



## Claves del día

19 de mayo de 2017

**Volatilidad condicional del  
BRL:US\$ en máximos históricos**  
(fuente: Delphos Investment y Bloomberg)

---

**US\$ 5.500 MM**

(VOLUMEN OPERADO DEL EWZ -ETF DE BRASIL- DURANTE LA RUEDA  
DEL DÍA DE AYER)

En paralelo al escándalo político brasileiro, el ETF de equities brasileiros operó un volumen total de US\$ 5.500 MM, significando su máximo histórico de negociación. Representó un 22% del total operado en el SPY (ETF del S&P 500). El anterior máximo se ubicaba en US\$ 3.150 MM durante la crisis financiera del 2009, significando 18,5% del total operado en el SPY.

---

**+15%**

(VARIACIÓN ESPERADA EN EL ÍNDICE DE CONFIANZA DEL  
CONSUMIDOR DE EUROPA)

Durante el día de hoy se publicará el índice de confianza del consumidor europeo; consensos esperan un mejoramiento del 15% m/m en mayo

respecto del mes de abril, superando últimos máximos post-crisis. Dicho indicador ha demostrado una tendencia alcista desde fines del año pasado, señalando una superior disposición de compra y mejores datos "duros" de gasto para el 2Q17.

---

- Futuros del S&P 500 se mantienen estables, mientras que las bolsas europeas se recuperan acompañando el comportamiento del mercado norteamericano del día de ayer: DAX, +0,7%; FTSE 100, +0,5%; CAC, +1,0%. Bolsas asiáticas también operaron mayormente en alza, con la publicación de algunos datos macro positivos como el PBI de Malasia del 1Q17 (superando expectativas; 5,6% a/a con un crecimiento de expos de 9,8% a/a).
  - Yields norteamericanos también se elevan levemente desde los pisos observados en ruedas anteriores, a pesar de lo cual el DXY continúa cayendo, en paralelo a un US\$:EUR que ya supera 1,13. Datos de precios de producción de Alemania también empujaron a un alza de yields en Bunds alemanes.
  - El petróleo se aproxima al nivel de US\$ 50 por barril, subiendo 0,9% respecto del día anterior.
- 

### **S&P 500, actividad y yields norteamericanos**

El S&P 500 revirtió en el día de ayer su anterior corrección bajista con elevados niveles de volumen, dejando la definición final al cierre semanal del día de hoy. Los números claves a seguir de cerca serán las medias móviles a 50d y 100d del S&P 500 ubicadas en 2.369 y 2.337, en comparación a un cierre de 2.366 puntos (ayer). El momentum sí se nota deteriorado; pero en la medida de que la economía "cumpla", no notamos que dicho deterioro sea suficiente para peligrar tendencia.

De hecho, el basamento económico se afirma. En línea con lo planteado en claves anteriores, los datos macro publicados continúan siendo positivos. Por un lado uno de los primeros índices "soft" de actividad de mayo marcaron un mejoramiento respecto del mes anterior: el índice de manufacturas de la Reserva Federal de Philadelphia alcanzó 38,8 puntos, en comparación a 22 puntos en abril y 19,5 esperados por consensos. Todos los principales indicadores que componen el subíndice de condiciones presentes mejoraron

o se mantuvieron en niveles elevados; el subíndice de condiciones futuras se desaceleró pero todavía marca crecimiento por delante. Por su parte, el Nowcast de PBI de Atlanta para el 2Q17 alcanzó 4,1% trimestral anualizado, desde 3,6% durante la semana pasada, como consecuencia de favorables datos de inicios de viviendas, compras de compañías industriales e inversiones de inventarios.

Yields nominales de Treasuries norteamericanos se estabilizaron cercanos a pisos, y mientras que las expectativas de inflación comenzaron a repuntar desde un mínimo de 1,8% (10 años) como consecuencia de la suba de commodities (en particular, energía), los yields reales continúan en baja. La curva de Treasuries continuó aplanándose y el spread 10-2yr ya se encuentra por segunda rueda consecutiva por debajo de 100pb. Esto último no es necesariamente negativo para los mercados, contemplando que desde diciembre ha descendido en paralelo a un S&P 500 en tendencia positiva; pero sí denota que el ritmo de crecimiento esperado es más pausado.

Por su parte, en el plano emergente, notamos que, siendo Brasil un capítulo aparte, las volatilidades condicionales de monedas emergentes exBrasil se encontraron contenidas, lo cual indica que es prematuro señalar el impacto de la bolsa brasilera sobre el market sentiment generalizado de inversores respecto del asset class de EMs.

### **Brasil, el market timing será fundamental...**

Se sintió el impacto del escándalo político que encierra a Temer y varias de las principales personalidades de dicho país. Como demuestra “El Gráfico”, la volatilidad condicional del BRL:US\$ se disparó a máximos históricos similares a los observados períodos anteriores de stress. Por su parte, yield spreads de bonos soberanos vs. Treasuries se elevaron más de 40 puntos básicos, habiendo sido especialmente vulnerable el tramo corto de curva. Aun así, a excepción de bonos de PBR, spreads corporativos vs. soberanos comparables en general marcaron un comportamiento bajista.

En un contexto de fuerte caída de precios, el EWZ (ETF de equities large-cap

brasileros) demostró un comportamiento intradiario favorable hasta media tarde habiendo marcado máximos crecientes y alcanzando un retorno intradiario máximo de 6% (vs. apertura); pero la negación de Temer de bajarse del poder no fue bien recibida ayer por el mercado dejando el cierre diario 0,6% por encima del precio de apertura. El BRF (ETF de small-caps) también expuso una performance negativa, si bien en términos relativos le ganó ampliamente al EWZ alcanzando niveles de precios relativos máximos desde 2014 (vs. EWZ); destacamos así que una de las características típicas de caídas de mercado no se estaría convalidando.

Ciertos papeles con exposición a consumo latinoamericano (dentro del cual participa Brasil) no rompieron soportes de precio importantes, probablemente denotando su exposición regional más diversificada. Destacamos los papeles de CNCO y ARCO.

**Los audios conocidos no son concluyentes como lo indicó inicialmente la prensa, y a su vez van a ser evaluados por peritos ya que aparentemente fueron editados. La base parlamentaria que sostiene a Temer se mostró mucho más fuerte luego de conocerse el audio, en una clara señal de recuperación de la confianza hacia la máxima figura. Según analistas cercanos al oficialismo, la "operación" mediática tendría varios fines propiciados desde distintos sectores, entre los que se encontraría debilitar la figura de Temer para que no se le ocurra presentarse en las elecciones presidenciales y acelerar los tiempos de una elección directa para que Lula pueda postularse (posiblemente vaya preso en los próximos meses). Recordemos que JBS fue uno de los grandes apostantes a las campañas del PT. La clave pasará por sostener la base parlamentaria, ya que en los hechos nos encontramos con un gobierno parlamentarista. Antes de conocerse el audio parecía que la misma se caía a pedazos, pero luego del poco contundente audio la misma volvió a fortalecerse. En este marco, seguimos siendo sumamente constructivos con Brasil para el mediano y largo plazo, ya que toda esta depuración no hace más que fortalecer las instituciones del país. En el corto plazo nos animamos a ir sumando**

**posiciones en esta baja, que por otro lado podría no durar tanto con las escasas pruebas existentes contra Temer y además el favorable contexto global.**

**Y Argentina? Algo de mercados y actividad...**

Argentina compartirá algo de la carga adicional de volatilidad de mercados brasileros. Yield spreads soberanos indicaron una suba de 10pb en el tramo largo durante la rueda de ayer, volviendo a los niveles observados pre-Trump. La pendiente de curva se elevó y, si bien cayeron spreads negociados vs. Brasil, efectivamente se elevaron vs. Perú, Colombia e, incluso, Paraguay, contemplando la más estrecha relación comercial entre Argentina y el gigante carioca. Mantenemos nuestra posición preferente, planteada en claves anteriores, en el tramo medio de curva al no descartar un pickup adicional en los bonos largos de Argentina y considerando el bajo nivel de Treasuries norteamericanos.

**En cuanto a los movimientos de moneda, el BCRA recibió un regalo del cielo para lograr debilitar al Peso sin tener que intervenir. Si bien el tipo de cambio real se depreció tan sólo 1,6%, como consecuencia de una apreciación del 3,3% vs. BRL (con ponderación del 30%) y una depreciación del 3,8% vs. resto de monedas (con ponderación del 70%). Considerando que la depreciación del AR\$:US\$ vino de la mano del BRL, habrá que seguir muy de cerca qué accionar adopte el BCB dada la volatilidad observada en mercados. Ya vimos durante el Brexit un accionar agresivo de la entidad monetaria brasileña cuando la moneda superó niveles de BRL/US\$ 3,4. Esperamos lo mismo en esta oportunidad. Y en un contexto global favorable, sería de esperar que a medida que este "diluido" audio vaya perdiendo fuerza los inversores se animen nuevamente a montar sus operaciones de "carry trade". No creemos que este sea el evento exógeno que rompa con los "carries" en moneda local en Latam, y nuestro país forma parte de ese trade.**

En equities, papeles fuertemente atados a industria local suelen presentar superior correlación vs. performance brasileras, con lo cual podrían estar más

impactados a los vaivenes vecinos. Trades con total exposición local como utilities o telcos podrían adoptar un carácter más defensivo.

Aun así, destacamos el buen número de crecimiento interanual expuesto por el IGA de Orlando Ferreres para el mes de abril. El mismo indicó una variación interanual de 3,3% vs. abril 2016 y un crecimiento acumulado del 0,6% a/a. El sector de construcción señaló un marcado incremento del 16,5% a/a, representando el principal contribuidor al mejor dinamismo observado en la economía, seguido del sector de agricultura (+6,2% a/a) e intermediación financiera (+5,5% a/a). Asimismo, reapareció el comercio indicando un crecimiento del 1,7% a/a, luego de consecutivos meses de caídas interanuales; coincide con el período de cierre de paritarias y una recuperación de la masa salarial.