

UCEMA – SMEF

Minuta 11-10-2018*



Introducción

En el marco de la operatoria del SMEF, se han tratado los siguientes temas.

1. Contexto Mundial;
2. Contexto y Perspectivas del Mercado Local;
3. Estrategia SMEF;
4. Recomendación de Trade.

Contexto Mundial

➤ USA:

- La Reserva Federal aumentó por tercera vez en el año las tasas de interés (aumentaron en un cuarto de punto porcentual a un rango de 2,00% a 2,25%)

➤ Fixed Income:

- En el último mes se observó un aumento en la tasa de los bonos a 10 años en las principales economías del mundo. La U.S. 10yr se ubica en 3,166%, impactando en mercados general.

➤ Equity:

- El mercado de *equity* presenta una firme tendencia alcista, aunque en los últimos días presentó una fuerte corrección; *fuerte suba en las tasas, amenazas comerciales, dudas sobre el crecimiento global, etc.*

Contexto Mundial (Cont.)

Evolución DXY (fuente: Reuters)



Evolución VIX (fuente: Reuters)



Evolución Euro (fuente: Reuters)



- DXY: En la última semana se observa una leve baja en el valor de esta variable, situándose en los 95,08.
- VIX: Sufrió un importante aumento en la última semana, ubicándose en 22,24.
- EUR/US Dollar: En la última semana se observa un leve aumento del euro frente al dólar, ubicándose actualmente en 1,16.

Contexto Local

- Política de tasas de interés altas por parte del BCRA, recientemente se emitieron LELIQ a una tasa de 72,602%
- Programa de cancelación de LEBAC por parte del BCRA: Hace varios meses que el BCRA viene cancelando gran parte de las LEBAC, sin embargo, por su política de absorción, aparece otro posible problema con las LELIQ.
- El riesgo país presenta un retroceso: Actualmente se encuentra en los 686 puntos, significando un fuerte retroceso desde máximos alcanzados en torno a los 783 puntos en el último mes y medio.

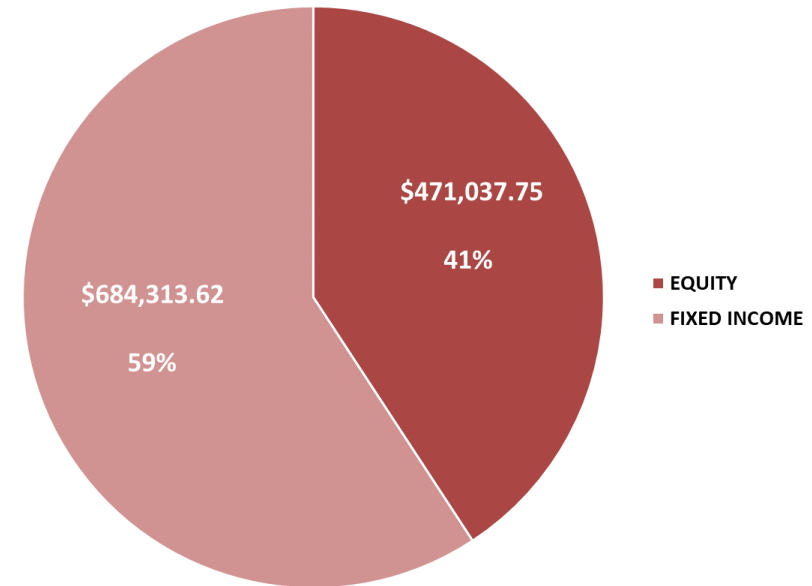
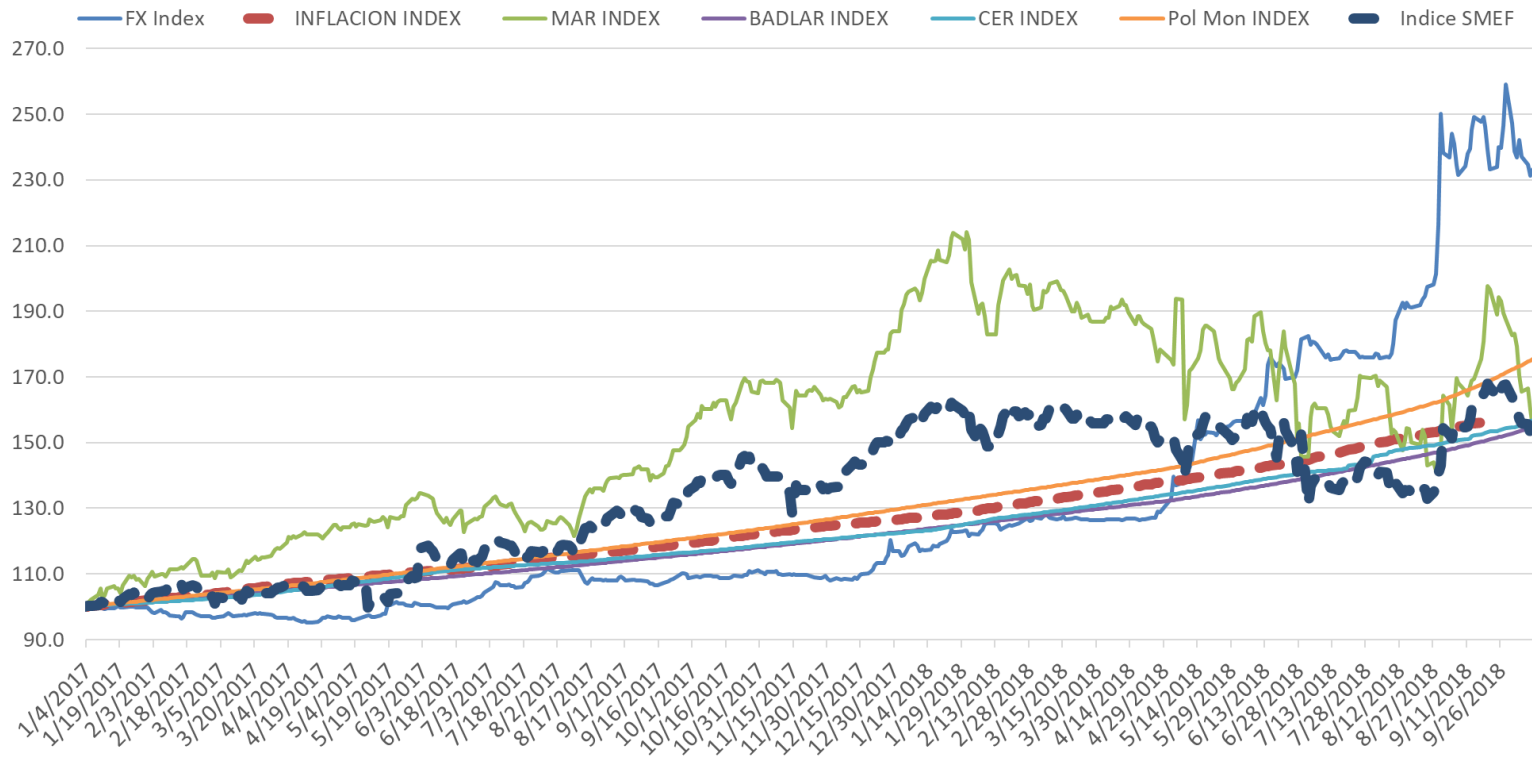
Evolución Merval (fuente: Reuters)



Evolución Riesgo País (fuente: ambito.com)



Evolución SMEF



Estrategia SMEF – Análisis Renta Fija

- ∅ Tal como venimos observando durante los últimos meses, distintos factores internos como así también factores externos continúan generando incertidumbre en los mercados. Eventos tales como las elecciones en Brasil el próximo domingo, la aprobación o no del presupuesto del 2019 y la reciente suba de las tasas de la Reserva Federal, pueden continuar generando que la volatilidad siga siendo alta.
- ∅ Pese a que el cambio de las autoridades del BCRA y las nuevas políticas generaron una semana más tranquila en el mercado cambiario, observamos un efecto negativo en el mercado de acciones y también bonos soberanos operando con pérdidas.
- ∅ La estrategia continua con el objetivo planteado en lo que respecta a *asset allocation*, buscando mantener un portafolio conformado por un 40% de *equity* y 60% de *fixed income*. Para ello, se propone:

∅ Vencimiento de LETES, viernes 12 de octubre de 2018

Decidimos que el producido por el vencimiento de las LETES se mantendrá en renta fija. Continuando con un proceso de dolarización de la cartera, proponemos comprar AY24, dado que este bono tiene mucha liquidez, tiene una duración bastante corta y aún asumiendo escenarios negativos donde se amplíen los *spreads*, sigue otorgando rendimientos positivos

∅ Vencimiento de LEBAC, martes 16 de octubre de 2018

Contemplamos también la alternativa de inversión en bonos a tasa variable y ajustados por inflación. Los bonos a tasa variable pasan a ser una buena alternativa para tratar de capturar tasas reales positivas ya que en los próximos meses la tasa de interés, que por ahora según lo informado por el BCRA se mantendrá alta, tendrá que disminuir dado que los niveles actuales no se podrán sostener durante mucho tiempo. Por tal motivo, proponemos entonces invertir un **25%** en TC23 y un **25%** en PR15; sujeto a cambios debido a eventos que pudieran tener un impacto significativo durante la semana.

Por otro lado, dado que el Bonar 19 genera un rendimiento similar a las cauciones y por encima de lo que se espera sea el corte de la próxima licitación de LEBACS en el mercado primario, proponemos invertir un **50%** en AMX9 ya que, al tener casi igual rendimiento, nos evita la renovación semanal/mensual, al menos hasta su vencimiento en marzo del 2019.

Estrategia SMEF – Análisis Renta Fija (Cont.)

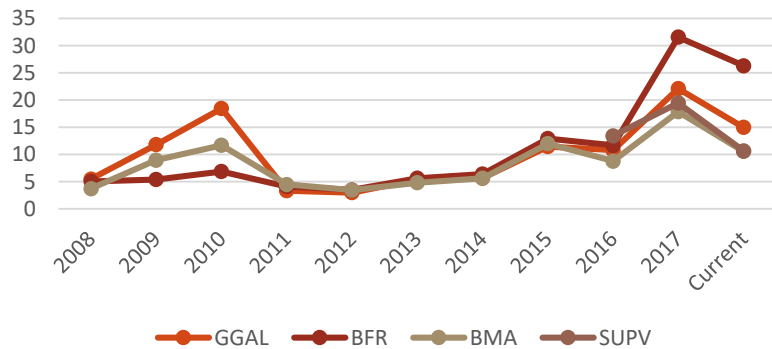
Bonos ajustables por inflación				
Bono	Rendim. (YTM)	Duración (en años)	Vencimiento	
BONCER 21 – TC21	6.89%	2.61	22/07/2021	
BONCER 23 – TC23	7.21%	3.90	31/12/2023	
Bonos a tasa variable				
Bono	Rendim. (YTM)	Duración (en años)	Vencimiento	Spread s/BD
Bonar 19 - AMX9	51.18%	0.36	11/03/2019	0.3%
Bocon 22 - PR15	57.22%	1.35	04/10/2022	4.6%
Bonar 22 - AA22	57.76%	1.63	04/04/2022	5.0%

Estrategia SMEF – Análisis *Equity Financials*

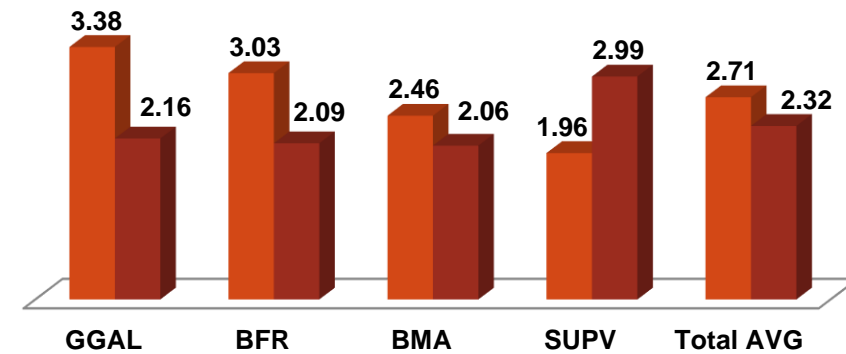
∅ En lo que atañe al análisis de las compañías *financials*, en promedio, aún notamos una leve sobrevaluación respecto de los valores históricos en término del ratio de **Price-To-Earnings** y **Price-To-Book**.

∅ Respecto Banco Macro (BMA), específicamente, notamos que estos ratios se encuentran en niveles cercanos a los promedios históricos. En cuanto a Banco Supervielle (SUPV), considerando que ha sufrido fuertes caídas en los últimos meses, presenta signos de subvaluación en términos de las métricas mencionadas. Consideramos apropiado mantener las posiciones actuales en los bancos.

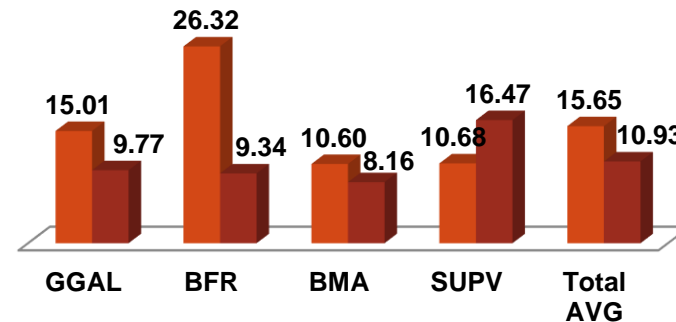
EVOLUCIÓN P/E



Price/Book - Current Price/Book - 10Yr Avg

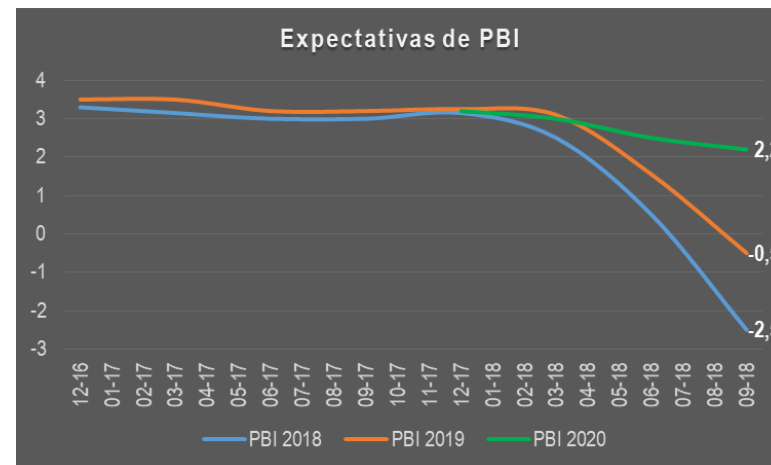
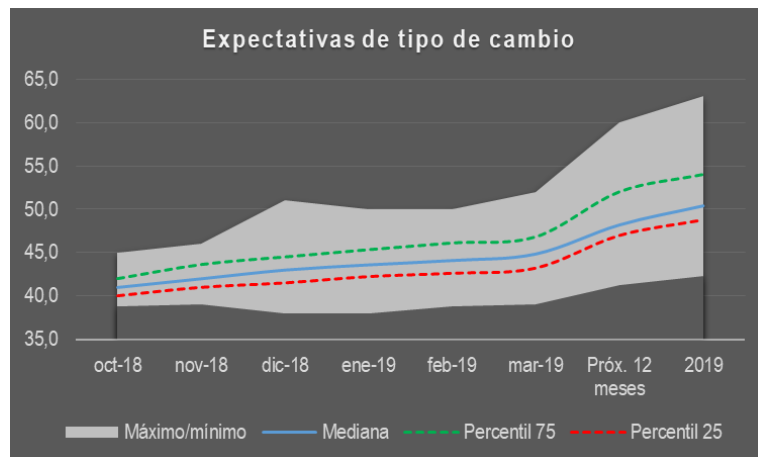
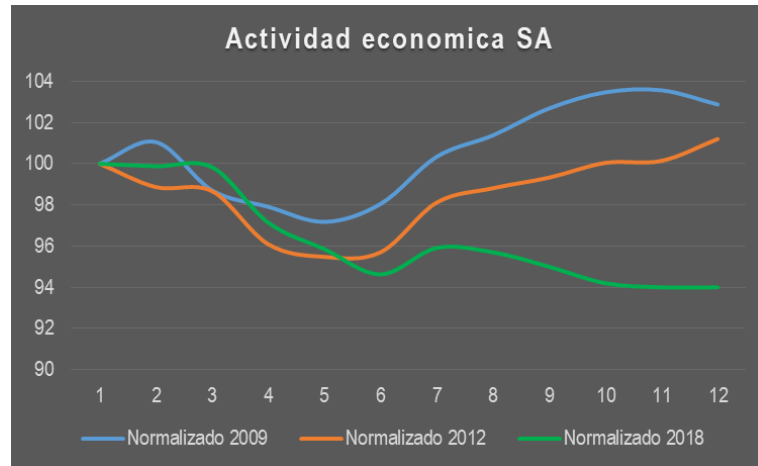


Price/Earnings - Current Price/E - 10Yr Avg



Estrategia SMEF – Análisis *Equity Non-Financials*

∅ Actualmente Argentina se encuentra en un contexto de i) ajuste monetario y tasas de bonos del tesoro americano incrementando, ii) inflación con una lenta desaceleración (45% estimado para FY18, 26% en FY19), iii) un tipo de cambio volátil y iv) economía real contrayéndose más de lo que se esperaba hace un mes (GDP estimado de FY18 es de -2.5%/-2.7%), con el impacto total de la recesión por verse en el próximo trimestre.



Estrategia SMEF – Análisis *Equity Non-Financials* (Cont.)

- ∅ Entendemos que reducir la exposición al ARS y buscar nombres de perfil exportador o con ingresos atados al USD, resulta conveniente dadas las características del fondo y las condiciones macroeconómicas ya mencionadas.
- ∅ De acuerdo a lo expuesto, la decisión es mantener sin cambios la *allocation* estratégica dentro de *equity non-financials*.
- ∅ Noticias relevantes - Breve repaso de novedades:
 - ∅ PAMP (+): se encuentra en proceso de recompra de acciones, en virtud de ello, a la fecha de la reunión, recompró 71.189 ADR (c/u representa 25 acciones) a USD30.08 en NYSE, precios de septiembre de 2016 y continúa la recompra. Señal positiva, de lo que la compañía cree es un piso para el valor de sus acciones.
 - ∅ TGSU (+): también recompró acciones por una cantidad de 63.408 ADR (c/u representa 5 acciones) y continua la recompra durante la semana. Además, esta semana se informó la aprobación de un aumento en las tarifas de 19% aproximadamente.
 - ∅ TS(+): la semana pasada informó la adquisición del 47% del capital de Saudi Steel Pipe, la mayor compañía de producción de acero de Arabia Saudita (pública - listada en su mercado local), con el objetivo de mejorar su posicionamiento geográfico e incrementar la capacidad en 360.000 tn anuales. La compra fue accretive, con el precio de compra en línea con su actual cotización en Tadawul (Bolsa saudita), y a un múltiplo de 12.6x EV/EBITDA 2017, vs un múltiplo de 19.2x de Tenaris.
 - ∅ TRAN (=): sin novedades.

Recomendación de Trade al 04-10-2018:

En base al análisis realizado por los miembros del SMEF, **se recomienda:**

- *Del producido por el vencimiento de las LETES se mantendrá en renta fija, por ende proponemos comprar AY24*
- *Del producido del vencimiento de las LEBACS en la semana del 15 de octubre, proponemos entonces*
 - *Invertir un **25%** en TC23 y un **25%** en PR15, sujeto a modificaciones por eventos que pudieran ocurrir en el transcurso de la semana, con impacto significativo.*
 - *Dado que el Bonar 19 genera un rendimiento similar a las cauciones y por encima de lo que se espera sea el corte de la próxima licitación de LEBACS en el mercado primario, proponemos invertir un **50%** en AMX9.*

Objetivo general: *continuar con el objetivo 60%/40% bonos/acciones, aprovechar los rendimientos y buscar de cierta forma cobertura frente a la fluctuación del peso argentino frente a la moneda norteamericana sin perder de vista al mismo tiempo el benchmark.*