

Claves del día

15 de junio del 2018



EL GRÁFICO

Índice de tipo de cambio real multilateral alcanza valores de inicios de 2014
(fuente: BCRA)



EL NÚMERO

US\$ 80

(CIERRE DE COTIZACIÓN DEL AC17)

Durante la jornada de ayer el bono soberano en US\$ a 100 años (AC17) retrocedió 2,6% hacia los US\$ 80,76, posicionándose así en su precio más bajo desde su emisión.



EL DATO

0,2% MoM

(INCREMENTO EN LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL DE MAYO EN EE.UU.)

En la jornada de hoy se publicará el resultado de la producción industrial correspondiente al mes de mayo.



MIENTRAS DORMIAS...

- Tiemblan los mercados emergentes nuevamente ante la disparada de ayer del Dólar a nivel global. Se desplomó el Euro y eso nuevamente llevó al DXY a buscar los máximos recientes. Cortara al alza? Atentos.....
 - Commodities y monedas emergentes un tanto más calmos hoy luego de las correcciones de ayer. El fijo sigue siendo adverso y eso no sirve para poder un soporte a los precios.
 - Futuros norteamericanos operan en baja. Trump sigue adelante con las tarifas y hoy daría un paso más contra China. Por ahora no genera caídas bursátiles, pero es un factor de riesgo.
-



NOTICIAS Y RECOMENDACIONES

Panorama Global: luego de Draghi y el BoJ...

Durante la mañana de ayer, el ECB comunicó su decisión de política monetaria otorgando un guidance respecto de su política de balance. **Estableció que mantendría un ritmo de compra neta positiva de activos por EUR 30.000 MM mensuales hasta septiembre, reduciéndolo hacia EUR 15.000 MM entre octubre-diciembre. Hacia 2019, no se comprarían más activos en términos netos, pero se mantendría el stock outstanding rolleando vencimientos.** Desde el stock actual del paquete de compra de bonos por EUR 2,775 miles de MM a fines de mayo, ello significaría un stock objetivo de casi EUR 3,000 miles de MM para fines de año en adelante. Cabe destacar que Draghi acompañó esta decisión con el mantenimiento de las tasas de interés de referencia hasta la segunda mitad del 2019, en el marco de un tono más bien dovish.

Se estableció esta decisión en medio de una leve revisión bajista de crecimiento del PBI hacia 2018 (hacia 2,1%), manteniendo expectativas a 2019 y 2020, contemplando la desaceleración del 1Q que espera que podría continuar hacia el 2Q. Aun así, a pesar del pull-back, destacó que el crecimiento es saludable y las 4 reglas habilitarían una gradual desaceleración en la acumulación de activos en balance: i) la inflación se espera que se acelere, con menor incertidumbre hacia adelante, ii) se trata de un proceso sostenible y convergente encontrándose el ECB confiado de que continuaría en el mediano plazo, iii) intervalos de confianza de inflación se han achicado, iv) riesgos de cola de cualquier escenario de deflación han desaparecido.

En este contexto, Draghi remarcó que el ECB decidió unánimemente mantener paciencia, prudencia y consistencia, evitando un *tightening* de condiciones de liquidez y siempre destacando que el ECB busca reservarse el beneficio de la opcionalidad. El comunicado establecería que no se reduciría el stock de activos tanto tiempo como sea necesaria para mantener condiciones de liquidez favorables.

Se contrasta así el enfoque de la Fed respecto del ECB, al observar al primero decididamente en un modo de *tightening*, y el segundo posponiendo la “normalización” de su política monetaria, con un tono más dovish en lo que refiere a tasas de interés en comparación al QE. **Esta mañana, el BoJ tampoco dio señales de un cambio en su posición en el corto plazo, manteniendo tasa de política monetaria, límite máximo de yield a 10 años y el ritmo de recompra de activos (JPY 80 tn).** De esta manera, el dólar se apreció frente a principales monedas de países desarrollados, con una ampliación de spreads de

treasuries cortos, dando lugar a una depreciación del EUR hacia una zona de soporte de US\$ 1,155 y generando así mayor volatilidad en monedas emergentes. Como anticipamos, se dio en este sentido una salida importante de fondos globales de bonos alcanzando US\$ 5.500 MM, de acuerdo a EPFR, significando la máxima salida desde febrero. A pesar del tono más dovish en tasas de interés, sí debemos destacar que notamos al EUR más dependiente de los diferenciales entre EE.UU. y UE en el volumen de emisión neta de bonos (neto de la intervención de bancos centrales) que impactan más bien en tasas de largo plazo, y menos dependiente al diferencial de tasas de corto plazo. De continuar esta dinámica podría existir algún sostenimiento del EUR contemplando una mayor agresividad en política de balances respecto de política de tasas. Las cartas, sin embargo, estarían puestas a favor de EE.UU.

Riesgo cambiario y cobertura: Caput Sturzenegger

Finalmente, luego de tantos desaciertos y con el peso cerrando en US\$:AR\$ 27,7, Sturzenegger presentó su renuncia. El titular de Finanzas desde el comienzo del mandato de Cambiemos, **Luis Caputo, será quien tome la posta. La presencia de Caputo, un hombre de mercado, quien logró calmar las aguas con una colocación de US\$ 3.000 MM durante la pasada turbulencia, podría reestablecer la confianza necesaria para lograr estabilizar el tipo de cambio, pero podrían existir perspectivas diferentes desde la visión de extranjeros y locales; los primeros atentos al deterioro de independencia del BCRA y los segundos esperando en cambio un mejor manejo de la entidad, con un enfoque más de mercado y no tan "académico".**

Sería de esperar alguna recuperación de los activos argentinos para hoy, con un dólar arrancando en niveles de ARS/USD 26. Para ello se requerirá el acompañamiento de cerealeras y del poder económico local, para que los primeros aporten flujo y los segundos dejen de dolarizar "stocks". Creemos que "Toto" permitirá recuperar la confianza de los locales, pero no alcanzará para atraer a los inversores globales más sofisticados. Ya leímos la opinión negativa de Mohamed El-Erian ayer por la tarde, al igual que innumerables reportajes en Bloomberg TV hoy por la mañana. Serviría rodearlo de un comité de "notables"? Veremos como sigue la película. **De corto plazo parece que volvemos a estabilizarnos. Queda la duda de mediano plazo. Pero al menos ahora tenemos a alguien con estatura y peso arriba del Ring. La pelea de Fondo será Mohamed vs Toto?**

Macro local: Inflación mayo

Empieza la temporada de inflación!!!! La suba del dólar recién comienza a pegar en los precios, y esto va a empeorar! Estimamos sobrepasar el 30% de inflación interanual en sep/oct. Mientras tanto, el gobierno "goza" con el dato publicado por la tarde de ayer. La inflación general alcanzó 2,1% mensual, ubicándose por debajo de las expectativas (2,5% m/m). El registro núcleo mostró una variación del 2,7% m/m, acelerándose considerablemente respecto del 2,1% m/m observado en abril. Por primera vez desde noviembre de 2017, la inflación de bienes superó ampliamente a la de servicios, incrementándose 2,7% y 1,1% respectivamente. A excepción del rubro Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles (-0,7% m/m), todos los demás sectores esbozaron una aceleración de precios; siendo los sectores de Comunicación, Alimentos y bebidas no alcohólicas, Recreación y cultura y Restaurantes y hoteles los más inflacionarios, con variaciones de 3,9% m/m, 3,3% m/m, 2,5% m/m y 2,4% m/m, respectivamente. Con estos datos la inflación acumulada a abril se ubicaría en 11,7%, alcanzando en tan solo cinco meses el 78% de la meta inflacionaria teórica que originalmente había planteado el oficialismo para el corriente año. Sin embargo, cabe recordar que tras el anuncio del acuerdo con el FMI dicha meta de inflación fue eliminada, retomando recién en 2019 el sistema de inflation targeting. En tanto, la variación interanual del IPC en 2018 ascendería, por lo menos, al 30%. **Dado una inflación núcleo la cual no demuestra señales claras de desaceleración sumado a un tipo de cambio el cual no cede su ritmo de depreciación, aun habiéndose anunciado un acuerdo con el FMI por US\$ 50.000 MM, creemos que el hoy por hoy no están dadas las condiciones para un relajamiento en la política monetaria del BCRA. Si bien mantenemos nuestra preferencia por el tramo más corto de la curva de Lebac, esperamos mayor demanda por instrumentos AR\$+CER**

una vez estabilizadas tasas reales y tipo de cambio.

Renta variable local: Muerto el perro ¿Se acaba la rabia?

En otra jornada de fuerte depreciación del peso, las acciones volvieron a sentir el impacto, y el Merval Argentina (índice Merval que excluye papeles como Petrobras y Tenaris) sufrió la segunda mayor caída en más de 3 años, cayendo incluso más que la propia moneda. Así, dicho índice ya se retrotrajo a valores de enero 2017. Es decir, con la caída del S&P 500 de febrero y la fuerte depreciación que el peso viene sufriendo desde fines de abril, el MAR ya devolvió toda la suba del último año y medio. Nuevamente, los bancos, por fundamentos y por flujos, fueron el principal exponente de la caída, con retrocesos superiores al 10% en 3 de los 4 principales (aunque Galicia cerró muy cerca del -10%). **En términos de ratios de valuación, en el momento de mayor euforia local (enero 2018) el Forward Price/Earnings del MAR llegó a cotizar 14,6x, mientras que hoy ya se encuentra en 8,8x** (en el pasado, el ratio ha hecho piso varias veces en 8,0x, aunque hoy resulta más un dato anecdótico que fundamental, dado que para hacer piso necesitará de algo más).

Ayer decíamos que el efecto FMI ya se había diluido y que el mercado hoy necesita de una señal más contundente para torcer la actualidad. ¿Será el cambio de Caputo por Sturzenegger esa señal? **Lo cierto es que meses atrás se esperaba con ansias la decisión del MSCI para dar el salto de calidad o el efecto fuerte que mencionamos, pero hoy se parece más a un salvavidas.** El simple hecho de lograr el upgrade y la entrada de flujos no logrará modificar la tendencia actual, y a pesar de las grandes chances que vemos de ser emergentes y las bajas valuaciones de los papeles argentinos en general, **el descontrol del peso nos hace difícil mantener una postura optimista.**