



Claves del día

14 de noviembre del 2017

Monedas EM se sostienen en rango a la par de una elevación en precios de commodities

(fuente: Bloomberg)

6,2% a/a

(VARIACIÓN DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL CHINA)

La producción industrial China mostró un crecimiento de 6,2% interanual, levemente por debajo del 6,3% estimado por analistas y desacelerándose respecto del dato de septiembre (+6,6% i.a.).

1,9% m/m

(IPC NACIONAL DE SEPTIEMBRE)

En el día de hoy el Indec publicará el resultado del índice de precios al consumidor correspondiente al mes de octubre. Se espera un leve descenso del registro de inflación mensual.

Asia se tiñe de rojo de la mano de los datos de China, el Topix cierra 0,3% abajo, el MSCI Asia Pacific cede 0,7% y el Nikkei permanece sin cambios. Mercados europeos operan mixtos: el EuroStoxx baja 0,2% mientras que el DAX sube 0,1%.

Al igual que principales commodities energéticos, el crudo WTI retrocede 0,4% y se negocia a US\$/bbl 56,6. Metales industriales también en terreno negativo, con el Dr. Copper disminuyendo 0,4%.

Futuros del S&P y Dow Jones a la baja. El US\$ se debilita frente al EUR y la tasa del bono norteamericano a 10 años se ubica en 2,39%

Panorama global: alguna señal de recupero, pero falta

El previo negativo momentum en ciertas clases de activos de riesgo cedió levemente en el arranque de esta semana, pero todavía es temprano para confirmar una reversión del mismo. El EMB (ETF de bonos emergentes), el cual marcó un corte bajista de su MM200d la semana pasada, demostró un mejoramiento en su índice RSI buscando recuperar parte de la corrección de noviembre. Ello estuvo acompañado por un leve fortalecimiento en monedas EM (en base a un composite conformado por BRL, KRW, PEN, COP, INR, MXN y RUB; ver “El Gráfico”), exhibiendo asimismo niveles de volatilidad descendente, luego de su anterior repunte. Creemos que la buena performance macro y el consecuente sostenimiento de commodities estarían detrás de la resiliencia de monedas EM, permitiendo mantenerse dentro del canal de negociación histórico y sin cortes técnicos significativos.

Aun así, todavía existen algunos cabos sueltos a monitorear. Los diferenciales de yields de treasuries norteamericanos vs. principales países desarrollados (incluyendo Alemania o Japón) marcaron una elevación significativa en tramos cortos, manteniéndose en su rango histórico para plazos de 10/30 años. Ello todavía no se ha trasladado en su totalidad a mercados de monedas habiendo marcado el EUR y JPY pisos de US\$:EUR 1,16 y JPY:US\$ 114. Por ahora, tendemos a priorizar las señales del mercado de monedas, que todavía dan cuenta de un crecimiento sincronizado en el mundo, pero tener en mente que un diferencial de tasas de esta envergadura causó la crisis y recesión de 2014/2016.

Creemos que estos movimientos responden a la “preparación” del mercado respecto de las perspectivas de tasas e inflación de EE.UU.; en este sentido,

la reciente pausa de mercado es saludable y no debería alterar nuestro view estructural, que favorece posiciones en activos EM. Sin embargo, entendemos que las presiones bajistas se han elevado en este período de “re-pricing” hacia finales de año, generando mayores vaivenes cortoplacistas que otorgan oportunidades de trading a la par de posiciones estructurales de largo plazo (ver EMB, EWZ).

Renta Fija en AR\$: Lebac

En el día de hoy se llevará a cabo la licitación primaria de Lebac. El Banco Central enfrenta vencimientos por AR\$ 364.780 MM, lo que representa un 39,7% del stock total de Lebac y 40% de la base monetaria. Al cierre de la jornada, tasas en el mercado secundario se elevaron levemente respecto de la semana anterior, ofreciéndose una TNA de 28,7% para los vencimientos más próximos y 29,5% para el tramo largo. Sin embargo, cabe destacar que a pesar de suba, la trayectoria esperada continua siendo descendente desde enero. Dado que la semana pasada el BCRA incrementó nuevamente la tasa de referencia (el centro del corredor de pases en AR\$ a 7 días) hacia 28,75%, sería lógico esperar un incremento en las tasas de corte de Lebac respecto de la licitación primaria de octubre. Creemos que las Lebac continúan siendo el instrumento en AR\$ con mayor atractivo, en particular nos gusta el tramo corto de la curva.

Renta fija en US\$:

En las últimas jornadas se observa una elevación generalizada de rendimientos exigidos a bonos soberanos en US\$. Esta suba acumula entre 30-60pbs para bonos de duration corta-media y hasta 40pbs para aquellos de superior duration. Respecto de la semana pasada se observa una continuación de la ampliación de spreads vs. LATAM, particularmente en el tramo corto. El spread del tramo más corto de la curva vs. LATAM se elevó entre 10-25pbs respecto de países BB y BBB ubicándose en 100pbs y 180pbs respectivamente. Por su parte, el tramo largo de la curva en US\$ registró una suba de spread respecto a LATAM del orden de 10pbs tanto vs. BB como BBB. Estos movimientos se encuentran en línea con lo observado en principales mercados de activos del mundo, donde el incremento en los

rendimientos exigidos a treasuries cortos ha impactado sobre el apetito por activos de riesgo. Es así que se espera una superior volatilidad en el corto plazo; no obstante, dado que las perspectivas locales son favorables, se esperaría luego una continuación de la caída del riesgo país por lo que al momento de percibirse una normalización, la curva en US\$ presentaría buenas oportunidades de compra.

Renta Variable Local: hay fundamentos

El pasado viernes, al cierre del mercado, Pampa Energía (PAM) y Loma Negra (LOMA) publicaron sus respectivos balances y decidimos hacer un breve análisis.

Pampa

Energía

El balance puede ser calificado positivamente: i) las ventas T12M aumentaron en un 180% (medido en dólares) vs. ventas T12M a sep '16; ii) el margen bruto (31%) es el mayor desde que la empresa es pública; y iii) el margen EBITDA, en crecimiento, el mayor en casi 2 años. Más allá de esto, la generación de flujo de fondos operativos y flujo de fondos libres de la compañía merecen una mención especial. El CFO se encuentra en su máximo histórico, totalizando casi US\$ 540MM en los últimos 12 meses. El FCFF T12M sigue siendo negativo (US\$ -230MM), sin embargo, tras casi 3 años en baja ha logrado revertir la tendencia. Consideramos que estos últimos dos datos son los más favorables y que más optimismo le otorgan a la compañía.

Loma

Negra

La compañía registró ventas por un total de US\$ 660MM de enero a septiembre 2017, siendo un 40% superior al valor registrado en el mismo período 2016. Las ventas se encuentran en línea con nuestras proyecciones, pero el margen bruto fue una sorpresa positiva, alcanzando el valor de 29% vs nuestra estimación en 26,3%. Por otro lado, los flujos de fondos suelen contar una historia más consistente, por ello, destacamos que el CFO fue de casi US\$ 100 MM en los primeros nueve meses del año (un 80% superior a igual período de 2016), mientras que el FCFF se ubicó en casi US\$ 40MM

(un incremento de más de 240% vs. igual período 2016). Loma Negra también alcanzaría una calificación positiva dado los números presentados

A pesar de los buenos balances, ambas compañías se encuentran por debajo de sus valores del pasado viernes. Mientras PAM acumula una caída de 6,6% (medido en dólares), LOMA retrocedió 1,6%. En un contexto en que el Merval se encuentra ensayando una breve pausa, los balances de ambas compañías no lograron contagiar el efecto positivo de sus números al mercado (“flujo mata fundamento”). Ambos balances le otorgan fundamentos sólidos a la hora de tomar posiciones estructurales, sin embargo, dado el momentum actual del Merval, creemos prudente esperar y así encontrar mejores puntos de entrada.