



# Claves del día

11 de agosto de 2017

**Spreads Argy +10yr vs. LATAM HY/IG respetan anterior techo de 200pb y 350pb**

(fuente: Bloomberg)

---

**1,7% m/m**

(VARIACIÓN IPC NACIONAL EN JULIO)

Mientras que mediciones privadas estimaban un aumento de precios del 2% m/m en julio, el IPC Nacional dio cuenta de un incremento del 1,7% en julio vs. junio, mayor al incremento mensual de junio (+1,2% m/m). La inflación núcleo apuntó una suba de 1,8% mensual, mayor al del registro headline por segundo mes consecutivo y al dato de junio (1,3% m/m). Asimismo, en cuatro de las seis regiones, la inflación núcleo fue mayor a la general. La región pampeana fue la que exhibió una inflación mensual mayor, seguida por la región Patagónica. La inflación de CABA, tanto general como núcleo, igualó a la nacional. Los componentes que registraron variaciones de mayor magnitud fueron recreación y cultura, salud, bebidas alcohólicas y tabaco y restaurantes y hoteles (3,6%, 3,3%, 3,0% y 2,6% respectivamente). La línea prendas de vestir y calzado presentó una disminución mensual del 1,2%.

---

**+0,2% m/m**

(INFLACIÓN ESPERADA EN ESTADOS UNIDOS CORRESPONDIENTE AL

## MES DE JULIO)

Luego de junio, un mes sin cambios en cuanto a precios (0% MoM vs. mayo), en Estados Unidos se difundirá hoy el Índice de Precios al Consumidor correspondiente al mes de julio. El índice que registra la variación en los precios pretende acercarse a valores cercanos a los obtenidos en el mes de abril, esperándose entonces que llegue al 0,2% MoM.

---

De la mano de la superior demanda por activos safe haven, el Yen continúa apreciándose contra principales monedas del mundo mientras que el oro continúa al alza.

Bolsas del mundo se tiñen de rojo. En Asia, el MSCI Asia Pacific (ex Japón, cerrado por feriado) retrocedió -0,5% y el Nikkei -0,05%. En Europa, el STOXX cae -0,8%, el DAX -0,3% y el FTSE -1,2%. En EE.UU., futuros del S&P, Dow Jones y Nasdaq operan en terreno negativo.

El crudo WTI baja 0,4%, al igual que principales commodities energéticos. El Dr. Copper opera a la baja, disminuyendo 0,4%.

---

### **Política y mercados: Frotando la lámpara**

Se aproxima el primer tiempo del partido electoral del 2017. El próximo domingo se juega la primera mitad en las PASO y las mismas han tenido un gran impacto en los activos financieros dada la temida injerencia de la ex Presidenta. Ya hemos publicado distintos escenarios en función de posibles resultados. Pero el problema es que nadie arriesga cuales podrían ser los resultados. Los encuestadores están "desaparecidos" y las versiones de los diferentes "bandos" también constituyen una brecha. Entendemos que la variable que complica las encuestas y proyecciones es la tasa de participación del electorado. En las PASO del 2015 fue del 74,3% versus el 80,5% de las generales del mismo año. En el año 2013 las PASO captaron la atención de un 77,7% del electorado, mientras que en las generales alcanzó al 80,5%. Este dato es sumamente relevante porque la experiencia indica que los electores que no encuentran obligación en votar se vuelcan mayormente a opciones no kirchneristas. O al menos eso pasó en el pasado. Es por ello que desde Cambiemos destacan la importancia de participar y ven

con optimismo el resultado electoral en la Provincia de Buenos Aires si participa al menos un 75% de los votantes. Una cifra de 77/78% podría incluso implicar un triunfo "amarillo". La disminución en la diferencia que CFK detenta según algunos encuestadores encontraría explicación en un mayor interés del electorado en participar. El domingo veremos si Cambiemos logró cautivar a los electores y movilizarlos en una elección primaria. Algunos sondeos optimistas en este sentido incluso se animan a proyectar a un Cambiemos arriba por algún puntito.

Como en todas las elecciones, hemos realizado nuestra simulación subjetiva y manipulación de datos electorales pasados para tratar de inferir numéricamente un potencial resultado. Volvemos a aclarar que no se trata de una encuesta, sino de un análisis histórico de datos, de supremacía política territorial y traspaso de votos entre candidatos. El resultado final terminaría arrojando una potencial tasa de participación del 75%, lo cual no es muy "bullish" para Cambiemos. Suponemos que Randazzo "robaría" un 10% del voto histórico del FPV y un 5% del de Massa. Ello le permitiría alcanzar un 5%/6% del voto positivo total, provocándole un recorte a CFK que la dejaría en torno al 34%. Massa lograría un cifra del 20% y Cambiemos se arrimaría al 32%. No suponemos un gran "robo" de votos de la izquierda a CFK. Si ello sucede, entonces el escenario sería más parejo aún. Si además la participación es mayor, entonces Cambiemos podría adelantarse a CFK.

El mercado no estaría "priceando" este escenario, sino que está operando con cierto temor a una amplia victoria de CFK. Ese escenario pareciera ser el de hace un mes atrás, ya que los números habrían cambiado en las últimas dos semanas y el tablero estaría más parejo. En este marco hay que tomar una decisión de inversión de cara al próximo lunes. Nuestro análisis nos lleva a pensar en aprovechar los movimientos bajistas pasados para aumentar un poco el riesgo. La magnitud de este incremento dependerá de la propensión al riesgo de cada uno y la conformación actual de la cartera. El downside es importante si las cosas salen mal, por lo tanto el riesgo solo es propicio para portafolios que se adecuen al mismo. Ampliaremos hoy en Informe Semanal de Mercados y Economía.

## **Panorama Global: “Hay que pasar el invierno”**

Mientras en el ámbito local todas las miradas pasan por definir estrategias de cara a las elecciones del domingo, el S&P supo ensayar en la jornada de ayer su mayor pausa desde el mes de mayo, acelerando las caídas tras nuevas declaraciones explosivas de Donald Trump contra Corea del Norte. Con un índice VIX que ha sabido trepar más de un 50% en las últimas tres ruedas, el apetito por activos de riesgo empieza a sufrir las consecuencias, con un sell-off de activos EM que llegó a golpear a todos los mercados de la región.

En este contexto, los activos safe haven fueron la figurita más buscada de la jornada, con Treasuries a 10 años perforando la tasa nominal de 2,2%, aunque el empinamiento de la curva se suavizó durante la segunda mitad de la rueda, cuando los resultados de la licitación de Treasuries a 30 años marcaran niveles record. De igual manera, el oro se aproxima a testear un triple techo mientras se apreciaron el Yen, el Euro y la Libra.

Como mencionamos a lo largo de la semana, la temporada de verano en la zona boreal trajo consigo una caída en el volumen de las negociaciones, sumado a un fuerte desaceleramiento en el armado de posiciones en futuros, según informa CFTC. Esta combinación no hace más que aumentar la volatilidad. Creemos que la elevada demanda de bonos a 30 años en un contexto de fly to quality demuestra que, de fondo, la confianza en la economía americana continúa siendo fuerte, pero de momento, el miedo a una escalada de las hostilidades entre EEUU y Corea del Norte domina los mercados. Tal vez la característica más preocupante sea lo impredecible que resultan los dos principales actores, Donald Trump y Kim Jong-un. Como los mercados suelen escaparle a la incertidumbre, esperamos que la volatilidad de corto plazo se mantenga, sobre todo en la medida en que Corea del Norte avance sobre su plan de bombardear zonas cercanas a la Isla de Guam. Por el momento, creemos que es mejor mantener cierta cobertura a la volatilidad global, sin perder de vista la tendencia alcista que se mantiene de fondo.

## **Riesgo cambiario y cobertura**

La búsqueda de atenuar el riesgo cambiario que implican las elecciones PASO ha elevado los costos de cobertura. Es así que, respecto de mediados de junio, pre candidatura de CFK, tasas implícitas aumentaron a lo largo de toda la curva ROFEX. Asimismo, se observa un aplanamiento de la curva ROFEX, comportamiento que se encuentra en línea con los movimientos de la curva Lebac. Tasas forward implícitas también dan cuenta de un incremento vs. junio. Creemos que los niveles de tasa negociados actualmente en ROFEX descuentan un riesgo político considerable en conjunto con altos niveles de volatilidad del tipo de cambio. Es así que, de posicionarse en un contrato futuro largo, hacia fines de 2017-principios de 2018, se estaría asumiendo cierto riesgo de tasa (derivado de una posición más defensiva); en caso de que los resultados electorales sean favorables al oficialismo, podría esperarse que los costos de cobertura disminuyan de la mano de una superior estabilidad política, un mercado cambiario más calmo y perspectivas favorables para las tasas en AR\$.

## **PBR**

Petrobrás publicó balances correspondientes al 2Q17. Si bien la compañía reportó un resultado neto de US\$ 88 MM (o R\$ 316 MM), inferior al registrado en trimestres pasados (por US\$ 1.531 MM al 1Q17 y US\$ 257 al 2Q16) así como por debajo de consensos de analistas (ubicados en R\$ 2.500 MM promedio), la generación de flujos de fondos libres continuó siendo positiva alcanzando US\$ 2.907 MM (excluyendo flujos de ingresos por desinversiones), lo cual representa 14% de las ventas. A pesar de un nivel de CAPEX muy estable en torno a US\$ 3.200 MM, ello se encuentra por debajo de trimestres anteriores observando un margen de flujo de fondos libres de casi 19% de los ingresos en promedio, durante los 4 trimestres anteriores. La generación de flujos de fondos libres al 1Q17 alcanzó US\$ 4.250 MM, y al 2Q16, US\$ 3.120 MM. Dicho deterioro resultó de una caída en la rentabilidad operativa, al observarse un descenso en el margen EBITDA ajustado desde 37% hacia 29%, como consecuencia de inferiores márgenes operativos, así como menores volúmenes de exportación. No obstante ello, destacamos que un margen de 29% se encuentra en línea al promedio de 2016 ubicado en

31%. Los ingresos también fueron levemente inferiores al 1Q17, alcanzando  
US\$ 20.823 MM.

Asimismo, obligaciones impositivas constituyeron un costo importante para la compañía, impactando sobre la caída mencionada en resultado neto. La tasa efectiva de impuestos alcanzó más de 60%, en comparación a 32,5% al 1Q17, debido a la adhesión a un Programa Especial de Regularización Tributaria que generó costos por US\$ 1.913 MM y que supondría pagos por casi US\$ 1.000 MM a partir de enero 2018, en 145 cuotas mensuales (de US\$ 6,3 MM, luego del pago ya realizado por US\$ 400 MM en agosto 2017). Así, creemos que el resultado neto captura ciertos resultados extraordinarios y que no impondrían exigencias significativas en flujos de fondos, a futuro. En lo operativo, se nota un deterioro respecto al 1Q17, pero que constituyó uno de los mejores trimestres desde la caída del petróleo en 2014. Es en la comparación interanual que notamos un mejoramiento. Contemplamos probable que el mercado no se muestre totalmente conforme al resultado publicado, pero tampoco creemos que merezca una opinión muy negativa; lo que nos interesa es que la generación de flujos sigue siendo positiva, y el nivel de apalancamiento de la compañía gradualmente desciende.

El papel se enfrenta un nivel de resistencia de US\$ 8,9/ADR que le podría ser difícil quebrar en el corto plazo, considerando asimismo el inferior momentum de papeles comparables como XOP (ETF de E&P en EE.UU.); sin embargo, se encuentra rezagado vs. EWZ al no haber cerrado el gap post-conflicto-Temer, lo cual sí hicieron otros sectores como bancos o consumo. PBR cotiza a un nivel de EV a FFO de 5,4x, que todavía se encuentra por debajo de otras compañías similares de países emergentes.