

Los osos están en la cueva

Resumen y conclusiones

- La principal enseñanza que nos deja 2020 es que la dinámica que ocurre entre el estallido de una crisis y la recuperación del mercado puede suceder mucho más rápido de lo que pensamos. También nos recuerda lo importante que son las señales de política en un contexto donde no hay una mejora tangible de fundamentos. 2020 fueron varios años adentro de uno, con al menos 4 etapas bien marcadas y lideradas por distintas clases de activos, pero que -al fin de cuentas- termina siendo un año positivo para los activos de riesgo. Dios salve a la Fed!
- Con la vacuna, creemos que la economía global podría retomar la tendencia de crecimiento pre-pandemia en el 2do semestre de 2021. Los Bancos Centrales seguirán apuntalando la demanda con una política monetaria acomodaticia. En el plano fiscal, el principal desafío es desarmar el gran impulso de este año sin sobresaltos. Este combo debería empezar a gestar un resurgimiento en las presiones inflacionarias, algo que el mercado empieza a descontar.
- Este escenario macro sienta las bases de buen año para los activos de riesgo. Proyectamos que la recuperación se traducirá en un mayor empinamiento de la curva, con la tasa a 10 años en 1,35% en dic-21 (+45 pbs vs. hoy; +15 pbs vs. consenso). Vemos compresión de spreads crediticios, pero marginal en *High Grade* (-20 pbs) y algo mayor en *High Yield* y *EM* (-35 pbs). En las acciones, el crecimiento de las ganancias (+40% a/a) más que compensará una reducción en los múltiplos (por las mayores tasas). Proyectamos que los retornos de renta variable serán muy superiores a la renta fija (+13,5% vs +1,8% en 2021). Por eso profundizamos nuestra recomendación de aumentar exposición a acciones, que publicamos en nuestro último informe global de junio (ver [acá](#)). Esta visión está bastante en línea con el consenso: los osos están en la cueva.
- Dentro de las acciones, sin embargo, vemos chances de un cambio de liderazgo. La derrota secular de las acciones *Value* podría llegar a su fin, de la mano de la recuperación, suba de tasas y valuaciones muy castigadas. Sectores como Bancos, Energía e Industria nos gustan, aunque también nos sigue gustando Tecnología. También vemos un caso para el resurgimiento de las *Small Caps*: su mayor apalancamiento operativo las posiciona mejor para captar la recuperación, y vienen teniendo una performance muy débil hace años. Por último, favorecemos acciones EM y Europa sobre EEUU.

José M. Echagüe
Estratega

Francisco Mattig
Estratega de Renta Fija

Erik Schachter
Analista

Eduardo Gomez
Analista

Federico Bruno
Analista

+54 11 2206 2206

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

Los osos están en la cueva

ÍNDICE

Sección	Pág
Lo que nos dejó 2020: varios años dentro de uno	3
2021: el año de la recuperación macro	4
El mejor partido para los activos de riesgo	13
Proyecciones de retorno	16
High Grade	17
High Yield	18
EM	19
Acciones: Value vs Growth	20
Acciones: Energía, Bancos, Industria y Tecnología	21
Acciones: Small Caps vs. Large Caps	22
Acciones: EM y Europa vs. EEUU	23

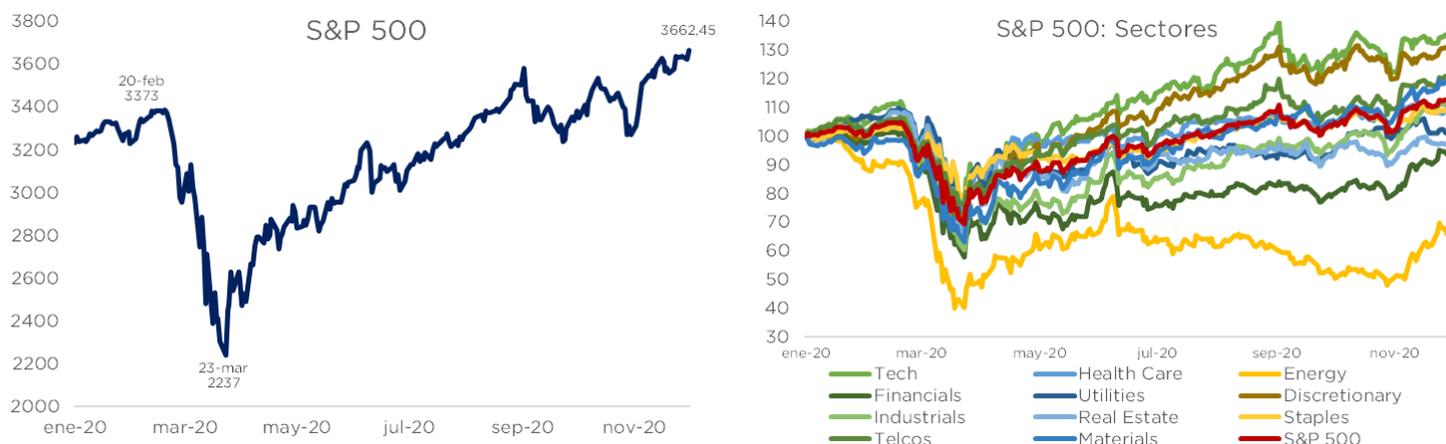
Los osos están en la cueva

Lo que nos dejó 2020: varios años adentro de uno

En un 2020 para el olvido, con la pandemia como motor de la mayor crisis global desde la Gran Depresión, sobaban motivos para ser pesimistas. Sin embargo, los gobiernos de todo el mundo mostraron haber aprendido de las lecciones de 2009 y, esta vez, acompañaron los estímulos monetarios con un impulso fiscal sin precedentes. Esta coordinación de políticas públicas hizo posible una rápida recuperación en V de los mercados financieros, pese a que la recuperación de la economía sigue siendo débil en muchos países.

Pero la recuperación no fue homogénea para todos los activos. Mientras que las empresas tecnológicas, beneficiadas por la “nueva normalidad” caracterizada por el trabajo remoto y las compras online, superaron rápidamente los niveles pre-pandémicos, compañías de sectores más tradicionales como bancos o petroleras fueron duramente golpeadas al estar más vinculadas con la producción y la economía real. Este debate entre “nueva y vieja economía”, que ya se estaba dando hace unos años, se precipitó debido al impacto transformador del COVID y, según muchos, aceleró los tiempos de esta (inevitable?) transición.

La coordinación de políticas hizo posible una rápida recuperación en V, que no fue homogénea entre los distintos sectores



En lo que respecta a renta fija, la acción de la FED y de los principales bancos centrales del mundo, logró que los spreads se compriman a niveles mínimos en las categorías de *High Grade* (alta calidad), pese a la situación de crisis global. La FED compró USD 120 Bn al mes desde el 23-mar en activos *High Grade* de todo tipo, incluyendo USD 40 Bn de hipotecas.

Los osos están en la cueva

La secuencia de este inolvidable 2020 nos da la sensación de que, en realidad, se trató de varios años adentro de uno solo. El primer bimestre fue relativamente normal, sin mayores noticias ni preocupaciones por la pandemia, con un dólar fuerte, negativo para activos emergentes y materias primas. Fue seguido por el estallido del COVID-19 y el pico de la crisis el 23-mar, con la el virus escalando a niveles globales y cuarentenas estrictas en muchos países, provocando fuertes caídas generalizadas y un “vuelo hacia la calidad” que favoreció los bonos del tesoro. A fines de Marzo, ya parecían haber pasado dos años completos. Con la rápida reacción de los Gobiernos, que acompañaron con estímulos fiscales los grandes paquetes de ayuda de los Bancos Centrales, se comenzaron a recuperar todas las clases de activos, en muchos casos superando los máximos previos a la pandemia. El período de fines de marzo a principios de septiembre vio un *rally* casi sin precedentes, donde las acciones (globales, americanas, emergentes, etc) fueron la gran estrella. Por último, a partir de Septiembre, el foco estuvo puesto sobre las elecciones estadounidenses, con el mercado finalmente ganando su apuesta demócrata, pero sin “ola azul” (al menos por ahora). Ello hizo posible la recuperación de los mercados emergentes, que habían sido más duramente golpeados al inicio de la crisis. Finalmente, todas las clases de activo, con excepción de los *commodities*, cerraron en terreno positivo, liderados por el S&P y la renta variable en general.

Las distintas etapas de 2020, según el retorno de las clases de activos

	1-ene 20-feb	20-feb 23-mar	23-mar 2-sep	2-sep 15-dic	Acumulado
UST 1-3y	0.5	2.1	0.4	0.0	3.0
UST 3-7y	1.5	4.2	1.1	-0.3	6.7
UST >20y	7.2	13.3	0.4	-3.7	17.5
Hipotecas	0.9	0.0	2.9	-0.1	3.8
Treasuries aj. por inflación	1.7	-0.8	8.1	0.5	9.6
High Grade Corto plazo	0.4	-2.8	4.4	0.2	2.1
High Grade	1.6	-8.9	15.0	0.6	7.0
High Yield Corto plazo	0.7	-19.7	24.3	4.0	4.4
High Yield	0.6	-22.9	29.0	3.2	3.3
EMBI	2.1	-21.5	27.9	1.4	4.0
Emergentes Moneda Local	-1.6	-18.6	20.3	5.2	1.4
Acciones globales	2.1	-33.7	57.4	5.2	12.1
S&P 500	3.7	-33.4	61.1	2.8	14.4
Acciones emergentes	-4.9	-29.7	48.5	12.3	11.4
Acciones Latam	-4.4	-42.1	25.9	21.9	-15.0
Acciones Brasil	-11.5	-51.4	51.2	19.4	-22.4
Commodities	-6.9	-29.0	18.1	1.0	-21.2

Los osos están en la cueva

2021: el año de la recuperación macro

El escenario macro para el año que viene comienza necesariamente con un supuesto clave desde lo sanitario: un programa de vacunación a escala global relativamente exitoso. Con las noticias que hemos escuchado en las últimas semanas, este supuesto no parecería ser demasiado exigente. Hay avances en varios frentes, y todos ellos serán necesarios ya que deben complementarse para abastecer rápidamente a la población mundial que necesita soluciones rápidas.

La vacuna de Pfizer ya fue aprobada en EE.UU. y Canadá y está siendo aplicada en formato de uso de emergencia en otros países, entre ellos el Reino Unido, que ya comenzó el proceso de vacunación. El desarrollo de Moderna también está bajo la revisión de la FDA y se espera que se apruebe en los próximos días. La de AstraZeneca también está en plena fase 3 de testeo a gran escala, muy próxima a ser revisada por las autoridades para su aplicación. Otros laboratorios con menos prensa, como Sinovac, Gamaleya (Sputnik) y CanSino ya empezaron a aplicar tempranamente sus vacunas en China y Rusia, mientras que otros como Vector Institute (y otros tantos) todavía siguen en la fase 2.

Todas las vacunas representan un catalizador para la recuperación global, a pesar de que utilizan distintos mecanismos (vector, virus inactivado, mRNA, Adenovirus o proteína) y tienen distintas características de almacenamiento.

Monitor de desarrolladores de vacuna del COVID-19

Desarrollador	Tipo	Fase	Estatus	Almacenamiento	Dosis	Eficacia
 Astra-Zeneca	Vector	2 Y 3	n/a	2 - 8° (6m)	2	70%
 Sinovac	Virus inactivado	3	Uso limitado en China	2 - 8° (6m)	2	90%
 Pfizer	mRNA	2 Y 3	Aprobada en CA/US. Emergencia en otros.	-70° (30d) o 2°-8° (6d)	2	95%
 Sinopharm	Virus inactivado	3	Aprobado en U.A.E	2 - 8° (6m)	2	90%
 Moderna	mRNA	3	Bajo revisión de la FDA	-20° (6m) o 2°-8° (5d)	2	95%
 Gamaleya - Sputnik	Adenovirus	3	Uso temprano en Rusia	2 - 8° (6m)	2	91%
 BEKTOP	Proteína	1 Y 2	Uso temprano en Rusia	n/a	n/a	n/a
 Johnson & Johnson	Adenovirus	3	n/a	n/a	n/a	n/a
 VAXART	Adenovirus	3	Uso limitado en China	n/a	n/a	n/a
 NOVAVAX	Proteína	3	n/a	n/a	n/a	n/a

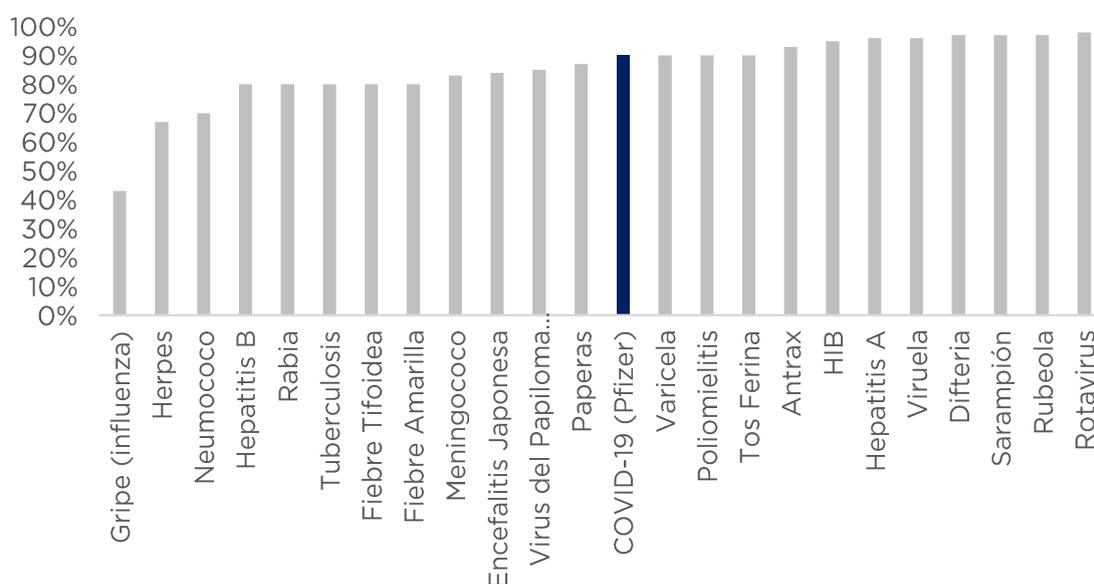
Fase 1	Testeo de seguridad y dosis
Fase 2	Testeo de seguridad expandido
Fase 3	Testeo de eficiencia a gran escala

Los osos están en la cueva

Pero todas las vacunas son necesarias ya que, para vacunar a un 75% de la población mundial, se requerirían 9.000 millones de dosis, un poco más que las comprometidas por Pfizer, Moderna, AstraZeneca, J&J, Novamax y Sanofi juntas para todo el 2021.

Más allá de los avances, un elemento clave que contagia optimismo es la eficacia de la mayoría de las vacunas, que oscila el 90%. Este nivel de eficacia es bastante alto e, incluso, es superior al de vacunas contra enfermedades que ya no son un problema a escala global, como la fiebre amarilla, la rabia o incluso la gripe (influenza).

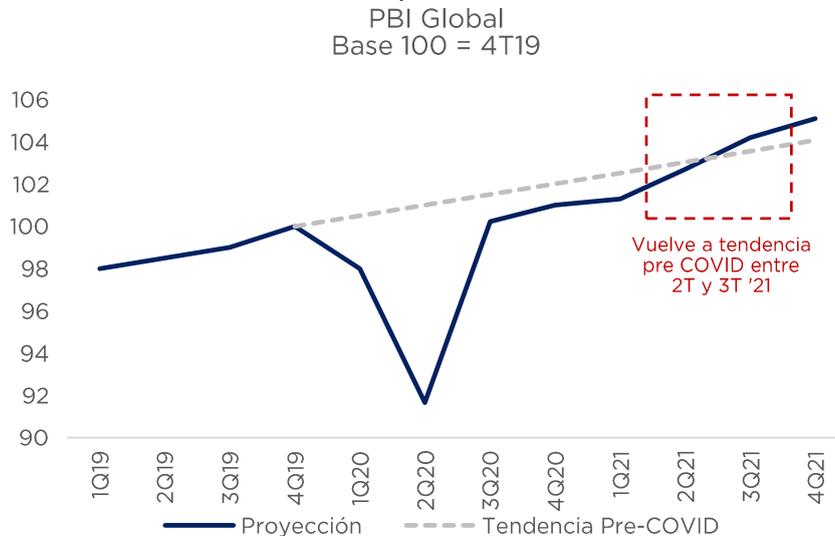
Efectividad de distintas vacunas



Bajo este supuesto, creemos que es muy posible que la economía global pueda recuperar rápidamente el tiempo perdido en este 2020 para el olvido. Creciendo entre un 5 y un 6% este año, la economía global retomaría la trayectoria de crecimiento que abandonó este año en el segundo semestre del año que viene. Para tener una referencia, la proyección del FMI en su última reunión semestral de octubre es que el PBI global crecería 5,1% el año que viene, aunque nosotros somos algo más optimistas y apuntamos a que ese crecimiento pueda ser del 6,0%, lo que ayudaría que el nivel de actividad retome el sendero previo a la pandemia más cerca del tercer trimestre.

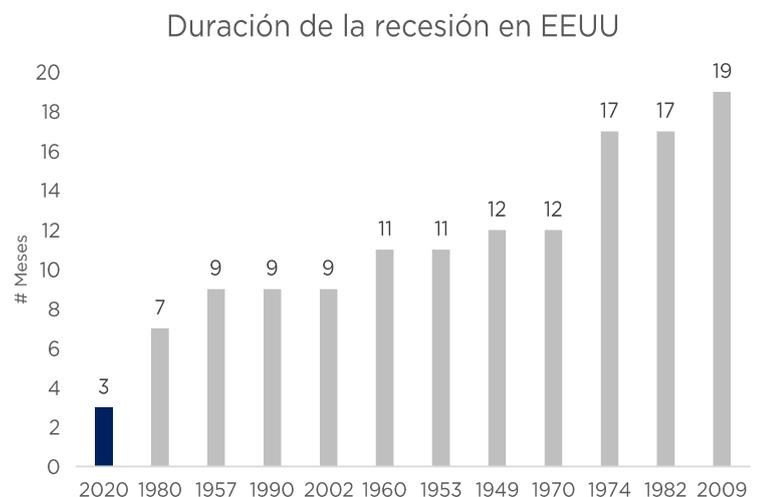
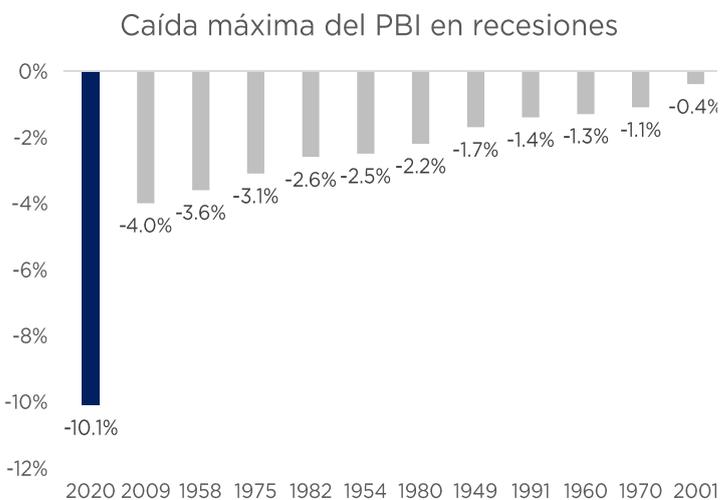
Los osos están en la cueva

En 2021, la economía global recuperará el terreno perdido en este 2020 para el olvido



Dadas las características muy particulares de la recesión de este año, tiene sentido en pensar que la recuperación en el 2021 podría ser relativamente automática una vez que se empiece con la vacunación masiva. Es interesante notar que esta recesión fue, por lejos, la más abrupta y la más corta de, por lo menos, los últimos 70 años de historia de EE.UU.

La recesión de este año fue la más abrupta y corta de los últimos 70 años



¿Cómo se logrará la recuperación? Por un lado, la mayor circulación post-vacuna hará su propio trabajo, reactivando tanto la oferta como la demanda en las distintas economías e impulsando nuevamente el comercio mundial. Esto es prácticamente un efecto automático de la solución sanitaria.

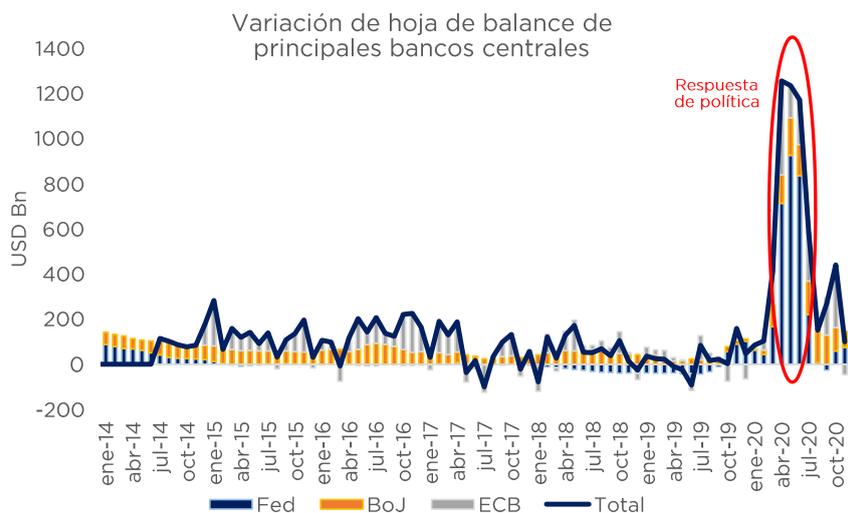
Los osos están en la cueva

Pero además esto, también seguirá habiendo una influencia clave de las políticas económicas, tal como lo fue durante este año.

La respuesta monetaria frente a la pandemia no tuvo precedentes, tanto por su magnitud como por la coordinación con la que se desarrolló. El estímulo conjunto de los principales tres Bancos Centrales del mundo en los meses pico de la pandemia llegó a superar los USD 1,2 Tn, explicado por el relanzamiento de sus programas de relajación cuantitativa (*quantitative easing* o *QEs*), al cual incluso se sumaron algunas economías emergentes (una innovación monetaria posibilitada por la pandemia).

Además de los programas de recompras de activos, también hubo una acción coordinada entre los bancos centrales para reducir todavía más los ya deprimidos costos del dinero. En economías que ya venían adelantadas en su proceso de normalización de tasas, como EE.UU., y en las economías emergentes, la reducción fue mucho mayor, mientras que en Europa, Japón o incluso Gran Bretaña, el margen por el lado de la tasa fue mucho menor.

La reacción de política monetaria no tuvo precedentes, tanto por su magnitud como por su coordinación



Variación en la tasa de política

País	4T19	4T20	Dif.
EEUU	1.8%	0.0%	↓ -1.8%
Euro	-0.4%	-0.5%	↓ -0.1%
Japón	-0.1%	-0.1%	↓ 0.0%
Gran Bretaña	0.7%	0.1%	↓ -0.6%
China	4.2%	3.9%	↓ -0.3%
Brasil	4.3%	2.0%	↓ -2.3%
India	5.2%	4.0%	↓ -1.2%
Sudáfrica	6.5%	4.5%	↓ -2.0%
Australia	1.8%	0.3%	↓ -1.5%

Con los ojos puestos en el año que viene, creemos que la política monetaria seguirá siendo acomodaticia. O incluso podría incrementar su estímulo en el margen. La decisión tomada la semana pasada por parte del BCE, de expandir el estímulo en EUR 500Bn y extender el programa hasta Marzo de 2022 (en lugar de Junio 2021), fue una muestra de ello.

Los osos están en la cueva

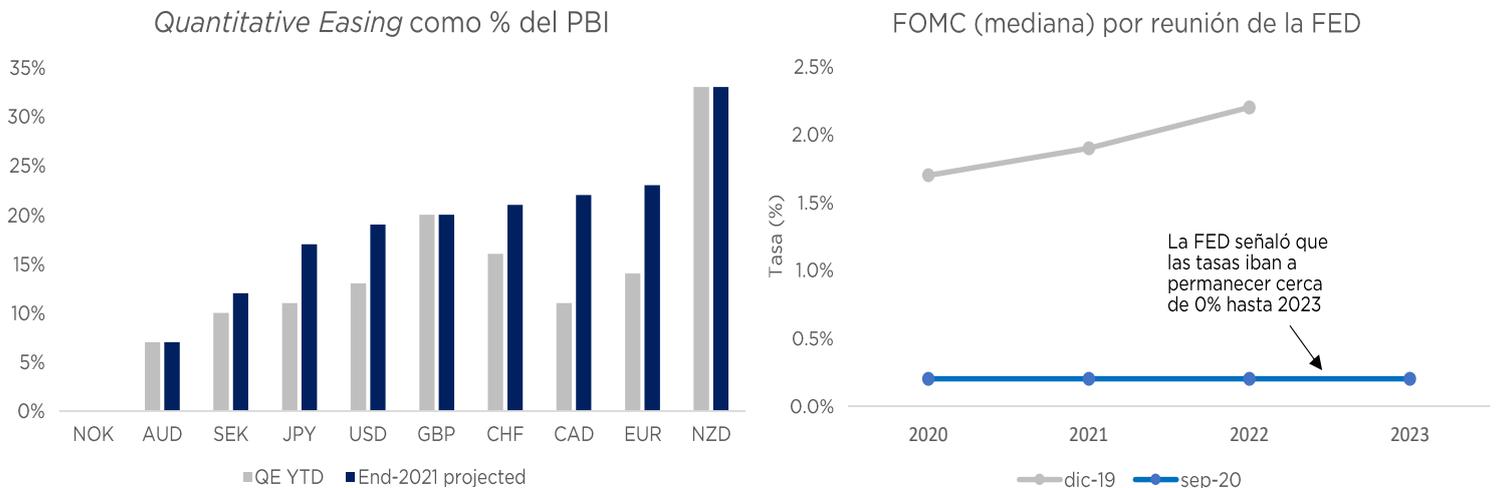
Por su parte, durante los últimos meses, la Fed se ha mantenido con una postura muy laxa desde lo discursivo, pero sin demasiadas innovaciones respecto del programa relanzado con la pandemia. Para la reunión que se desarrolla mientras escribimos este informe, algunos analistas esperan que se anuncie una extensión en la duración de los bonos del Tesoro que está comprando, extendiéndola a bonos de 10 o 30 años.

En una discusión más general, es interesante pensar qué margen de maniobra tiene la política monetaria desde la situación actual. Alerta de spoiler: todavía tiene margen. Veamos las posibilidades que existen:

- 1) Expandir todavía más el QE: se espera que la Fed, que terminará este año con una hoja de balance de poco más de USD 7 Tn (desde los USD 4 Tn de febrero), pueda terminar el año que viene con USD 10 Tn. Si bien el déficit fiscal también será una variable clave, no descartamos que Powell siga el camino de su colega Lagarde y profundice el programa. Y luego de romper con el tabú de comprar bonos *High Yield*, otra opción es que se larguen a comprar acciones. El Banco Central de Nueva Zelanda, por ejemplo, está analizando comprar activos externos. Todo esto también vale para el Banco de Inglaterra o el de Japón. Otra opción es que más países no-centrales se unan a esta innovación de los QEs emergentes.
- 2) Transición a un esquema de metas de inflación promedio: es lo que hizo la FED este año, que otros bancos centrales pueden replicar. Consiste en mostrarse dispuestos a tolerar inflación algo por encima de la meta (del 2%, en el caso de la FED), siempre y cuando el promedio de inflación en un lapso de algunos años sea el de la meta. Es un cambio hacia una postura más laxa que aumenta las chances de ver una mayor inflación.
- 3) Desde la tasa cero a tasa negativa: Si bien la experiencia de tasas negativas en Europa o Japón no ha dado buenos resultados (no generó un repunte de la inflación ni mucho menos), algunos bancos centrales como los de Nueva Zelanda o Suecia comienzan a dar indicios sobre esta posibilidad. La Fed y el Banco de Inglaterra se han mostrado reacios bastante a dar ese paso, por los efectos indeseados que puedan tener, pero no hay que descartarlo en un futuro.

Los osos están en la cueva

Los Bancos Centrales seguirán impulsando la economía el año que viene



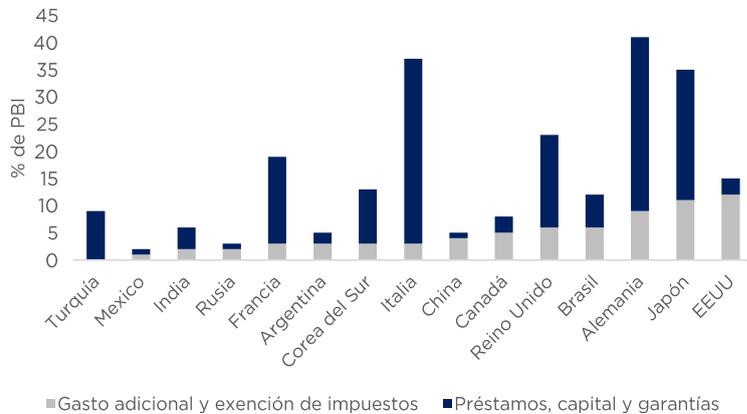
- 4) Control de curva: Cuando los mecanismos de transmisión de las tasas cortas a las medias o largas no funcionan correctamente, el control de curva es una herramienta más eficaz. Consiste en realizar operaciones de mercado abierto (comprar y vender bonos) para mantener una tasa de mediano o largo plazo (3, 5, 10 o 30 años) en un determinado nivel. Es una herramienta que el Banco de Japón ya utiliza (la meta es una tasa de 0% para los bonos a 10 años) y que el Banco de Australia comenzó a usar este año (0,25% la de 3 años). La FED hizo algo parecido durante la 2da Guerra Mundial, pero luego no retomó esta práctica.
- 5) Dinero de helicóptero: una opción más agresiva es que los Bancos Centrales financien directamente el gasto público con monetización, sin que haya contrapartida de deuda pública (bonos). Es lo que pregona la Teoría Monetaria Moderna.

Por el lado de la política fiscal, el desafío es desarmar el gran impulso que implicó enfrentar los problemas de la pandemia este año sin demasiados sobresaltos. Las economías desarrolladas tomaron medidas fiscales que promediaron el 20% del PBI, sumando gastos directos con préstamos, capital y garantías. Las economías emergentes, con fundamentos menos sólidos, tuvieron un menor espacio para el impulso fiscal, pero igual se las ingenieron a su medida.

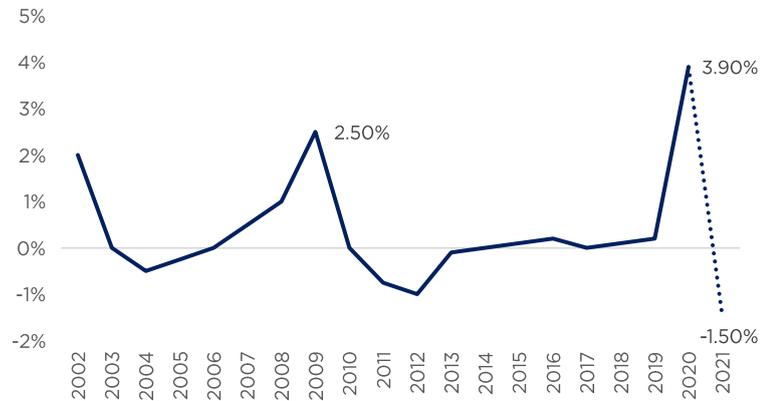
Los osos están en la cueva

El gran impulso fiscal de 2020 se desarmará en 2021

Medidas fiscales para combatir COVID 19



Impulso/arrastre fiscal a escala global
Como % del PIB mundial



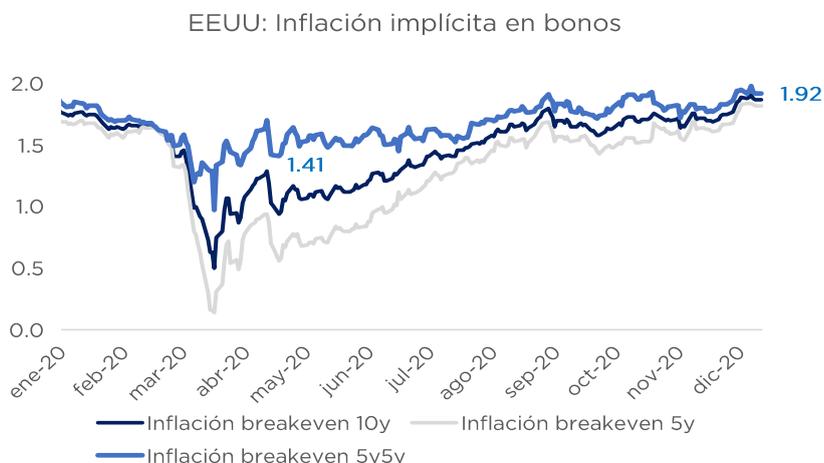
En 2021, todo este impulso deberá desarmarse en alguna medida. Según el FMI, el déficit fiscal total de Alemania, Japón, Gran Bretaña y EEUU se reduciría en 7, y, 7 y 10 pp. el año que viene. A escala global, el impulso fiscal pasará de ser positivo por 3,9pp. a ser negativo por 1,5p. Esto pondrá aun más presión sobre la necesidad de que la política monetaria se mantenga acomodaticia, como mínimo.

De todos modos, sigue habiendo intentos como para amortiguar esta reversión en la política fiscal. La semana pasada, la Unión Europea aprobó un paquete de estímulos por EUR 1,8 Tn que venía discutiendo hace tiempo, y fuera impulsado por Lagarde, venía insistiendo. Por otro lado, en los últimos días, en EE.UU. también se presentó una propuesta de un grupo bi-partidario de miembros del Congreso para llevar a cabo un paquete de USD 900 Bn. Esto resulta importantísimo, sobre todo porque la probabilidad de control demócrata en el Congreso había disminuido bastante luego de las elecciones, y con ella también las chances de un paquete de estímulos mucho mayor.

Este combo de políticas y recuperación de la actividad debería comenzar a gestar un resurgimiento de las presiones inflacionarias. De hecho, el mercado ya comenzó a adelantarse a este fenómeno: la inflación implícita en el precio de los bonos para los próximos 5 años, que estaba en 0,5% a fines de abril, ya escaló a 1,8%. Lo mismo para la inflación de los próximos 10 años.

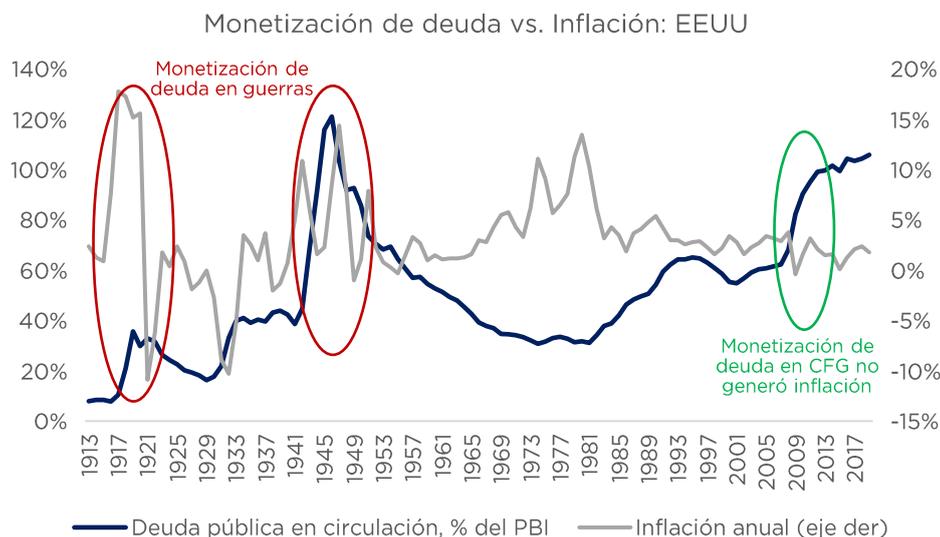
Los osos están en la cueva

El mercado comenzó a descontar mayor inflación, pero confía que se mantendrá bajo control



Uno de los principales factores que nos llevan a pensar en la posibilidad de reflación es la monetización de deuda que hubo este año. Es interesante notar como, en 2 de los 3 episodios de amplia monetización de deuda en los últimos 120 años en EEUU, en 2 de ellos (las dos guerras mundiales) se ha provocado una aceleración inflacionaria. La excepción fue la salida de la crisis financiera global, pero las razones que ayudaron a que no haya una aceleración de la inflación podrían no estar presentes ahora (fuerte baja en la velocidad de circulación del dinero; desapalancamiento de hogares, bancos y gobiernos; una FED que no había cambiado su enfoque; un menor estímulo fiscal; menos influencia de la Teoría Monetaria Moderna).

La monetización de deuda pondrá presión a la inflación



Los osos están en la cueva

Además, hay otros factores más estructurales que se conjugan para aumentar el riesgo de inflación, como la desglobalización, la desigualdad y el proteccionismo. La solución al elevado endeudamiento del Gobierno Federal de EE.UU. difícilmente pase por un crecimiento muy elevado o por una mayor represión financiera (es lo que se está intentando, pero no termina de alcanzar). A su vez, embarcarse en un programa de austeridad podría tornar la situación mucho peor, como ya demostró la UE. Y depreciar la moneda no tiene sentido, porque el resto de los países intentarían lo mismo. Por eso, la salida mediante una mayor inflación pareciera ser la única posible.

Resumen de proyecciones macro

Región	CTIO		FMI*		Diferencia	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021
Crec. PBI						
Global 	-3.5%	6.0%	-4.3%	5.1%	↑ 0.8%	↑ 0.9%
EEUU 	-3.5%	5.8%	-4.3%	3.1%	↑ 0.8%	↑ 2.7%
Inflación						
Global 	1.2%	2.4%	2.8%	3.3%	↓ -1.6%	↓ -0.9%
EEUU 	1.2%	1.8%	0.2%	1.1%	↑ 1.0%	↑ 0.7%
Tasa de política						
EEUU 	0.3%	0.3%	n/a	n/a	n/a	n/a
Euro 	-0.5%	-0.5%	n/a	n/a	n/a	n/a
Resultado Fiscal						
EEUU 	-15.2%	-10.0%	-18.7%	-8.7%	↑ 3.5%	↓ -1.3%
Euro 	-9.8%	-6.0%	-10.1%	-5.0%	↑ 0.3%	↓ -1.0%

* FMI en base a WEO Octubre 2020

El mejor partido para los activos de riesgo

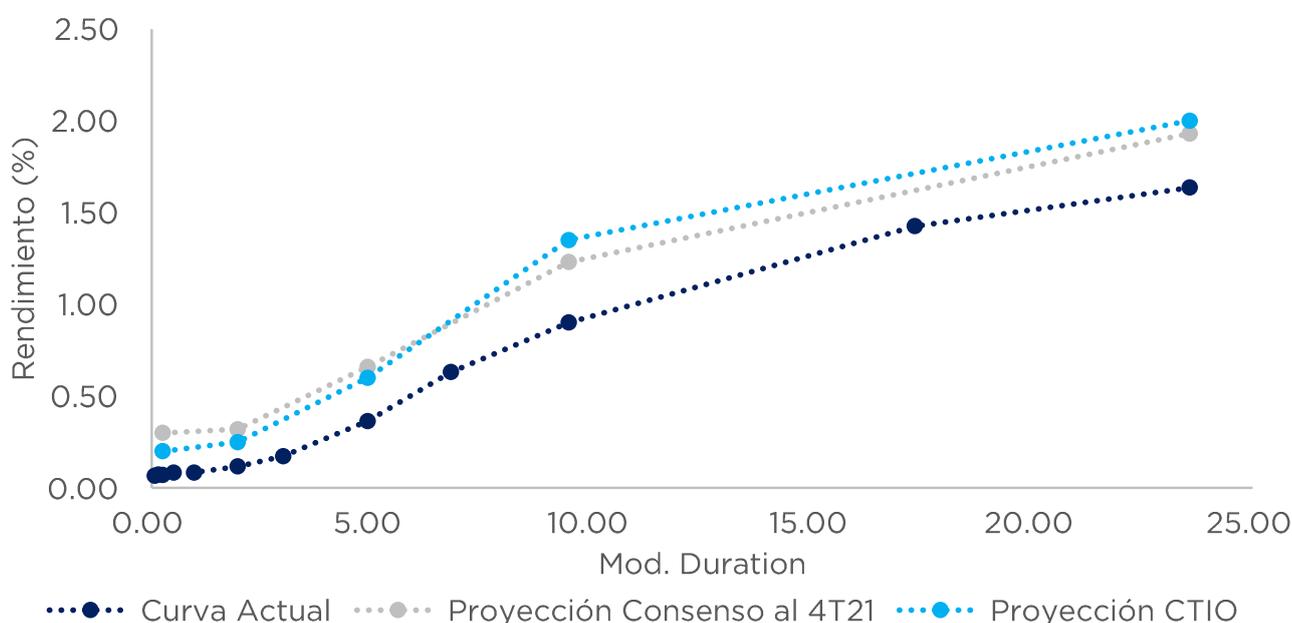
El escenario macro que describimos en la sección anterior sienta las bases para un buen año en lo que respecta a los activos de riesgo. Esto no es una visión exclusiva, sino que está en línea con el consenso para el año que viene: los osos están en la cueva.

Los osos están en la cueva

Proyectamos que la recuperación económica (de la mano de la vacuna, la mayor circulación, la política monetaria y sin sobresaltos fiscales) se traducirá en un mayor empinamiento de la curva libre de riesgo. Vemos a la tasa de 10 años en 1,35% a fines del año que viene, 45 pbs más que el valor actual y solo 15 pbs mayor que el consenso de mercado. Igualmente, vemos tasas cortas algo más abajo que el consenso: nuestra hipótesis es que la política monetaria le pondrá un techo al tramo corto a la brevedad, no así a las tasas medias y largas.

La recuperación económica se va a traducir en un empinamiento de la curva

Curva Libre de Riesgo: Actual vs. Proy. al 4T21



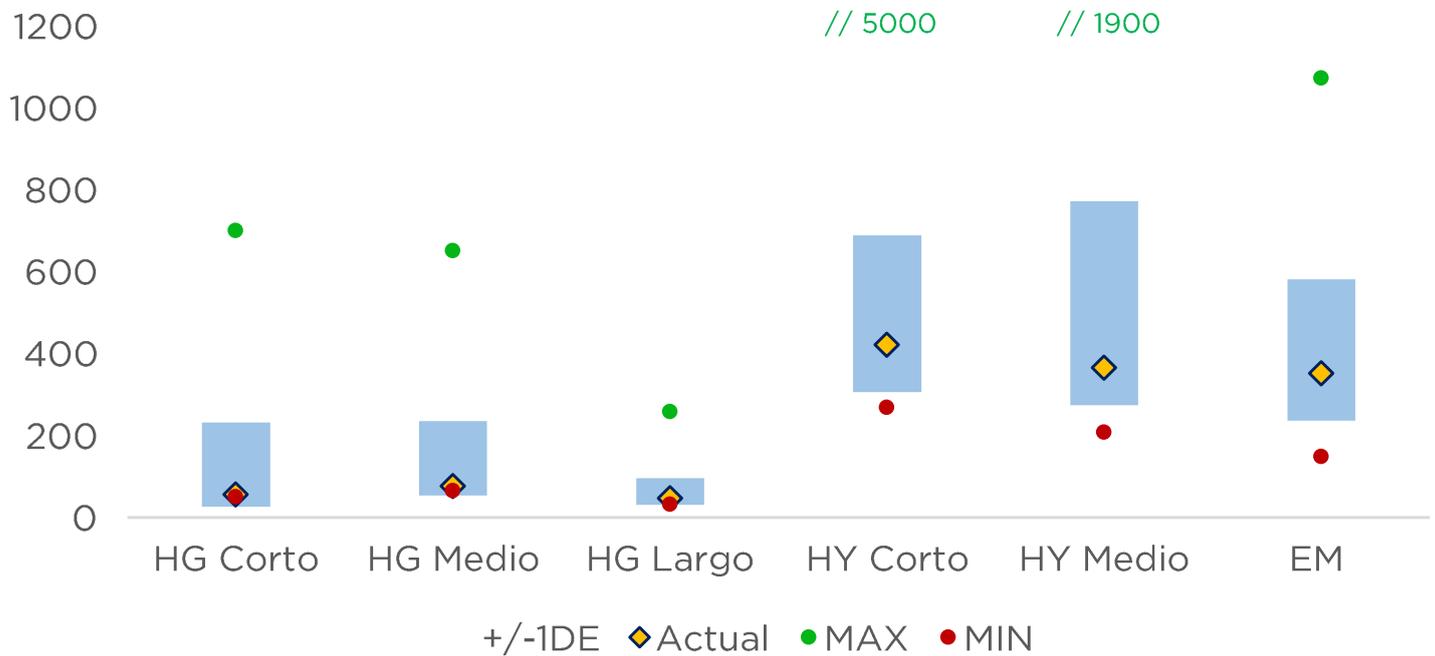
En cuanto a los spreads crediticios, proyectamos una compresión típica de los comienzos de ciclo, aunque mucho más limitada que lo que indicaría la historia porque ya parten de un nivel bastante ajustado. Los spreads están por debajo del promedio de los últimos 20 años, destacándose los de *High Grade*, que están cerca de su mínimo histórico. Por su parte, el crédito *High Yield* y *EM* están algo menos ajustados y, por lo tanto, vemos un poco más de espacio para comprimir el año que viene (-35 pbs vs. -20 pbs en *High Grade*), en case de que se materialice nuestro escenario base.

Los osos están en la cueva

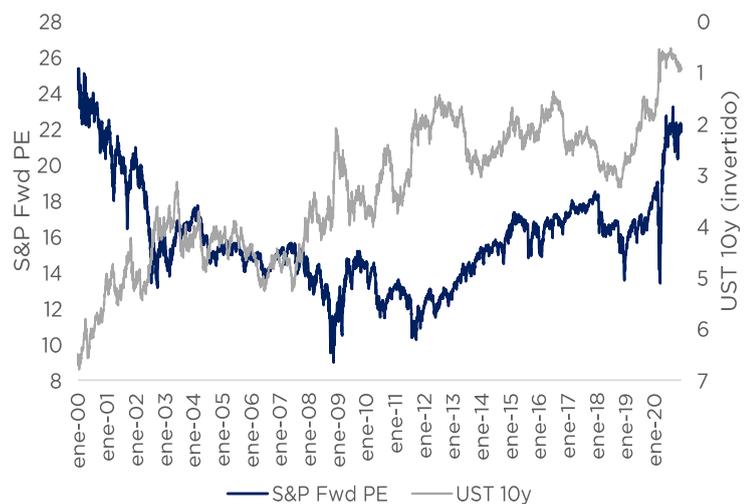
Los spreads crediticios terminan el año en niveles bastante bajos

Spreads Crediticios

En pbs; Datos diarios desde ene-00 a la actualidad



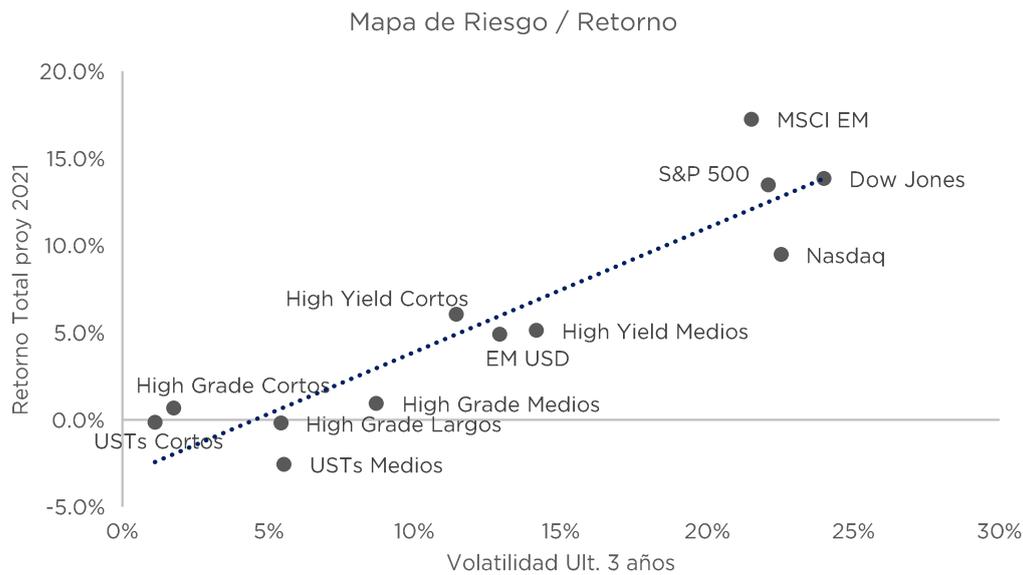
En cuanto a las acciones, el crecimiento de las ganancias (+40% vs. este año; +30% para el consenso) más que compensará una reducción en los múltiplos (producto de las mayores tasas).



Los osos están en la cueva

En resumen, proyectamos que los retornos de renta variable serán bastante superiores a los de renta fija (+13,5% vs +1,8% en 2021) y es por eso que profundizamos nuestra recomendación de aumentar exposición a acciones, que publicamos en nuestro último informe global (ver [acá](#)).

El mejor partido para los activos libre de riesgo



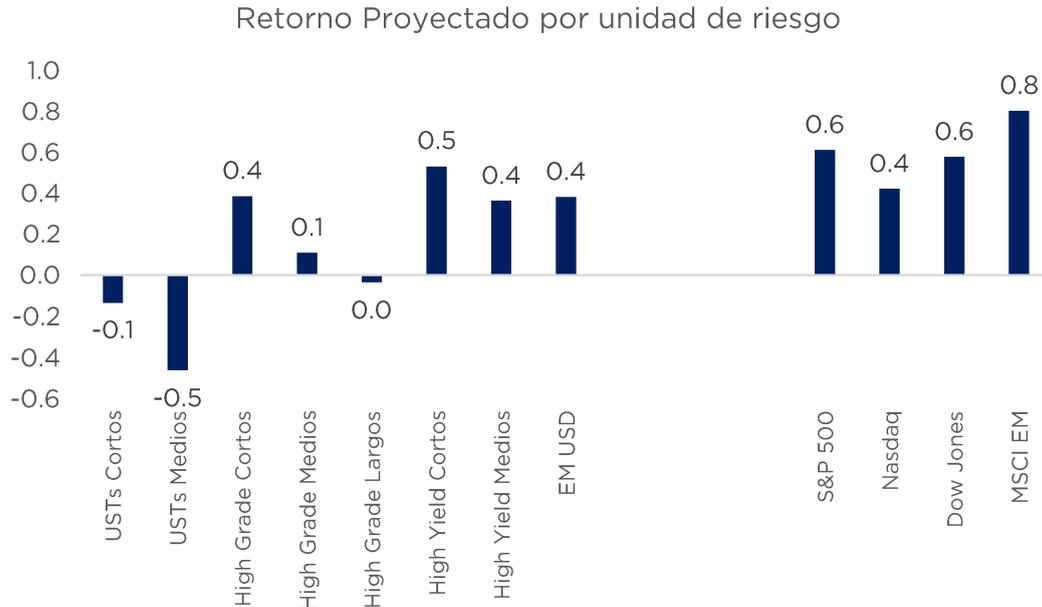
Detalle de las proyecciones de retorno para 2021

ETF	Activo	Valores Actuales			Proyecciones			Retornos			
		Spread (pbs)	YTM (%)	Mod Dur	Var. Tasa	Target Spread	Var. Spread	Duración	Crédito	Carry	Total
SHY	UST 1-3 años	2	0.1	1.9	+ 0.2 pp	0	- 2 pbs	-0.3%	0.0%	0.1%	-0.2%
IEF	UST 7-10 años	0	0.8	7.8	+ 0.4 pp	0	+ 0 pbs	-3.3%	0.0%	0.8%	-2.6%
JPST	High Grade Corto Plazo	55	0.6	1.2	+ 0.1 pp	40	- 15 pbs	-0.1%	0.2%	0.6%	0.7%
SPIB	High Grade Med. Plazo	102	1.4	4.5	+ 0.3 pp	80	- 22 pbs	-1.4%	1.0%	1.4%	0.9%
AGG	High Grade Largo Plazo	97	1.7	6.8	+ 0.4 pp	80	- 17 pbs	-2.9%	1.1%	1.7%	-0.2%
SJNK	High Yield Corto Plazo	552	5.6	1.8	+ 0.2 pp	515	- 37 pbs	-0.3%	0.7%	5.6%	6.0%
JNK	High Yield Mediano Plazo	450	4.7	3.0	+ 0.2 pp	415	- 35 pbs	-0.7%	1.1%	4.7%	5.1%
EMB	EM	348	4.6	8.6	+ 0.2 pp	320	- 28 pbs	-2.0%	2.4%	4.6%	4.9%

ETF	Activo	Valores Actuales			Proyecciones				Retorno Total
		Ratio Precio/Ganancias	Precio	Ganancias p/ acción	Ratio Precio/Ganancias	Var. Ratio P/G	Ganancias p/ acción	Crec. Ganancias	
SPY	S&P 500	28.5x	364.7	128.0	23.0x	-19%	180.0	41%	13.5%
QQQ	Nasdaq	74.0x	12440.0	167.0	33.0x	-55%	410.0	146%	9.5%
DIA	Dow Jones	25.0x	299.0	1197.0	20.0x	-20%	1700.0	42%	13.8%
EEM	MSCI EM	24.6x	1250.5	50.0	16.0x	-35%	90.0	80%	17.2%

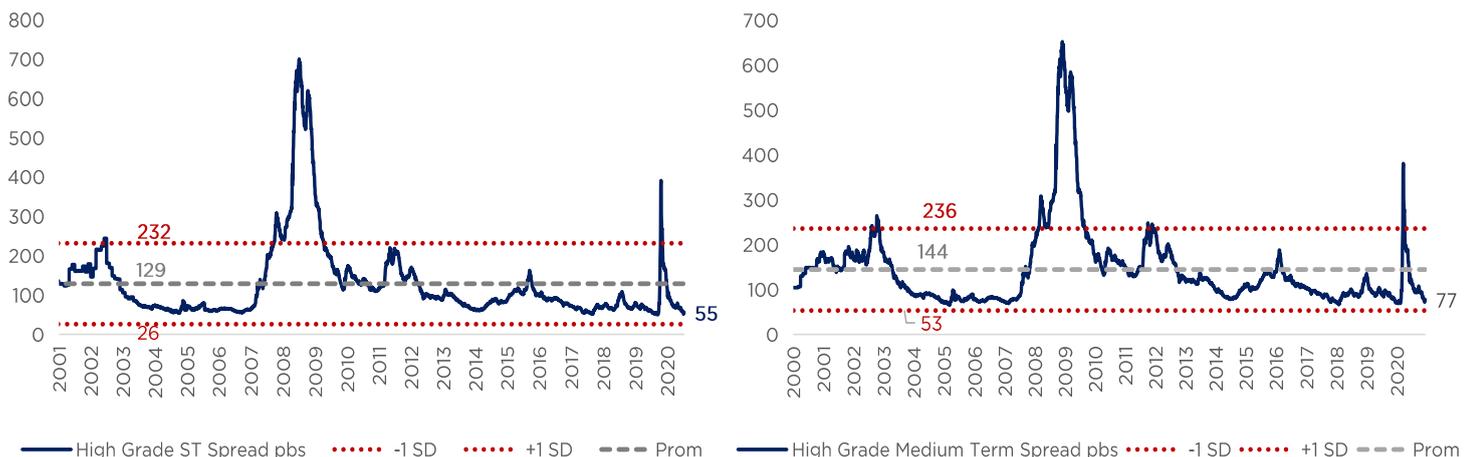
Los osos están en la cueva

Las acciones tienen un mayor retorno proyectado por unidad de riesgo



High Grade

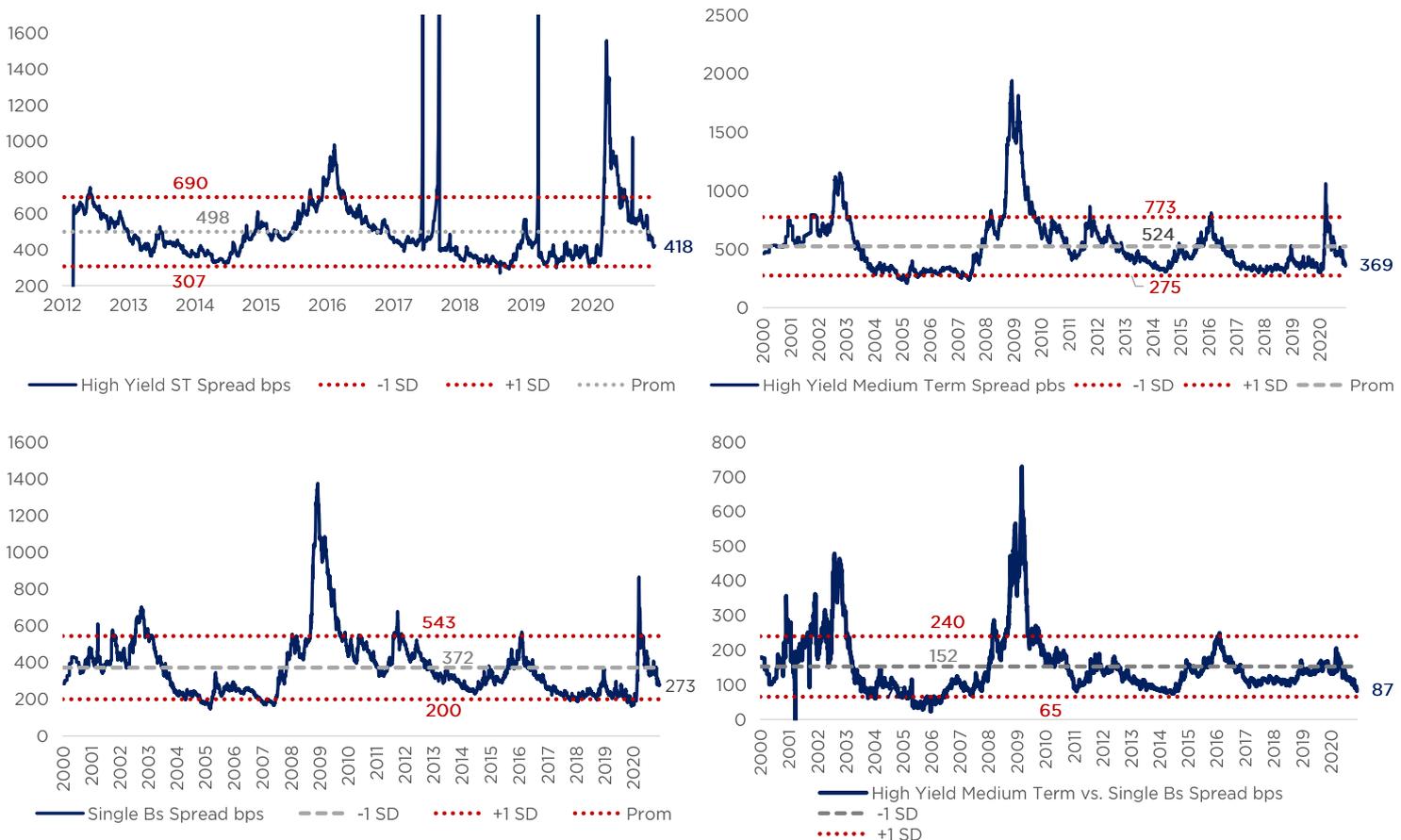
En nuestro escenario base los spreads de investment grade comprimen, en promedio, unos 15 pbs, básicamente como resultado de inversores que “buscan rendimientos” y se pasan de bonos del Tesoro a bonos *High Grade* para obtener una tasa mayor, pero respetando su presupuesto de riesgo. El potencial de compresión sin embargo, no es mayor, porque como mencionamos, ya están demasiado ajustados (gracias al QE). Cuando complementamos con la suba esperada de las tasas libres de riesgo (y la pérdida por duración) y el bajo carry, el retorno de esta clase de activos cae por debajo del 1% (0,9% los cortos, 0,7% los medios y negativo los largos).



Los osos están en la cueva

High Yield

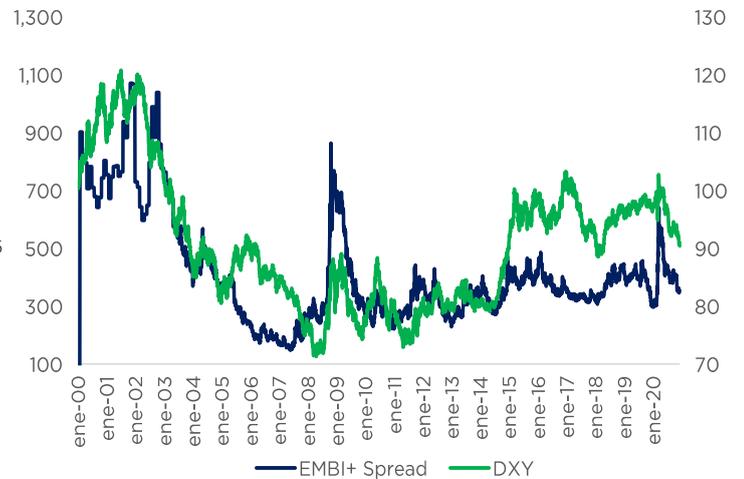
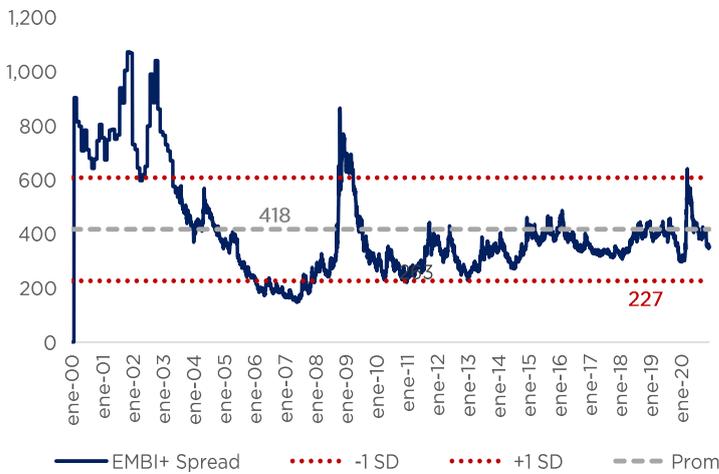
Debido a la vacuna y el estímulo monetario, que continuarán facilitando la recuperación económica, los defaults en los bonos *High Yield* deberían bajar. Con las ganancias de las compañías recuperando (son las mismas compañías que proyectamos ganancias creciendo al 40% para valorar las acciones), y con costos financieros que se mantendrán bajos (por la política monetaria acomodaticia, como mínimo), entonces los ratios de cobertura deberían mejorar. Con spreads que comprimieron menos que los créditos de mayor calidad, vemos potencial de ganancias en el crédito *High Yield*, en especial en aquellos créditos de mayor calidad (“los mejores dentro de los peores”, de calificación “B”). Igualmente, el balance riesgo retorno sigue siendo menos atractivo que el de las acciones.



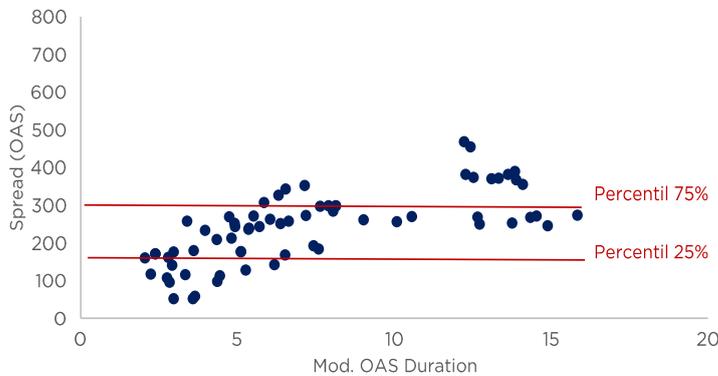
Los osos están en la cueva

Mercados emergentes

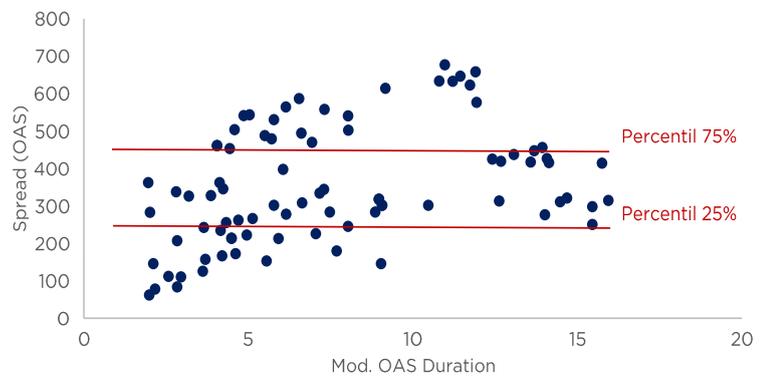
A pesar de la reciente compresión de spread, el crédito emergente sigue luciendo atractivo. Las economías emergentes deberían favorecerse del mayor comercio global una vez que la vacuna empiece a generar el efecto deseado en la recuperación. El mayor precio de las materias primas, producto de un debilitamiento del dólar, que ya comenzó pero que esperamos que continúe, también contribuirá. En esta clase de activos notamos una oportunidad bastante clara en favor de la gestión activa (fondos de inversión en vez de ETFs): vemos cómo la dispersión de spreads en el segmento de calificación BB sigue siendo mucho mayor que a principios de año.



EMBI: Créditos BB
Spread vs. Duration al 1-ene-20



EMBI: Créditos BB
Spread vs. Duration al 15-dic-20



Los osos están en la cueva

Ideas en renta variable

Hemos visto cómo, en nuestro escenario, el retorno ajustado por riesgo que ofrecerán las acciones el año que viene supera claramente al de la renta fija. Sin embargo, también es cierto que el liderazgo que se ha visto en la recuperación post pandemia probablemente cambie de ahora en adelante. A continuación mostramos las principales ideas.

Value vs. Growth

Las acciones *Value* son acciones que parecen operar a un menor precio que lo que dicen sus fundamentos. Desde el año 2006, la performance de este grupo de acciones viene siendo bastante peor que la de sus antagónicas acciones *Growth* (acciones con crecimiento de ganancias mucho mayor al de su mercado). Gran parte de esta culpa la tiene la baja secular en la tasa de interés, que favorece a estas últimas dado que tiene “flujos de caja más lejanos en el tiempo”. Si el escenario que pensamos para el año que viene, con la tasa de 10 años llegando a 1,35% se materializa, deberíamos ver una mejor performance de las acciones *Value*. Y si el caso para entrar en un entorno de mayores presiones inflacionarias se consolida, también.

La derrota secular de las acciones *Value* llega a su fin



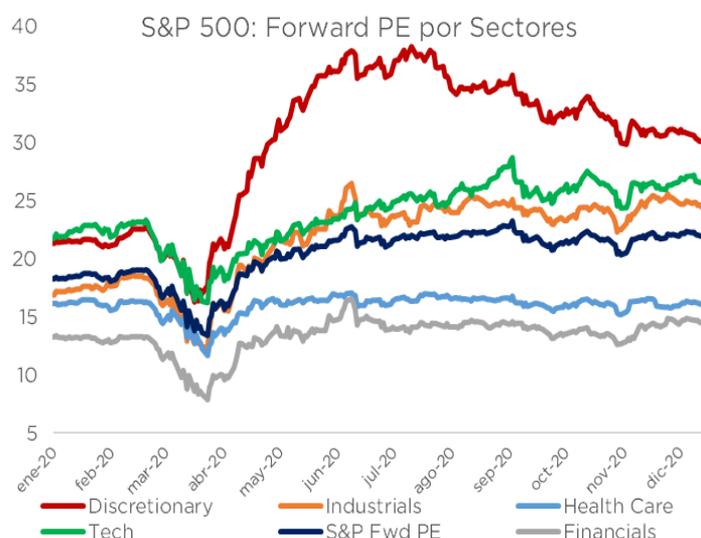
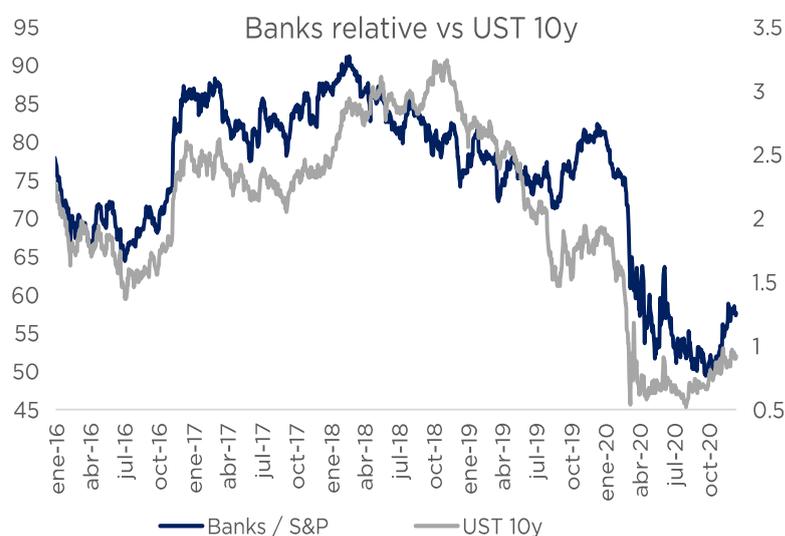
Los osos están en la cueva

Energía, Bancos, Industria y Tecnología

Con la excepción de este último, todos los sectores que mencionamos tienden a ser sectores más *Value*, es decir, con ratios de valuación más atractivos.

El atractivo de los Bancos se vincula con la hipótesis de empinamiento de la curva, dado que favorece a los bancos, que “prestán largo y se endeudan corto”. El atractivo en la industria tiene que ver con una realidad que vemos en los datos macro: la industria se está recuperando mucho más rápido de la pandemia que los servicios. Además, también tienen valuaciones bastante razonables. El sector de energía tiene una performance que parece haber quedado bastante rezagada respecto del precio del petróleo, que incluso debería recuperarse desde estos niveles tras la recuperación de la demanda por la reavivación del comercio.

El sector tecnológico, si bien está mucho más vinculado a las acciones *Growth*, ofrecen una cobertura bastante interesante frente a un escenario negativo. Además, a pesar de sus valuaciones, muchas compañías se vieron beneficiadas de un cambio de paradigma. De todos modos, preferimos evitar las tecnológicas de mega capitalización y enfocarnos en las más chicas.

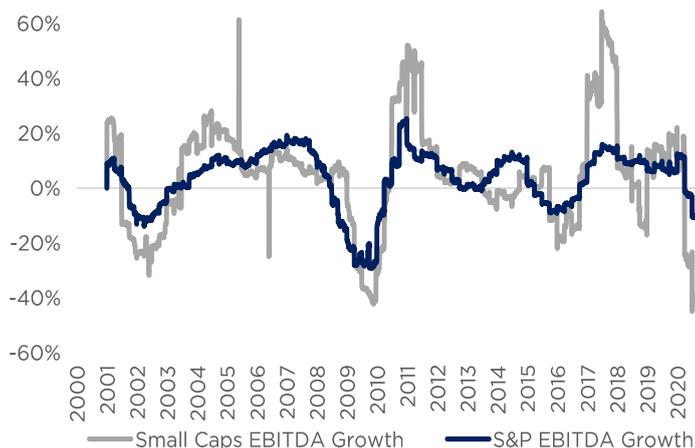
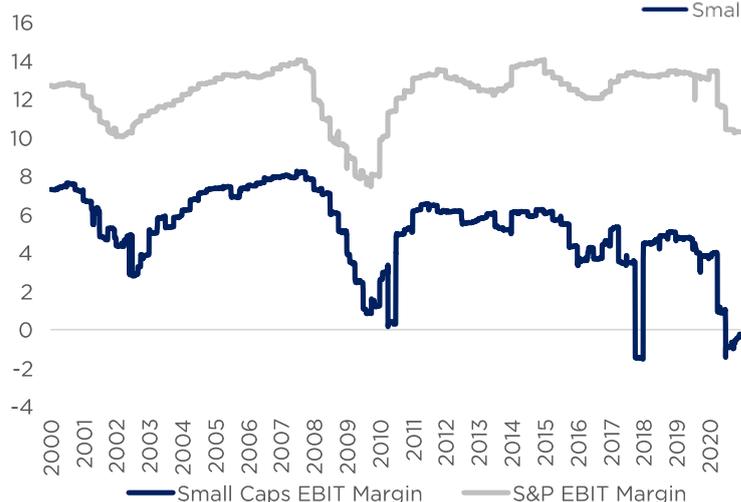
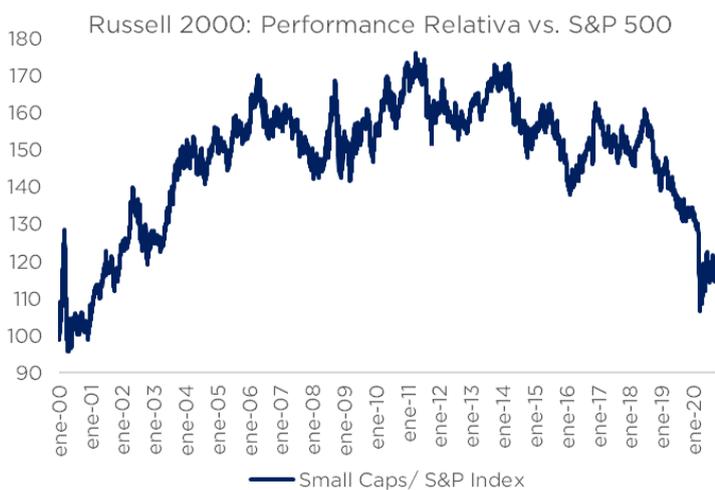


Los osos están en la cueva

Empresas de baja capitalización

Las empresas de baja capitalización (denominadas *Small Caps*) también vienen siendo víctimas de la mejor performance de las más grandes desde el año 2013, aproximadamente. Es otro ejemplo de una tendencia que creemos que se puede romper con la recuperación post pandemia. De hecho, algo de esto ya se estuvo viendo el último mes, aunque todavía tienen mucho camino por recorrer.

El atractivo de las empresas más chicas es que tienen un menor margen operativo, que sugiere que pueden llegar a tener costos fijos más altos (es decir, menores economías de escala). De hecho, es algo que se ve en los datos históricos: durante las recesiones, el EBITDA de las compañías más chicas cae más, pero en las recuperaciones despegan mucho más rápido.



Los osos están en la cueva

Rotación geográfica: EM y Europa mejor posicionadas que EEUU

El mercado de acciones americanas viene teniendo una performance mejor que la de las acciones emergentes desde el año 2011. En parte, esto podría estar relacionado con una caída en los precios de las materias primas, ya que muchas compañías están relacionadas con dicho sector o, en definitiva, su costo financiero depende de las condiciones macro de países exportadores de materias primas. Como dijimos, esperamos que el debilitamiento del dólar mejore los precios de las materias primas y, de esta manera, actúe de catalizador para las acciones emergentes.

En definitiva, nuestra visión optimista para las acciones emergentes se condice con todo lo anterior: refleja la composición de los índices emergentes en sectores que nos gustan (Energía, Bancos) y valuaciones mucho más atractivas. Con Europa pasa algo muy parecido, dado que los índices europeos tienen un mayor peso del sector de Industria (que nos gusta), así como también de los bancos. Y también tienen valuaciones más convenientes.

Ponderación de los sectores en distintos índices

Sectores	MSCI EM	S&P 500	Dif.	MSCI Euro	S&P 500	Dif.
Telecom	11.8	11.1	⇒ 0.7	4.6	11.1	⇒ -6.5
Cons. Discrecional	18.5	11.2	↑ 7.3	17.1	11.2	↑ 5.9
Cons. Masivo	5.9	6.7	⇒ -0.8	8.1	6.7	↑ 1.4
Energía	5.2	2.5	↑ 2.7	4.1	2.5	↑ 1.6
Finanzas	18.3	10.5	↑ 7.8	14.3	10.5	↑ 3.8
Salud	4.5	13.7	↓ -9.2	8.2	13.7	⇒ -5.5
Industria	4.4	8.7	↓ -4.3	14.8	8.7	↑ 6.1
Tecnología	19.8	27.7	↓ -7.9	12.2	27.7	↓ -15.5
Materias Primas	7.5	2.7	↑ 4.8	7.4	2.7	↑ 4.7
Inmobiliario	2.1	2.4	⇒ -0.3	2	2.4	↑ -0.4
Serv. Públicos	2	2.8	⇒ -0.8	7.2	2.8	↑ 4.4

Métricas de valuación* de los distintos índices

Valuación	S&P 500	MSCI EM	MSCI Euro
Precio/Dividendo	0.6	0.5	0.5
Precio/Ganancias	28.5	24.4	70.7
Precio/Cash Flow	15.5	11.9	9.0
Precio/Valor Libro	4.0	2.0	1.8

* Denominador de ratios son últimos 12 meses, no forward.

ATENCIÓN INDIVIDUOS

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

PARTNERS COMERCIALES

María Eugenia Campoy
mecampoy@consultatioinvestments.com
(54 11) 2206-2245

ATENCIÓN MINORISTA

Juan Pablo Petre
jpetre@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2261

Agustina Battaglini
abattaglini@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2281

APERTURA DE CUENTA

apertura@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2255

INSTITUCIONALES

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

ESTRATEGIA

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

Nota de responsabilidad

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 Investments S.A es Agente de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 18 Disposición N° 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula N° 351 Resolución N° 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 47 Disposición N° 3321 de fecha 29-05-2017 , en todos los casos de la CNV. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros.

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.