

# Nota semanal de nuestro CIO

**Gustavo Domínguez**

✉ [GDominguez@ad-cap.com](mailto:GDominguez@ad-cap.com)

## Divergencia en renta variable se acentúa, USA vs el mundo

### En resumen

La breve recuperación que experimentaron los mercados internacionales durante la última semana de agosto se revierte.

### En concreto

Las **correlaciones entre las diferentes clases de activos nos confunden**, con una debilidad en la canasta del dólar que no alcanza para generar mejoras de precios en activos de mercados emergentes, y la continuación de la caída en Europa y Asia.

Esperamos a señales más claras para invertir, solo cerramos una posición remanente.

#### Renta Variable

- EEM, ETF de índice de Mercados Emergentes, invertidos a 41.20, precio límite de salida debajo de 42.15, objetivo 44.0-44.50. El día 27 alcanza el objetivo, ejecutamos la venta a 44.05. **Retorno Realizado: 6.9%**. Precio de cierre: 41.44.

#### Renta Fija

- MINT, etf administrado por PIMCO, activos de tasa de interés flotante, seguimos invertidos, recibimos dividendo de 21 cts el día 4. Precio de cierre: 101.5. Retorno: 0.98% (nota... precio de cierre + 0.98/101.49)
- SRLN, etf administrado por Blackstone, portafolio de préstamos de alta calidad, seguimos invertidos, recibimos dividendo de 19 cts. Precio de cierre: 47.17. Retorno: 1.48% (nota... precio de cierre + 0.93 / 47.40)

#### Materias Primas/Metales

- No encontramos buenos niveles de compra.

## En detalle

### Renta Variable

Las estadísticas económicas en EE. UU. siguen siendo positivas. El PBI creció al 4.2% en el segundo trimestre, comparado con Europa al 1.6% y Japón al 3%.

Los precios superan los máximos del pasado enero, escenario que veíamos como poco probable. Dados los niveles de precios y estimando un techo de 3000 en el S&P, el valor relativo en esta clase de activos es en el resto de los mercados, en particular los emergentes en Asia.

En nuestra última nota describimos como condiciones necesarias para una mejora en mercados emergentes la combinación de debilidad en la canasta del dólar y noticias de progreso en el tema tarifas a la importación entre EE. UU. y China. Ocurrió la primera, pero no fue suficiente.

Poniendo en contexto la suba de precios que generó el acuerdo de tarifas con Méjico hace 3 semanas, es claro que **el apetito de riesgo marginal depende de la clave TARIFAS.**

Esta semana tampoco ayudo la estadística de aumentos en los salarios del 3% anualizado en los EE. UU. que impulsó una suba en las tasas de interés, que, aunque moderada, genera flujos de capital hacia el dólar.

El mal humor prevaleciente en emergentes sin mayores noticias nuevas sigue alimentado en su mayoría simplemente por la dinámica negativa en precios.

En conclusión, no sabemos cuál será el piso, **esperamos un catalizador para volver a invertir.**

### Renta Fija

Pocos cambios con tasas en euros y dólares en suba moderada

Las tasas de 10 años en dólares llegan a 2.95%, en euros en Alemania a 0.40% y Japón al 0.10%.

### Materias Primas/Metales

El oro no reacciona ni siquiera a la caída en el dólar. La tendencia hace más probable que los precios bajen hasta \$1175 nuevamente, con niveles de \$1150 posibles en las próximas semanas.

Tasas de interés en suba que aumenta el costo de oportunidad de invertir en oro, el resto de los metales en tendencia a la baja (plata, cobre, platino) y la fortaleza estructural del dólar, todos apuntan a precios más bajos.

Finalmente, el petróleo luego de alcanzar área de oferta en los \$71, corrige y nos confunde con caídas de precios aun cuando los inventarios caen. Los inventarios de gas natural aumentaron mucho más de lo proyectado y lo empujan hasta \$66. La tendencia al alza de mediano plazo se preserva y todavía hace posible precios cercanos a \$75 en las próximas semanas, luego de superar el techo temporario de \$71.50-\$72.00

**Muchas gracias, hasta la próxima**

## Comentarios para los mercados de la región

### ARGENTINA



Hacia el final de la semana anterior el mercado local encontró cierta estabilidad. Las señales de respaldo al gobierno argentino por parte del presidente de EE.UU., así como los avances en las negociaciones con el FMI, tendientes a lograr un adelanto de los fondos comprometidos en el programa original de 2020 a 2019 y que también podría incluir una ampliación de los montos, sirvieron para aplacar la desconfianza respecto a la cobertura de las necesidades de financiamiento de 2019.

También ayudaron algunas señales políticas locales, que apuntan a que los gobernadores de las provincias, mayormente en manos de la oposición peronista “moderada” (no kirchnerista), estarían dispuestos a apoyar el proyecto de Presupuesto 2019, elaborado por el Gobierno con los recortes de gastos y aumentos de impuestos a la exportación anunciados el 3 de septiembre, tendientes a lograr un resultado fiscal primario equilibrado en 2019. Si se concreta, el apoyo de los gobernadores por un lado asegura los votos para su aprobación parlamentaria, por otro lado, da una señal hacia los inversores de que el compromiso con la austeridad fiscal no es solo de la coalición gobernante, sino que tiene un apoyo amplio que puede resistir un eventual cambio de signo político en el gobierno luego de 2019.

Con estas señales, el tipo de cambio retrocedió de un máximo que superó los 40 ARS/USD el 30 de agosto a 36,99 al cierre del viernes 7, los últimos dos días de la semana sin intervención del BCRA. El CDS a 5 años, tras tocar un máximo de 835 puntos el 4 de septiembre, cedió a 700 puntos hacia el cierre de la semana.

Aquí el argumento para el optimismo: Si se logra estabilizar el mercado cambiario y con el acuerdo con el Fondo y el Presupuesto 2019 aprobados, mejora la percepción de riesgo del país y los activos argentinos tienen amplio margen de mejora. La recesión es inevitable, pero servirá para contener el pass-through. Más adelante, hacia principios de 2019 van a jugar a favor la recuperación del agro (que este año impactó muy negativamente por la sequía que no se va a repetir el año próximo), mientras que los sectores que se benefician con la mejora del tipo de cambio real (autos es un sector clave) vía exportaciones y sustitución de importaciones van a ayudar a revertir el ciclo económico. El gobierno llegaría con la imagen recuperada a las elecciones, contra una oposición dividida (peronismo moderado vs. Kirchnerismo), siendo altas las chances de reelección.

Sin embargo, existen varios obstáculos que impiden dar certezas respecto a si se ha tocado fondo y estamos al inicio de una recuperación:

En primer lugar, la abrupta depreciación cambiaria (46% desde fines de abril), la salida de capitales y la suba de tasas de interés hasta el 60% actual, que llevó a cabo el BCRA para amortiguar dicho proceso, han sumido a la economía en una recesión aguda al mismo tiempo que la inflación se posiciona por encima del 40% anual. La recesión, de la cual nadie puede estar seguro de su profundidad y se espera una caída del PBI cercano al -2.5%, que va a presionar a la baja los ingresos tributarios, contrarrestando el incremento de la recaudación por el aumento de impuestos a las exportaciones. Esto pone en riesgo el cumplimiento del equilibrio fiscal primario que se está comprometiendo con el IMF para 2019.

## Comentarios para los mercados de la región

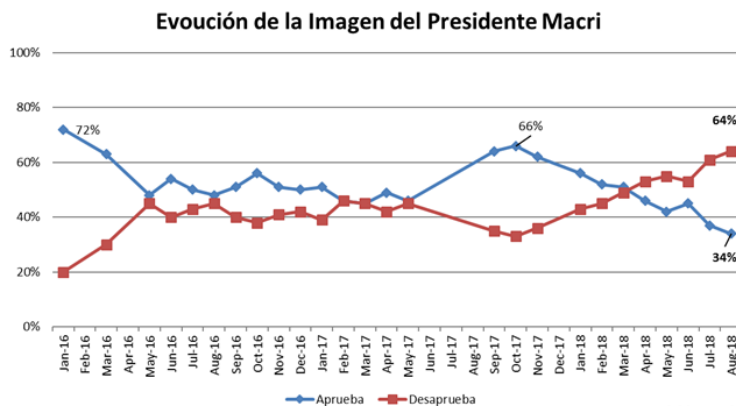
### ARGENTINA



La inflación, con expectativas inflacionarias “desancladas” produce múltiples efectos negativos: En primer lugar, el alto “pass-through” de la depreciación cambiaria a la inflación (bastante más alto que en sus peers), limita la mejora de competitividad de cualquier nivel dado de depreciación nominal. Sin estabilizar la tasa de inflación, los cálculos de tipo de cambio de equilibrio se transforman en un blanco móvil.

Además los reclamos que genera la erosión del poder adquisitivo de los salarios, genera múltiples presiones sobre el gasto público: mayor gasto salarial por reapertura de las negociaciones colectivas, mayor gasto social para paliar el deterioro de las condiciones de la franja de la población de menores ingresos, y potencialmente mayores subsidios para evitar trasladar a los consumidores el aumento del costo en dólares de la energía (la alternativa sería que el aumento de costos lo absorban las empresas, pero ello implica exponerse a que cancelen totalmente los planes de inversión, lo que también repercutiría negativamente). Todo esto aumentan las posibilidades que el gobierno encuentre mayores dificultades para cumplir las metas fiscales.

Este escenario interno negativo deteriora la imagen del gobierno y abre la amenaza de un retorno al populismo en las elecciones de octubre de 2019. Asimismo, la incertidumbre en este frente acentúa la parálisis de la actividad económica. Según las últimas encuestas la imagen del gobierno se ha deteriorado desde los 66.0% de octubre de 2017 al 34% de agosto.



Un evento relevante pero esperado para los mercados fue cuando S&P anunció que puso a Argentina en Revisión Especial Negativa debido a riesgos de implementación de las medidas de ajuste económico. La calificadora recalcó que la volatilidad del tipo de cambio podría amenazar la implementación de las medidas de ajuste económico. El programa con el FMI y el abultado nivel de reservas debería ayudar a estabilizar la situación del tipo de cambio, inflación y contribuir al crecimiento. S&P dice que podría mantener la calificación en su nivel actual si el gobierno logra contener la moneda, alivianar las preocupaciones sobre el riesgo de financiamiento de la deuda soberana y anclar las expectativas sobre inflación. Esta revisión se llevará a cabo en los próximos 3 meses.

## Comentarios para los mercados de la región

### ARGENTINA



El contexto internacional continúa siendo poco benevolente para los mercados emergentes. Los mismos siguen sufriendo una salida de capitales que no pareciera revertirse en el corto plazo. Las políticas expansivas de Trump con la economía de EE.UU. cerca del pleno empleo, llevan a la Fed a seguir adelante con la suba de tasas y el QT (quantitative tightening) para evitar un salto inflacionario más adelante que luego puede ser muy costoso de frenar. Por otro lado, las guerras comerciales que alimenta Trump, generan incertidumbre y deterioran las perspectivas de crecimiento de los países que sufren el embate, mucho de ellos emergentes con China a la cabeza.

Por ello, si bien existen argumentos para sostener que el tipo de cambio se ha acercado al equilibrio (hay divergencias en los cálculos, mientras algunos sostienen que ya está sobre castigado, otros sostienen que todavía falta para alcanzar el nivel de equilibrio), el contexto de salida de capitales de mercados emergentes puede forzar a una mayor debilidad de la moneda por un período relativamente largo.

Pero volviendo a lo más inmediato y urgente, la concreción del acuerdo político por el Presupuesto para el año que viene resulta clave para que la tranquilidad de los últimos días se sostenga y aumenten las chances de que se consolide un rebote de los activos argentinos. Ayer los gobernadores se reunieron con la nación y el resultado fue muy favorable. Si bien faltan detalles de lo conversado y de la versión final del presupuesto esperamos que el gobierno pueda aprobar el presupuesto sin sobresaltos.

Hacia el fin del martes 12 de septiembre el tipo de cambio se encontraba negociando en ARs 38,25, si bien en los máximos de la semana estaba por debajo del ARs 38,95 del martes 4 de septiembre. Por otra parte el riesgo país medido por el CDs de 5 años cerraba en +690bps, también por debajo de máximos de +845bps del martes pasado.

#### Recomendaciones de Inversión

En cuanto a las inversiones en USD, continuamos recomendamos posiciones defensivas de corto plazo, tanto en cash como en Letes cortas, que ofrecen un rendimiento cercano al 7,5%, en el tramo corto de la curva de dólares. Para aquellos inversores, con un horizonte temporal más largo, recomendamos no extender posiciones más allá de AY24, es decir posicionarse en el tramo medio-corto de la curva.

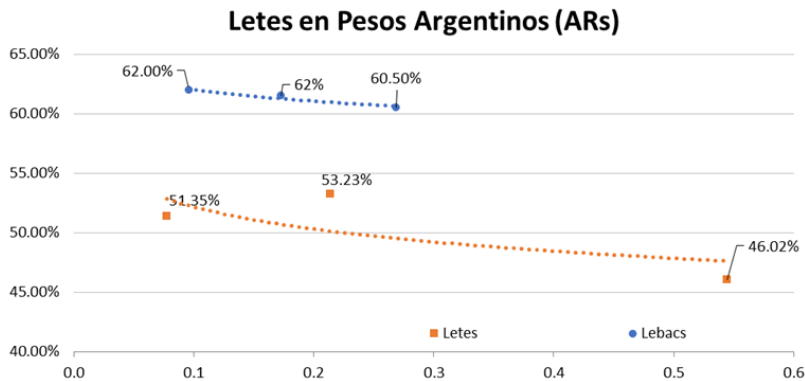
Teniendo en cuenta la incertidumbre generada por el tipo de cambio, para aquellos inversores que deciden apostar a la tasa en pesos, las Letras en ARs ofrecen tasas muy atractivas, en torno al 52% para los tramos más cortos. El Ministerio de Economía está focalizado en el programa de emisión de Letes, las mismas están diseñadas para captar la demanda de instrumentos de corto plazo en ARs, que antes se dedicaban a las Lebac.

## Comentarios para los mercados de la región

### ARGENTINA



Dejamos de recomendar las Lebacs dado que el gobierno tiene un programa de eliminación de ese instrumento programado hacia diciembre y si bien continúan detentando la tasa más alta del mercado en el menor plazo han disminuido abruptamente de liquidez en el mercado secundario.



## PORQUÉ ADCAP?

### Regionalidad

Un mismo grupo,  
múltiples soluciones

### Flexibilidad

Apertura de cuenta local o  
Internacional en la misma  
plataforma

### Diversificación

Variedad de productos

## GRUPO ADCAP – PRESENCIA ACTUAL

USA



Uruguay



BVI



Argentina



Perú



Colombia



Contribuciones adicionales a cargo de:

#### Argentina

Jorge Víñas

✉ JVinass@ad-cap.com

#### Perú

Paula Gandara

✉ pgandara@ad-cap.com

#### Colombia

Otman Gordillo

✉ ogordillo@ad-cap.com.co

## DISCLAIMER

Se advierte al destinatario de la presentación que es su responsabilidad el uso de la información de la misma, los datos proporcionados respecto a volumen, mercados, rentabilidades, productos y servicios son puramente informativos y no constituyen una oferta en firme para la compra o venta de inversiones. AdCap, no garantiza la exactitud, vigencia, puntualidad o integridad de los datos a disposición de usted para cualquier propósito en particular y no será responsable por cualquier pérdida o daño que pudiera resultar de la interpretación por el cliente o por terceros. Las obligaciones de la comisionista son de medio y no de resultado. Las decisiones de inversión en productos y servicios deben ser tomadas por parte del inversionista, quien tendrá a su disposición información de los mismos así como su riesgo, los cuales deben ser conocidos y evaluados por el cliente en forma a la inversión.