

**Gustavo Dominguez**

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

*Chief Investment Officer*

*(CIO) de AdCap Securities*

## Suba de tasas, corrección en mercados de riesgo

- Lo que ahora es fácil calificar como ambiente de complacencia se enrarece a partir del dato de desempleo en el sector privado – ADP- que sorprende en alza. La tasa de 10 años en dólares salta superando el nivel de 3.20% y provoca primero una caída en el sector de tecnología y supercaps que finalmente arrastra al resto de renta variable en EE. UU. La corrección se expande con correcciones más severas en Europa, Japón y mercados emergentes en Asia.
- En Argentina, a casi 3 semanas del debut del nuevo esquema monetario, de crecimiento nulo de la base monetaria y bandas cambiarias, el comienzo puede evaluarse como auspicioso.
- En Colombia, desde antes de iniciar el año, se ha considerado al 2018 como el de la recuperación de la economía. Si bien, el PIB del primer semestre ha sido mayor al observado en 2017, la economía aún no muestra el dinamismo que se había pronosticado. En AdCap esperamos que el crecimiento del año se ubique en 2.8%.

### RENTA VARIABLE

Es casi irónico que la corrección en el sector comienza con una muy buena noticia en la economía real. La estadística de empleo en el sector privado - ADP- en general un anticipo dos días antes de la publicación de las estadísticas del departamento Federal de Trabajo muestra crecimiento de 230 mil puestos vs la proyección de 185 mil.

Ustedes dirán... ¿y solo eso provocó la suba de 3.05% a 3.22% en la tasa de 10 años? Nosotros pensamos lo mismo. Lo más probable es que el posicionamiento y desbalance entre volumen de órdenes de compra y venta estaba casi al límite y solo esperando una buena excusa.

La consolidación en baja cambia hacia fuerte corrección luego de que un gigante del sector materiales - PPG- acompañado de otros conglomerados en Europa - VAT/ DLPH- publicaron adelantos de caída en las ganancias esperadas dadas las presiones de costos. Clave fue el sector. Materiales es un sector líder anticipando la tendencia del sector privado, dado que son los proveedores de las distintas industrias globales.

EE. UU. en su punto más bajo cae entre 8.5% y 11% dependiendo el índice, con el mayor castigo en sectores de materiales y tecnología. Europa, Japón y mercados emergentes en Asia sufren caídas similares, solo Latinoamérica sufre menos dada la fuerte recuperación en Brasil - 12%-.

Estamos en la primera semana de publicación de resultados corporativos del tercer trimestre. Hasta ahora los bancos y empresas de tecnología que publicaron han mostrado resultados mejor a lo esperado, mientras que las empresas del sector al consumo desilusionan.

El escenario más probable entonces nos parece que será una continuación de la volatilidad por las próximas 2 a 3 semanas hasta que la mayoría de las empresas hayan publicado resultados y proyecciones. El tono relativo de cautela hacia los resultados esperados en los próximos trimestres dadas las presiones de costos de trabajo más el impacto en la suba de tarifas a las importaciones va a determinar la dirección de allí en más.

En términos fundamentales la economía de EE. UU. sigue liderando en actividad y tiene más para ofrecer, mientras que el resto del mundo ya ha desacelerado y los mercados emergentes, liderados por China, ya muestran debilidad presionados por la fortaleza de la canasta del dólar dado que en todos los casos han aumentado su endeudamiento dramáticamente durante los años de tasas cercanas a cero y expansión monetaria.

La debilidad relativa también se ve ayudada por la incertidumbre alrededor de la reacción que tendrá la Unión Europea al presupuesto fiscal presentado por Italia, previendo un déficit fiscal mayor al 2% para el 2019, y por ultimo las estadísticas de actividad económica en China.

### RENTA FIJA

Las tasas a 10 años en dólares luego del primer impulso que las llevó las tasas a casi 3.25%, atemperan la suba luego de que la inflación publicada sigue entre el 0.1% y 0.2% mensual, y que en Europa las tasas en Euros en Alemania bajan por la aversión al riesgo regional que provoca la situación en Italia con tasas subiendo del 2.85% a 3.55% en dos semanas.

Japón acompaña la suba global, pero en magnitudes minúsculas, de 0.12% a 0.14% en promedio.

El 3% pasa a ser el piso en EE. UU., y si la historia sirve de algo, una vez que rompieron el nivel de 3.20%- 3.22% del 2011, en el mediano plazo la dinámica no muestra resistencia hasta 3.50%- 3.60%. La combinación de aumento en el déficit fiscal en EE. UU. que genera más emisión de deuda y las presiones de salarios implican que es solo cuestión de tiempo, imposible predecir exactamente cuánto, disculpen...

En lo que hace a política monetaria, la Reserva Federal aumentó sus tasas en 25pb, de una forma consistente con las expectativas. Igualmente mantuvo sin cambios el “mapa de puntos” y tal vez, lo más importante de todo el comunicado, se eliminó el término “acomodativo” (aunque el mismo J. Powell redujo la importancia de este cambio).

Por otro lado, el foco de atención se ubica al otro lado del Atlántico, específicamente en Italia en donde el gabinete aprobó un presupuesto expansivo para 2019 que aumenta el gasto social, reduce la edad de jubilación y eleva el déficit, lo que implica una disputa con las autoridades en Bruselas sobre el cumplimiento de las normas de la Unión Europea. La coalición de Gobierno de la ultraderechista Liga y el antisistema Movimiento 5 Estrellas emitió el marco financiero, en el que elevó la meta del déficit para el próximo año a un 2,4%/PIB. La cifra está bajo el límite del 3% impuesto por la Unión Europea, pero representa un fuerte aumento desde el 1,8% proyectado para este año.

El problema ahora radica en dos aspectos: 1). la unidad de la Unión Europea, cuando uno de los países clave decide unilateralmente romper las normas que han mantenido cohesionado el grupo 2). Las medidas que puedan tomar las agencias calificadoras ya que se estimaba que el 2.0% de déficit sería el máximo permisible antes de aplicar recortes de calificaciones (actualmente Italia tiene una calificación soberana de BBB).

Como consecuencia el CDS a 10 años pasó de 150pb a 300pb a lo largo de 2018.

### MATERIAS PRIMAS

Finalmente, a pesar de la fortaleza del dólar, el oro rompe no solo la tendencia a la baja, sino la consolidación entre 1185 y 1210, los precios alcanzan 1230. Con el contexto de aversión al riesgo, es más probable que llegue a 1260 antes de corregir máximo hasta 1200.

El petróleo luego de alcanzar los niveles esperados de entre 75.50 y 77 corrige, pero más de lo que veíamos como más probable, que era el área de demanda entre 71.50 y 72.75. La caída en renta variable lo arrastra hacia 69. La ecuación de oferta vs demanda en los próximos meses apunta a precios más altos, si rompe 78 es posible que alcance 82 y luego 85.50. Hacia la baja no debería romper el 64.

El mercado de crudo estará enfocado en el 4 de noviembre, fecha en la cual van a entrar en vigor las sanciones comerciales que Estados Unidos reimpondría a Irán. En gran medida, la posibilidad de un recorte en la oferta por este motivo es el principal driver que ha movido los precios al alza. Sin embargo, aún hay muchos detalles por aclarar: ¿los compradores van realmente a eliminar las compras de crudo a ese país? ¿Se impondrán gradualmente las sanciones? Puntualmente el WSJ reportó que la Unión Europea ha creado un vehículo especial que permitiría que las compañías continúen sus negocios con Teherán a la vez que cumplan con las sanciones comerciales impuestas.

**Muchas gracias, hasta la próxima**

Solo intentamos con dos posiciones y la velocidad de la caída nos ejecuta el stop el mismo día. Decidimos esperar a que los mercados encuentren una mejor base.

### RENTA VARIABLE

. DIA, etf del Dow Jones, compramos en zona de demanda el día 10 a 261.30, precio límite de riesgo debajo de 259.50. El mismo día se ejecuta el stop a 259.35. **Retorno Realizado: -0.75%**.

### MATERIAS PRIMAS/METALES

- USO, etf de petróleo. Al igual que con DIA, invertimos y el mercado nos ejecuta la salida a pérdida en el mismo día 11. Compramos en zona de demanda a 15.20, precio límite de riesgo debajo de 15.05. Se ejecuta el stop a 15.03, el mismo día. **Retorno realizado: -1.12%**.

### RENTA FIJA

Estamos invertidos en los dos fondos de bajo riesgo y renta fija mensual. MINT y SRLN, esperamos nuevas oportunidades.

. MINT, etf administrado por PIMCO, activos de tasa de interés flotante, seguimos invertidos, recibimos dividendo de 20 cts el día 1. Precio de cierre: 101.52. **Retorno: 1.192%** (nota... precio de cierre + 1.18/ 101.49).

. SRLN, etf administrado por Blackstone, portafolio de préstamos de alta calidad, seguimos invertidos, recibimos dividendo de 19 cts. Precio de cierre: 47.18. **Retorno: 1.920%** (nota... precio de cierre + 1.12 / 47.40).

## COMENTARIOS PARA LOS MERCADOS DE LA REGIÓN - ARGENTINA

- A casi 3 semanas del debut del nuevo esquema monetario, de crecimiento nulo de la base monetaria y bandas cambiarias (inicialmente 34-44, ajustables diariamente a ritmo de 3% mensual), el comienzo puede evaluarse como auspicioso, en especial contra expectativas pesimistas al momento de anunciarse el nuevo esquema que pronosticaban que el tipo de cambio podría ir rápidamente a testear el techo de la banda, requiriendo tasas de interés desmesuradamente altas, incluso superiores al 100%
- Por el contrario, el tipo de cambio ha pasado de 41,25 ARSxUSD al cierre del 28 de septiembre a 36,18 al 17/10, una apreciación nominal del 12,2%. Las altas tasas de interés, la mejora de la atmósfera externa para mercados emergentes (resultado positivo de la elección en Brasil, mejora de las monedas más castigadas como la lira turca o el rand sudafricano), y la percepción de que el tipo de cambio real ha alcanzado un nivel suficiente para corregir el déficit externo y reducir la demanda de moneda extranjera, han confluído para la estabilización cambiaria.
- Las licitaciones diarias de letras del BCRA a 7 días (LELIQ), destinadas a absorber la liquidez excedente para cumplir con el crecimiento nulo de la base monetaria, se han estabilizado en el rango de tasas de 72-73% anual.
- Si bien las LELIQ solo pueden ser adquiridas por los bancos, el nivel alto de tasas se transmite al resto del sistema vía el incentivo que tienen los bancos a pagar mayor tasa por los depósitos a plazo fijo. La tasa BADLAR (promedio de tasas bancarias para depósitos de ARS 1M a 20M a 30-35 días de plazo) subió de 43% a fines de septiembre a 50% promedio en la última semana, mientras que la TM20 (tasa bancaria para depósitos de más de ARS 20M por el mismo plazo), pasó de 44% a 57% en el mismo lapso.
- Mientras tanto, el BCRA prosigue con su estrategia de reducción del stock de LEBAC, el martes 16 de octubre renovó ARS 105 bn a 30 y 60 días de plazo, sobre un vencimiento de ARS 250 bn, a una tasa del 57%. El stock remanente de LEBAC se ha reducido a ARS 190 bn (de un máximo de ARS 1.300 bn en marzo). Al día siguiente, el Tesoro colocó Lecaps (letras de capitalización) por ARS 75 bn a tasas de 55% a 193 días y de 50% a 377 días.
- La percepción de estabilidad cambiaria, junto con el elevado nivel de tasas de interés, están recreando las condiciones para el “carry-trade”. Muchos ya están hablando de la posibilidad de que el tipo de cambio vaya a testear el piso de la banda cambiaria.

- Sin embargo, esta sensación de calma en el corto plazo se contrapone con las dudas e incertidumbre respecto a la sustentabilidad de mediano plazo.

- Mientras la inflación sigue “por las nubes” (en septiembre trepó a 6,5% mensual! y en octubre no sería inferior al 4% mensual), producto del pass-through de la depreciación cambiaria acumulada (a fines de septiembre alcanzó 120% YTD) y del ajuste de las tarifas de servicios públicos, las altas tasas de interés están profundizando las condiciones recesivas del nivel de actividad. Las proyecciones apuntan a que en el 4q18 y 1q19, el GDP registre caídas del orden del 7% yoy.

- La combinación de alta inflación persistente y recesión aguda deteriora la imagen del gobierno, generándose incertidumbre de cara al escenario electoral 2019. Además, la caída del nivel de actividad impacta negativamente en los ingresos tributarios y genera mayor demanda de gastos sociales y subsidios, poniendo en riesgo el cumplimiento de la meta de equilibrio fiscal primario para 2019, comprometida en el nuevo acuerdo con el FMI. Al respecto, todavía siguen las negociaciones con la oposición de cara a la aprobación del Presupuesto 2019 bajo los lineamientos acordados con el FMI.

- Adicionalmente, las altas tasas amenazan la consistencia del esquema monetario, ya que la capitalización semanal de intereses de las LELIQ (equivalente a un 100% anualizado) representa un fuerte déficit cuasi-fiscal y un aumento exponencial del stock de LELIQ a futuro (el stock actual ya alcanza ARS 520 bn).

La expectativa de que tarde o temprano el BCRA va a tener que monetizar este pasivo, impediría que bajen las expectativas inflacionarias, que es clave para que el modelo muestre convergencia

- Estas amenazas se reflejan en que, a pesar de que los desembolsos comprometidos por el FMI en el nuevo acuerdo cubren casi en su totalidad las necesidades de financiamiento hasta fines de 2019, el riesgo soberano no muestra ningún descenso apreciable. El CDS a 5 años se ubica en 630 b.p., que si bien está por debajo del pico de 835 b.p. alcanzado antes de que tomara forma el nuevo acuerdo con el FMI, está 100 b.p. por encima del nivel que llegó justo antes de la renuncia de Caputo al BCRA, y muchísimo más lejos de los 250 b.p. que promediaba antes de abril cuando se desató la corrida cambiaria.

- Del mismo modo, las acciones argentinas siguen sin levantar cabeza, muy cerca de los mínimos del año medidas en USD.

- La clave hacia adelante radica en que, entre la estabilidad cambiaria y la caída de la demanda interna por las altas tasas de interés, se observe una baja de inflación que se traslade a menores expectativas inflacionarias, lo que permitiría bajar las tasas de interés y evitar o atenuar todas las consecuencias negativas descriptas anteriormente. De lo contrario, la actual estabilización se demostrará una vez más temporaria.



## COMENTARIOS PARA LOS MERCADOS DE LA REGIÓN - COLOMBIA

Desde antes de iniciar el año, se ha considerado al 2018 como el de la recuperación de la economía. Si bien, el PIB del primer semestre ha sido mayor al observado en 2017, la economía aún no muestra el dinamismo que se había pronosticado. En AdCap esperamos que el crecimiento del año se ubique en 2.8%, muy en línea del observado en el segundo trimestre del año, y similar al que espera el mercado, según las diferentes encuestas. Para el 2019, esperamos un crecimiento que ronde el 3.3%, aún por debajo del potencial e igualmente en línea con lo esperado por el mercado.

Los datos observados y la perspectiva del mercado soportan entonces la idea de una economía que, si bien ha mostrado mejores cifras que las observadas en 2017, se ubica por debajo del crecimiento potencial y está lejana de la época en la cual el crecimiento era mayor al 4.0%.

En términos prácticos, nuestro sesgo en tema de crecimiento es bajista; lo que quiere decir que nuestras proyecciones para 2018 y 2019 en caso de fallar, lo podrían hacer porque serían demasiado optimistas.

Tres temas nos preocupan:

- Si bien el consumo final muestra una tendencia ascendente a lo largo de los últimos trimestres (3.4% a finales de Junio de 2018), su comportamiento es reflejo del buen desempeño del gasto del Gobierno (5.6%). El consumo de los hogares por su parte, se ubica en 2.7%; lo que sugiere que en gran medida, la recuperación que se ha observado en la economía responde a un mayor gasto del gobierno.

Si bien es cierto que el gasto del gobierno es importante a la hora de aplicar políticas contra cíclicas, en el largo plazo no es sostenible. A menos que el consumo de las familias no muestre un mayor dinamismo, y dado que el gasto del gobierno es limitado, las cifras de crecimiento no van a ser mayores a las esperadas

- Nos preocupa el comportamiento de algunos sectores que usualmente muestran un comportamiento sobresaliente, pero que actualmente no presentan el dinamismo observado en periodos pasados: el sector financiero crece al 2.7% a/a, en su peor nivel observado desde 2010, teniendo en cuenta que el promedio de crecimiento desde 2010 se ubica en 7.9%. La construcción y el sector inmobiliario por su parte, de ser una de las “locomotoras” que impulsan el crecimiento, pasó a ser uno de los sectores rezagados, con cifras de decrecimiento en 2018. Estas cifras se compensan parcialmente con estelares comportamientos en agricultura y buenos comportamiento en manufactura y comercio.

- No hay claridad sobre el efecto que pueda tener en el consumo interno la reforma tributaria que ha sido sugerida por el actual gobierno y que aumentaría la base tributaria. Si bien, el gobierno ha dado algunas pistas generales de que sería esta reforma, aún hay detalles que no son del todo claros, por lo que su efecto en el consumo local interno aún es incierto.

Lo que queda claro es que si bien la economía se va a comportar en 2018 y 2019 mejor que en 2017, el desempeño no sería estelar. Hay algunos riesgos potenciales que de consolidarse, harán que una cifra superior al 3.0% se pueda considerar como buena.

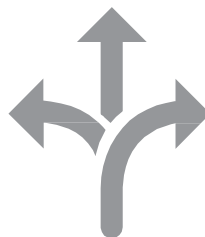


# ► ¿POR QUÉ ADCAP?



## 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 Vías

✉ [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](mailto:OGordillo@ad-cap.com)



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.