

# Perspectivas de mercados internacionales para el segundo semestre

## Resumen y conclusiones

- El desempeño del mercado internacional durante el primer semestre fue extraordinario, irrepetible y decisivo para explicar la performance de los activos de riesgo, incluidos bonos y acciones de Argentina.
- Si bien no anticipamos un “aterrizaje forzoso” de la economía americana, a los precios actuales hoy favorecemos un sesgo defensivo para los portafolios de inversión globales.
- En el presente documento, analizamos los principales determinantes de este desempeño y compartimos nuestras perspectivas y recomendaciones de posicionamiento para lo que resta del año a nivel internacional.

José M. Echagüe  
Estratega

Francisco Mattig  
Analista

Federico Bruno  
Analista

+54 11 2206 2206

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

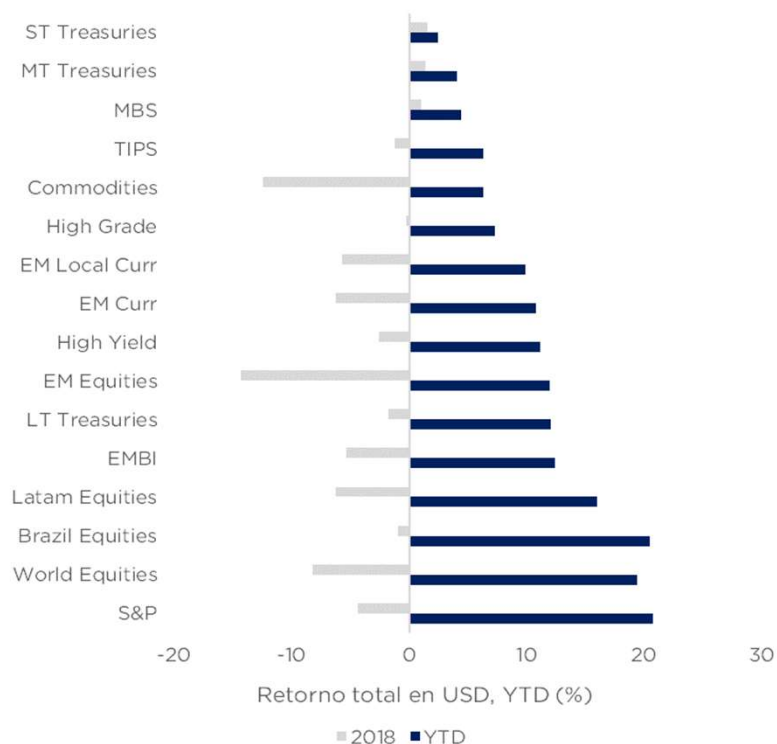
## Perspectivas de mercados internacionales para el segundo semestre

La recuperación de precios de los activos argentinos no puede entenderse sin incluir el extraordinario desempeño que registró el mercado internacional en los últimos 6 meses. Llegados a un punto donde las valuaciones lucen desafiantes en varias clases de activos, creemos que es importante aprovechar esta oportunidad para hacer un repaso de qué es lo que pasó en los mercados globales durante la primera mitad del año y actualizar nuestras perspectivas para el segundo semestre.

Lo que el primer semestre nos dejó en términos macro puede resumirse a través de cuatro mensajes claros: (i) dando un giro de 180 grados respecto de lo que se declaraba hasta diciembre pasado, la Fed lideró un relajamiento monetario a escala global; (ii) el mercado compró el movimiento y hoy anticipa un recorte de tasas todavía más agresivo; (iii) el riesgo geopolítico inherente a la disputa comercial mostró claros signos de distensión, y (iv) todo esto se da en un contexto donde la economía global se sigue desacelerando y EEUU transita claramente un fin de ciclo.

Los activos financieros globales tuvieron una inmejorable performance durante el primer semestre, mostrando todos ellos retornos positivos. No solo eso, sino que una gran parte de los activos muestran retornos de dos dígitos que son asimilables a un año entero (y uno muy bueno). Por supuesto, esta performance tiene que ver, además de lo que señalamos arriba, con un muy bajo punto de partida luego de la caída en el último trimestre del año pasado. De todos modos, la mayoría de los activos tuvieron una recuperación que excedió con creces la performance del 2018.

### Activos globales: inmejorable performance en 1S19



Fuente: Consultatio Investments

## Perspectivas de mercados internacionales para el segundo semestre

En este contexto, creemos que va a ser muy difícil que la performance de la primera mitad del año se repita, al tiempo que creemos que la desaceleración global no está enteramente descontada en las valuaciones de los activos. Además, vemos un riesgo de que los bancos centrales no hagan un *delivery* a la medida en la que los mercados lo esperan. En otros términos: va a ser difícil que se sostenga una muy buena performance de los bonos del Tesoro americano en conjunto con un mercado alcista para las acciones: o bien los signos de desaceleración se acentúa, las acciones caen y los bonos suben, o bien la capacidad de los bancos centrales para sostener la economía y avances en el frente comercial le dan soporte a los activos de riesgo y las tasas de la curva soberana experimentan algún ajuste al alza. Nosotros tendemos a inclinarnos más por la primera opción.

Por ello, si bien no anticipamos un “aterrizaje forzoso” de la economía americana, hoy favorecemos un sesgo defensivo para los portafolios de inversión globales. Nuestra asignación estratégica de activos para los tres perfiles de riesgo se mantiene sin cambios, aunque sí modificamos el posicionamiento táctico para dar cuenta de algunas oportunidades de valor relativo en ciertos sectores del mercado. Vemos oportunidades en bonos del Tesoro americano de corto plazo, alta calificación vs. alto rendimiento de mediano plazo y renta fija emergente en dólares.

Carteras recomendadas: Posicionamiento estratégico			
Clase de activos	Conservador	Moderado	Agresivo
Soberano (USTs)	20%	10%	0%
Corporativo Alta Calificación (HG)	65%	10%	0%
Corporativo Alto Rendimiento (HY)	10%	20%	25%
Mercados Emergentes (EM)	5%	40%	40%
Acciones	0%	20%	35%
Total	100%	100%	100%

Fuente: Consultatio Investments

A continuación, desarrollamos con un mayor nivel de detalle los cuatro mensajes macro que nos dejó el primer semestre, con especial foco en entender cómo se irán desarrollando los mismos en la segunda mitad del año. Luego, derivamos a partir de dicho escenario, recomendaciones puntuales respecto de cada clase de activos.

## Perspectivas de mercados internacionales para el segundo semestre

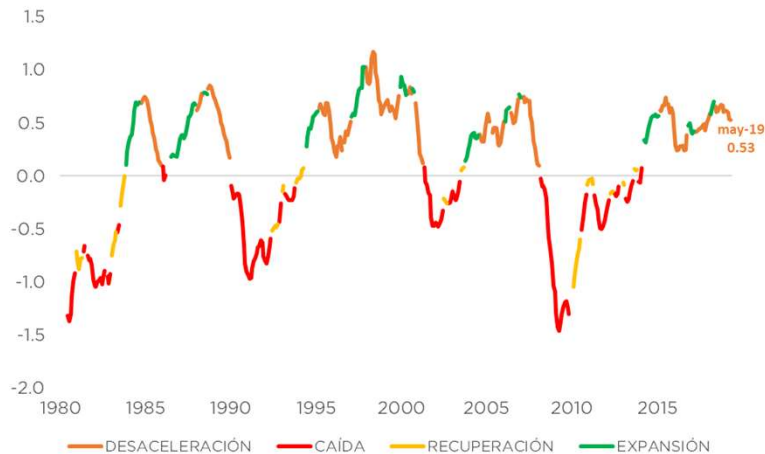
---

### Los cuatro mensajes macro que nos dejó el primer semestre

- **La Fed lideró un relajamiento monetario global.** Si bien no hubo cambios en la tasa de política de los principales bancos centrales del mundo en lo que va del año, sí hubo un relajamiento desde el punto de vista de la comunicación. De hecho, la Fed interrumpió este año la suba de tasas y, luego de indicar en reiteradas ocasiones que estaban siendo muy pacientes a la hora de observar los datos económicos, empezó a señalar más contundentemente una posible baja de tasas para la próxima reunión. Lo mismo ocurrió del otro lado del Atlántico, donde el presidente del Banco Central Europeo Mario Draghi giró hacia una política más laxa tras la desaceleración del crecimiento y el descenso de la inflación. Lo mismo ocurre con el Banco Popular de China y el Banco de Japón. Quizás el único banco central del G7 que mantiene una política restrictiva es el Banco de Inglaterra, pero es probable que mantenga su enfoque de “esperar y ver”.
- **El mercado anticipa un recorte de tasas más agresivo.** Si bien la Fed dió señales bastante claras de que habrá un recorte de tasas en su próxima reunión, el mercado tomó esto como un cambio de ciclo: no sólo anticipó un recorte de tasas en , sino un ciclo de recortes. Esto ha llevado a un rally importante en los mercados que impactó fundamentalmente en las valuaciones de los activos de riesgo, que están en niveles récord. La duda es si los mercados no están pidiendo demasiado de parte de los bancos centrales.
- **El riesgo geopolítico mostró claros signos de distensión en los últimos días.** Esto vino de la mano de los progresos que se lograron el fin de semana pasado en la reunión del G-20 entre Trump y Xi Jinping. La mejora en los mercados a partir de esto fue notoria, aunque todavía queda camino por recorrer para que esto se traduzca en mayor confianza empresaria y mayores niveles de inversión. De todos modos, también es importante resaltar que existen otros riesgos geopolíticos latentes, siendo los más importantes las tensiones en el Golfo y la fragmentación europea (Brexit y gobierno populista en Italia).
- **La economía global se sigue desacelerando.** Como podemos ver en el gráfico siguiente, las proyecciones de crecimiento global para este año se han ido recortando, afectadas por el impacto de la disputa comercial y claros signos de debilidad en el sector manufacturero de las principales economías del mundo. En el caso de EE.UU., las expectativas del consumidor y la salud del mercado laboral todavía sostienen el consumo privado (que equivale en tamaño a toda la economía China o la de la Eurozona).

# Perspectivas de mercados internacionales para el segundo semestre

## La economía americana en desaceleración

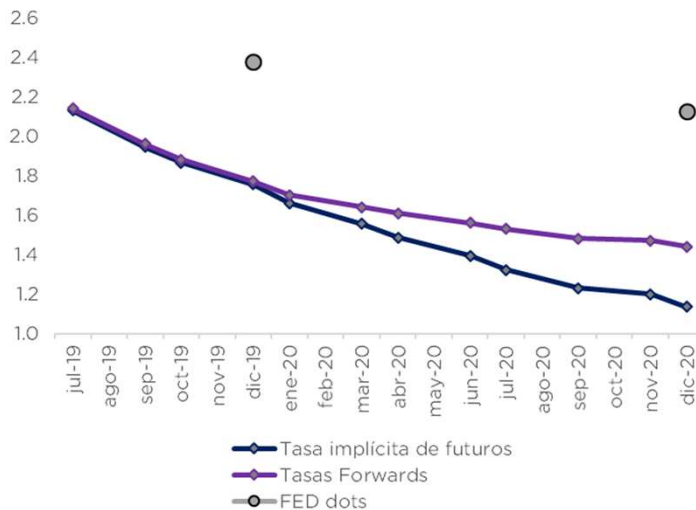


Indicadores	may-19	Promedio Histórico	Desvío Estándar Histórico	valor-z (t)	valor-z (t-1)	Dif.
<b>Macro</b>						
Tasa de desempleo	3.6	6.3	1.6	1.7	1.7	0.0
Pendiente curva 2 a 10 años	0.2	0.9	0.9	-0.8	-0.8	0.0
Confianza del consumidor Prom 3M	128.2	92.6	23.4	1.5	1.5	0.0
Pedidos de subsidio por desempleo Prom 3M	213.9	362.8	80.9	1.8	1.8	0.0
PMI Industrial Prom 3M	53.4	52.7	6.2	0.1	0.2	-0.1
<b>Ingresos</b>						
Crecimiento a/a ingreso personal real Prom 3M	1.9	2.4	2.1	-0.2	-0.2	0.0
Crecimiento a/a EPS U12M real Prom 3M	10.6	4.4	15.3	0.4	0.6	-0.2
<b>Crédito</b>						
Crecimiento a/a préstamos real Prom 3M	6.3	2.7	7.2	0.5	0.6	-0.1
Crecimiento a/a hipotecas real Prom 3M	1.2	5.0	5.5	-0.7	-0.7	0.0
Valor de fusiones y adquisiciones real Prom 3M	84.9	56.2	31.2	0.9	0.6	0.4
<b>Reloj Internacional</b>				<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.0</b>

## La Fed lidera un relajamiento monetario a escala global

Decisiones de política hacia fin de 2019	Bancos Centrales			
	Fed	BCE	BoJ	BoE
Nivel actual de tasa	2.4%	-0.4%	-0.1%	0.8%
5 recortes	2.7%	0.0%	13.9%	0.0%
4 recortes	18.3%	1.8%	36.7%	0.0%
3 recortes	39.7%	13.9%	37.5%	0.8%
2 recortes	31.8%	36.7%	10.2%	8.6%
1 recorte	7.5%	37.5%	0.0%	37.0%
Sin cambios	0.0%	10.2%	0.0%	53.5%
1 suba	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2 subas	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
3 subas	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## El mercado anticipa un recorte de tasas más agresivo



Fuente: Consultatio Investments en base a Bloomberg

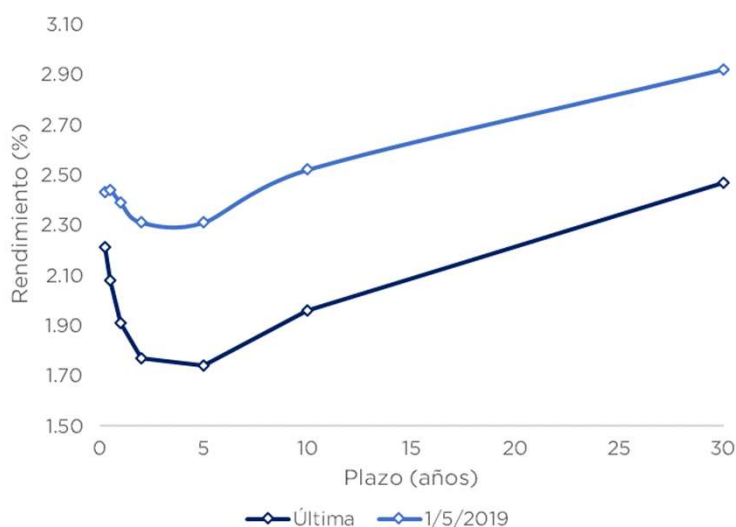
Asimismo, el sector de servicios todavía se mantiene bastante desacoplado de la industria. De todos modos, nuestro “reloj internacional”, que tiene como objetivo indicarnos en qué posición del ciclo nos encontramos, nos indica que la economía americana profundiza su desaceleración. Si bien no vemos un aterrizaje forzoso de la economía americana, como ya hemos dicho, pensamos que las valuaciones de los activos no reflejan esta desaceleración y descuentan un escenario más benigno desde el punto de vista de la actividad.

## Perspectivas de mercados internacionales para el segundo semestre

### ¿Qué pensamos de cada clase de activos?

- Bonos del Tesoro americano.** El mercado descontó parcialmente el mayor relajamiento monetario, como puede verse en el gráfico de la curva de rendimientos actual vs. la de principios de mayo. La parte corta de la curva se invirtió aun más por la expectativa de recortes y esperamos que se normalice a medida que la Fed recalibre su política. Por esto, y por nuestra percepción de que estamos en una fase de desaceleración (aunque todavía sin recesión), favorecemos la parte corta de la curva de bonos del Tesoro americano (de 0 a 2 años). Los rendimientos de la parte corta lucen razonables en términos reales y relativos vs. Europa y Japón.
- Crédito corporativo americano.** Existen dos fuerzas contrapuestas que afectan a esta clase de activos. Por un lado, la desaceleración económica, que impacta negativamente en las valuaciones porque la salud de la economía empeora en un contexto donde las empresas tienen un nivel de endeudamiento relativamente elevado; pero por otro lado, el relajamiento monetario favorece a los créditos porque podría facilitar la refinanciación de la deuda y, además, los spreads crediticios se ven beneficiados de la “búsqueda de rendimiento” ante las menores tasas libres de riesgo. Preferimos los créditos de alta calificación vs. los de alto rendimiento, tanto por la fase del ciclo en la que estamos, como también por las valuaciones: el spread entre alta calificación vs. alto rendimiento se encuentra por debajo del promedio histórico.

Favorecemos la parte corta de la curva de bonos del Tesoro americano



Fuente: Consultatio Investments en base a Bloomberg

Preferimos los créditos de alta calificación vs. alto rendimiento



## Perspectivas de mercados internacionales para el segundo semestre

- Acciones americanas.** En términos absolutos están en niveles máximos luego de haber subido más de 20% en la primera mitad del año. Sin embargo, en términos relativos, las valuaciones son justas, tal como puede verse en el gráfico del Forward PE (Precio/Ganancias Esperadas). A pesar de que el rally y algunas preocupaciones por crecimiento de las ganancias llevaron a dicho ratio hacia arriba, todavía está en niveles razonables, cercanos al promedio de tres años. Nos mantenemos neutrales respecto a las acciones americanas, aunque creemos que empieza a haber valor dentro del manejo activo vía fondos o ETFs.
- Mercados emergentes.** Las preocupaciones por la guerra comercial habían castigado bastante a los mercados emergentes, lo que hizo que éstos activos entren bastante castigados a mayo, cuando el mayor apetito por el riesgo los hizo recuperar. Por esto, todavía creemos que hay valor en esta clase de activos, particularmente en la deuda en dólares (EMBI+), donde las valuaciones todavía no ajustaron lo suficiente, según nuestra opinión. Respecto a la deuda en moneda local, si bien es verdad que la mayor laxitud monetaria global favorece esta clase de activos, creemos que las valuaciones hacen que se requiera algo más de selectividad. Lo mismo ocurre con las acciones, donde el MSCI EM ya muestra valuaciones algo caras, pero el MSCI Latam muestra niveles algo más atractivos.

Nos mantenemos neutrales respecto a acciones americanas, aunque vemos valor dentro del manejo activo

Creemos que todavía hay valor en deuda emergente en USD



Fuente: Consultatio Investments en base a Bloomberg

**BANCA PRIVADA**

Alejandro Gorostiaga  
agorostiaga@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2260

**ATENCIÓN MINORISTA**

María José Adamoli  
mjadamoli@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2229

**INSTITUCIONALES**

Martín Deluca  
mdeluca@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2296

**PARTNERS COMERCIALES**

Gisela Alonso  
galonso@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2212

**ESTRATEGIA**

José Echagüe  
jechague@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2247

**APERTURA DE CUENTA**

apertura@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206-2255

**ENCONTRANOS EN:** Avda. Ortiz de Ocampo 3302. WO Barrio Parque Bureaux Módulo IV. 3er Piso C1425DFE

## Disclaimer

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. y Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. (ambas en conjunto, "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 Investment S.A. es un Agente de Liquidación y Compensación - Propio registrado bajo la matrícula n° [351], Agente de Colocación y Distribución de FCI registrado bajo la matrícula n° [18] y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° [47], todos ellos de la CNV. Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. es un Agente de Administración de Productos de Inversión Colectiva registrado bajo la matrícula n° 13 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.