



# Claves del día

13 de junio del 2018



## EL GRÁFICO

### S&P testea anteriores máximos (fuente: Bloomberg)



## EL NÚMERO

# 3,5x

(PRICE TO BOOK - GRUPO FINANCIERO GALICIA)

Durante la rueda de ayer GGAL retrocedió 4,7% hacia los US\$47/ADR, lo que se tradujo en una caída diaria de 5,6% en su Price to Book.



## EL DATO

# 2%

(TASA DE POLÍTICA MONETARIA ESPERADA EN ESTADOS UNIDOS)

En el día de hoy la Fed publicará el resultado de la política monetaria de junio. Se espera que la tasa suba a 2%.

---



## MIENTRAS DORMIAS...

- Commodities energéticos mayormente a la baja, el crudo WTI cede 0,6% hacia los US\$ 65,9/bbl. Leve baja del cobre operando cerca de US\$ 3,25/lb.
  - Bolsas asiáticas cerraron en terreno negativo, con el Nikkei -0,4%. Europa opera en verde y el Stoxx 600 sube 0,4%.
  - Futuros del S&P y Dow Jones se tiñen de verde. El DXY en 93,8 pts. y la tasa 10y USA en 2,95%.
- 



## NOTICIAS Y RECOMENDACIONES

### Panorama global: persisten riesgos...

Hay crecimiento global, pero con sorpresas económicas todavía desacelerantes (incluso negativas para EMs) y con una amplitud muy inferior a la caracterizada hasta fines del 2016. Hay inflación en desarrollados, confirmado por el registro de mayo publicado en el día de ayer con el índice core sumando 2,2% a/a (vs. 2,1% a/a en abril). Tasas de referencia se mantienen al alza y con gran proximidad a eventos de política monetaria relevantes. Este es el panorama con que nos encontramos hoy y que explica la debilidad que persiste en monedas emergentes, observando una caída en la correlación móvil entre ellas y precios de commodities, habiendo observado un positivo momentum en precios del cobre a pesar de bajas importantes en referencias relevantes como el ZAR, RUB o MXN. Como anticipamos en claves de ayer, reina así la volatilidad en mercados emergentes que contrasta claramente con la performance del S&P 500, ubicándose el ratio de la volatilidad implícita del EEM (ETF de acciones EM) vs. SPY (ETF del S&P 500) en máximos dentro del rango negociado en los últimos 12 meses. Ello no significa que no haya oportunidades estructurales. Brasil cotiza a un descuento de PER del 40% vs. S&P 500 y del 10% vs. MSCI EM significando, en ambos casos, pisos de negociación de los últimos 10 y 5 años respectivamente (incluyendo plena

crisis doméstica y de petróleo). Pero este contexto hace del timing de mercado una de las mejores capacidades de cualquier administrador de riesgos y, probablemente, esta semana no sea una en la que el perfil de riesgo de inversores se torne radicalmente agresivo, con anterioridad a reuniones de bancos centrales. Crédito EM estaría operando "pesado" con especial castigo en deuda soberana HY vs. IG, y noticias que tradicionalmente conformarían un driver positivo, significan en cambio una oportunidad de salida. Este contexto lleva a restringir riesgo en exposiciones EM, aunque atento a reversiones de momentum en el corto plazo debido a que creemos que estructuralmente algunos países mantienen buenos fundamentos.

### **Comunicado de política monetaria**

**El BCRA mantuvo su tasa de referencia inalterada en 40%. Asimismo, disminuyó la amplitud del corredor de pases desde 1.400pbs a 600pbs, al comprimir la tasa de pases activos a 7d a 43% desde 47% y elevar la tasa de pases pasivos a 7d hacia 37% desde 33%, normalizando y, a la vez, endureciendo levemente su política monetaria.**

En su comunicado el Central repasó los cambios en materia de política, que apuntan a frenar la emisión y desarmar el stock de Lebac, introducidos con el acuerdo con el FMI que hemos enumerado en las claves del día de ayer. **Respecto de la evolución de la inflación, resaltó que el registro de mayo sería inferior al esperado, observándose en junio nuevamente una aceleración.**

**Al hablar del régimen de política monetaria ratificó las metas de inflación en un esquema de flotación cambiaria, con intervenciones eventuales ante dinámicas disruptivas. En ese sentido, en el día de ayer, el BCRA vendió casi US\$ 700 MM de reservas en el MULC para contener la presión sobre el peso. El tipo de cambio cerró en US\$:AR\$ 25,75, retrocediendo unos 25 centavos. El accionar del BCRA desconcierta, no solo porque el acuerdo con el FMI establece la no participación del Central en el mercado cambiario, sino porque es un cambio rotundo respecto del día previo, cuando al levantar la orden de US\$ 5.000 MM del Central y en ausencia de oferta de bancos oficiales, el tipo de cambio sumó 70 centavos. De esta manera, esperamos una continuidad de la volatilidad cambiaria, debido a la falta de oferta de privados, frente a expectativas de una depreciación mayor.**

### **Renta variable local: mala señal**

A pesar del terreno ganado por el peso, los papeles argentinos tuvieron una mala jornada, especialmente el sector bancario, que, paradójicamente, debería ser uno de los más beneficiados con la apreciación de la moneda. O no, quizás no sea paradójico, **y dado que el peso se elevó frente al dólar gracias a la intervención del BCRA (estimada en más de US\$ 500 MM) es probable que la baja no responda a un deterioro de fundamentos, sino a una mala señal brindada por la máxima autoridad monetaria.** En este contexto, vale recordar que el acuerdo con el FMI establece que el Central no debería intervenir en el mercado cambiario.

Así, en la jornada de ayer, los 4 bancos principales vieron caer sus ratios P/B hacia 3,5x en el caso de Galicia, hacia 2,7x Supervielle, 2,6x Banco Macro y 2,6x Banco Frances. El número en sí no proporciona demasiada información, pero **lo que sí debería encender una luz de alerta en el mercado es que 3 de los 4** (siendo BFR la excepción) **se encuentran operando en ratios superiores al valor medio del rango operado desde 2015 a la fecha**, lo que daría lugar a que pueda continuar la baja en el corto plazo. **De continuar el mal momentum, especialmente en el peso, el evento clave del próximo miércoles podría funcionar más como un soporte para los papeles argentinos que un disparador de cambio de tendencia.**

#### **Renta fija local en dólares: licitación de LETES.**

El próximo viernes 15 de junio se acontecen vencimientos de Letras del Tesoro en dólares por monto de 900 millones de dólares, motivo por el cual desde el Ministerio de Finanzas se ha abierto el proceso de licitación con la intención de *rollear* la totalidad de dicha deuda. En el presente contexto de incertidumbre cambiaria y monetaria, la negociación sobre las condiciones cobra protagonismo: es de esperar que un mayor nivel de aversión al riesgo por parte de los agentes, suscitado por la opacidad en el accionar de las autoridades de política para contener la depreciación del tipo de cambio, se traslade a una exigencia de mayores tasas de interés respecto de las presentes en la curva local de bonos en USD. **De tal manera, si asumimos una prima por iliquidez del orden de los 70 puntos básicos –como la evidenciada durante la licitación del pasado 23 de mayo–, la TNA debería ubicarse en un rango de 4,3 a 5%. A recordar: a fin del mes de junio, se suman vencimientos adicionales de LETES por 1450 millones de dólares.**