



Claves del día

9 de febrero del 2018

Rendimiento del AO20 en máximos (anual en US\$; fuente: Bloomberg)

2.620 ptos.

(ÚLTIMO PISO DEL S&P)

El S&P cayó 3,75% ayer, por debajo del piso de 2.620 puntos de los últimos días, cerrando la jornada en 2.580 puntos.

4,9% a/a

(VENTAS MINORISTAS BRASILERAS DE DICIEMBRE)

El IBGE publicará en el día de hoy el resultado de las ventas minoristas correspondientes al mes de diciembre. Se estima un descenso mensual de 0,4% mientras que en la comparación interanual el crecimiento sería de 4,9%.

-
- Tras el cierre del S&P, bolsas asiáticas cerraron en rojo, con el Nikkei perdiendo -2,3%. Europa también cae y el Stoxx 600 retrocede -0,4%.
 - Los principales commodities del mundo continúan a la baja. El crudo

WTI se aproxima a 60,5 US\$/bbl, y el Dr. Copper retrocede -0,8%.

- Futuros del S&P y Dow Jones operan en terreno positivo. La tasa norteamericana de 10 años se mantiene alrededor de 2,85%. El dólar continúa fortaleciéndose y el DXY opera arriba de 90,3 pts.

Panorama Global: sube por escalera, baja por ascensor

El S&P continúa corrigiendo y ya acumula una baja superior al -10% desde el máximo nivel alcanzado el pasado 26 de enero. El dato del NFP fue el catalizador para que se elevara la 10y USA y que el mercado comenzara la retracción. **La macro global (los datos de impo y expo chinas muestran una desaceleración menor a la esperada) y las ganancias de las compañías (habiendo presentado balance más del 60% de las compañías del S&P, el 80% mostró un EPS superior a las expectativas) nos permiten seguir siendo optimistas, pero con mucha cautela en cuanto al timing de entrada.** La vertiginosa suba de enero dejó al mercado vulnerable con elevadas valuaciones y la corrección actual generó un daño técnico importante.

Es muy pronto para anticipar qué puede llegar a ocurrir en los próximos días o meses, pero, analizando experiencias pasadas con correcciones de magnitudes similares desde sus máximos (en agosto de 2011 fue de -20% y en agosto 2015 de -12,4%) vemos que al mercado le tomó entre 4 y 8 meses encontrar el piso (habiéndolo testeado en 2 o 3 oportunidades) para luego recuperarse hacia valores pre-corrección y retomar el sendero del alza. **Hoy la macro acompaña y, de momento, la tasa 10y USA se mantiene estable. El tsunami no llegó, pero la jornada de ayer enciende algunas luces más de alerta.**

Riesgo cambiario y cobertura

La cotización de la divisa estadounidense sumó su tercera suba consecutiva al cerrar la jornada 27 centavos por encima de su precio de apertura hacia US\$:AR\$ 19,97, siendo dicho valor el máximo intradiario. En apenas 4

ruedas el tipo de cambio real bilateral vs. EE.UU. se depreció un 2,1%, posicionándose en su mayor pico desde julio de 2017. Pareciera que dicho comportamiento alcista de la cotización del dólar responde principalmente a dos factores i) al poco volumen operado en el mercado como consecuencia del paro de transporte que estaría afectando al sector agropecuario y por lo tanto disminuyendo la liquidación de divisas por exportaciones; y ii) por el negativo contexto internacional. En este sentido, bonos soberanos en US\$ se vieron fuertemente golpeados durante la jornada del día de ayer. En el tramo corto, el rendimiento del AO20 y AY24 se ubica en 4,9% y 5,3%, ambos casi 19pb por encima de la rueda del martes; mientras que en el tramo largo el yield del DICA se elevó 18pb hacia 6,9%. **En este contexto, y dado la gran volatilidad presente tanto del mercado local como internacional, no creemos que en días como estos sea oportuno tomar decisiones que afecten el *asset allocation* estructural de las carteras. En vísperas de un feriado extenso en Argentina, muchos inversores internacionales seguramente preferirán no pasar dicho receso en moneda argentina justo en un momento global complicado.**

Renta variable local: Buen delivery de resultados, pero en segundo plano

Grupo Financiero Galicia S.A. (GGAL) publicó resultados correspondientes al 4Q17. **Creemos que el delivery de resultados ha sido positivo. Los mismos señalan que bancos domésticos estarían alcanzando un superior apalancamiento operativo (apalancando su actual estructura con una superior cartera), intentando converger hacia bancos regionales, de la mano de un elevado crecimiento de préstamos, y un sostenimiento de NIMs (margen financiero neto).** El book value per share (BPS) se incrementó casi 50% a/a en US\$ y 41% a/a en AR\$ constantes. Si bien gran parte de dicha elevación se debió a la prima de emisión resultante del follow-on de mediados de año, en términos trimestrales al 4Q17, continuamos observando un sostenido crecimiento del BPS (1,8% y 4,0% en US\$ y AR\$ constantes, respectivamente). Una mejor eficiencia operativa permitió alcanzar un pre-tax ROAA (retorno sobre activos promedio antes de impuestos) de 4,9% anual, levemente por encima del año anterior, lo cual se

contrapone con la caída del ROAE (retorno sobre patrimonio promedio) como consecuencia del inferior apalancamiento financiero desde 11,4x al 4Q16 hacia 9,7x.

Aun así, los niveles de valuación del banco se mantienen elevados en 4,2x, lo cual incrementa la sensibilidad de retornos al contexto externo. **A estos niveles de múltiplos y dada la potencial sensibilidad del tipo de cambio, no pensamos que el earnings momentum pueda superar el deterioro de apetito por activos de riesgo; pasa a segundo plano.** El riesgo país se ha elevado en más de 50 puntos básicos lo cual explica aproximadamente US\$ 5/ADR de la reciente caída de casi US\$ 13/ADR. **De revertirse el momentum, la publicación de resultados de GGAL otorga evidencia del positivo dinamismo de balance en el sector bancario y podría actuar como driver positivo.**