve Ratio y depreciando su moneda.

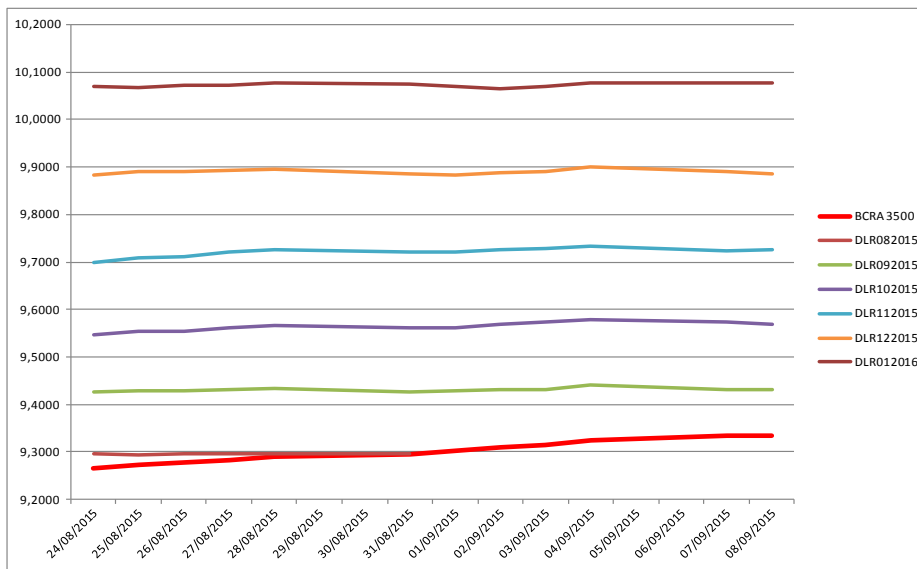
Estas decisiones de política no sólo tuvieron efectos sobre la actividad económica sino que influenciaron el comportamiento y el valor de los activos financieros, así como en la liquidez global que ha afectado también al precio de los commodities y a los países emergentes.

Es claro que el ciclo económico está subordinado al ciclo político. La prioridad es evitar recesiones aunque el costo sea hipotecar la estabilidad futura del equilibrio general. En una semana se llevará a cabo una **reunión de la FOMC** en donde se decidirá sobre la **tasa de interés** de referencia. Hoy la Fed está atrapada en una trampa de liquidez en la parte larga de la curva luego de varios años de reflación que si bien sirvió para sortear la crisis de 2008 deja como costo una importante probabilidad de alguna burbuja en un mundo con activos inflados y economías reales tambaleantes. ***El desafío para la FED en esta instancia es cuidar su dialéctica para evitar selloffs en los activos financieros sin descuidar la economía real.***

Análisis de la semana:

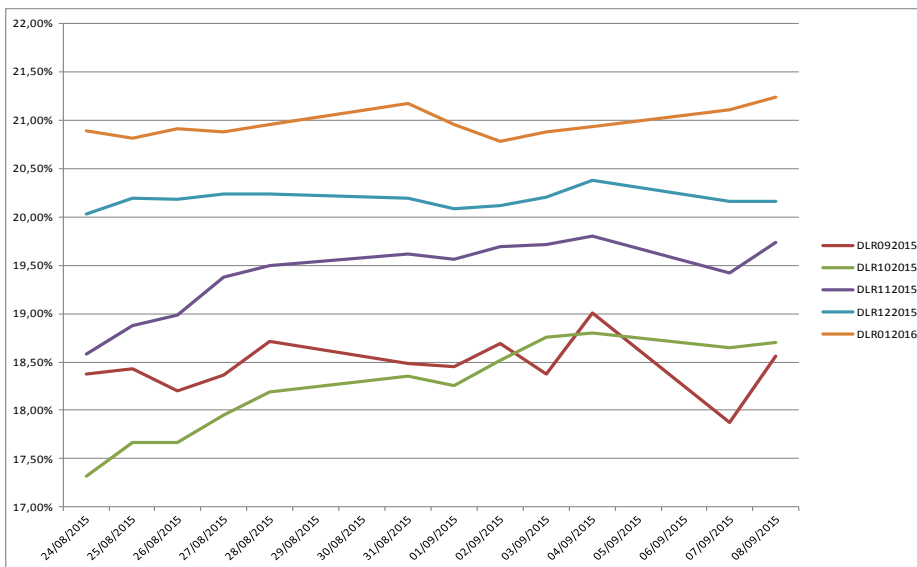
Según Capital Markets, la búsqueda de cobertura cambiaria por parte de los inversores institucionales ante la cercanía de las elecciones presidenciales llevó a un récord histórico el monto de contratos abiertos en el mercado de futuros de Rofex (USD5.497,59 millones en contratos abiertos) al viernes pasado. El objetivo sería aprovechar las coberturas baratas respecto de la devaluación esperada, debido a las ventas de contratos que realiza el BCRA para pisar las expectativas de devaluación.

Evolución de Cotizaciones de Futuros (ROFEX):



Fuente: Elaboración propia en base a ROFEX

Evolución de Tasas Implícitas (ROFEX):



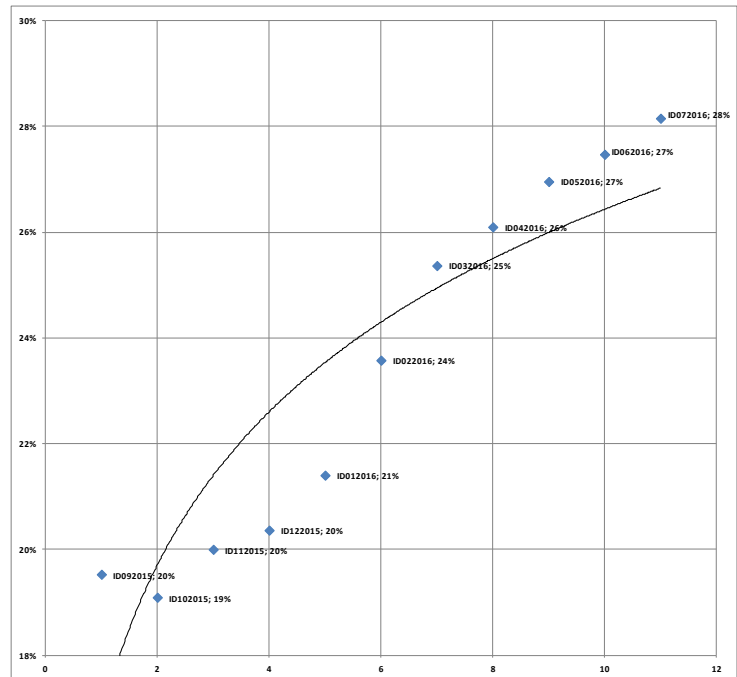
Fuente: Elaboración propia en base a ROFEX



Ajustes y Tasas Implícitas (08/09/15):

ROFEX

BCRA 3500	9,3347	
	AR\$/US\$	TDI
ID092015	9,431	19,53%
ID102015	9,570	19,09%
ID112015	9,725	20,00%
ID122015	9,886	20,36%
ID012016	10,077	21,40%
ID022016	10,314	23,58%
ID032016	10,592	25,37%
ID042016	10,831	26,10%
ID052016	11,101	26,96%
ID062016	11,358	27,47%
ID072016	11,650	28,16%



Fuente: Elaboración propia en base a ROFEX

Novedades Financieras:

- **China:** Las perspectivas de la economía china son positivas a pesar de que continúa experimentando una presión a la baja, dijo el miércoles el primer ministro Li Keqiang. En una reunión de ejecutivos en el Foro Económico Mundial (FEM), Li dijo que China mantendrá su dirección política básica, pero estará preparada para hacer ajustes preventivos. También dijo que la creación de más de 7 millones de nuevos empleos urbanos y mantener la tasa de desempleo en el 5,1% en el primer semestre de este año muestran que la economía china estaba en una "vía razonable". El aumento en el consumo y de la parte que el sector de servicios ocupa en la economía también muestra que las políticas del Gobierno han ganado fuerza, dijo Li. Li se comprometió a seguir adelante con las reformas estructurales, al tiempo que intensifica las medidas regulatorias específicas. La economía china creció un 7% a/a en el primer semestre, en línea con el objetivo del Gobierno para el 2015, pero los últimos datos pesimistas han elevado el riesgo de incumplir el objetivo para todo el año. (Fuente: CMA)
- **Brasil:** En una jornada de corrección para las monedas de los países emergentes, el real brasileño se apreció ayer 1,4% luego de haber tocado mínimos históricos y perder 6,8% durante la semana pasada. Las actuaciones del Banco Central de Brasil (BCB) también influyeron en la apreciación de la moneda, aunque la entidad monetaria que preside Alexandre Tombini dejó en claro que no está dispuesto a sacrificar reservas para sostener el valor de la moneda. En concreto, el BCB ofertó ayer dos líneas de dólares por unos USD 3.000 millones, provenientes de sus reservas internacionales, para vender moneda estadounidense en papeles que volverá a comprar en noviembre. El organismo no realizaba este tipo de intervención en el mercado desde diciembre del año pasado, cuando vendió USD 2.000 millones de dólares. (Fuente: CMA)
- **Crónicas Bursátiles:** El yen cayó por un alza de los mercados globales que redujo la demanda por activos de refugio, mientras que el euro también se debilitaba luego de que los inversores hicieran una pausa en la disolución de las riesgosas operaciones de "carry trade" financiadas con la moneda europea. El índice referencial de la bolsa de Tokio, el Nikkei, saltó un 7,7%, su mayor ganancia diaria en casi siete años, después de que comentarios del primer ministro japonés, Shinzo Abe, revivieran la expectativa de nuevos estímulos monetarios. (Fuente: CMA)
- En la licitación de ayer el BCRA absorbió \$ 373 mn a través de Lebac en pesos. Se recibieron ofertas por \$ 12.752 mn, de las cuales se adjudicaron \$ 12.452. Las tasas de interés de las Lebacs en pesos se mantuvieron estables entre 25,82% (a 84 días) y 28,25% (a 252 días) anual. En el tramo de Lebacs en dólares, el BCRA adjudicó el total de las ofertas recibidas por USD 288 mn, con tasas de interés estables entre 3,25% (a 35 días) y 4,2% (a 357 días) anual para el segmento "V". (Fuente: Punte)