



Claves del día

13 de septiembre del 2017

Monedas emergentes marcan techos, luego de la caída del cobre
(fuente: Bloomberg)

2,9% a/a

(VARIACIÓN ANUAL DE LA ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR DE GRAN BRETAÑA)

Ayer se conoció el índice de precios al consumidor de Gran Bretaña. Mientras que Consensos esperaban una inflación de 2,8% a/a desde un registro de 2,6% anual en julio, la misma se aceleró hacia 2,9% anual en agosto, el nivel más alto desde 2012. Asimismo, la inflación core también se aceleró más de lo esperado, alcanzando 2,7% anual, el mayor nivel desde 2011. El aumento en los precios al consumidor estuvo impulsado principalmente por las subas en indumentaria y calzado. Considerando que la meta de inflación para 2017 es de 2% anual, los datos ponen la atención sobre la política monetaria llevada adelante por el BOE, con la tasa de referencia en mínimos de 0,25%, a la vez que han presionado a una apreciación de la libra esterlina.

5,1% m/m

(RESULTADO DEL ÍNDICE DE COSTO DE LA CONSTRUCCIÓN DE JULIO)

El INDEC sigue publicando indicadores de precios argentinos en el día de hoy, siendo esta vez el protagonismo correspondiente al Índice de Costo de la Construcción y al Sistema de Índices de Precios Mayoristas de agosto. En julio la variación del nivel general del ICC alcanzó 5,1% mensual. La suba estuvo fundamentalmente impulsada por el rubro mano de obra que creció 7,4% m/m. De todos modos, este incremento en los precios no frenó a la actividad de la construcción que, según el índice construya, desde febrero no para de crecer. Esperamos esta tarde la evolución de los precios en el sector junto al incremento en los indicadores de precios mayoristas.

El "Dr. Copper" continúa bajando y retrocede fuertemente en la mañana de hoy, un -1,6%. Commodities energéticos, por otro lado, operan en terreno positivo, con el crudo WTI sumando 0,9% y negociándose a US\$/bbl 48,66.

Bolsas del mundo mayormente al alza. En Europa, el Euro Stoxx 50 sube 0,1% mientras que el DAX sube 0,04%. En Asia, el Nikkei y el Topix cierran en positivo, 0,4% y 0,6% arriba respectivamente, mientras que el Hang Seng retrocede 0,3%.

Mientras que el US\$ se debilita frente a principales monedas del mundo, futuros del S&P y Dow Jones operan en terreno negativo, luego de que equities de EE.UU. cerraran en máximos.

Panorama global: señales de monedas...

Algunas monedas comienzan a brindar ciertas señales que podrían indicar un cese de momentum en el corto plazo para activos de riesgo emergente, independiente de cualquier valoración (en nuestra opinión, positiva) de la tendencia de fondo. El renminbi de China (CNY) fue quien dio inicio a este comportamiento de depreciación en ciertas "commodity currencies", luego de que el PBOC decidiera i) elevar el rango de negociación medio diario para el CNY, así como ii) eliminar restricciones del mercado cambiario que dificultaban estrategias cortas vs. la moneda local. Estos eventos marcaron una reversión en la significativa apreciación del CNY desde junio, coincidiendo con la pata alcista del cobre desde [US\\$ 2,63](#) hacia más de US\$ 3,0 por libra. Notamos que las volatilidades condicionales de monedas más íntimamente ligadas con China comenzaron (AUD/BRL) a elevarse en términos relativos a las volatilidades observadas en monedas más relacionadas a EE.UU. (CAD/MXN). Por su parte, el JP Morgan EM Currency

Index no pudo sobrepasar una zona de resistencia ubicada en 71-73 puntos, deteriorándose indicadores cortoplacistas de momentum; algunas monedas como el AUD/CAD/BRL también respetaron sus respectivos niveles de resistencia. Vemos el correlato de estos comportamientos en mercados de commodities industriales, así como en la performance relativa de equities emergentes vs. SPY (ETF del S&P 500), habiendo ya llegado a valores de ratios EEM/SPY o VWO/SPY, de 2014 previos a la caída del petróleo. El inferior momentum cortoplacista de mercado lo notamos generalizado en ETFs de distintos mercados, habiendo descendido el desvío estándar de retornos entre EEM, EWZ (Brasil), FXI (China), EWW (México), ERUS (Rusia), INDY (India), EWJ (Sudáfrica).

Nuevamente destacamos que, de fondo, la tendencia de activos de riesgo emergente es positiva, de la mano de fundamentos económicos que lo sustentan. En último término, la relajación de ciertas restricciones por parte del PBOC podría marcar una mayor confianza respecto de la demanda por moneda local, sin por tanto peligrar el stock de reservas internacionales. El dato de producción industrial de China a ser publicado en el día de hoy podría ser un catalizador de precios importante a fin de confirmar o no la reciente corrección en el precio del cobre y monedas relacionadas.

Renta Fija en US\$: cortito y al pie
El viernes de la semana pasada, la tasa de Treasuries norteamericanos a 10 años se situó en su punto más bajo desde noviembre de 2016, al posicionarse en 2,05%. Sin embargo, hacia el fin de la jornada de ayer el rendimiento exigido para un bono norteamericano a 10 años fue de 2,17%, incrementándose en 12pb respecto de la semana pasada. De esperarse una reversión hacia el valor medio del rango de negociación abril-agosto de 2,25% en las próximas ruedas (sujeto al dato de inflación de esta semana), se registraría una elevación de 10pbs aprox.

Como bien hemos mencionado, tras las PASO, bonos soberanos en US\$ han experimentado un importante rally, especialmente acentuándose para el tramo largo de la curva a 5-10 años de duration; estos ya alcanzaron niveles

de spreads vs. Treasuries equivalentes a mínimos anteriores a la publicación de candidatura de CFK. Por su parte, el tramo corto-medio de 2-5 años de duration, vemos que no ha logrado posicionarse en aquéllos valores mínimos de spread vs. Treasuries norteamericanos, restándole aún 35 pbs adicionales de compresión.

Atentos al posible comportamiento esperado de Treasuries y el espacio de suba de paridades para el tramo corto-medio, consideramos que podría ser un buen momento para apostar por bonos de duration más corta para todos aquellos inversores que estén full invested en el tramo largo de la curva. Estimamos una caída de precio en DICA, por 10 pbs de elevación de yield, de 0,5%; estimamos la elevación de paridad del AY24 en 0,9%. Se trataría de una estrategia de trading de corto plazo, contemplando que la perspectiva por la prima de riesgo argentino continúa siendo positiva; en particular, de cara a las elecciones generales de octubre.

Commodities: soja, dólar y carry trade

El departamento de agricultura de EE.UU. (USDA) publicó en el día de ayer su reporte mensual sobre estimaciones de oferta y demanda agrícola mundial (WASDE) y los commodities relacionados con el agro no tardaron en reaccionar. Estimaciones de una baja en el stock final 2017/2018 del trigo hicieron que el precio de dicho commodity avanzara +1,7%. En cambio, una suba en las estimaciones de producción tanto de soja como maíz hicieron que el precio de ambos granos retrocediera -1% y -1,7% respectivamente.

Respecto de la soja y las inundaciones del pasado fin de semana, aunque por el momento resulte difícil cuantificar los daños provocados, suena lógico pensar en un escenario con una menor producción futura de la oleaginosa y con ello un alza en su precio. Sin embargo, creemos que el efecto neto de menor producción a mayor precio sería negativo, y a raíz de esto, una menor liquidación de divisas en el futuro.

Como hemos mencionando anteriormente, tras las elecciones legislativas creemos que el peso podría tener una mayor depreciación, y el efecto

negativo de la soja antes mencionado reforzaría dicho escenario. Si bien vemos tranquilidad cambiaria hasta las elecciones, luego de las mismas no hay que descartar que dentro de la intención de acelerar el gradualismo, el gobierno aproveche la estacionalidad del dólar para hacerlo crecer hacia fines de año y comienzos de 2018. Seguimos creyendo pertinente mantener una parte de la cartera haciendo carry en pesos, pero es posible que en el corto plazo haya que disminuir la exposición a tasa en pesos y así administrar mejor el riesgo de moneda.

Panorama local: Inflación y tasas

En el día de ayer se conoció la inflación del mes de agosto. El IPC Nacional mostró una variación de 1,4% m/m en agosto, menor al 1,7% m/m registrado en julio, pero aún superior al sendero compatible con el objetivo del BCRA. El registro núcleo también anotó un incremento de 1,4% m/m, por debajo del 1,8% mensual de julio, aunque encontrándose todavía en niveles elevados. La inflación acumulada en el año es de 15,4%. La inflación interanual, por otro lado, alcanza 22,8%, incrementándose este mes, a causa de una baja base de comparación en agosto 2016 (por una resolución judicial que ordenaba volver atrás respecto del aumento tarifario). Las líneas que mostraron mayores incrementos fueron salud (+2,5%), vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles (2,1%), alimentos y bebidas (+2,1%) y educación (+2%). En cuanto a GBA, tanto el IPC general como el componente núcleo exhibieron subas de 1,5% m/m, levemente por encima del resultado nacional.

En este contexto, el BCRA mantuvo su tasa de política monetaria, el centro del corredor de pases a 7d, inalterada en 26,25%. Frente a datos de inflación núcleo de varias regiones del país aún en niveles elevados, la autoridad monetaria nuevamente enfatizó una disminución más sólida de la inflación núcleo como una de sus prioridades. Asimismo, al hacer un repaso del año, el Central alegó que la flexibilización de la política monetaria a fines de 2016-principios de 2017 contribuyó a incrementar los precios de la economía. Reivindicó entonces la reciente suba de tasas para contener la inflación en los últimos meses y explicó que continuará manteniendo un claro sesgo

antiinflacionario. En ese sentido, por primera vez el BCRA decidió no hacer alusión a la meta de inflación de 12%-17% para el corriente año, poniendo el foco en cambio en lograr una inflación cercana al 1% mensual sobre el final del año y dejar el terreno preparado para cumplir el objetivo del 10% en 2018 (-2%/+2%). En lo que respecta a la inflación de septiembre, los indicadores de alta frecuencia monitoreados por el Central señalarían una inflación acotada y encarrilada en agosto.

De esta manera, con perspectivas de un mantenimiento de la tasa real en el corto plazo y con una menor volatilidad del tipo de cambio, las Lebac conservan su atractivo de inversión. Las negociaciones del mercado secundario muestran un sostenimiento de las tasas a lo largo de toda la curva, así como también de la pendiente positiva. La tasa de la Lebac más corta, a la que le restan tan solo 9 días, dio cuenta de una leve disminución respecto de los últimos días (-20pbs), ubicándose en 27,2% TNA sobre el final de la rueda.