



# Claves del día

23 de agosto del 2017

**Continúa el rally de commodities industriales**  
(izquierda: Nickel; derecha: Cobre)

---

**AR\$ 27.167 MM**

(RESULTADO FISCAL PRIMARIO DE JULIO ANTES DE RENTAS  
ACTIVAS)

Ayer, el Ministerio de Hacienda publicó el resultado fiscal correspondiente al mes de julio. El déficit fiscal primario (antes de rentas de la propiedad) ascendió a AR\$ 27.167 millones, acumulándose 3,7% del PBI estimado para los primeros 7 meses del año. El resultado financiero alcanzó AR\$ 32.721 millones, lo cual representa un monto acumulado de 6,0% del PBI. Ello se compara con valores de 3,8% y 6,2% (respectivamente) para el primer semestre del año, señalando una leve desaceleración relativa a los niveles de actividad general. Los ingresos tributarios presentaron un buen dinamismo al elevarse 5,0% anual real, principalmente de la mano del IVA e IIGG (vs. +3% a/a al 1H17). Por su parte, los gastos corrientes primarios descendieron levemente en términos reales (-2% a/a; +4% a/a al 1H17) por una superior caída en subsidios económicos (-42% a/a real; vs. -25% al 1H17) así como en transferencias corrientes, que compensaron la suba de gastos de seguridad social (+20% a/a real; vs. +10% al 1H17). Fueron los gastos de capital los que también aceleraron su ritmo de crecimiento, alcanzando una tasa de variación real del 37% a/a real (vs. 3% a/a real al 1H17). Este comportamiento, a priori, da cuenta de que la meta fiscal (de resultado

primario) de 2017 sería asequible, si bien debemos destacar que el resultado financiero (antes de rentas activas) de los primeros 7 meses del año se ubicaría a tan sólo 0,2 puntos porcentuales del registrado en 2016, debido a la superior carga de intereses; ello es relevante a los fines de un análisis de sostenibilidad de ratios de deuda a PBI.

---

## 53,5 / 55,0 ptos.

(ÍNDICES PMI DE MANUFACTURAS Y SERVICIOS CORRESPONDIENTES  
AL MES DE AGOSTO)

En el día hoy se espera la publicación de los índices PMI de manufacturas y servicios de EE.UU. correspondientes al mes de agosto. El mes pasado, el PMI manufacturero logró revertir la tendencia bajista que dominó la primera mitad del año, y se espera que en agosto continúe al alza, aumentando la aceleración del crecimiento. Por otro lado, se espera que el PMI de servicios crezca por quinto mes consecutivo, hecho que no logra desde principios de 2013.

---

Bolsas asiáticas cierran mayormente al alza, con el Topix y el Nikkei 225 subiendo 0,3%. Bolsas europeas, por otro lado, operan mixtas, con el EuroStoxx y el DAX cediendo algo de terreno.

Commodities energéticos se tiñen de rojo, con el crudo WTI disminuyendo 0,3% para negociarse alrededor de los US\$/bbl. 47,7. Metales industriales mayormente al alza, con el "Dr. Copper" cediendo algo de terreno luego de alcanzar máximos.

En EE.UU. futuros del S&P y Dow Jones operan en terreno negativo mientras que el US\$ se deprecia levemente frente a principales monedas del mundo, luego de los dichos de Trump sobre el muro con México.

---

**Panorama global: el ciclo global lidera**

El S&P 500 se elevó por encima de su MM50d recuperándose en momentum respecto de la semana pasada, si bien todavía esperamos una confirmación más contundente en internals de mercado. A priori, la recuperación viene dada principalmente de compañías de superior capitalización ya sea dentro del mismo S&P, como versus otros estratos de market cap. El ratio del índice

equal-weighted del S&P 500 vs. el market-cap-weighted continuó deprimiéndose; de la misma manera, el índice de small-caps S&P 600 (en cualquiera de sus dos versiones) también persiste con una performance inferior al S&P 500, incluso a pesar de la recuperación del dólar. Durante el último mes, observamos en EE.UU. un mejor retorno en sectores más defensivos como utilities o consumo no discrecional; pero índices bursátiles del resto del mundo emergente han demostrado ser menos sensibles a la caída del jueves pasado. La recuperación observada en commodities podría generar cierto reacomodamiento hacia compañías con mayor exposición al ciclo global, tal como notamos en el caso del XME (ETF de mineras).

De hecho, tal como planteamos, en el último Informe Semanal de Mercados y Economía, el momentum de equities emergentes se ha sostenido, considerando la estabilidad exhibida por tasas, en volatilidad de monedas, así como en indicadores de confianza macro; tanto el Leading Economic Index como el Coincident Economic Index del Conference Board de China continuó marcando un mejoramiento en julio respecto de meses anteriores. En el primero, se destaca el crecimiento en confianza de consumidores, y el mejoramiento agregado de ganancias; en el segundo, el crecimiento de ventas minoristas, así como en la producción de electricidad y tráfico comercial. En este contexto, el EEM (ETF de equities emergentes), en términos relativos al SPY, se elevó por encima de su valor máximo desde 2015, única vez alcanzado en octubre de 2015 y de 2016. Esta reciente sobreperformance vs. mercados desarrollados se observa en todos los sectores, siendo más significativo en el caso de IT o consumo discrecional (CD), y menos significativo en utilities y consumo no discrecional. Nótese la disparidad de retornos por sector en el S&P 500 y mercados emergentes: estos dos últimos a la cabeza en EE.UU., a diferencia de EMs (en donde IT y CD lideran).

### **Panorama Regional: Un guiño a los mercados**

Todo fue euforia durante el día de ayer en el mercado brasilero, horas después de conocerse la intención de Temer de avanzar sobre una posible privatización de Eletrobras, la compañía insignia de transporte de energía en

el país vecino. De esta manera, el papel llegó a saltar un 48%, al mismo tiempo que el EWZ (ETF de activos brasileros) se prepara nuevamente para testear la zona de US\$40, donde tiene un triple techo que incluye el nivel previo a la crisis política de mayo.

Analizando la decisión de una posible privatización más de cerca, la misma podría incluir una eliminación del sistema de precios regulados en el país vecino, por lo que la compañía dejaría de estar impedida de trasladar los costos de transporte a los clientes y al mismo tiempo, el Estado estaría en condiciones de eliminar este gasto de su déficit fiscal. De esta manera, el presidente estaría dando un claro mensaje en dirección a su intención de sanear uno de los principales problemas del país, aún si no logra avanzar con la reforma en el Congreso.

Por otro lado, un sostenido rally de los commodities industriales (Ver “El Grafico”) no hace más que darle más aire a las últimas subas del país vecino, llevando varios papeles nuevamente a zonas de resistencias importantes. Sera menester seguir de cerca el desempeño del EWZ en las próximas jornadas, en tanto consideramos que un quiebre de la barrera de los US\$40 podría potenciar quiebres de papeles como PBR, los cuales aún no han logrado llenar el gap bajista generado por la crisis de mayo.

### **Renta fija AR\$: Lebacs para todos y todas**

En el día de ayer se conoció el comunicado de política monetaria del BCRA. La autoridad monetaria mantuvo su tasa de política monetaria, el centro del corredor de pases a 7d, inalterada en 26,25%. El proceso de desinflación continuaría en agosto luego de una aceleración de los precios al consumidor y mayoristas en julio respecto a junio. La inflación núcleo, no obstante, se ubicaría todavía en niveles superiores a los deseados por el BCRA. En este contexto, el Central resaltó que continuará participando activamente en el mercado secundario de Lebacs a los fines de regular la liquidez.

En la jornada de ayer las operaciones de Lebacs en el secundario dieron cuenta de una nueva elevación de las tasas largas, con un aplanamiento de

la curva aún mayor al de la licitación del pasado martes dando como resultado una curva casi completamente plana (e incluso levemente positiva de comparar tasas a 63d, 91d y 154d). Las tasas de las Lebac más largas, con vencimiento en mayo de 2018, se ubicaron por encima de 26% TNA vs. 25,85% TNA en la licitación del 15/08. Así, las tasas largas llegaron a igualar las tasas cortas del mercado primario (la tasa de corte de la lebac a 35d fue de 26,5% TNA). Esto se dio en un contexto en el que los volúmenes operados fueron considerablemente altos, pudiéndose inferir la presencia del BCRA desde el lado de la oferta.

### **Equity Local: Momento de testear**

Tras la pausa experimentada el día lunes, los ADR volvieron a teñirse de verde. Así el Merval logró cerrar +0,1% medido en dólares, y se aproxima a testear la base de su canal alcista. Los sectores que más impulsaron la suba fueron el bancario y el de E&P. Dentro de ambos sectores encontramos varios papeles testeando zonas técnicas muy importantes, los que podrían dar un mayor impulso al mercado local en las próximas jornadas.

Por el lado de las energéticas, Pampa parece haber encontrado un soporte en la zona de 58,20 US\$. Las próximas jornadas serán clave para el papel, dado que, si logra quebrar la resistencia en 60 US\$, se encaminaría a cerrar el *gap* generado posterior a que CFK oficializara su candidatura como senadora, y su próxima resistencia técnica estaría alrededor de 65 US\$. Edenor por su parte también se encuentra en una zona técnica importante en 35 US\$. A pesar de haber perdido algo de momentum en las últimas jornadas, de quebrar dicho valor, su próximo techo estaría en US\$ 37.

Dentro del sector bancario el foco está puesto en Galicia, que se aproxima a testear su resistencia en 43 US\$, valor en el que se encontraba previo al anuncio del partido de Unidad Ciudadana. Si bien en las últimas jornadas el papel ha perdido momentum, con la pendiente de su RSI casi nula, de quebrar y confirmar dicha resistencia, encontramos su próximo techo técnico en 47 US\$.