

UCEMA – SMEF

Minuta 30-08-2018



UCEMA



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:

- Expectativas de subas en las tasas de interés del Tesoro americano aunque de una forma mucho más gradual;
- El crecimiento en USA se encuentra muy firme, pero sin cambiar de estrategia, los miembros de la FED dejan claro que seguirán con el proceso de subas en las tasas de interés aunque a un ritmo menor.

➤ Fixed Income:

- Problemas en mercados emergentes (desde Turquía, extendiéndose el efecto a otros países) agregando mucha volatilidad en el contexto mundial.

➤ Equity:

- El mercado de equity norteamericano sigue experimentando fuertes alzas, aunque resulta crucial seguirlo con cautela.

Contexto Mundial (Cont.)



- DXY: La tenencia continúa siendo muy marcada al alza, por los puntos citados anteriormente, alcanzado un nivel de 95.08.
- VIX: Se encuentra cercano a mínimos del año, en 12.86 (aunque levemente por encima del mes pasado)
- EUR/US Dollar: Al igual que el índice dólar, este par de monedas sigue el mismo comportamiento, notándose una fuerte apreciación del Dólar estadounidense frente al Euro. El nivel actual se encuentra en 1.16 Dólares por Euro.

Contexto Local

- Política de tasas de interés altas por parte del BCRA, como medida para frenar el apetito por tomar posiciones en la moneda norteamericana. Recientemente fue elevada al 60% para intentar frenar la corrida cambiaria.
- Programa de cancelación de LEBAC por parte del BCRA: El mismo se centra en la eliminación gradual del stock existente de LEBAC que asciende aproximadamente a 1 billón de pesos (mitad en poder de entidades bancarias y el resto en manos de entidades no bancarias)
- El riesgo país ha crecido fuertemente en los últimos meses, tanto en términos absolutos, como en términos relativos cuando se lo compara con el promedio de LATAM (Brasil, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay, México). En la última semana creció fuertemente (de nuevo, producto de la corrida cambiaria) finalizando en 776 puntos. El índice Merval, debido al clima (hostil) tanto local como internacional, plagado de incertidumbre, presenta una clara tendencia bajista.

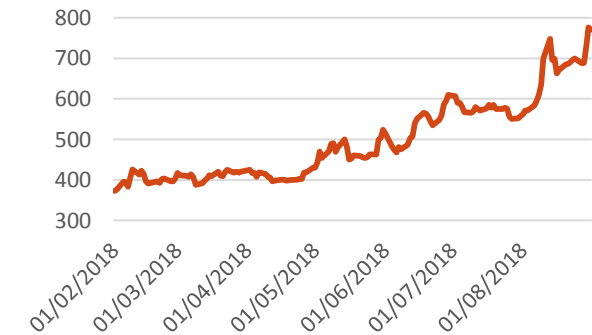
Evolución Merval (fuente: Reuters)



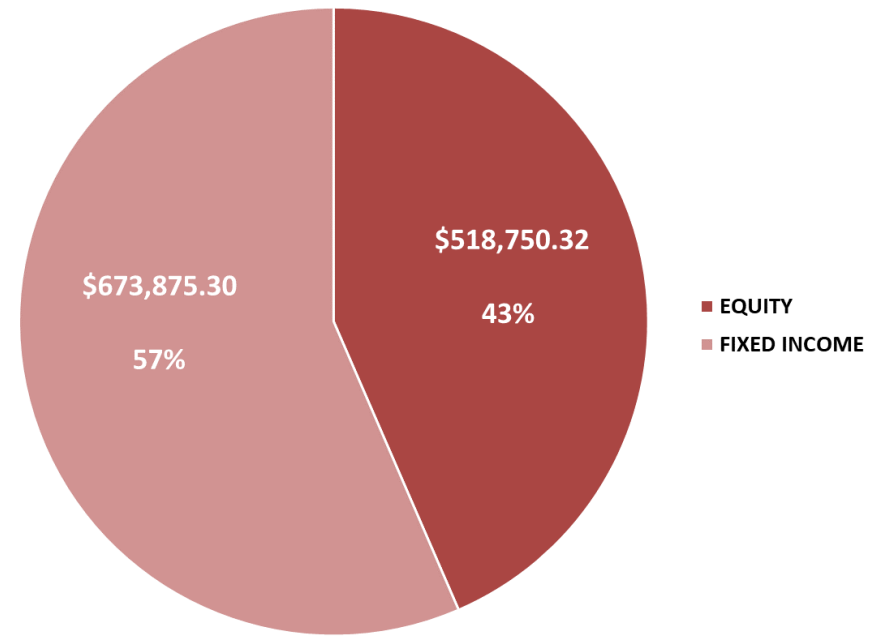
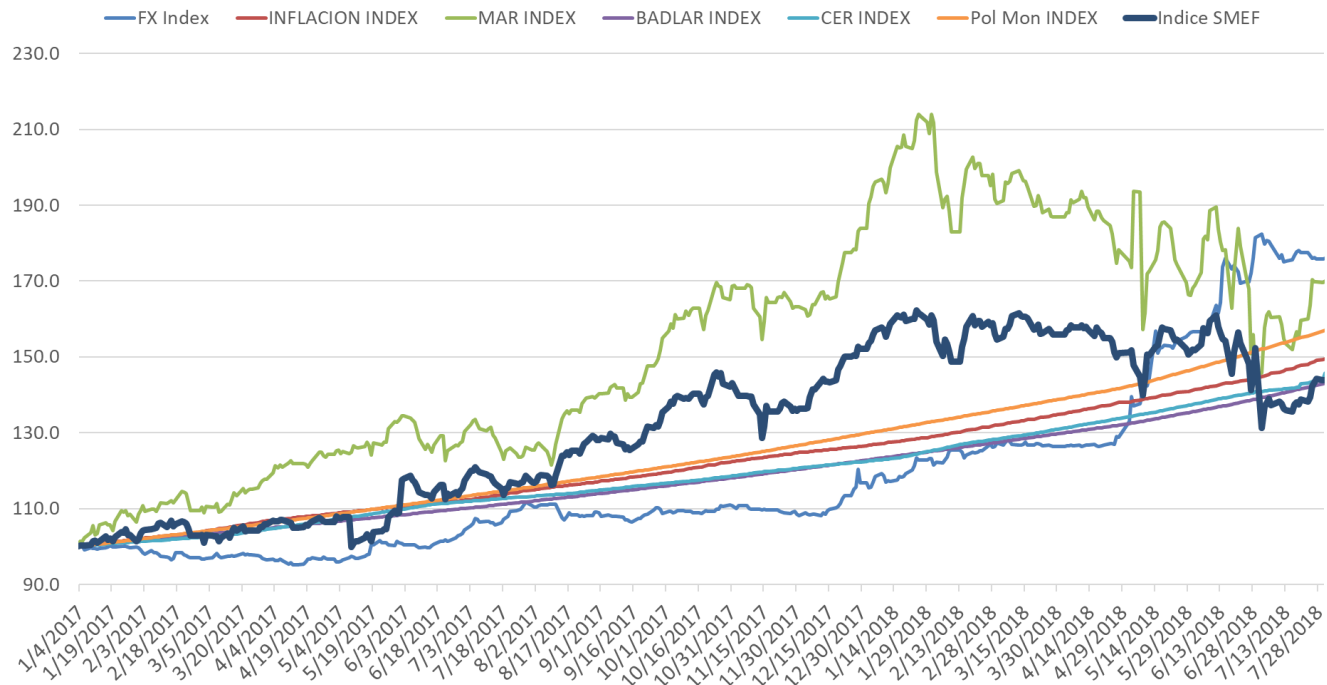
Evolución Dólar (Fuente: Reuters)



Evolución Riesgo País (fuente: ambito.com)



Evolución SMEF



Estrategia SMEF

∅ La estrategia de mediano plazo implica una disminución de la exposición al *equity* debido al clima hostil actual. El objetivo es mantener un portafolio conformado por un 40% de *equity* y 60% de *fixed income*. Para ello, se propone:

∅ VENDER 100% GGAL + VENDER 40% BMA:

- Se fundamenta en la elevada incertidumbre y volatilidad que estamos experimentando en la actualidad. Además, aún se observa que ciertos activos se encuentran sobrevaluados en términos de P/E y P/B si se los compara con sus medias históricas, especialmente GGAL.
- Adicionalmente, analizando los balances de los mismos, hemos notado que: (i) en todos los casos, los resultados fueron menores dadas las paridades de los bonos, (ii) los incobrables aumentaron (tanto en GGAL como en BMA, siendo mayor el impacto en GGAL) y (iii) la diferencia de cotización del tipo de cambio impactó negativamente más en BMA, dada la posición pasiva en moneda extranjera.

∅ Se liberan aproximadamente \$100.000 para BONOS, los cuales se destinarán a COMPRAR AY24 (75%) y AO20 (25% restante):

- Dado que los factores externos siguen condicionando a los países emergentes y en particular a nuestro país, coincidimos en que las inversiones en dólares presentan mayor atractivo y en especial los bonos en la parte más corta de la curva. El AY24 tendrá mayor peso porque (i) tiene mayor liquidez, (ii) puede operarse tanto en dólares como en pesos, (iii) si bien tiene mayor duración, comienza a amortizar el próximo año y (iv) comparando la curva de forwards, ofrece también una de las mejores tasas. A esta inversión, le sumamos una porción de AO20 (25% restante) a fin de reducir la duración promedio.

∅ VENDER 100% TECO2 y COMPRAR TS:

- Los EEFF trimestrales de TECO2 presentados al 30/06/2018 presenta una Pérdida neta de (\$6.745 millones) frente a una Utilidad neta de \$1.370 millones en similar periodo del 2017. La compañía viene teniendo una pérdida paulatina de market share en los segmentos de telefonía móvil e internet que es responsable de la mayor parte de su EBITDA. Además TECO2 tiene un desenganche de FX, con ingresos en pesos frente a grandes pasivos denominados en dólares.
- El principal motivo para la toma de posición en TS es el comportamiento del precio de la acción ya que se trata de una exportadora neta a mercados desarrollados. Ello se debe a que la compañía opera en América, Europa, África y Asia transformándose en una multinacional ajena al riesgo macroeconómico de mercados emergentes. Actualmente el precio del petróleo muestra signos de recuperación luego de largos años de debilidad, esto se traduce en mayor número de plataformas activas que demandan tubos y varillas para perforación y extracción. En el último balance trimestral presentó un incremento del EBITDA de 80%, manteniendo un Margen Neto de 11%, similar al del periodo anterior. Frente a un contexto de alta inflación y volatilidad en el mercado doméstico y una gran incertidumbre de acuerdo al futuro de nuestra economía, encontramos en Tenaris una protección natural a este tipo de escenarios.

∅ NOTA: Los gráficos de la equity curve se muestran al 1° de julio. Al cierre de esta semana se actualizará.

Recomendación de Trade

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

- *VENDER 100% GGAL*

- *VENDER 40% BMA*

Del producido de la venta, se destinará:

- *25% a COMPRAR AO20*

- *75% a COMPRAR AY24*

Objetivo general: *disminuir exposición al equity, más vulnerable a la situación corriente*

Adicionalmente,

- *VENDER 100% TECO2 y COMPRAR TS.*

Objetivo general: *diversificar un poco en términos de moneda, riesgo local, etc.*