Cohen™

Claves del día

18 de agosto del 2017

Deterioro de momentum del S&P 500

(fuente: Bloomberg)

EUR:US$ 1,1675

(PRÓXIMO SOPORTE DEL EURO)

En las minutas de la reunión de política monetaria de julio publicadas el día de ayer, el Banco Central europeo ha dejado entrever que existe un límite de tolerancia a la apreciación del EUR. Es así que el fortalecimiento del EUR, impulsado por la buena salud de la economía del viejo continente, tuvo un freno en el día de ayer, operándose alrededor de los EUR:US$ 1,1727 sobre la tarde. De continuar la depreciación, el próximo soporte que podría enfrentar la moneda se encuentra en EUR:US$ 1,1675.

---

94 ptos.

(NIVEL DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR CORRESPONDIENTE AL MES DE AGOSTO EN ESTADOS UNIDOS)

En el día de hoy esperamos el índice de confianza del consumidor americano por parte de la Universidad de Michigan correspondiente al mes de agosto. Luego de ascender a 98,5 puntos en enero, cifra máxima histórica luego de los 103,8 puntos en enero del 2004, el índice que manifiesta el sentimiento de los consumidores cayó 5,1 puntos en el año; sin embargo, en agosto se

espera que repunte 0,6% MoM alcanzando 94 puntos.

Se acentúa el modo risk-off. En este contexto, el yen gana terreno frente a principales monedas del mundo y el oro sube un 0,7%.

Bolsas del mundo se tiñen de rojo. En Asia el Nikkei 225 cierra 1,2% abajo y el Topix 1,1% abajo. En Europa, el EuroStoxx 50 cae 0,9% mientras que el DAX retrocede 0,5%.Futuros del S&P y Dow Jones a la baja.

Commodities energéticos mayormente al alza, con el crudo WTI 0,1% arriba, negociándose a US$/bbl 47,19. Metales industriales también en suba, con el Dr. Copper 0,1% arriba

---

Panorama global: a no precipitarse…

La incertidumbre de políticas de gobierno en EE.UU. nuevamente opacó lo que creemos que constituye, en general, un buen dinamismo en fundamentos duros de la economía. La producción industrial de julio registró un crecimiento mensual de 0,2% m/m (desestacionalizado). Si bien se encuentra por debajo del promedio del 1H17, refuerza la recuperación cíclica que ha marcado este segmento de la economía y es confirmado por otros datos “soft” también publicados. El índice de manufacturas de la Reserva Federal de Philadelphia incluso señala expectativas de un superior ritmo de crecimiento de actividad hacia 2H17, a pesar de su reciente desaceleración. De la misma manera, el índice LEI del Conference Board marca que dichas expectativas de aceleramiento se han vuelto más amplias en términos de los registros económicos involucrados, desde órdenes de compra de bienes de consumo y de capital, hasta estadísticas de empleo. Estos datos se suman a la buena publicación de ventas minoristas a inicios de esta semana y posibilitaron una revisión alcista del Nowcast de PBI de la Reserva Federal de Atlanta para el 3Q17 (GDP Now), esperándose un crecimiento del PBI del 3,8% anualizado, en comparación a 3,5%, a inicios de mes.

Sin embargo, el accionar de Trump durante los últimos días, con el quiebre de los consejos de manufacturas y empleo, junto con el foro de estrategia y política, significó un superior distanciamiento de la Administración Ejecutiva

respecto del empresariado norteamericano, incluyendo Cook, Dimon, entre otros. El mercado interpretó estos vaivenes como una nueva confirmación de que el factor de política gubernamental no será en el corto plazo un driver de crecimiento, sea por medio de proyectos de infraestructura o de reforma fiscal; la gobernabilidad de Trump se entiende más deteriorada ahora respecto a inicios de año, luego de varios intentos fallidos en Congreso. El índice de incertidumbre política (*news-based*) de EE.UU. en términos relativos al índice global alcanzó el registro más elevado desde 2014.

Por su parte, se publicaron algunos resultados con sorpresas negativas, pero fueron principalmente de compañías de retail ex-online, que creemos que responden a factores competitivos más que a factores macro.

Así, el S&P 500 marcó un mínimo inferior al observado la semana pasada, perforando su MM50d (ver “El Gráfico”). Ello se dio en conjunto con otras señales bajistas como una caída relativa de small-caps norteamericanos (Russell 2000) vs. large caps (Russell 1000). No creemos adecuado precipitarse a estos movimientos, en un contexto de favorables fundamentos económicos. Sí notamos cierto agotamiento en momentum, en un mercado algo más receptivo a flujos de información negativos respecto de flujos positivos (por ejemplo, lo vimos en la respuesta de sorpresas positivas/negativas de esta temporada de ganancias); pero, por ahora, no se puede concluir que ello peligre tendencia. Por un lado, notamos que el S&P 500 equal weighted (RSP) todavía no confirmó un quiebre de su soporte ubicado en US$ 91,7, que sería coincidente con el soporte del S&P 500 en 2.400 puntos (por debajo de los niveles actuales, a diferencia del RSP, debido a la sobreperformance de compañías de superior capitalización dentro del índice – en particular, tecnológicas). Por otro lado, otros activos de riesgo de referencia como el EEM (ETF de activos emergentes), EMB (ETF de bonos emergentes) o HYG (ETF de bonos high yield) mantuvieron sus canales de tendencia y no perforaron su anterior mínimo de la semana pasada. Notamos un leve repunte en la volatilidad condicional de monedas desarrolladas pero que, por ahora, no se ha trasladado a la volatilidad de monedas emergentes de manera significativa, ubicándose ésta última en

valores mínimos del año. Sí se nota una elevación en la volatilidad condicional de aquéllas monedas con lazos comerciales más fuertes con EE.UU. en términos relativos a aquéllas más relacionadas con China.

Panorama local: De la soja al carry trade

Desde mediados de julio pasado, la soja ha retrocedido alrededor de un -10% de su precio, acentuando la caída el pasado 10 de agosto cuando el USDA (Departamento de Agricultura de EE.UU.) dio a conocer su informe mensual WASDE. En dicho informe se publicó de un aumento en las proyecciones de los rindes de soja, superior a las esperadas por el mercado haciendo que el precio cayera de 195 US$ cada 1000 bushels a 187 (una caída del 4,2%). Sin embargo, tras afianzar su piso alrededor de 187 US$ se conocieron los datos de las importaciones de soja del mes de julio de China, un aumento récord siendo un tercio superior al mes de junio. Este aumento de la demanda, sumado a que la zona de cultivo en EE.UU. recibió escasas lluvias en los últimos 10 días, hace creer que el precio tiene recorrido al alza. Siendo la soja el principal producto que exporta Argentina, un aumento de su precio implica un flujo mayor de entrada de dólares al país.

Por su parte, la inflación esperada para los próximos 12 meses se encuentra alrededor de 17%, mientras que la tasa de lebac más larga se posiciona en 25,8% TNA (270 días aprox). Esto da una tasa de interés real en pesos de entre 8 y 9% para el mismo plazo que la lebac mencionada, valor máximo desde diciembre 2015. Cabe mencionar que una mayor tasa de interés real genera una apreciación en la moneda.

Sumando ambas partes con la victoria de Cambiemos en las elecciones del pasado domingo y una tendencia global de debilitamiento del dólar parecieran ser fundamentos suficientes para creer que la suba del dólar de las últimas dos jornadas, en relación al peso, generaría una mejor oportunidad de entrada para volver al carry trade. Creemos que el dólar debería retroceder de los valores actuales, lo que propicia un punto de entrada más favorable para volver a hacer tasa en AR$.

Macro local y Renta Fija: Más reglas, menos discreción

El ministro de Hacienda Nicolás Dujovne y los ministros de economía provinciales acordaron ayer el envío al congreso de un proyecto de “Ley de Responsabilidad Fiscal”. Se trata de la continuación de un camino hacia un mayor ordenamiento fiscal que había comenzado a fines de marzo del corriente año con la firma un acuerdo con las provincias. El proyecto se fijará alrededor de 5 pautas principales: i) Que todas las provincias mantengan el gasto corriente constante en términos reales y, aquellas deficitarias o que enfrenten servicios de deuda mayores al 15% de los recursos corrientes, mantengan el gasto primario total constante en términos reales. ii) La creación de Fondos Anticíclicos Fiscales, constituidos con recursos excedentes en años de superávit, a ser usados en situaciones excepcionales. iii) Pautas concretas que restrinjan el aumento del gasto al fin de mandato de cada gobernador (últimos seis meses). iv) El compromiso a disminuir los impuestos distorsivos y la presión impositiva, en particular al trabajo y las actividades productivas. v) Control del crecimiento del empleo público, estableciendo que el empleo en planta no se incremente en mayor proporción que la población.

La creación de esta ley, además de ser un paso hacia una superior solvencia fiscal y provincial se encuentra en línea con una serie de políticas tendientes a disminuir el grado de discrecionalidad y aportar previsibilidad macroeconómica. Se trata de una buena noticia para los bonos subsoberanos, que ya ofrecían mejores perspectivas debido al resultado favorable al oficialismo no solo a nivel nacional sino en varias provincias con emisiones en mercados públicos. Dado que los bonos subsoberanos en US$ constituyen el segundo escalón en términos de repricing y en un contexto en el que rendimientos exigidos a la curva soberana en US$ se encuentran a la baja, todo indicaría que hay motivos para una compresión de yields de los mismos. Luego de una suba generalizada de spreads vs. soberanos comparables pre-PASO, los instrumentos de deuda provinciales con mayor liquidez ya se han subido a dicha tendencia. El PBA27, que tiene una duration de 6,5 años, actualmente rinde 7,08%, 50pb por debajo del rendimiento del viernes previo a las PASO. El spread del PBA27 vs. AA26 se

ubica en 100pb, habiendo alcanzado un valor de 130pb al fin de la semana pasada. Creemos que el resto de los bonos subsoberanos, en particular de aquellas provincias que hayan mostrado un viraje electoral en favor de "Cambiemos", podrían comenzar a presentar una mejor performance, considerando en cada caso la situación particular de cada provincia en términos de deuda, cuentas fiscales y actividad. Ampliaremos en Informe Semanal de Mercados y Economía del día de hoy.

Renta Variable: A contramano del mundo… por ahora

En una jornada en la que el S&P supo marcar una importante corrección, el mercado de equity local operó de manera mixta, abriendo grandes interrogantes de cara a la rueda del viernes. Si bien el Merval cortó con la tendencia al alza luego de cinco subas al hilo, durante el día de ayer, el apetito por activos de riesgo a nivel local se mantuvo, sobre todo en papeles que no poseen ADR. Una nueva escapada del dólar no hizo más que beneficiar algunas de estas subas. Los sectores de utilities (con la particular excepción de PAM) y construcción siguen siendo los que mejor performance mostraron, mientras que el sector financiero pudo resistir de manera aceptable, sobre todo en el caso de GGAL, cuyo elevado nivel de apalancamiento suele volverlo más sensible a fluctuaciones de precios.

De esta manera, todos nos preguntamos cómo proceder en un contexto internacional que plantea ensayar una posible corrección, al mismo tiempo que papeles locales muestran buena resistencia y se preparan a testear zonas técnicas importantes. La escapada del dólar también preocupa, aunque en este caso cuesta encontrar argumentos a favor de que la misma se mantenga. Si bien nunca es bueno dejarse llevar por tendencias matutinas, los 30 minutos de ventaja que nos da la apertura del mercado americano será importante para empezar a decidir entre estrategias. Con el EEM (ETF de activos emergentes) y el ARGT (ETF de activos argentinos) retrocediendo fuertemente en la jornada de ayer, cuesta creer que el equity local pueda resistir una corrección mayor del S&P, por lo que recomendamos establecer un stop-loss en el caso de las posiciones tomadas y tener en cuenta que los papeles con ADR suelen ser más sensibles en estas

circunstancias. De revertir su tendencia el S&P, seguimos pensando que Argentina es un trade para mantener en cartera. No perder de vista oportunidades de compra en caso de que se confirme este último escenario.