



Claves del día

24 de mayo del 2018

Revierte su dirección la cotización de la lira turca?

Cotización histórica del US\$:TRY

(fuente: Bloomberg)

94 puntos

(RESISTENCIA DEL ÍNDICE DXY)

Luego de la publicación de indicadores PMI, el dólar volvió a apreciarse y testea su resistencia de 94 puntos.

-8,5% MoM

(CAÍDA DEL ICC DE ABRIL)

En el día de hoy la Universidad Torcuato Di Tella difundirá el resultado del índice de confianza del consumidor de mayo. En su informe anterior, el índice expuso una caída de 8,5% con respecto a marzo.

-
- La jornada de hoy comienza mucho más calma que la de ayer. Los futuros de la bolsa norteamericana no registran demasiados cambios y las bolsas europeas operan mayormente en verde.

comportamiento al reducirse CIX spreads respecto de su propio grupo crediticio (single B), ya alcanzando valores previos a la crisis de tipo de cambio de inicios de mayo, si bien en un escalón de 50 pbs más arriba respecto de 2017. Aun así todavía restaría algún espacio al comparar con calificaciones B+ (o mayores). Ello se observa especialmente en el caso de bonos de corta duration que han quedado con una prima muy atractiva por encima de comparables. Ya comenzamos a ver alguna normalización de la curva argentina (al haberse elevado mucho yields cortos previamente), pero las pendientes 2yr5yr, 5yr10yr todavía tendrían 20 pbs adicionales para corregir, lo cual favorece estrategias bullet en bonos del tramo corto y panza de curva.

El riesgo sigue constituyendo que la baja performance de EMs genere una continuación de flujos de salida; pero el movimiento de la lira turca en la rueda de ayer a la par de una elevación de las tasa de interés podría tranquilizar las aguas (ver “El Gráfico”). De hecho, el consenso en la calle de fondos afuera es que estaríamos positivos neto en EM credit a pesar de una depreciación del EUR, de dejar de registrarse una debilidad en el TRY. Diversos ETFs de activos emergentes justamente levantaron momentum durante el intradiario de ayer en forma coincidente a la apreciación del TRY, incluyendo el EEM, EWW, EZA, o EWY. El EWZ (Brasil) marcó una momentum bastante más leve en términos relativos al resto de mercados emergentes, queriendo testear el Bovespa nuevamente una zona de soporte en 22.000 puntos; probablemente la decisión de recortar precios de naftas igualmente impacto sobre PBR, en particular, y la bolsa brasileña, en general. **Deberemos continuar monitoreando monedas (en particular, TRY) así como el sentimiento en mercados de crédito, pero podríamos estar cercanos a una oportunidad de compra.**

Renta fija en US\$: Resultado licitación Letes
Durante el día de ayer se conoció el resultado de la licitación de Letras del Tesoro en US\$. Finalmente, se adjudicaron US\$ 300 MM VN para las Letes 176 días (vs. un total ofertado de US\$ 748 MM VN) y US\$ 200 MM VN para las Letes a 365 días (vs. un total ofertado de US\$ 306 MM). **En el caso**

de las Letras con vencimiento más próximo la tasa de corte fue de 4,0% TNA, elevándose 55pb respecto de la licitación anterior para un plazo levemente más corto en esta ocasión (plazo previo: 189d). **A su vez, para las Letes a 365 días la tasa de corte se ubicó en 4,3%**, registrando también un incremento de 55pb vs. la licitación pasada, aunque en este caso el plazo de vencimiento fue considerablemente más largo (plazo previo: 259d). **De esta manera los spread de rendimiento entre bonos soberanos en US\$ pertenecientes al tramo más corto de la curva, tales como el AA19 y el AO20, y las Letras del Tesoro se redujeron significativamente respecto de la última licitación.** Tal es así que, el spread AA19-Letes a 176 días se comprimió casi 200pb para rondar actualmente los 89pb; mientras que el spread AO20-Letes 176 días se redujo desde 360pb hacia 99pb. Lo mismo se observa al comparar el rendimiento de las Letes a 365 días vs. estos instrumentos, aunque en menor magnitud. **Si bien es cierto que los spread se han reducido respecto de la licitación pasada, creemos que el tramo más corto de la curva soberana posee un mayor atractivo por sobre las Letes, tanto porque nos ofrecen un mayor grado de liquidez como también un rendimiento exigido más elevado (4,9-5,1%).**

Renta variable local: A descuento
Continúa la magra performance para los mercados emergentes y Argentina se encuentra en la misma sintonía. Sin embargo, como mencionábamos en el panorama global, las monedas y otros indicadores están dando ciertas señales que podrían resultar optimistas. En ese contexto, los flujos que hoy se observan saliendo de emergentes en el futuro, cuando las condiciones sean propicias, podrían regresar. **Entonces, lo que hemos comenzado a observar es una mayor corrección a la baja de activos argentinos vs. sus comparables regionales.**

Bancos argentinos, en términos de P/E y P/B se encuentran en un canal bajista respecto a sus regionales, incluso, si uno toma como período de análisis el que abarca desde octubre 2015 a la fecha, **el descuento exhibido hoy está por debajo del promedio de dicha ventana para ambos ratios.** En términos de EV / FFO T12M y EV / EBITDA T12M, **YPF también**

se encuentra por debajo del descuento promedio exhibido desde que el oficialismo lograra forzar a un ballotage. Telecom por su parte, en términos de EV / Ventas T12M y EV / EBITDA T12M, no está por debajo del descuento promedio exhibido entre octubre 2015 y hoy, sin embargo, respecto a sus comparables regionales, **se encuentra en un canal bajista desde enero del presente año, acompañando la baja relativa general de Argentina vs. latinoamerica.**

Si bien el dólar sigue siendo la variable que más incidencia está teniendo en la baja emergente actual, lo que se observa es que dicho movimiento se ha acentuado más en nuestro país. **Ello podría indicar que, si el día de mañana, en el contexto adecuado, los flujos que hoy salen de la región deciden volver a latinoamerica, Argentina podría exhibir mayor atractivo al alza en términos relativos vs. Chile, Colombia, México e incluso Brasil.** Ampliaremos en el informe del día de hoy.

Macro

Local:

ICA

En el día de ayer se conoció el desfavorable resultado del Intercambio Comercial Argentino de abril. **El déficit de la balanza comercial en los primeros cuatro meses del año acumula US\$ 3.420 MM vs. US\$ 1.290 el primer cuatrimestre de 2017.** Durante el mes de abril se observó nuevamente un fuerte crecimiento de las importaciones 22,7% i.a. junto con una desaceleración del crecimiento de las exportaciones, que fue de 6,2%. **La variación de las impos se explica principalmente por un aumento de las cantidades (22,4% i.a.) y un leve incremento de los precios (0,3% i.a.)**. Dentro de las mismas, las importaciones de vehículos automotores de pasajeros fueron las que más subieron (33,3% i.a.), seguidas por bienes intermedios (27,9% i.a.) y piezas y accesorios para bienes de capital (27,3% i.a.). **Por el contrario, la positiva variación de las expos se derivó del aumento de los precios (10,3% i.a.)**, dado que las cantidades se contrajeron un 3,7% i.a. Las expos de productos primarios mostraron una disminución de 13,3% i.a., evidenciando la mala cosecha. **Podría esperarse una mejora en el intercambio comercial en el corto-mediano plazo. La misma se derivaría de una desaceleración de las importaciones, considerando la**

esperada contracción del consumo y la inversión en el nuevo escenario. No esperaríamos, en cambio, mejoras significativas por el lado de las exportaciones medidas en US\$, dado que la mayor competitividad por TCR no tiene efectos inmediatos sobre la capacidad exportadora.

Política monetaria: Te cambio una Lebac por... otra Lebac
En el día de ayer el BCRA inauguró los swaps de Lebacs de diferentes plazos. La operatoria se lleva adelante en la rueda swap del SIOPEL en el ámbito del MAE, por lo que apunta principalmente a inversores institucionales. Si bien algo similar se podía llevar adelante en el mercado secundario previamente, se podía armar el “swap” allí, vendiendo lebacs a un plazo y luego comprando Lebacs a otro plazo, de esta manera los costos son menores. Asimismo, dado que la operatoria buscaría virar hacia un perfil de vencimientos menos cortoplacista, repartiendo el stock de manera estratégica, también se esperaría un diferencial por alargar plazo. Esta medida podría ser la primera de un camino de redefinición de la política monetaria.