



# Dos reuniones, un mensaje: duration

9 de junio de 2017

## Resumen y conclusiones

- La semana entrante la FED y el BCRA tendrán reuniones donde revisarán las tasas de referencia de política monetaria.
- Existen crecientes presiones para que la FED apure el ritmo de endurecimiento de las condiciones monetarias. Hasta ahora, las 3 subas que realizó desde Dic-15 no impactaron en las tasas de largo.
- En el caso del BCRA, la duda es exactamente la opuesta: la duda es cómo administrará la sobreacción a la que está forzado por los objetivos de inflación (auto) fijados.
- Vemos que el tramo largo de la curva en USD refleja adecuadamente los riesgos de suba de tasas base, al tiempo el tramo largo de la curva de Lebacs también refleja el exceso de tasa que debe pagar el BCRA para converger a los objetivos que tiene fijados.

## Dos reuniones, un mensaje: duration

En las reuniones que mantendrán casi simultáneamente la FED y el BCRA entre el martes y miércoles de la semana que viene podremos tener una idea más precisa sobre dos temas clave para Argentina: a qué velocidad planea la FED endurecer las condiciones monetarias internacionales y en qué dosis tiene previsto sobreaccionar el BCRA para consolidar el sendero de desinflación que tiene como objetivo.

El valor del tipo de cambio, la sostenibilidad del gradualismo fiscal, el nivel de actividad y el costo de capital en Argentina están íntimamente vinculadas a la trayectoria que vayan a mostrar estas dos variables.

El mercado descuenta con un 97.5% de probabilidad que la semana que viene la FED subirá la tasa por cuarta vez desde diciembre de 2015. Sobre si lo hará una vez más durante el segundo semestre como lo sugirió en Diciembre hay menos certeza: 50% de chances.

Hasta ahora, las tasas de largo plazo en EEUU no reaccionaron a los movimientos que impulsó la FED en el tramo corto de la curva en el último año y medio. La curva de rendimientos americana se aplanó, y con ello, las condiciones de fondeo para países como Argentina, no se alteraron materialmente. De hecho, la tasa de 10 años hoy está por debajo del valor que tenía cuando la FED subió por primera vez tasas. (ver gráfico 1)

La nominación de Marvin Goodfriend esta semana por parte del Presidente Trump para cubrir una de las dos vacantes del directorio de la FED obliga a repensar la percepción generalizada de que el presidente se siente cómodo con la actual complacencia monetaria. Goodfriend es un académico reconocido por su ortodoxia, y se ha manifestado muy consistentemente a favor de apurar el retiro del estímulo monetario -expresado en sus términos, normalización financiera - y que la FED se mueva hacia un esquema más basado por reglas. Un esquema de inflation targeting formal, como el que hoy rige en Argentina es una opción.

Si tuviésemos en cuenta la regla más generalmente aceptada para la fijación de tasas de interés en EEUU -Taylor rule- el nivel de la tasa de FED Funds sería de 4% en vez del 1% actual (ver gráfico 2). En este escenario, el costo de la deuda para emergentes claramente sería mayor, y el precio de los bonos, menor.

## Dos reuniones, un mensaje: duration

El excelente desempeño que han tenido los bonos en los últimos tres meses se debe en gran medida a este efecto de aplanamiento de la curva. En los últimos tres meses (14 de Marzo pasado, última reunión de la FED), el retorno directo de los bonos soberanos 2026 y 2046 de Argentina medido en dólares fue 11.4% y 13.9% respectivamente. De esa suba, el 40% se haya explicado por efecto del aplanamiento de la curva del tesoro norteamericano. El 60% restante, a factores propios de Argentina que derivaron en una compresión del spread vs la tasa libre de riesgo y vs el resto de los países emergentes.

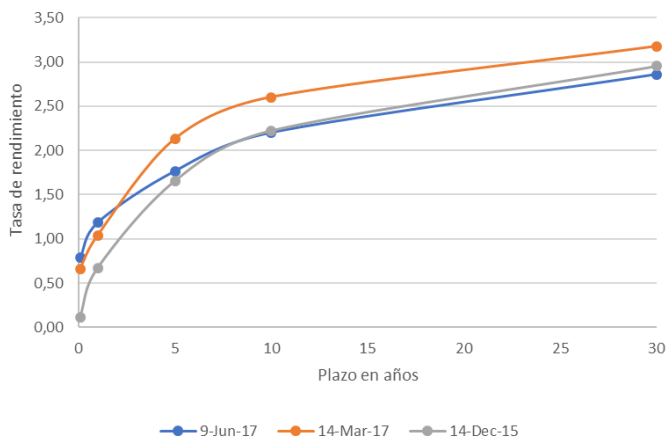
El mensaje es claro: Argentina está avanzando haciendo sus deberes, pero es hoy una apuesta apalancada a la sostenibilidad que tengan los flujos hacia mercados emergentes. Según datos divulgados esta semana por parte del Institute of International Finance, se espera que el flujo de capitales a mercados emergentes crezca un 35% este año superando por primera vez el valor alcanzado en 2014. Aún con el 85% de su programa financiero 2017 ya cubierto, esto sería una muy buena noticia para los bonos argentinos y permitiría prefinanciar algunos vencimientos de 2018. Cuando se comparan los rendimientos de Argentina en el tramo medio y largo de la curva en USD, vemos que el riesgo de subas de la tasa base se encuentra bien reflejados en los precios, justificando asumir el riesgo de duration. (gráfico 3)

En el plano local, con su decisión del martes próximo el BCRA dará a conocer si el dato positivo de 1.3% de la inflación de mayo publicado ayer es una señal clara o no de que lo peor quedó atrás. Si así fuese, debería relajar las condiciones y bajar la tasa. Si tenemos que proyectar su decisión basado en lo que estuvo haciendo en el mercado secundario de Lebacs esta semana – continuó subiendo tasas en el tramo largo de la curva- lo razonable sería que demore la decisión algunas semanas más, hasta tener un color más claro de cómo viene la dinámica de precios en Junio.

En el medio, está la licitación de Lebacs, que servirá para tomar el pulso al mercado sobre las expectativas de implícitas de inflación para los próximos meses. Estas dos razones nos llevan a prever que va a mantener las tasas al menos hasta fin de mes. En estos niveles de tasa, creemos que el tramo largo de la curva de Lebacs es donde resulta la dureza del Banco Central resulta mejor remunerada. (ver gráfico 4)

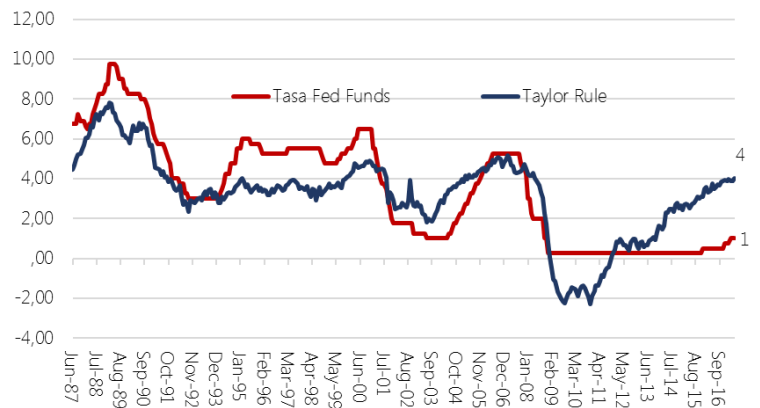
## Dos reuniones, un mensaje: duration

Gráfico 1: Curva de USTs: Tramo largo no fue sensible a los movimientos del tramo corto



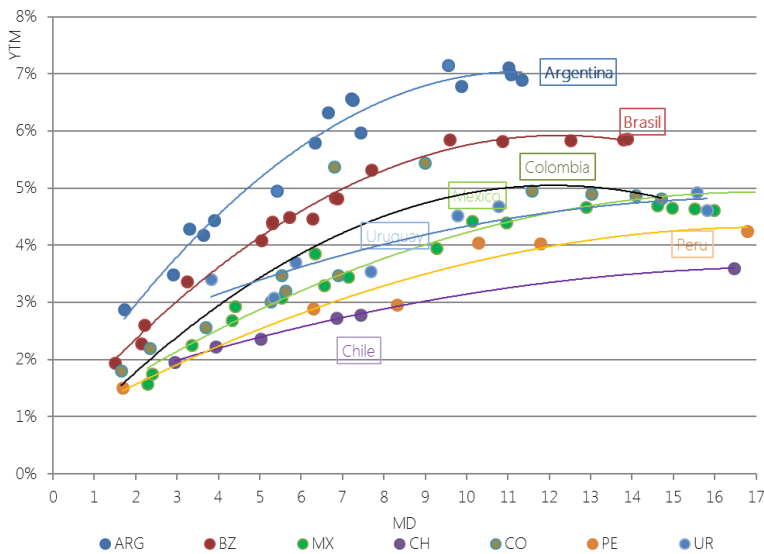
Fuente: Consultatio en base a Bloomberg

Gráfico 2: La FED está rezagada en su cronograma de suba de tasas



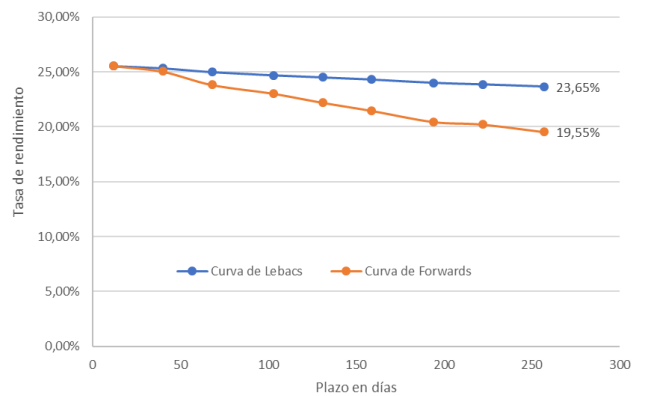
## Dos reuniones, un mensaje: duration

Gráfico 3: Tramo largo de curva en USD refleja los riesgos



Fuente: Consultatio en base a Bloomberg

Gráfico 4: Lebac's largas reflejan mejor la sobreacción del BCRA



## 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 descritos, 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 cuotapartes 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 cuotapartes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.