

## Mejora generalizada en mercados de riesgo, se revierte en parte la divergencia

- Finalmente la divergencia en renta variable global se revierte con fuerte suba en mercados emergentes, Europa y Japón. EEUU también en alza.
- En Argentina el gobierno y el FMI anunciaron un nuevo acuerdo que suman USD 7,1 Bn para alcanzar un Programa Total de USD 57,1Bn. El gobierno también anunció un nuevo régimen monetario.
- En Colombia, la Junta Ordinaria del Banco Central con estabilidad en tasas de referencia (como era esperado) y sorpresa con el anuncio de opciones PUT. No consideramos que la tasa de cambio en Colombia tenga un efecto drástico producto del anuncio (y posible ejercicio) de las opciones PUT de acumulación de reservas por parte del Banco Central.

### **Gustavo Dominguez**

*Chief Investment Officer (CIO) de AdCap Securities*

Más de 30 años de experiencia en Wall Street incluyendo head Global de Trading para Mercados Emergentes y Renta Fija Internacional, así como Administrador de portafolios para Fondos Globales Macro y de Bienes Reales.

**Posiciones anteriores:** Chase Manhattan | JP Morgan | Gottex Fund Management.

✉ GDominguez@ad-cap.com

### RENTA VARIABLE

En términos generales, consideramos que, a pesar de la subida en tasas de interés, la renta variable americana no sufriría un efecto negativo relevante en los próximos días (es más, es posible que comience a competir y en algunos casos mejorar la rentabilidad presentada por la renta fija hacia el final de 2018), siguiendo el sólido comportamiento en el crecimiento y una potencial estabilización en los mercados emergentes y eurozona. Consideramos que sectores como minería, semiconductores, industria automotriz y bienes de capital aparecen atractivos.

El SPX continúa beneficiándose de una demanda doméstica fuerte y esta soportada en valoraciones impulsando el índice por arriba de los 3.000 puntos. Sin embargo, valoraciones adicionales parecen estar atadas a una tasa de cambio más competitiva (algo que se ha visto levemente en los últimos días) y a la mayor claridad en el tema de la guerra comercial con la China (que aún no se ve cercana).

Lo anterior pone de plano la importancia de uno de los temas que son el centro de atención en la actualidad: las tarifas que Estados Unidos pueda imponer a sus contrapartes comerciales y la guerra comercial que estas tarifas puedan iniciar. Algunos puntos a tener en cuenta:

- Por el momento hay un alto componente de incertidumbre. Faltan detalles que puedan aclarar el tema en el tema tarifario, cómo se va a aplicar; además de las repercusiones en el comercio y lo más importante, cómo afectaría el crecimiento mundial y americano.

De acuerdo con JPMorgan, la implementación de esta política podría reducir el crecimiento de Estados Unidos en un 0.15% y aumentar la inflación en 0.2%. El mismo efecto para China sería de 0.7% en PIB (0.4% directamente vía comercio y 0.3% de forma indirecta vía consumo e inversión).

- Sin embargo, la aplicación de tarifas ha sido ampliamente descontadas y por lo tanto su aplicación no ha tenido un efecto dramático en los activos americanos. Lo anterior no quiere decir que su efecto no haya sido nulo, sólo que ha sido limitado.

- La Casa Blanca ha tenido un pequeño “gesto” conciliatorio comenzando un 10% y saltando posteriormente al 25%. Sin embargo, el gobierno de D. Trump podría eventualmente cambiar abruptamente la política en cualquier momento, aunque obviamente no se descarta una salida diplomática.

- Finalmente, es usual que se hable de las medidas adoptadas por los Estados Unidos; sin embargo, China tiene las herramientas de reducir el impacto negativo que estas tarifas pueden tener. En este caso, un plan de choque agresivo por parte de China podría ser una buena noticia para las economías emergentes.

En resumen, en el tema de la guerra comercial, si bien, aún faltan varios detalles por definir y la volatilidad podría aumentar, esta situación ha sido una constante en los últimos meses y el mercado podría ya haber asumido en parte estas tensiones.

Mas allá de este tema, el foco más importante en la actualidad continúa siendo la salud de la economía americana.

A pesar que el salario medio por hora continúa aumentando, el aumento en los salarios no ha sido determinante para que las ganancias corporativas se vean afectadas ya que se encuentran cerca de su récord histórico al 13.4%, mientras que la compensación a los empleados es baja. Las recesiones anteriores han sido acompañadas por un crecimiento en la compensación a los empleados y una caída en las ganancias corporativas; lo que implica que la situación actual es inusual.

Un signo adicional es el consumo personal, uno de los determinantes en el crecimiento económico está mostrando signos indiscutibles de recuperación. Este comportamiento se debe parcialmente al impulso logrado con la reducción en los impuestos que podría hacer pospuesto uno o dos años la desaceleración en Estados Unidos y por lo tanto el efecto negativo en la renta variable podría no evidenciarse en el próximo año.

### RENTA FIJA

El miércoles 26 de septiembre la Reserva Federal llevó a cabo su reunión ordinaria en la cual se aumentaron las tasas hasta 2.25% (a niveles de abril de 2008), como el mercado estaba esperando con un 100% de probabilidad. Como es usual, el centro de atención no fue el ajuste en la tasa, sino el lenguaje que acompañó dicho ajuste, además de las proyecciones y mapa de puntos, que en esta ocasión dan una visión de lo esperado en 2020.

Las medidas tomadas (además de la subida de  $\frac{1}{4}$  de punto) se pueden resumir en los siguientes puntos:

- Se eliminó el término “acomodativo” aduciendo a la manera por medio de la cual se está ajustando la política monetaria. Lo anterior implica que la tasa de referencia estaría alcanzando un nivel que se consideraría neutral, lo que puede ser entendido como un comentario “dovish”. Sin embargo, J. Powell determina en la rueda de prensa que la FED ajustaría tasas más allá del nivel neutral.
- Sin embargo, a pesar de la eliminación del término “acomodativo”, se mantiene la misma senda de ajustes para 2018 (con cuatro ajustes en 2018 – con uno restante), y tres ajustes en 2019.
- Al parecer, no hay acuerdo entre los miembros votantes del FOMC, teniendo en cuenta que para 2019 siete miembros votaron a favor de dos subidas o menos, cuatro a favor de tres subidas y cinco respaldando cuatro o más ajustes.

- Para el 2018 la FED ajustó al alza el crecimiento de la economía hasta 3.1% (desde 2.8%). Para el 2019 el ajuste fue menor (de 2.4% a 2.5%) sugiriendo que el tema de “Guerra Comercial” no afectaría negativamente

La gran idea que a nuestro juicio es clave después de la octava reunión de la FED en 2018 es que la variable a seguir es el crecimiento (en mayor medida) y la inflación (en segunda medida).

La combinación de factores como la eliminación del término “acomodativo”, el aumento en el nivel de crecimiento esperado y el hecho que la inflación presente un crecimiento que se puede denominar como calmado, podría presionar a la baja las tasas de corto plazo al mismo tiempo que aumentar las tasas de largo plazo, aumentando así la pendiente de la curva, a la vez que podría promover la debilidad del dólar a nivel mundial. Sin embargo, algo que queremos destacar es que no vemos como muy probable la posibilidad que en las condiciones actuales se presente una curva invertida a partir del comportamiento de la posición corta y larga de la misma en las últimas semanas. Igualmente, no necesariamente una curva plana (o invertida) va a terminar causando una recesión. Cuatro razones soportan esta opinión

- Crecimiento de la economía que se puede considerar como sólido
- Preocupación relacionada a la presión inflacionaria proveniente de imposición de tarifas
- El mencionado sesgo “dovish” de la FED
- Las preocupaciones de una posición de venta de Tesoros por parte de China no parece ser un factor determinante.

Para finalizar, mantener inversiones en cash sería una alternativa interesante de ahora en adelante, teniendo en cuenta el ajuste de las tasas de referencia hecho ayer: algunos money markets van a ofrecer por primera vez en años retornos reales Vs inflación: por primera vez desde 2008, los money markets van a ofrecer un retorno real.

### MATERIAS PRIMAS

La tendencia de los principales indicadores de crudo se mantiene a alza, aunque su agresividad ha menguado: una vez el WTI ha alcanzado niveles similares a los máximos observados entre mayo y junio de 2018 (entre \$75 y \$71), el precio ha tendido a estabilizarse.

El motivo principal de esta tendencia compradora que ya alcanza varios meses se puede resumir en tres ideas:

- Las declaraciones de Arabia Saudita (y de otros países) por medio de las cuales anuncia que los productores estarían cómodos en el corto plazo con el nivel actual en los precios
- La entrada en vigor de las sanciones comerciales que Estados Unidos reimpondría a Irán y que entrarían en vigor el 4 de noviembre. Por ejemplo, India (el segundo mayor comprador de crudo iraní) ha determinado que podría reducir sus compras de crudo a este país, lo que implicaría que en términos prácticos aumentaría la demanda internacional de crudo ya que el producido por Irán no estaría disponible. La OPEP y otros productores han comenzado a considerar un aumento de la producción (ex - Irán) en 500 mil barriles para contrarrestar la menor cantidad de crudo ofrecido en el mercado
- Reducciones en la producción de crudo por parte de Venezuela, Libia y Nigeria que han ajustado aún más el mercado, a medida que la demanda global se acerca por primera vez a los 100 millones de barriles diario.

En este ambiente tan volátil para los precios del crudo, algunos de los grandes actores del mercado como Trafigura and Mecerua esperan que el precio no sólo sobrepase los US\$ 80, sino que incluso alcance los US\$100 en 2019.

Por su parte, los Estados Unidos (con el presidente D. Trump a la cabeza), mantienen la postura de preocupación ante el nivel actual de los precios y esperan que los más importantes productores tomen las "acciones necesarias" para evitar mayores incrementos. Sin embargo, la tendencia al alza parece tener aliento y las intervenciones verbales que buscan disminuir la fuerza en la subida tendrían por el momento un efecto limitado.

Como niveles más relevantes podríamos considerar el \$74.6 - \$75 como meta de corto plazo y \$83 si la tendencia compradora continúa. Como soporte se sigue manteniendo el \$63; un nivel que sigue siendo más alto de lo que la mayoría de los analistas esperaban a inicio de 2018.

**Muchas gracias, hasta la próxima**

La suba de precios ocurre fuera de áreas de demanda en general, perdemos la buena oportunidad para invertir. También es la consecuencia de nuestra filosofía de inversión, donde no pretendemos determinar cual es el piso de una tendencia a la baja. Estamos invertidos en los dos fondos de bajo riesgo y renta fija mensual. MINT y SRLN, esperamos nuevas oportunidades.

### RENTA VARIABLE

No encontramos buenos niveles de compra.

### MATERIAS PRIMAS/METALES

No encontramos buenos niveles de compra.

### RENTA FIJA

- MINT, etf administrado por PIMCO, activos de tasa de interes flotante, seguimos invertidos, recibimos dividendo de 21 cts el día 4. Precio de cierre: 101.49. Retorno: +0.98%.
- SRLN, etf administrado por Blackstone, portafolio de préstamos de alta calidad, seguimos invertidos, recibimos dividendo de 19 cts. Precio de cierre: 47.40. Retorno: +0.93%.

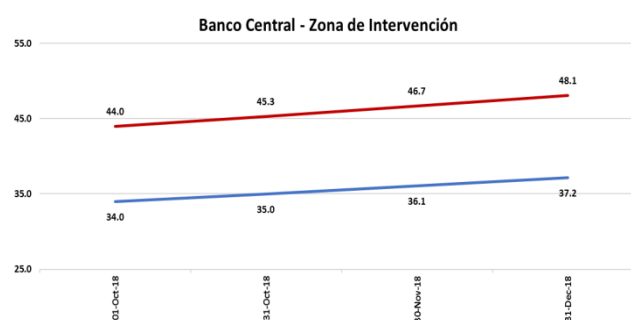
## COMENTARIOS PARA LOS MERCADOS DE LA REGIÓN ARGENTINA

El gobierno y el FMI anunciaron un nuevo acuerdo que suman USD 7,1 Bn para alcanzar un Programa Total de USD 57,1Bn. Por otra parte, se adelantan desembolsos: para lo que resta de 2018 pasan de USD 5,8 Bn a USD 13,4 Bn, mientras que para 2019 pasan de USD 11,7 Bn a USD 22,8 Bn. Asimismo, reafirma la meta de equilibrio fiscal primario para 2019. Además todos los fondos pasan de ser precautorios a ser utilizados en apoyo presupuestario, esto significa que si Argentina cumple con las metas del acuerdo el FMI envía automáticamente el dinero programado.

Por otra parte, el gobierno anuncio un nuevo régimen monetario, que considera:

- Meta de crecimiento nulo para la Base Monetaria en términos nominales hasta junio de 2019
- El BCRA utilizará la operatoria de LELIQS con los Bancos para cumplir la meta monetaria y no operará con el resto del mercado.
- La variable de ajuste será la tasa de LELIQ, cuya volatilidad diaria no necesariamente se trasladará al público
- Régimen cambiario: Banda de No Intervención entre 34 y 44, ajustable diariamente a un ritmo de 3% mensual hasta fin de año.
- Debajo de 34 compra reservas e inyecta pesos, arriba de 44 vende reservas hasta USD 150M por día y reduce la base monetaria.

Cabe destacar que Banco central no se compromete a defender un nivel del tipo de cambio, solo anuncia rangos de intervención tendientes a disminuir la volatilidad de la moneda.



En nuestra opinión, lo más destacable de los anuncios recientes son el set de políticas macroeconómicas, fiscal y monetaria, orientadas a la estabilización y a un esquema económico más sustentable. El nuevo programa considera un esquema fiscal de convergencia más rápida hacia el equilibrio, empezando por equilibrio primario en 2019, y una regla monetaria que implica crecimiento nulo de la base monetaria en términos nominales. Y de esta forma se elimina la principal fuente del proceso inflacionario persistente y creciente en el que está inmersa la economía argentina.

Sin embargo, los anuncios se dan en medio de un proceso recesivo que comenzó con la sequía pero que se exacerbó por la corrida cambiaria y las altas tasas de interés, una inflación alta y creciente por el pass-through de la devaluación y el desanclaje de las expectativas, caída de la imagen del gobierno y de la confianza de consumidores y empresarios, e incertidumbre de cara al escenario electoral del año próximo.

### LA APUESTA DEL GOBIERNO Y DEL FMI

La apuesta es que los fondos del FMI tranquilicen a los inversores respecto al riesgo de default ya que no hace falta que Argentina vaya al mercado ni siquiera para renovar vencimientos (excepto parte de las Letes) y baje el riesgo país.

Esto, junto con las altas tasas en pesos derivadas de la aplicación de la regla monetaria, y el hecho de que el tipo de cambio real está en el nivel más alto de los últimos 10 años, debería alcanzar para frenar la demanda especulativa y de atesoramiento de dólares, lo que restaría incentivos a que el tipo de cambio se acerque al techo de la banda.

Eventualmente, la falta de pesos y la percepción de que el tipo de cambio ya ha subido lo suficiente, deberían alentar el “desarme” de posiciones en dólares así como empezar a atraer fondos especulativos atraídos por el carry-trade, reforzando aún más la estabilidad cambiaria.

El tipo de cambio estable y la escasez de pesos deberían contribuir a una desinflación más rápida y a un anclaje de las expectativas inflacionarias. Esto, a su vez redundaría en la posibilidad de empezar a bajar tasas de interés, anticipando la reactivación de la economía.

### LOS RIESGOS DEL ESCENARIO

Una de las principales amenazas es que la nueva regla monetaria requiera de tasas de interés más elevadas, desde los niveles actuales ya muy altos de 65%, para cumplir con el crecimiento 0 de la base monetaria. Tasas más altas ahogarían aun más al sector privado, profundizando la recesión y el desempleo

La regla monetaria no frenará la inflación rápidamente. La inercia propia de un proceso inflacionario tan arraigado, más el hecho de que la regla monetaria, aun siendo estricta, no generará un anclaje de expectativas en forma veloz.

Esto lleva a que la desinflación sea muy lenta, en donde los costos del ajuste saltan a la vista, mientras los beneficios se postergan. Eventualmente, los agentes económicos podrían preferir seguir refugiándose en el dólar para protegerse de una inflación que baja lentamente y cuya trayectoria es incierta.

De esta forma las perspectivas para los próximos meses siguen siendo sombrías. En este contexto, hay un riesgo alto de que se ponga en duda la sustentabilidad del esquema en varios frentes, evitando la baja del riesgo país y alimentando la suba del tipo de cambio hasta testear el techo de la banda: 1) el descontento social aumenta la posibilidad de una vuelta al populismo en las próximas elecciones, 2) aun en el caso de que se apruebe el Presupuesto 2019 con los lineamientos de equilibrio primario propuesto por el Gobierno (algo que podría generar algún ruido en el próximo mes), la profundización de la recesión ante la restricción monetaria, provoca un derrumbe de la recaudación que impide cumplir el equilibrio primario, 3) el Gobierno, ante la creciente posibilidad de perder las elecciones abandona las metas fiscales y monetarias del programa.



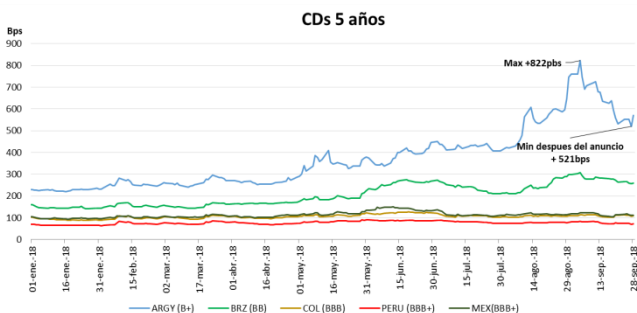
### REACCIÓN INICIAL: POR AHORA SIN VEREDICTO

Estamos lejos de poder hablar de un shock de confianza: el CDS todavía está por encima del mínimo reciente que alcanzó antes de la renuncia del último presidente del BCRA Luis Caputo), mientras que los titulares destacan que el tipo de cambio continúa depreciándose, lo que no juega a favor de consolidar la percepción de estabilización que tanto hace falta.

En la próxima semana cobrarán un rol clave los avances para la aprobación del Presupuesto, así como la comunicación del BCRA del nuevo esquema monetario, que será determinante para que sirva para anclar expectativas.

### RECOMENDACIONES DE INVERSIÓN

- Sigue en pie la recomendación de cautela para los perfiles de riesgo moderado, con alto nivel de dolarización y corta duración
- Solo para aquellos con mayor tolerancia al riesgo, acciones y bonos en pesos (en el nuevo esquema monetario creemos que los atados a Badlar serían los grandes ganadores), buscando el timing adecuado y con stop-loss estrictos.





## COMENTARIOS PARA LOS MERCADOS DE LA REGIÓN COLOMBIANA

### Reunión ordinario del Banco Central

La semana que acabó de pasar, se dio la Junta Ordinaria del Banco República que en términos de tasas NO se apartó de lo que el mercado estaba esperando, pero sorprendió con la posibilidad que el Banco Central compre reservas internacionales. Veamos:

- **En el tema de tasas de referencia, se mantuvieron estables en 4.25%** siguiendo lo que el mercado estaba esperando. Es más, se puede esperar que, a menos que se den cambios drásticos en las variables que el BanRep sigue (inflación y crecimiento), la tasa podría permanecer estable en lo que resta del 2018. El próximo movimiento sería al alza y se podría dar hacia el primer trimestre de 2019.

- **En el tema de reservas internacionales, sorprendió la decisión de aumentarlas mediante el anuncio del programa de acumulación en un monto de USD400 millones mensuales**, mediante opciones "PUT" que serán ejercidas cuando la TRM esté por debajo del promedio móvil de 20 días. En torno a esta medida surgen varias preguntas:

¿Por qué se lanza esta medida? Según el comunicado oficial del BR, se busca aumentar el nivel de reservas internacionales (actualmente en \$US 47.537 millones) con el "propósito de prepararse ante una posible reducción de la Línea de Crédito Flexible (LCF) del FMI en el año 2020". Es decir, se hace para limitar el impacto que se podría dar por la reducción de unos fondos provenientes del FMI.

¿Está el BRep preocupado por el tema cambiario?  
¿Este es un mensaje que sugiere que el BRep espera mayores devaluaciones? Dada la relación con la inflación, la tasa de cambio siempre es seguida por el Banco Emisor. Sin embargo, la decisión de comprar dólares no sugeriría que el BRep espere devaluaciones importantes en próximos meses. El mismo comunicado del Banco determina que "el programa no persigue ningún objetivo de tipo de cambio ni interfiere con la postura de política monetaria"; lo que implica que no busca afectar de ningún modo la tasa de cambio. Es más, el mismo Banco determina que se usan opciones put para "minimizar el impacto en la tasa de cambio"; si quisiera afectar el Fx, operaría directamente en el mercado spot.

Dado que esta medida NO es nueva, ¿cuál ha sido el comportamiento del FX cuando este mecanismo ha estado en vigencia? Un análisis del ejercicio de estas opciones arroja los siguientes resultados:

- La última vez que se aplicó este mecanismo fue 2008, cuando a lo largo del primer semestre se convocaron y ejercieron \$450 millones. Este mecanismo NO es muy común e históricamente, ha habido acumulación de reservas en 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004 y 2008.
- El anuncio de opciones put no equivale a su ejercicio: desde 1999, sólo el 65% de las opciones anunciadas ha sido ejercidas (USD \$5.175 mil millones VS USD \$3.355 mil millones)
- El ejercicio de estas opciones NO tendría una relevancia directa en el FX, como se aprecia en la gráfica. El movimiento se relaciona directamente con el comportamiento del DX (canasta de USD VS otras monedas).



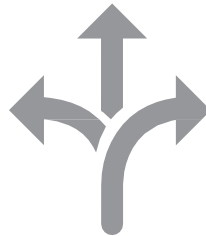
Por lo anterior, no consideramos que la tasa de cambio en Colombia tenga un efecto drástico producto del anuncio (y posible ejercicio) de las opciones PUT de acumulación de reservas por parte del Banco Central.

# ► ¿POR QUÉ 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



## CONTRIBUCIONES ADICIONALES A CARGO DE:

### Argentina

Jorge Víñas

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

### Perú

Paula Gandara

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

### Colombia

Otman Gordillo

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



AdCap

# 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.