



# Claves del día

22 de septiembre del 2017

## **Descenso de la curva de tasas Lebac en el mercado secundario**

(fuente: Bloomberg)

---

# **7,2% m/m**

(INCREMENTO DEL ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR DE SEPTIEMBRE)

En el día de ayer se publicó el índice de confianza al consumidor correspondiente al mes de septiembre. El mismo detalló crecimiento en la confianza sin importar la región ni el nivel de ingreso. Dicho indicador verificó para septiembre un incremento de 7,2% con respecto al mes de agosto, destacándose la percepción positiva del subíndice de bienes durables e inmuebles que se incrementó 22,2% m/m. Por otro lado yendo al detalle por nivel de ingreso, el índice para la población que recibe un ingreso alto se incrementó 19,7% a/a, al mismo tiempo en la población con menores ingresos el mismo se incrementó medido en términos interanuales 21,1%. El informe presentado ayer por la Universidad Torcuato Di Tella deja entrever que el crecimiento económico se instaló a un espectro más amplio de la sociedad, elemento que resulta clave para proyectar los futuros resultados electorales.

---

# 53,0 / 55,7 pts.

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

En el día hoy se publican los índices preliminares de PMI de manufacturas y servicios de EE.UU. correspondientes al mes de septiembre. El PMI manufacturero tuvo una desaceleración desde enero 2017 hasta julio donde logró una suba, pero en agosto, contrario a lo que esperaba el mercado, retomó el sendero bajista. Ahora se espera una aceleración desde 52,8 pts. en el mes pasado hasta los 53,0 pts. Por otro lado, tras cinco meses consecutivos de aceleración, se espera que el PMI de servicios ensaye una breve pausa, cayendo desde 56,0 pts. en agosto hasta 55,7 pts.

---

Las principales bolsas asiáticas cerraron en terreno negativo, con el Topix retrocediendo -0,3% y el MSCI Asia Pacific -0,2%. Por su parte, Europa opera en alza y el Stoxx 600 avanza +0,1%.

Avance del crudo WTI al inicio de la jornada, con el barril comercializándose por encima de 50,6 US\$. Commodities industriales se tiñen de rojo y el Dr. Copper cae hasta 292,5 US\$/lb.

Futuros del S&P y Dow Jones operan en baja. La tasa norteamericana de 10 años retrocede y opera en 2,25%. Con el Euro encaminándose a 1,20 US\$, el DXY cae por debajo de los 92 pts.

---

## **Macro local: PBI 2Q17**

En el día de ayer el INDEC publicó los datos correspondientes al PBI 2Q17. Los mismos señalan un ritmo de recuperación económica más marcado en comparación al trimestre anterior, con ciertos sectores clave (como industria o comercio) ya presentando tasas de crecimiento positivas. La inversión bruta fija también se destacó tratándose del segundo componente de superior contribución al crecimiento de demanda agregada, luego del consumo privado; sienta las bases del “tipo” de desarrollo que se estaría desencadenando, a diferencia de gestiones anteriores. El arrastre estadístico continuaría favoreciendo las tasas interanuales registradas: de mantener el PBI al 3Q17 al mismo nivel que el 2Q17, el crecimiento alcanzado sería del 2,5% a/a. Ahora bien, a pesar de la positiva primera impresión, la cuenta

corriente pasa al centro de análisis al tratarse de la pata floja de la macro argentina. Las exportaciones restaron en demanda agregada en términos interanuales e inter-trimestrales, mientras que las importaciones marcaron un aceleramiento importante y pasaron a representar más del 22% de la demanda agregada (en base a la serie desestacionalizada), lo cual significa el máximo de los últimos años.

El PBI registró un crecimiento real del 2,7% a/a. Sobre una base desestacionalizada, el ritmo de crecimiento fue levemente inferior al trimestre anterior al observarse una tasa del 0,7% q/q desestacionalizado (vs. 1,1% q/q al 1Q17). Dicho desaceleramiento se derivó principalmente de un superior déficit de la cuenta corriente contemplando que la demanda agregada se elevó 2,6% q/q desestacionalizado (en comparación a 1,8% q/q al 1Q17), mientras que las importaciones crecieron 4,2% q/q. El consumo privado (+3,8% q/q) dio cuenta del máximo registro de crecimiento desestacionalizado desde el 2Q15, mientras que la inversión bruta fija (+8,3% q/q) dio cuenta del máximo desde 2010.

Notamos que el sector transable (3,2% a/a) marcó por primera vez en el presente ciclo de recesión-recuperación una tasa de crecimiento superior al sector no transable (2,7% a/a), algo típicamente observado en previos reflotes de actividad (2010, 2013, 2015). Dentro de aquel primer grupo, la industria manufacturera (30-35% del valor bruto agregado de Argentina) se destaca con 2,5% a/a, luego de una caída al 1Q17 de -1,8%. Por su parte, comercio mayorista y minorista (11% del VBA) también revirtió su anterior comportamiento recesivo, elevándose 1,7% a/a, luego de -1,3% a/a al 1Q17. Otros sectores importantes como transporte (11% del VBA; +4,4% a/a) o agricultura (8% del VBA; +4,9% a/a) continuaron con tasas en aceleración. Por último resulta destacable notar que la variación del índice de precios implícitos de sectores transables descendió hacia 11,2% a/a, desde 40% a/a al 4Q16, mientras que la variación del índice de precios implícitos de sectores no transables se mantuvo en 30% a/a (vs. 38% a/a al 4Q16). De aquí deviene la dificultad del BCRA de influir en los precios.

## **Commodities: Sigue la corrección**

Una nueva jornada negra para las principales metaleras del mercado, las cuales continúan con la corrección iniciado durante esta semana, con papeles como SID y VALE habiendo rebotado fuerte en el techo de su canal alcista y se aproximan ahora a testear el piso de los mismos. GGB y X se sumaron a la corrección, lo cual da cuenta del alcance de la misma. Si bien diversos metales industriales cerraron la jornada al alza (aluminio, nickel), el que más preocupa al mercado es el cobre, el cual se acerca peligrosamente a su soporte ubicado en US\$283, en medio de preocupaciones por un aumento de la producción desde Australia y Chile. Ni siquiera una nueva caída del DXY pudo detener al momentum bajista de este metal.

En este contexto, parece pertinente empezar a pensar en una corrección de corto plazo más que en una lateralización, la cual estará sujeta a una elevada volatilidad debido a la naturaleza cíclica de estas industrias. Por el momento, y con la mayoría de los papeles testeando el piso de sus canales alcista, lo mejor parece esperar a ver una desaceleración en las caídas para empezar a buscar puntos de entrada. Por otro lado, el crudo volvió a operar por segundo día consecutivo por encima de los US\$50, aunque la curva de futuros parece haber cambiado su pendiente después del 2018, lo cual da cuenta del intento de los productores de asegurarse los precios actuales en el largo plazo, una pauta de que el recorrido del barril podría no tener mucho futuro. Por el momento, y con el cobre corrigiendo, la industria petrolera, con PBR a la cabeza, podría tener cierto atractivo de corto plazo, sobre todo si continuamos viendo un buen flujo de fondos hacia los EM, aunque la pausa del EWZ del día de ayer podría ser una señal de alerta.

## **Renta Fija en AR\$: Suavecito para abajo...**

Luego de que la licitación primaria convalidara e incluso superara las tasas negociadas en el mercado secundario en las últimas semanas, en el día de ayer, las negociaciones evidenciaron un claro descenso de tasas Lebac para todos los vencimientos ("El Gráfico"). La baja fue superior para los plazos más largos, resultando así en una leve disminución de la pendiente. Las disminuciones alcanzaron entre 30pbs y 50pbs. La tasa de la Lebac con

vencimiento en octubre, es decir, previo a las elecciones legislativas, fue la que presentó una menor caída, cerrando la rueda de ayer a 26,2% TNA vs. 26,5% TNA en la licitación del 19/09.

Esto se dio en un contexto de bajos volúmenes de negociación, lo que daría entender que el BCRA se habría hecho a un lado de la oferta por el momento. Esta tendencia bajista en el secundario durante las jornadas inmediatamente posteriores a la licitación primaria se contrapone con lo observado en los últimos meses, cuando gran parte de la esterilización y, desde agosto, el alargamiento de plazos, se daba vía mercado secundario. Es así que la ausencia del Central en las operaciones del secundario, considerando su participación activa en dicho mercado desde fines de marzo del corriente año, hablaría del “éxito” de la autoridad monetaria a la hora de modificar el perfil de vencimientos de Lebacs.

### **Renta Fija en US\$: corta la bocha**

A inicios de septiembre, el rendimiento exigido para bonos del tesoro americano 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 2,27%. No obstante, la fuerte volatilidad que azotó a la tasa de Treasuries norteamericanos en las últimas tres semanas parece no haber impactado de forma significativa en los bonos soberanos en US\$. En el tramo corto-medio podemos observar el rendimiento de bonos como el AY24 mantenerse constante en 4,6% desde principios de mes, mientras que bonos del tramo largo de la curva, entre los cuales se destaca el DICA mantenerse en 6,2%.

Como bien hemos mencionado anteriormente, tras las PASO, bonos soberanos en US\$ han comprimido de manera considerable, especialmente los pertenecientes al tramo largo de la curva; alcanzando niveles de spreads vs. Treasuries equivalentes a mínimos previos a las elecciones. Sin embargo, vemos que bonos del tramo corto-medio de la curva no han logrado todavía situarse en aquellos valores mínimos de spreads vs Treasuries norteamericanos, quedando pendiente cierto margen de compresión. Bajo

este contexto y esperando que los bonos soberanos ajusten en base a la tasa de Treasuries norteamericanos, creemos que para todos aquellos inversores que se encuentren *full invested* en el tramo largo de la curva podría ser un buen momento para posicionarse en bonos con duration más corta.