

# ¿Cuánto puede durar?: Leyendo la tensión entre el corto y el mediano plazo en la curva de rendimientos

12 de mayo de 2017

## Resumen y conclusiones

- Las condiciones financieras internacionales para mercados emergentes hoy son mejores que antes que Trump gane las elecciones en EEUU.
- Ciclo de subas de tasas de la FED condiciona este equilibrio en el mediano plazo. En Argentina, supone un riesgo mayor para el tipo de cambio que para el precio de los bonos.
- La pendiente de la curva Argentina incorpora en gran medida la vulnerabilidad de nuestro país a un cambio de condiciones financieras internacionales.
- Con la emisión de Letes y Bonar 2025 y 2037 de esta semana, Argentina completó el 85% de su programa financiero para este año, despejando incertidumbre de corto plazo y reduciendo el riesgo de oferta.
- Suba de tasas de interés locales mantienen el atractivo del Peso hasta Junio.

## ¿Cuánto puede durar?: Leyendo la tensión entre el corto y el mediano plazo en la curva de rendimientos

Cuando esperamos lo inevitable, sucede lo inesperado. A sólo seis meses del triunfo de Trump en las elecciones presidenciales de EEUU, las condiciones financieras internacionales para mercados emergentes no sólo no se deterioraron, sino que posiblemente estén muy cerca de su mejor momento.

Las valuaciones de activos financieros son elocuentes: el índice VIX (volatilidad implícita o esperada) está en mínimos de 25 años, precios de índices de acciones globales en máximos históricos y los diferenciales de tasa de mercados emergentes (spreads crediticios) apenas por encima de los mínimos. El apetito por el riesgo está cercano a récords, y beneficia especialmente a países con mayores betas, como Argentina.

La pregunta relevante es: ¿cuánto puede durar esta coyuntura internacional?. La FED subió la tasa de referencia de política monetaria en Marzo, el mercado descuenta con probabilidad 100% que las subirá nuevamente en junio, y le asigna un 50% de chances a que lo haga una tercera vez entre septiembre y diciembre de este año. ¿Seguirá siendo atractivo el “carry trade” de monedas emergentes con los nuevos niveles de tasa en USD? ¿Con qué niveles de spreads se sostiene el flujo de capitales a mercados emergentes en ese escenario?

Argentina es especialmente sensible a esta respuesta. Su dependencia de ahorro externo está entre las mayores del pelotón de emergentes y un cambio o reversión de flujos internacionales de capital impactaría por una doble vía: en el precio de los bonos (prima de riesgo o spread sobre bonos del Tesoro de EEUU) y el tipo de cambio.

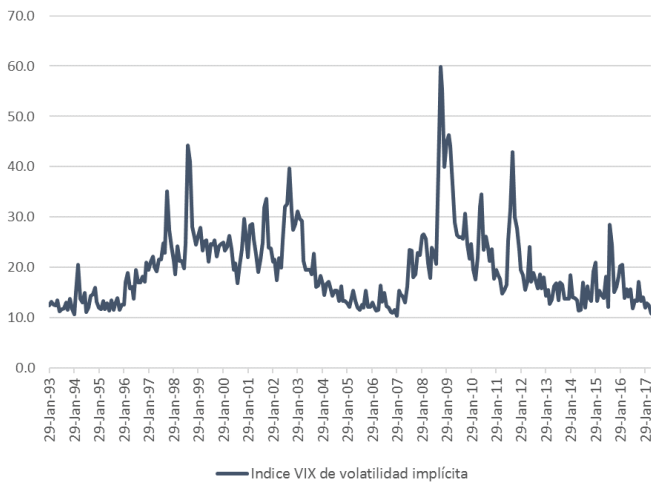
Si analizamos la curva de rendimientos de los bonos en USD argentinos vemos que, en gran medida, este riesgo ya se encuentra reflejado en los precios: la curva en USD argentina es la que mayor pendiente tiene entre los países de la región. Por otra parte, considerando la emisión de USD 2,800 millones de Letes, Bonar 2025 y Bonar 2037 de esta semana, Argentina completó prácticamente el 85% del total de USD 42,000 millones que representan sus necesidades financieras en el año. Así, el riesgo de liquidez que enfrenta el gobierno está relativamente acotado para lo que queda del año. De la misma forma, el riesgo de oferta -posibilidad de que el gobierno realice nuevas emisiones- también se reduce, dándole un soporte mayor a los precios.

La dinámica de corto plazo de los flujos de capital también explica el tipo de cambio. En las últimas semanas el Peso argentino (ARS) se movió muy en línea con el resto de las monedas de la región, aún con la intervención del Banco Central y entidades públicas tratando de sostener la cotización. Interesante de notar, desde que el BCRA anunció su intención, el tipo de cambio siguió sin poder ganarle a los Pesos ajustados por tasa de Lebac. Dado el calendario de liquidaciones agropecuarias, creemos que esta situación se seguirá manteniendo durante las próximas semanas.

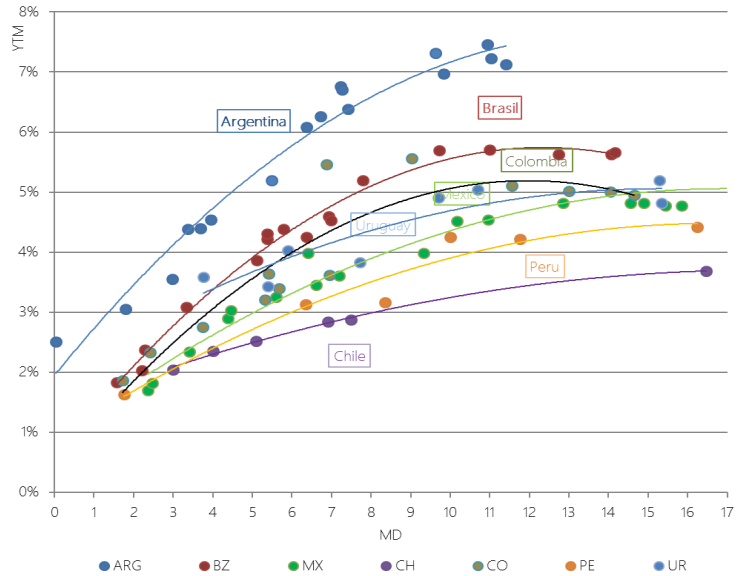
La estacionalidad de la liquidación de las exportaciones agropecuarias refuerza el atractivo por el Peso en el corto plazo.

# ¿Cuánto puede durar?: Leyendo la tensión entre el corto y el mediano plazo en la curva de rendimientos

VIX: riesgo esperado en niveles mínimos históricos



Curva de rendimientos en USD

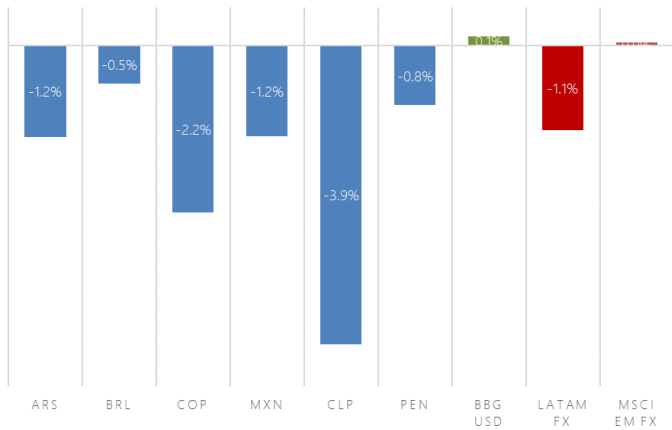


Fuente: Consultatio en base a Bloomberg

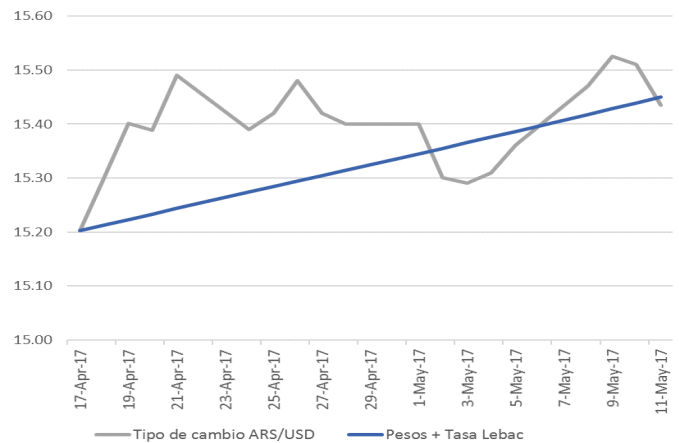
# ¿Cuánto puede durar?: Leyendo la tensión entre el corto y el mediano plazo en la curva de rendimientos

Tipo de cambio: Argentina se depreció en línea con la región  
Var desde 17-Abr

TIPOS DE CAMBIO NOMINALES  
(+) APRECIACIÓN (-) DEPRECIACIÓN



Tipo de cambio: compras de organismos oficiales no alcanzaron para compensar la tasa local



Fuente: Consultatio en base a Bloomberg

## Disclaimer

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. ("Consultatio"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de Consultatio. El presente tiene un fin exclusivamente informativo y se ha basado en información proveniente de fuentes públicas, siendo que Consultatio no ha verificado su veracidad, integridad y/o exactitud, ni ha sometido la misma a un proceso de auditoría. Consecuentemente, Consultatio no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. Todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso.

El presente no constituye asesoramiento en inversiones ni una invitación a operar con valores negociables a través de Consultatio. Cualquier persona interesada en analizar y, en su caso, operar los valores negociables aquí descriptos, deberá consultar la información contenida en sus documentos de emisión. La información aquí inserta ha sido confeccionada exclusivamente para la República Argentina, no debiendo interpretarse destinado a cualquier otra jurisdicción o territorio. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir significativamente de lo expresado en las estimaciones futuras. La información aquí contenida está sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada definitiva por aquellas personas que tomen conocimiento de ella. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables.

Consultatio es un Agente de Liquidación y Compensación - Propio registrado bajo la matrícula n° 351 y Agente de Colocación y Distribución de FCI registrado bajo la matrícula n°47, en ambos casos de la CNV. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros.

En particular ha de tenerse presente que las inversiones en cuotas partes de fondos comunes de inversión no constituyen depósitos en el agente de custodia de tales fondos a los fines de la Ley de Entidades Financieras ni cuentan con ninguna de las garantías que tales depósitos a la vista o a plazo puedan gozar de acuerdo a la legislación y reglamentación aplicables en materia de depósitos en entidades financieras. Asimismo el agente de custodia los fondos comunes de inversión se encuentra impedido por normas del Banco Central de la República Argentina de asumir, tácita o expresamente, compromiso alguno en cuanto al mantenimiento, en cualquier momento, del valor del capital invertido, al rendimiento, al valor de rescate de las cuotas partes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.