



Claves del día

12 de octubre del 2017

Fuerte descenso del spread Bs As 2020-AA19
(fuente: Bloomberg)

AR\$ 22.540 millones

(MONTOS NOMINALES ADJUDICADOS DE AA22)

En el día de ayer el Ministerio de Finanzas anunció que se adjudicaron \$22.540 millones de valor nominal del bono AA22, declarándose desierta la licitación del bono TO23.

1,5% m/m

(IPC ESPERADO PARA EL MES DE SEPTIEMBRE)

La inflación esperada para el mes de septiembre se ubicaría levemente por encima del mes de agosto (1,4%). Para octubre, noviembre y diciembre se espera una inflación mensual de 1,4%.

J.P. Morgan Chase reportó ganancias del tercer trimestre muy por encima de las estimaciones de Wall Street, sin embargo las acciones cayeron debido a una disminución en los ingresos por trading. Por su parte, los ingresos del tercer trimestre de Citigroup subieron un 2%, a pesar de sufrir una caída en

los ingresos por trading.

Mercados asiáticos cerraron mayormente en terreno positivo, con el MSCI Asia Pacific y el Kospi subiendo 0,5% y 0,7% respectivamente. Por su parte, mercados de equities europeos operan de manera dispar, con el STOXX 600 y el DAXX cediendo terreno.

El crudo WTI se tiñe de rojo esta mañana, sin embargo continua operando por encima de US\$/bbl. 50. Commodities industriales operan mayormente en alza, con el Doctor Copper subiendo 0,6%.

Panorama global: la confusión de las minutas...

Las minutas de la Reserva Federal publicadas durante el día de ayer dejaron al mercado algo confundido respecto de cuál es su posición acerca de la inflación norteamericana: es algo transitorio tal como lo ha planteado Yellen en comunicados anteriores? En base a dichas minutas, muchos planteaban problemas estructurales, y solamente preferirían elevar tasas una vez observados datos económicos que den confianza respecto de la recuperación en el ritmo de crecimiento de precios. Muchos otros planteaban que, aun así, una nueva suba en diciembre debería llevarse adelante. Así lo continúa interpretando el mercado, pero sí hubo un ajuste bajista en la probabilidad de elevación para aquella reunión.

Es muy interesante esta publicación considerando que en las últimas ruedas el tema de la inflación y su potencial rebrote ha comenzado a resonar en los pasillos. Primero con las publicaciones de PMIs que dan cuenta de una superior inflación en precios de inputs. Segundo, y mayor aún, con el dato del viernes pasado de inflación de salarios. Este último dato deberá probar ser el inicio de una gradual tendencia de aceleración o solamente "ruido" estadístico. Todavía no creemos que constituya ni una señal amarilla; necesitaremos confirmación de otros indicadores tales como el dato del CPI del viernes y del PPI en el día de hoy.

Renta fija en US\$: resumen de Informe Financiero y de Renta Fija

Creemos que si los resultados de elecciones generales demuestran una diferencia de 4 puntos o más en la Provincia de Buenos Aires en favor del

oficialismo, podría profundizarse un repricing de la deuda argentina en US\$. Evaluando eventos políticos previos de 2013 y 2015, las elecciones generales señalaron una consolidación de la caída de spreads soberanos ya observada en elecciones PASO, siendo la magnitud de la baja siempre superior.

A modo de ejercicio, de aplicar la caída porcentual promedio del spread de deuda argentina observada en elecciones generales anteriores a su valor actual, se derivaría una caída de 40 puntos básicos. A diferencia de períodos anteriores, en estas elecciones generales, los spreads soberanos parten desde un valor actual de 110pbs respecto de LATAM BB, lo cual se ubica en los mínimos históricos de la época macrista.

Dentro de la curva en US\$, intentando observar la evolución de la curva de spreads argentinos vs. LATAM BB, notamos que bonos cortos se encuentran comparativamente atractivos al exponer niveles tan sólo 20 puntos básicos por debajo de bonos del tramo medio/largo. De la misma manera, preferimos bonos de duration de 5-10 años vs. bonos de duration superior a 10 años, considerando que exponen igual nivel de spread vs. LATAM; típicamente la curva de spreads debería ser positiva a mayor nivel de duration.

Renta fija subsoberana en US\$: continua el retraso

En las últimas semanas, el rendimiento exigido de bonos subsoberanos se ha reducido considerablemente. En el tramo corto de la curva, bonos con una duration de entre 0,6-1,5y como el Mendoza 2018 y el Buenos Aires 2020, han visto comprimir su yield en la línea de los 45pb y 90pb respectivamente. De esta manera el spread entre bonos soberanos y provinciales de corta duration, Buenos Aires 2020-AA19, ha disminuido 29pb desde fines de septiembre a la fecha, para situarse en un spread de 159pb. Por su parte, bonos del tramo largo de la curva también han reducido su rendimiento exigido. Como es el caso del Santa Fe 2027, el cual en los últimos 12 días comprimió su yield en más de 35pb. De esta manera, el spread Santa Fe 2027-A2E7 se redujo en 37pb ubicándose en 48pb. Vemos que bonos del tramo corto de la curva subsoberana no han logrado volver a situarse en

aquellos valores mínimos históricos de spreads vs soberanos, quedando pendiente cierto margen de compresión (entre 40pb y 50pb aproximadamente), el cual podría resultar en una buena estrategia de trading.

Renta fija en AR\$: haciendo un catch-up inicial; mercado secundario de lebac

La semana pasada, en nuestro informe financiero y de renta fija, planteamos nuestra estrategia preferida de bonos en moneda local: long en PMJ21, BDC22 y TC21; short en bonos badlar soberanos; TJ20. Seguimos pensando que si bien recomendamos exposiciones a tasa Badlar, la curva soberana ya descuenta una compresión del spread Lebac-Badlar significativa y la prima por iliquidez de bonos subsoberanos o colocaciones privadas es muy elevada. Asimismo, planteamos que bonos AR\$+CER acumulaban un castigo excesivo, y podría observarse flujo de demanda de parte de inversores institucionales.

Comenzó así a materializarse un resultado favorable a la estrategia planteada. En la última semana, el incremento de precios del PMJ21 y TC21 fue de 0,6% y 1,0%, respectivamente, en comparación a 0,3% en el TJ20, -0,8% en el AM20, 0,1% en el AMX8, -1,4% en el AA22, y -0,5% en el AMX9. Seguimos manteniendo la misma estrategia, si bien quitamos del conjunto “short” al AM20 considerando que ya detenta un spread s/Badlar más razonable. Nos continúa gustando el PMJ21 y fijamos un target de spread s/Badlar de 50 pbs por debajo de su valor actual.

Por su parte, notamos en el mercado secundario de Lebac que las tasas forward cortas negociadas entre vencimientos de enero y abril 2017 se elevaron entre 10-70 puntos básicos, manteniéndose invariables (o incluso descendiendo) en vencimientos entre octubre y diciembre. Constituye una buena oportunidad para alargar plazos hasta abril 2018 en el caso de posiciones cortas de próximos vencimientos. Asimismo, destacamos la caída de la tasa negociada para el vto. al 18/10, probablemente vinculado con el reciente vencimiento del AO17.

