Cohen™

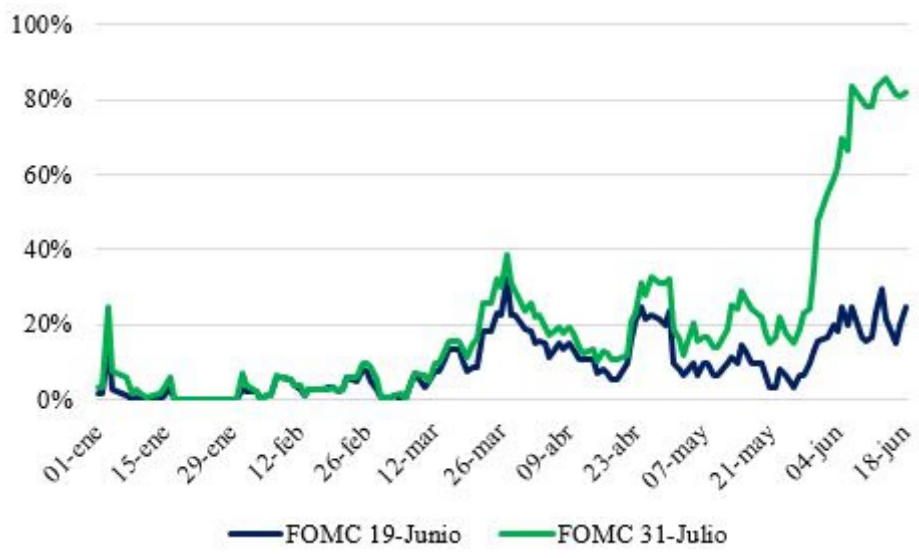
Claves del día

19 de Junio de 2019

EL GRÁFICO

El mercado descuenta una baja probabilidad de recorte de tasa de la FED hoy y alta para julio

(Fuente: Delphos Investment con base en Bloomberg)



EL NÚMERO

21%

(ALOCACIÓN A ACCIONES SEGÚN ULTIMA ENCUESTA DE BOFA MERRILL LYNCH)

La encuesta de Junio de BOFA mostró la mayor caída en la locación en equities desde Marzo´09 al pasar de 32% a un underweight de 21%. Por el contrario, pasó a ser récord la posición defensiva en Treasuries. El nivel de cash saltó 1 pp al pasar de 4,6% a 5,6%, mayor nivel desde 2011.

EL DATO

9,1%

(TASA DE DESEMPLEO ARGENTINA AL 4Q18)

El INDEC publicará hoy los indicadores del mercado de trabajo, entre ellos, la tasa de desempleo del primer trimestre de 2019. Al último trimestre del año pasado, la misma alcanzaba 9,1%.

MIENTRAS DORMIAS...

- Gran expectativa por lo que diga la Fed hoy. El mercado ayer festejó en anticipación, pero tuvo una gran mano de Trump por sus comentarios con la guerra comercial. Hoy los futuros muestran un comienzo de rueda neutral.
- Bolsas europeas no registran grandes variaciones, en tanto que Asia se sumó a las subas generalizadas de ayer y mostró interesantes recuperaciones.
- Luego de las oscilaciones de ayer, las monedas hoy no muestran grandes cambios. El petróleo opera levemente al alza luego del ataque con un misil a una base petrolera en Irak.

NOTICIAS Y RECOMENDACIONES

Panorama Internacional: FED's day

Toda la atención del mercado estará puesta a las 15:00 cuando los miembros del FOMC den a conocer su decisión de política monetaria junto con el habitual comunicado. Será la primera reunión tras la reactivación de la Guerra comercial. El mercado espera que la Fed Fund Rate no se mueva del rango actual (20% probabilidad de baja).

El último comunicado fue emitido tras la reunión del pasado 1 de mayo, 4 días antes del ya famoso twit de Trump reactivando la disputa con China. Hasta entonces, el mercado veía una FED que bajaría una o dos veces la tasa. Tras ello, la expectativa de

baja se acentuó, y hoy el mercado espera entre 3 y 4 recortes para los próximos 12 meses.
Días atrás, cuando el S&P tocaba mínimos en 3 meses, miembros de la FED salían a mostrar una postura más dovish sobre las decisiones de política monetaria (entre ellos, destacamos los mensajes de Bullard y Powell). Esta postura más amigable con el mercado hizo un fuerte contrapeso a la caída de expectativas de crecimiento a punto tal que hoy el S&P está a una suba de 1,2% para volver a marcar un máximo histórico. El mercado encontró en la FED un nuevo "put" ¿Por qué? Si en el G20, China y USA llegan a un acuerdo, el mundo volvería a acelerar su crecimiento. De lo contrario, un mes después cuando el FOMC vuelva a reunirse el 30 y 31 de julio, el mercado espera una baja de tasa, y en consecuencia, una aceleración del crecimiento ¿Qué puede salir mal? Que China y USA no lleguen a un acuerdo y sin embargo la FED no tenga margen para bajar tasa (muy poco probable) o bien que, si hay un acuerdo, la economía global no pueda crecer a las tasas que se esperan (poco probable) ¿Y para hoy? El mercado no espera una baja de tasa, pero si una FED dovish en su discurso. Y la palabra clave de los últimos discursos fue el "patient". Atentos al comunicado y el nuevo wording que utilice la FED.

Palabras de Trump

Trump llevó optimismo al mercado de cara a la Guerra Comercial. Así como aquel 5 de mayo reactivó la disputa con un Twit, por la misma vía envió optimismo al mercado. "Tuvimos una muy buena conversación telefónica con el Presidente China, Xi" y "La próxima semana, en el G20, tendremos una reunión extendida" fue el mensaje que escribió el presidente norteamericano.

Si bien la curva soberana sigue operando por debajo de la Fed Fun Rate en más de un 70%, evidencia de cierto escepticismo, lo cierto es que la baja de la tasa 10y habilita esta nueva pata alcista formada ¿Por qué? Una forma de verlo es comparar el rendimiento que ve el mercado hoy en términos de ganancias de las acciones vs. la tasa real más un componente por riesgo accionario. No es perfecto, pero el Earnings Yield (E1/P0) vs. tasa Real 10y + ERP ("Equity Risk Premium") puede dar una versión sobre si el mercado estaría o no sobrevalorado. O, dicho de otra manera, al caer la tasa 10y USA habilita a un menor Earnings Yield, la inversa del P/E, lo que habilita un mayor ratio P/E F12M. Es decir, cuando la 10y USA estaba en 3% camino a 3,5%, un P/E F12M de 17 veces lucía caro. Hoy luce algo más atractivo.
Por supuesto que existe un riesgo de fondo, y es que las tasas a futuro suban por encima del crecimiento de la actividad. Pero eso será un eventual problema más adelante. Lo cierto es que hoy el mercado, por optimismo y por el put de la FED, cotiza en 16,6x P/E F12M, y bien podría continuar el buen momentum.

Panorama Global: realidad vs expectativas

Los datos difundidos por BOFA en su encuesta mensual muestran un alto nivel de cautela por parte de los grandes inversores (ver EL NÚMERO). La guerra comercial y la potencial recesión son los grandes temas de preocupación. Todos

parecen esperar una sustancial baja en los activos de riesgo, y se encuentran posiciones para ello. Pero, ¿qué pasaría si Trump decide amigarse con China justo en medio de un proceso de "easing" global? Buena pregunta, tal vez lo que pasó ayer puede indicarnos lo que podría suceder si se da ese escenario del "mejor de los mundos".

Mercado cambiario: Demanda de AR$

El panorama político actual, en un esquema de flotación administrada y frente al reconocimiento oficial de la necesidad de un TC estable con fines inflacionarios, ha habilitado mayor calma en el mercado cambiario. La reconfiguración de expectativas, en un contexto de aún elevadas tasas de interés en AR$, ha impulsado nuevamente el carry trade. La menor demanda de USD, dada una oferta sostenida de divisas, presiona a la baja al tipo de cambio.

La reconfiguración de expectativas ha renovado el apetito por instrumentos en moneda local, lo cual se ha reflejado en un repunte en los montos ofertados/adjudicados en licitaciones nacionales y provinciales y en una aceleración del crecimiento de los depósitos a plazo privados (+2,7% m/m). Asimismo, en la primera licitación de dólares del Tesoro de ayer, se adjudicaron solo USD 16 MM, adjudicándose los USD 44 MM restantes en la segunda, a un TC menor (USD:AR$ 43,68 vs. 43,42). Desde que se implementó este mecanismo de subastas el 15/04/19, solo en tres oportunidades se observó una adjudicación menor a los USD 30 MM en la primera licitación. En las dos ocasiones previas constituyó una señal bajista para la cotización del tipo de cambio de la siguiente jornada.

Renta fija en AR$: Hay margen…

El TC20 ha marcado un piso a principios de este mes y sostiene la tendencia positiva. Al analizar su rendimiento relativo en términos de inflación implícita, comparando vs. la curva en AR$ a tasa fija, y depreciación implícita, comparando con rendimientos reales de la curva en USD, creemos que podría esperarse una compresión del rendimiento real del TC20.

Al comparar vs. la Lecap con vencimiento en abril en 2020, la inflación implícita se posiciona en 18%, muy por debajo de las expectativas de mercado para el período (a expectativa de inflación interanual a mayo 2020 relevada en el último REM se posiciona en 31%). En este contexto, tomando como dado el rendimiento actual de la Lecap, una inflación implícita alineada con los resultados del REM indicaría una tasa real de 23% para el TC20 y un precio de AR$ 192,5, dando lugar a una suba mayor al 9%. Al considerar asimismo que las tasas en AR$ en su conjunto podrían continuar disminuyendo, condicional a un esperado desempeño favorable de la curva soberana en dólares, habría upside en instrumentos AR$+CER de corto plazo.