



Claves del día

6 de diciembre del 2017

El cobre corrige y el EEM testea base de canal

(Izq.: Cobre; Der.: EEM - ETF de acciones emergentes)

(en US\$; fuente: Bloomberg)

0,2% m/m

(CRECIMIENTO DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL
DE BRASIL EN OCTUBRE)

En el día de ayer se anunció la variación en el índice de producción industrial brasilero correspondiente al mes de octubre. Tal como se estimaba, el mismo creció 0,2% mensual mientras que con respecto al mismo período del año anterior el índice arrastra un incremento de 5,3%.

+185k

(CAMBIO ESPERADO EN EL EMPLEO NO AGRÍCOLA ESTADOUNIDENSE
EN NOVIEMBRE)

Durante la jornada de hoy aguardamos la publicación del informe de empleo de ADP en Estados Unidos. Se espera un incremento en el empleo no agrícola de noviembre de 185k. Conforma la antesala al informe oficial del viernes, del *Bureau of Labor Statistics*.

- Commodities energéticos se tiñen de rojo, el crudo WTI cae -0,7%, operando levemente por encima de los 57,2 US\$/bbl. Metales industriales mayormente al alza, con el "Dr. Copper" subiendo +0,9%.
- Mercados asiáticos cerraron en terreno negativo; el Nikkei y el Kospi retrocedieron -2,0% y -1,4% respectivamente. Bolsas de Europa también operan en baja, con el Stoxx 600 cayendo -0,6%.
- Futuros del S&P y Dow Jones a la baja. El rendimiento del bono a 10 años se ubica en 2,33% mientras el US\$ se retrocede levemente frente al EUR.

Renta fija en US\$ - soberanos: impulsados por Brasil

Comenzaron a revisarse al alza las expectativas relativas a la aprobación de alguna versión de reforma previsional en Brasil, luego de la reunión de Temer con ministros y líderes partidarios durante el fin de semana pasado. Recordemos que se requieren 308 votos en Congreso; todavía no se habría alcanzado dicho objetivo pero el PMDB (de Temer) y el PSDB ya formalizarían su apoyo a la normativa. La curva de bonos brasileiros registró así un renovado impulso. Rendimientos en US\$ del tramo medio perforaron últimos mínimos, a contramano de commodities industriales, y ya se encuentran así en el rango de negociación de 2013-2014 de entre 280-330 puntos básicos de spread vs. treasuries norteamericanos.

Ello estaría ayudando también a la curva de bonos de Argentina, que expuso una caída de yields dirigiéndose hacia los mínimos de los últimos 3 meses, a pesar de registrarse una elevación de spreads vs. pares brasileiros (el ritmo de descenso de rendimientos ha sido superior en Brasil). El A2E7 se encuentra a un spread vs. Brasil 2028 de 105 pbs, cercano al rango superior del canal histórico de 85-110 pbs. Similar comportamiento notamos en otras emisiones como el AA46: se encuentra a un spread vs. Brasil 2045 de 115 pbs (rango de 105-120 pbs). Podría profundizarse esta dinámica, y creemos que conforma un factor "push" (exógeno) positivo para renta fija soberana. De hecho, notamos un aplanamiento de pendiente en el tramo medio-largo luego

del empujamiento observado hasta fines de noviembre, indicando algo más de apetito de riesgo de duration en mercados de deuda. Creemos que posicionamientos estructurales en el tramo largo de Argentina continúan siendo favorables, considerando que en el corto plazo se podrían presentar catalizadores en materia de nuevas reformas legislativas (en un proceso similar, si bien de inferior magnitud, al que ya se registra en Brasil).

Commodities: el cobre e impacto sobre emergentes

Las importaciones de cobre en China se han visto obstaculizadas por la falta de acuerdo entre refinadoras (principales demandantes del commodity) y mineras, a la hora de fijar las cotizaciones. Generalmente, para esta época del año, ambas partes consensuan un precio de compra teniendo en cuenta los precios vigentes y los cargos por tratamiento y refinación. No obstante, en esta oportunidad, no lograron hacerlo aún debido a divergencias en la percepción de los fundamentos de mercado para 2018, pudiendo arrancar el nuevo año sin resolver sus diferencias. En este contexto, y dada una elevación de stocks mayoristas, refinadoras chinas han disminuido su ritmo de importación del metal, retracción impulsada asimismo por el elevado precio del spot. Así, el cobre corrigió fuertemente a la baja en el día de ayer, cayendo un 4% para ubicarse en mínimos desde octubre, cercano al piso de canal.

Esto se enmarca en un momento en el que el US\$ se encuentra en apreciación desde la semana pasada, con el DXY ubicándose en 93,3 puntos sobre la tarde de ayer. Compañías mineras (XME) señalaron una caída desde el techo del canal de negociación registrado desde agosto, pesando también sobre ETFs de acciones emergentes como el EEM o EWZ. Sin quebrar a la baja su canal alcista, el EEM no logra confirmar una reversión de momentum luego de la caída observada la semana pasada. Si bien creemos que la macro global favorece el sostenimiento de tendencia en línea con lo observado en ciertos mercados de deuda en US\$ (ver Brasil arriba), el apetito de riesgo emergente se ha visto deprimido en las últimas ruedas y deberemos monitorear de cerca su technicalidad.

Renta fija en US\$ - corporativos: emisión Tecpetrol

Tecpetrol S.A. ("TESA") emitió obligaciones negociables por US\$ 500 MM a un yield de salida de 4,875% anual, hacia 2022. Los títulos estarían garantizados por Tecpetrol Internacional, la cual opera no solamente en Argentina por medio de TESA sino también en Perú, México, Colombia, Bolivia, Ecuador y Venezuela. Su nivel de endeudamiento es bajo, exhibiendo un ratio de deuda a EBITDA de 1,3x y buenos niveles de liquidez. Planea realizar una inversión por US\$ 2.300 millones en el bloque Fortín de Piedra entre 2017-2019, en el yacimiento de Vaca Muerta. Esperamos que ello deprima la generación de flujos de fondos libres del grupo, proyectándose flujos de fondos operativos (antes de capex) de US\$ 680 MM entre 2H17-2018. Aun así, los riesgos de refinanciación son bajos y esta inversión podría incrementar el tamaño de reservas de TESA, dada la inferior base de activos que presenta versus competidores.

Creemos que es una buena alternativa para ganar exposición directa al sector upstream de hidrocarburos por medio de un emisor más sólido en cuanto a métricas crediticias. Al yield de 4,875% anual, se encuentra 30-40 puntos básicos por debajo de YPF DAR 2024 y 65 puntos básicos por encima de PANAME 2021 (si bien ésta emisión expone una duration levemente inferior a la estimada para TESA 2022).

Renta Variable Local: RevoloTEO en las alturas

En una nueva jornada en que los ADR argentinos operaron sin definición, TEO se guardó lo mejor para el final, con el papel subiendo por encima de su último techo de U\$S 36 en la última hora de negociación, mostrando los volúmenes más altos para ese lapso de tiempo desde que se anunciara la fusión con Cablevisión. Las subas vienen dadas el mismo día en que la compañía anunció un llamado a una reunión de accionistas para finales de este año, en la cual se discutiría una nueva emisión de deuda durante 1Q2018 en el ámbito internacional, todo esto una vez que se termine de aprobar la fusión con Cablevisión.

En este contexto, nos encontramos frente a una posición incómoda con

respecto al papel, en medio de un día en que importantes fondos del exterior aumentaron su posición en el mismo. Cotizando actualmente en su máximo histórico, parece un poco repentino el momento para saltar al papel, con cualquier posible traba a la fusión con Cablevisión sirviendo como excusa para una corrección de corto plazo. Por otro lado, el ratio del IYZ (ETF de Telecomunicaciones) contra TEO se encuentra en los mínimos históricos, en un momento en que los mercados internacionales operan sin rumbo fijo. Creemos que lo mejor por el momento es esperar que se confirme el quiebre de resistencia en TEO, y en caso de hacerlo, analizar la posible toma de posiciones estructurales en CVH en el mercado local, siempre atentos a la poca liquidez del papel.