



El *repricing* todavía no terminó

Resumen y conclusiones

- La volatilidad es la protagonista de la semana. La razón de fondo de la corrección que afectó a las acciones globales está en el mercado de bonos.
- El mercado comenzó a descontar un nuevo nivel de equilibrio para las tasas de interés de mediano plazo. Este movimiento de las tasas de mediano y largo plazo refleja una transformación más profunda: la política monetaria americana empezó finalmente a traccionar. Este repricing seguirá en curso.
- En términos de posicionamiento de portafolios, entendemos que este escenario justifica tomar posiciones tácticamente más defensivas en el corto plazo en acciones y reducir la duración del portafolio de renta fija (ver cambios propuestos en Reporte de Carteras recomendadas)

José M. Echagüe
Estratega

Agustín Pérez
Analista

+54 11 2206 2206

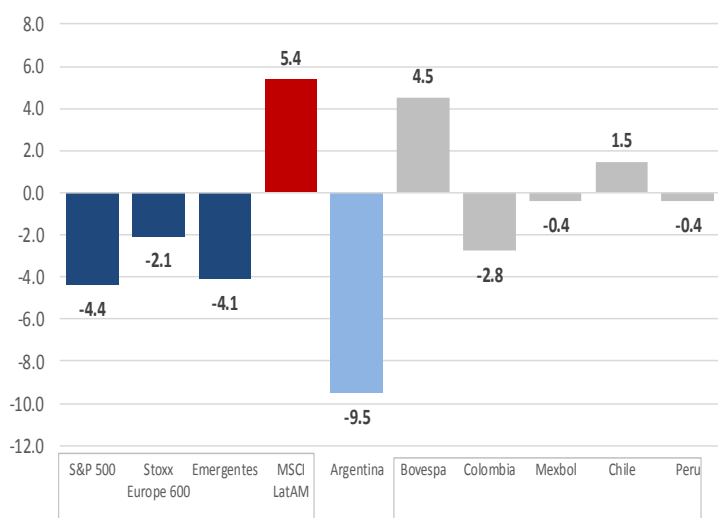
Avda. Ortiz de Ocampo 3302
WO Barrio Parque Bureaux
Módulo IV - 3er Piso
C1425DFE

El repricing todavía no terminó

La volatilidad es la protagonista de la semana (¿lo será del mes?). El índice VIX que mide el riesgo esperado saltó de niveles de 10% a picos de 37%, valor máximo desde agosto de 2015. Luego de haber tenido el mejor enero desde 1997, los principales índices bursátiles de Estados Unidos borraron en pocos días las ganancias acumuladas del año.

La corrección sin embargo no se explica por la salud financiera ni por las perspectivas de las compañías. En menor medida, tampoco a las valuaciones. Los últimos datos reportados de ganancias del cuarto trimestre de 2017 muestran ganancias creciendo a un ritmo de 14% en USD, superando en un 77% los casos de las expectativas de analistas. Este desempeño extraordinario parece lejos de haber concluido si consideramos que aún no capta el impacto de los recortes impositivos aprobados recientemente. En términos de valuaciones, el ratio de precio sobre ganancias (P/E) del S&P500 se ubica hoy en 20,8 veces, no demasiado arriba de 17,4 veces que registró en promedio en los últimos 10 años.

Indices bursátiles perdieron las ganancias acumuladas del año



Valuaciones no están exageradamente caras

4Q 2017 S&P

Ganancias corporativas reportadas (284/500)

Q4/17 EPS	36,0
Q4/16 EPS	31,4
Var. % a/a	14,3%
Q4/17 EPS	36,0
Estimación Mercado	34,7
Var. %	3,6%

Sorpresas + (259/337)	76,9%
Sorpresas - (50/337)	14,8%

Fuente: Consultatio en base Bloomberg

La razón de fondo de la corrección que afectó a las acciones globales está en el mercado de bonos. El mercado comenzó a descontar un nuevo nivel de equilibrio para las tasas de interés de mediano plazo y activó un ajuste en la curva de tasas libres de riesgo, con la tasa de 10 años como testigo subiendo 29 puntos básicos el último mes para ubicarse en los 2,838% actuales.

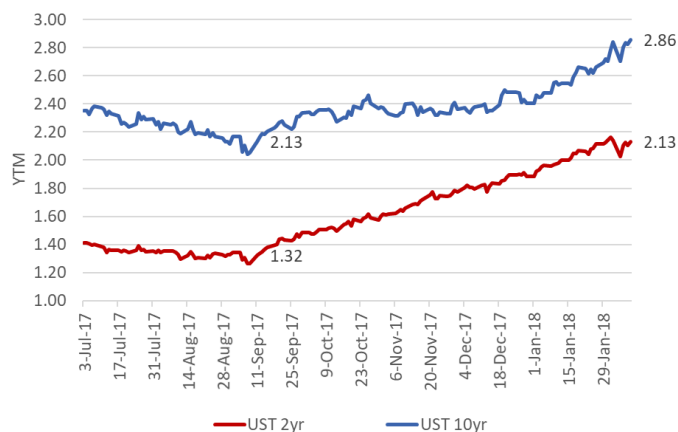
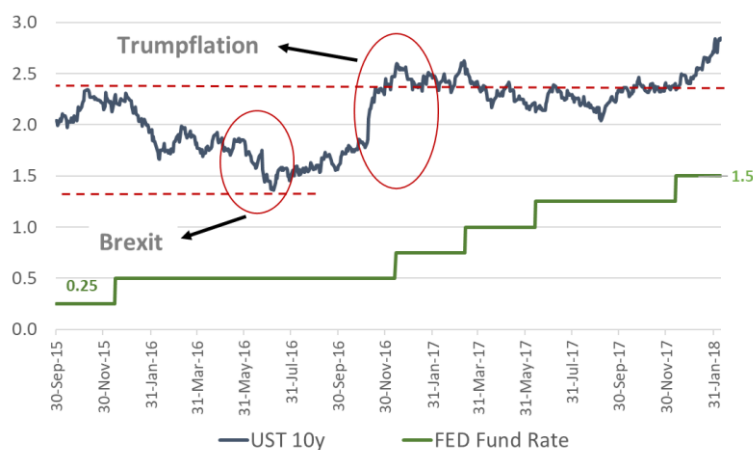
El repricing todavía no terminó

Este movimiento de las tasas de mediano y largo plazo refleja una transformación más profunda: la política monetaria americana empezó finalmente a traccionar. Después de 7 años (2008-2015) a tasa casi cero (0.25%), en diciembre de 2015 la FED comenzó a subir tasas de interés en forma escalonada. Dos años mas tarde, el 13 de diciembre la FED decidió la quinta suba de tasas, totalizando un acumulado de 125 puntos básicos.

Este movimiento de tasas cortas no había tenido sin embargo un impacto sobre las tasas de interés de mediano plazo: en diciembre de 2017 los USTs a 10 años cotizaban casi exactamente en los mismos niveles que dos años atrás. El comienzo de la normalización monetaria había sido inocua. El cambio comenzó a advertirse desde septiembre pasado, cuando las tasas de corto comenzaron a moverse casi en paralelo con las de mediano y largo plazo.

En los últimos dos años, el impacto de la política monetaria fue muy bajo

Desde septiembre, tasas de largo plazo comenzaron a alinearse con las de corto



Fuente: Consultatio en base a

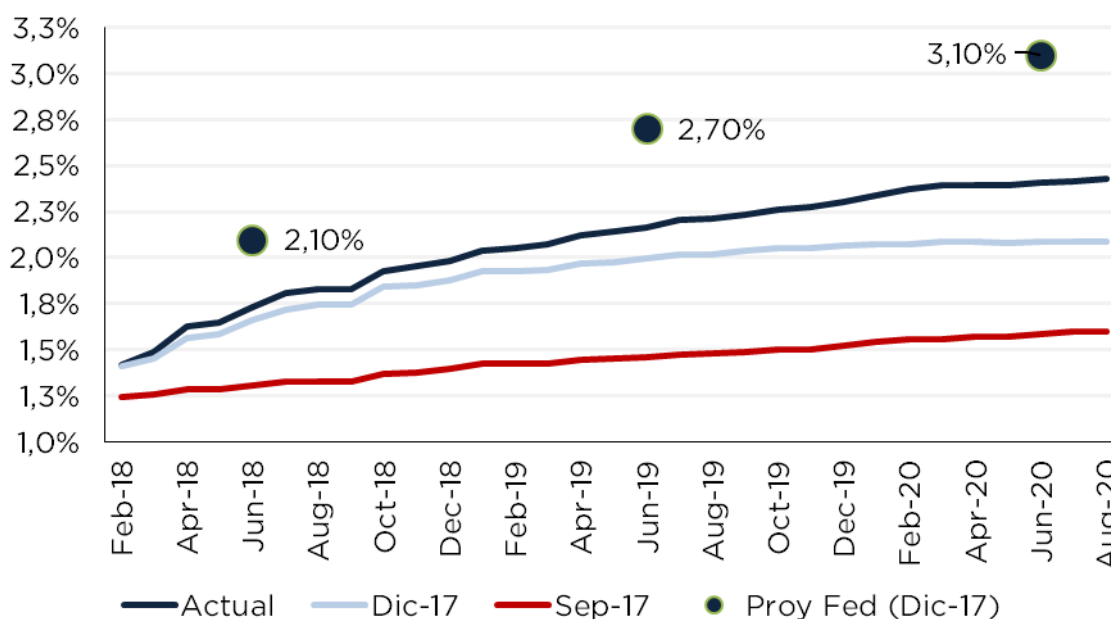
Fuente: Consultatio en base Bloomberg

Mirado en perspectiva el movimiento del último mes no parece dramático. Y de hecho no lo es. El cambio más significativo tuvo lugar en las expectativas sobre el sendero futuro que tendrán las tasas. En los últimos 40 días, apuntaladas por el cambio de administración que tuvo lugar en la FED el lunes pasado, los futuros de tasas de interés comenzaron a descontar un endurecimiento más acelerado por parte de la autoridad monetaria de EEUU. El escenario base de fin de año pasado que anticipaba dos subas de la tasa de FED Funds para 2018 cambió rápidamente y hoy ya descuenta 3, con probabilidades de 4.

El repricing todavía no terminó

Creemos que este repricing de tasas internacionales está todavía a mitad de camino. Si analizamos las previsiones implícitas en el mercado de futuros sobre tasas de interés y las comparamos con las previsiones que hace la propia FED, se advierte que el mercado todavía se está quedando corto. La última actualización de los Dots Plots (proyecciones que hacen los miembros del directorio de la FED) es de diciembre, y todavía se encuentra por arriba de las previsiones de mercado actuales.

Tasas de FED Funds: la proyección de la FED es más dura que la que hoy descuenta el mercado



Fuente: Consultatio en base Bloomberg

¿Cómo van a reaccionar las tasas de largo? Si la pendiente de la curva recuperase sus niveles promedio de los últimos 20 años, la tasa de de 10 años debería valer 3,39%. La situación actual de curvas casi planas es consistente con una probabilidad relevante de recesión que comenzaría en la segunda mitad de 2019. Este escenario está muy lejos de las previsiones de consenso, y va a contramano de los datos cada vez más robustos que viene mostrando la economía americana recientemente.

El repricing todavía no terminó

Impacto en Argentina

Estos cambios son un golpe fuerte para la Argentina gradualista, como queda de manifiesto en el impacto que ha tenido sobre los bonos en lo que va del año. El costo del financiamiento subirá no sólo por efecto de la suba de tasas base, sino por la ampliación de spreads que viene asociada para un país que es muy dependiente del financiamiento externo.

La buena noticia es que el impacto para este año fue acotado casi al mínimo. En los primeros 40 días del año, el Ministerio de Finanzas colocó USD 9.000 millones en bonos en USD y esta semana completó la emisión de ARS 70.000 millones en un bono denominado en pesos que paga el máximo entre CER + 375 y una tasa fija de 22,5%. Con estas emisiones, el tesoro nacional logró captar en lo que va del año US\$ 12,500 M para cubrir la brecha anunciada por el Ministro Caputo de US\$ 30,000 M.

Disclaimer

El presente no constituye asesoramiento en inversiones ni una invitación a la suscripción de determinados fondos comunes de inversión administrados por Consultatio. Cualquier persona interesada en analizar y, en su caso, adquirir las cuotapartes de fondos comunes de inversión aquí descritos, deberá consultar la información contenida en cada reglamento de gestión. 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 fondos comunes de inversión 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 las cuotapartes de fondos comunes de inversión. Consultatio Asset Management es un Agente de Administración de Productos de Inversión Colectiva registrado bajo la matrícula n° 13 de la CNV. Los rendimientos pasados son un indicador de gestión y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros. 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.