



Cohen™

Claves del día

11 de Septiembre de 2019



EL GRÁFICO

Se abarató el costo de cambio de legislación Spread DICA-DICY

(Fuente: Bloomberg, en bps)



EL NÚMERO

57,5%

(Paridad del Bonar 2024 AY24)

Con récord de cantidad de operaciones y montos de las mismas cada vez más chicos, el "rulo" sigue afectando la cotización del AY24 llevándolo a niveles de paridad por encima de los bonos ley NY.



EL DATO

0,8% YoY

(CRECIMIENTO ESPERADO EN LAS VENTAS MINORISTAS DE BRASIL
CORRESPONDIENTES A JULIO)

El IBGE publicará en la jornada de hoy el resultado de las ventas minoristas de Brasil correspondientes a julio. Se espera que las mismas pronuncien un crecimiento interanual de 0,8% .



MIENTRAS DORMIAS...

- Trump volvió a twittear sobre la Fed. En ese marco, vemos futuros de la bolsa de EE.UU. sin mayores cambios.
 - Europa opera mayormente al alza. Por su parte, en Asia se observó una rueda positiva a excepción de China. La bolsa de Japón trepó casi 1% y la de Hong Kong mas de 1,5%.
 - Se sigue sintiendo el risk on en la tasa de los US Treasuries. La nota a 10 años ya rinde por encima de 1,7% anual. El petróleo WTI lucha para cruzar los US\$ 58 por barril y el oro para no perforar los US\$ 1500 la onza troy.
-



NOTICIAS Y RECOMENDACIONES

Panorama Global: relajando tensiones

China anunció la excepción de algunos productos norteamericanos a los nuevos aranceles. Trump inmediatamente vía Twitter resaltó este hecho como una debilidad china. Además, volvió a atacar a la Fed al pedir tasas de interés de cero o "incluso más bajas". Los activos cíclicos ayer volvieron a destacarse y se nota cierta rotación de portafolios que sale de los activos defensivos para ir a buscar los que podrían beneficiarse de una tregua en la guerra comercial. Carteras agresivas podrían subirse a este trade. En el caso de Brasil, son papeles como PBR, VALE, SID y GGB por sobre los papeles mas locales como TSU, CBD o

Cyrela.

MercadoLibre: riesgo Amazon

Amazon anunció el ingreso fuerte en Brasil con el Prime por tan solo R\$ 9, lo cual da derecho al envío gratuito. Esta situación en México llevó a que el margen de MELI se viera fuertemente afectado en dicho país. Se podría repetir la situación en Brasil, lo cual deja al papel expuesto a dicho riesgo en su principal mercado.

El papel no logró sostenerse por encima de US\$ 575, lo cual lo deja vulnerable para retroceder hasta la zona de US\$ 480, como primer soporte.

Panorama Local: intenciones versus instrumentos

Empezamos a escuchar objetivos nobles por parte de la potencial nueva administración de Fernández. El problema son los instrumentos para llevarlos adelante. En muchos casos se trata de fórmulas ya probadas en el pasado, cuyo resultado siempre fue adverso. Pacto Social, acuerdo desindexatorio, créditos productivos, baja de la tasa de interés y "lluvia de inversiones". Para esto último no habría que "pelearse" con el mercado internacional, lo que podría llevar a la nueva administración a buscar un reperfilamiento o renegociación amigable. El problema es que el FMI es el que por definición siempre cobra primero. Si se "reperfila" al FMI, entonces hay que reperfilear a todos. Y esa variante de reestructuración supone el pago de los intereses, para lo cual hay que lograr un superávit primario importante (1 o 2 puntos del PBI). Y esto impide el "boom" de gasto para atender la demanda social, alimenticia, shock de obra pública, giro de dinero a provincias, salarizado, aumento de jubilación por sobre la fórmula, etc. Es decir, una "referencia circular"!!! Buenos objetivos, escasos instrumentos!! Hay que seguir poniendo el foco en los instrumentos, y para ello todavía se requieren mayores definiciones técnicas de los equipos de Fernández. Estas no van a llegar antes del 27/10. Así que habrá que seguir escuchando, conversando e intentando sacando algunas conclusiones.....

Renta fija: cambio por legislación

El "rulo" podría estar detrás de la sorpresiva suba del AY24. A los precios de ayer, ganando incluso paridad, se podía arbitrar contra un DICY (que a su vez recortó spread contra el DICA). De esta manera, un inversor gana en calidad al pasarse a legislación internacional y sale del radar de tiempo de los bonos que podrían ser reperfilados bajo una hipótesis constructiva de renegociación de la deuda que solo abarque a los bonos con vencimientos importantes en los próximos años.

Renta fija en AR\$: Current yields atractivos.

A paridades tan bajas, finalmente apareció la demanda para los bonos en AR\$. El BOPOMO o TJ20 es uno de los casos, ya que se encuentra operando a una

paridad del 38%, con un current yield de 48% al 23/09/2019, momento en el cual paga cupón, dejando una paridad en torno al 26%. El pase desde Lecaps reperfiladas a este bono no parece nada descabellado.

Sin embargo, ese no es el único caso. El bono de la provincia de Buenos Aires, PBA25 está operando a un precio de 36,50, con una paridad del 33%, pagando un cupón de 16,18 el 12/10/2019 a badlar de hoy. Es decir, al día de hoy, el current yield es de 44%, y una vez pagado, la paridad queda en valores en torno al 26%, con un precio clean de \$ 26,15. En relación a sus comparables soberanos, el AA22 se encuentra operando a una paridad del 50%, mientras que el TC20 lo hace a una de 37%. Está claro que el problema sigue siendo el valor del Peso en el mediano plazo, pero vemos que hay algunas oportunidades de arbitrajes interesantes para inversores en pesos.

Renta variable: Los bancos no terminan de estar baratos

La recuperación en los papeles de bancos argentinos observada el día de hoy (5,16% Banco Francés, 2,44% Supervielle, 4,66% Galicia y 4,85% Macro) sumado a la caída en los principales activos de renta fija alteró la relación entre el valor de dichos bancos y el riesgo país.

Vemos una apreciación, respecto a la semana anterior, del valor de los principales bancos. A su vez, teniendo en cuenta la historia, vemos que a los valores de riesgo país actual suele corresponderle un Market Cap inferior al que se observa hoy, los que nos indicaría que los bancos siguen sin estar baratos en términos de riesgo país.