

Se multiplican los indicadores de vulnerabilidad externa

Resumen y conclusiones

- Las minutas de la FED divulgadas esta semana alertaron sobre los riesgos de “desequilibrios financieros” que implican las valuaciones récord de la mayoría de los activos de riesgo. En Diciembre se espera que vuelva a subir 0.25% la tasa de interés.
- Datos de sector externo conocidos esta semana refuerzan la percepción de vulnerabilidad externa que tiene la economía argentina.
- El tratamiento en el Congreso de las reformas muestra que el camino de resolución de desequilibrios no es lineal. Las modificaciones a la fórmula de ajuste de movilidad de jubilatoria y la postergación del tratamiento de la reforma laboral en el Congreso le agregan gradualismo al plan original.
- Exposición a activos en Pesos siguen siendo atractivos con este diferencial de tasas. Tramo medio de la curva en USD, donde vemos el mejor balance de retorno y riesgo en el actual escenario.

José M. Echangué
Estratega

+ 54 11 2206 2206

comercial@consultatioinvestments.com

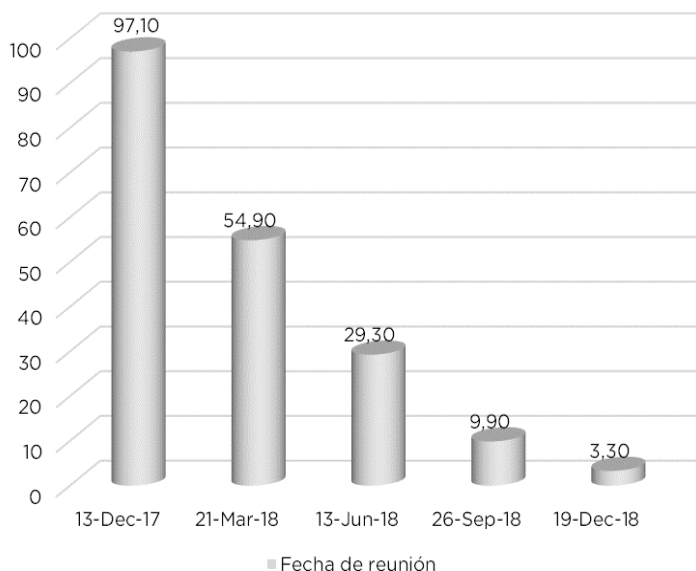
Se multiplican los indicadores de vulnerabilidad externa

La FED alertó sobre riesgos financieros. En las minutas de su reunión de octubre divulgadas esta semana la FED se sumó a quienes se muestran preocupados por los “desequilibrios financieros” que pueden estar ocultos en los precios récord de prácticamente todos los activos de riesgo a nivel global.

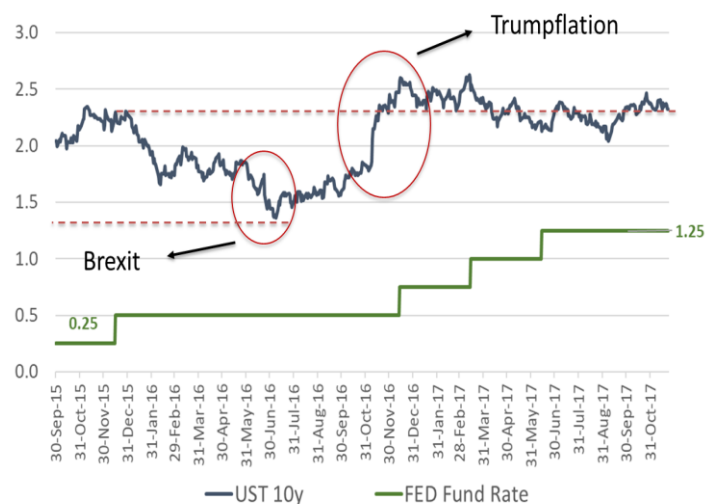
Con el crecimiento de EEUU viviendo su momento más robusto desde 2014 (3.0% en segundo y tercer trimestre de 2017) y una inflación “inexplicablemente” baja (inflación núcleo de 1.8% en el mes pasado), el mercado espera con un 97% de chances que la autoridad monetaria suba 25 puntos básicos la tasa de interés en su reunión del 13 de diciembre próximo, y que lo vuelva a hacer por lo menos en dos oportunidades (marzo y junio) durante 2018.

El mayor interrogante, sin embargo, es en qué medida las subas de tasas de corto plazo va a impactar sobre el resto de la estructura temporal de tasas de interés. Desde diciembre de 2015 que la FED subió la tasa de referencia por primera vez en 7 años de 0.25% a 0.50%, el efecto sobre las tasas de mediano plazo (USTs 10 años) ha sido nulo.

Probabilidad de subas de tasas de la FED



La suba de la tasa de la FED no ha impactado en las tasas largas

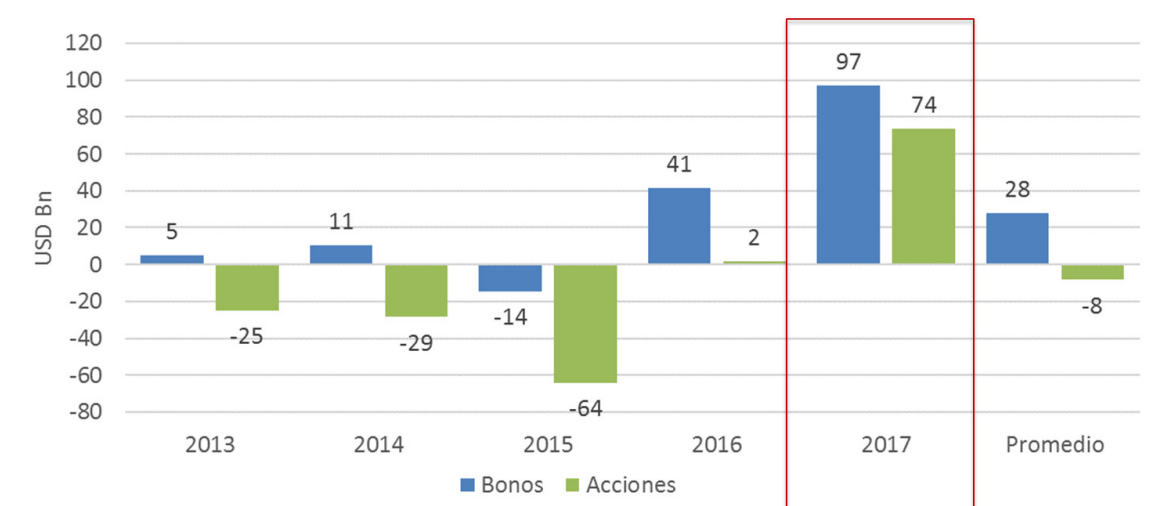


Se multiplican los indicadores de vulnerabilidad externa

Para la Argentina gradualista estos interrogantes son claves. La suba de tasas de corto plazo en USD aumenta el atractivo del USD sobre el resto de las monedas (carry trade) y podría ralentizar el flujo de fondos de países desarrollados hacia emergentes, que en 2017 alcanzaron valores que están completamente fuera del rango de los últimos años.

Flujos a mercados emergentes fueron record en 2017

USD Bn



No esperamos que este movimiento de las tasas en USD impacte significativamente al Peso, ya que el nivel de tasas locales en términos reales es incomparable, no sólo vs la tasa en USD, sino vs los niveles que prevalecen hoy en el resto de los países emergentes.

El caso es distinto en los bonos en USD, donde este escenario internacional tiene consecuencias muy concretas en términos de posicionamiento.

La primera tiene que ver con el riesgo de oferta. El escenario más probable es que el gobierno intente cubrir pronto parte de los 30.000 millones el año que prevé emitir en 2018 y así, le ponga un “techo” a los precios.

Esta estrategia es de hecho la que implementó durante este año, con los resultados que fueron muy buenos, ya que con las colocaciones realizadas durante el primer trimestre del año disminuyó significativamente la incertidumbre sobre el financiamiento del Tesoro Nacional para el resto del año.

Se multiplican los indicadores de vulnerabilidad externa

La segunda consecuencia es una situación que expone a los inversores más conservadores a una situación singular: una suba de 0.5% en las tasas de EEUU (0.25% en Dic-17 y otro tanto en Mar-18) podría volver menos atractivos a los bonos cortos, instrumentos que típicamente son utilizados como refugio cuando la incertidumbre aumenta como en este momento.

Para estos inversores nuestra recomendación es posicionarse en bonos de duración intermedia y que tengan bajas chances de reapertura. El Bonar 2024 y/o el Bono Discount en USD son dos buenos ejemplos, con rendimientos que hoy lucen atractivos (4.45% y 6.22%, respectivamente). El tramo más largo de la curva representa una apuesta mucho más agresiva en términos de riesgo sin que agregue demasiado diferencial de retorno.

La publicación de los datos de intercambio comercial esta semana es otra luz amarilla en términos de vulnerabilidad externa. El déficit comercial de octubre alcanzó USD 955 millones y es el segundo registro más alto del año, apenas por debajo de los USD 1071 alcanzados en agosto pasado. El déficit acumulado en lo que va del año ya alcanza los USD 6115 millones, lo que anualizado podría alcanzar los USD 7500 millones. Con estos valores, el déficit de cuenta corriente se acerca a niveles de 4% del PBI, un límite impreciso pero riesgoso de cruzar para un país con las características de Argentina.

Si bien la ampliación del déficit de cuenta corriente es un hecho estilizado en economías que retoman la senda del crecimiento, en el caso de Argentina donde también se registra un déficit fiscal importante que es financiando fundamentalmente con ahorro externo, el dato no pasa inadvertido. El otro dato relevante que aporta el balance cambiario está dado por la falta de reacción que todavía muestra la inversión extranjera directa.

En el diseño del gobierno, el plan para resolver algunos de estos desequilibrios se condensa en el paquete de reformas que fueron presentadas hace dos semanas. Desde ese momento, se han registrado avances importantes en términos de la reforma impositiva que ya tiene tratamiento en el Congreso, pero no para el caso de la reforma laboral, cuyo tratamiento en el legislativo fue postergado para después del 10 de diciembre.

La evolución de las negociaciones esta semana puso de manifiesto que el camino de reducción de los desequilibrios no será lineal. La modificación de la fórmula de actualización de las jubilaciones que fue negociada ayer tiene un costo fiscal estimado de 0.2% del PBI, y le agrega gradualismo al plan original. Este es un riesgo que resulta imposible de subestimar.

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.