



Claves del día

26 de abril del 2018

Se deteriora el momentum de acciones de países emergentes

Cotización histórica del EEM en US\$
(fuente: Bloomberg)

3,03%

(TASA DE INTERÉS NORTEAMERICANA A 10 AÑOS)

La tasa de interés norteamericana a 10 años confirmó un corte alcista del nivel psicológico de 3,0% anual en US\$, presionando al alza sobre spreads US\$-EUR.

0% MoM

(ICC UTDT CORRESPONDIENTE AL MES DE MARZO)

En el día de hoy la Universidad Torcuato Di Tella publicará el resultado del índice de confianza del consumidor de abril. Se espera un descenso del mismo debido al impacto del reciente ajuste de tarifas.

-
- Europa se tiñe de verde, el Euro Stoxx sube 0,3%. Asia opera

mixta, el Nikkei suma 0,5% mientras el CSI cae 1,9%.

- Commodities energéticos al alza; el crudo WTI sube 0,6% hacia US\$/bbl 68,49. El Dr. Copper, por el contrario, retrocede 0,9%.
- La tasa norteamericana a 10y se ubica en 3% mientras el dólar cede algo de terreno frente a principales monedas del mundo. Futuros del S&P y Dow Jones en terreno positivo.

Panorama global: el DXY en la mira

La rueda de ayer ciertamente marcó al mundo emergente. Si bien el S&P 500 finalizó en terreno positivo, principalmente impulsado por favorables reportes de ganancias corporativas, el momentum del ETF de equities emergentes (EEM) se deterioró, testeando su MM200d en US\$ 46,3 (ver “El Gráfico”). **La persistencia de una apreciación del dólar conformaría el principal riesgo negociado, al haberse confirmado un corte alcista de la resistencia del DXY al nivel de 90,6 puntos.** Como ya mencionamos en claves del Lunes, la estabilidad en el valor del dólar y del FX doméstico de países emergentes fue lo que anteriormente permitió un buen dinamismo en primas de riesgo emergente. Sin embargo, durante las últimas ruedas, **ya registramos una elevación en la volatilidad condicional de monedas del 40% en lo que va de abril, habiéndose observado una depreciación semanal de monedas emergentes superior a dos desvíos estándares.** Si bien estos drivers no impactan directamente sobre la bolsa norteamericana, creemos que la continuación de una apreciación del dólar podría deprimir el momentum general de EMs, por lo cual mantenemos una señal de alerta en el corto plazo. La baja en la performance del EEM ya la observamos en los últimos períodos de apreciación del DXY entre 04/2011-01/2012 y 09/2014-01/2016, habiendo exhibido una beta negativa de 2,0x (habiendo descendido 2,0% por cada punto de apreciación del dólar, en promedio). **Si bien el spread de volatilidades implícitas entre puts y calls se ha elevado,**

considerar la implementación de estrategias de cobertura (con costos estimados de 3% de cartera aprox. para pérdidas máximas del 2,2% en el caso del EWZ).

Riesgo cambiario y cobertura

A nivel local, jugaron dos efectos en el dólar. **El externo, referido a la suba del dólar a nivel global, y el interno, vinculado con la entrada en vigencia del impuesto a la renta financiera a extranjeros. El BCRA actuó como si ambos fueran transitorios.** En principio podría ser así, especialmente en el tema local, lo cual **todavía deja en pie, aunque en fase de revisión, al carry trade.** La revisión se debe a las dudas que todavía tenemos en relación a si el dólar en el mundo cambió o no su tendencia bajista.

Renta fija en AR\$ & US\$: Boncer 2025 & Letras del Tesoro

Durante la tarde de ayer se conoció el resultado de la licitación de bonos del Tesoro con ajuste por CER a 2025 y el de las Letras del Tesoro. **En cuanto a los Boncer 2025 se adjudicaron AR\$ 29.098 MM VN a un precio de corte de AR\$ 95,55 por cada AR\$ 100 VN, descontando así un rendimiento real de 4,81%** (levemente por debajo del rango proyectado 4,88-5,0%). Asimismo, el Ministerio de Finanzas optó por refinanciar la totalidad de los vencimientos de Letras del Tesoro, adjudicando de esta manera US\$ 670 MM VN a 217 días y US\$ 400 MM VN a 364 días. **En el caso de las Letras con vencimiento más próximo la TNA fue de 3,05%, mientras que de 3,69% para las Letras a mayor plazo;** encontrándose, en ambos casos, en línea con lo anticipado en las claves del día martes.

Renta variable local: si los de adentro no ayudan...

Como mencionamos en el panorama global, el contexto internacional es adverso para emergentes y Argentina no se encuentra exento a ello. La fuerte suba del dólar ha impactado de manera negativa en casi todo el equity local, especialmente en los bancos, como el caso de Galicia,

Macro y Supervielle llegando a operar por debajo de -6% en el intradiario. **Siempre destacamos la característica de leading del sector por su liquidez, y en una jornada con un volumen operado superior al promedio de las últimas 20 ruedas (aunque aún se mantiene en valores bajos), esta baja enciende una alerta amarilla.**

Por otro lado, en el ámbito local, los legisladores decidieron posponer el tratamiento de la ley de mercado capitales a tratarse el próximo 9 de mayo (muy cerca del deadline del 14 de mayo), retrasando así el trigger o esa bocanada de aire que estaría necesitando el mercado local. **Lo cierto es que, si el dólar, a nivel internacional, encuentra estabilidad y la ley de mercado de capitales se aprueba en 2 semanas, esta baja resultaría en puntos de entrada sumamente atractivos para diversos sectores (bancos, utilities, energía, etc).** Si el dólar a nivel mundial continúa su camino al alza, la noticia de emergentes probablemente sólo sirva para amortiguar el impacto.

Renta variable local II: arrancó la temporada de balances

Al cierre de la jornada de ayer, Ternium presentó sus números al cierre del 1Q18. Los mismos generaron sorpresas positivas en las ventas (US\$ 2.961 MM vs. el esperado en US\$ 2.783 MM), el EBITDA (US\$ 665 MM vs. US\$ 587 MM) y la ganancia neta (US\$ 366 MM vs. 264 MM). Por su parte, Ternium Argentina (TXAR; ex Siderar) también presentó sus números al cierre 1Q18. Al comparar vs. el 1Q17, TXAR presentó un crecimiento de 56% en sus ventas, 110% en el EBITDA y de 37% en la ganancia neta (todos los incrementos medidos en pesos), aunque debemos destacar que la compañía prevé una caída en los ingresos operativos para el 2Q18 vs. el 1Q18. **Si bien Ternium y su subsidiaria argentina presentaron números más que alentadores, hoy la macro global domina la escena. Siempre es una buena noticia un balance favorable, y cuando el contexto vuelva a ser favorable, estos fundamentos positivos retomarán el centro de la**

escena.

Renta fija en AR\$: Resumen de Informe Financiero y de Renta Fija
En las últimas ruedas el conjunto de las monedas de la región perdió terreno frente al US\$; no obstante, es el real brasilero el que más perjudicado se ha visto y, en consecuencia, el que señala una mayor cautela en relación a la moneda local. El ITCRM se encuentra aún un 9,5% por encima del piso de canal iniciado a la salida del cepo. **Al tipo de cambio real bilateral vs. Brasil le resta tan solo un 2,2% para alcanzar los máximos de apreciación post-cepo cambiario.** Será importante seguir de cerca la evolución del DXY en las próximas jornadas. Adicionalmente, las definiciones del Banco Central de Brasil, en particular, la decisión de intervenir o no en el mercado cambiario para apuntalar el real serán un factor clave. Ya en el día de hoy, el Central habría tenido que disponer de **US\$ 1.000 millones para sostener la moneda local.** Asimismo, la elevación de las tasas implícitas ROFEX durante los últimos dos días daría cuenta de la mayor demanda por cobertura; sin embargo, cabe destacar que se trató de subas moderadas.

Por el momento, el “put Sturzenegger” sigue vigente. En el mercado secundario habría sido la presencia del BCRA la responsable de llevar la tasa de la Lebac con vencimiento en mayo a cerrar 30pbs por encima de la licitación primaria. Pero resaltamos que el reciente ritmo de intervención no puede sostenerse en el tiempo. Así, el carry trade sigue en pie, considerando la opción de tomar hedge, de acuerdo con el perfil de riesgo de cada inversor, monitoreando hasta qué punto persiste el compromiso del BCRA en un contexto de mayor stress de mercado.