



# Claves del día

23 de enero del 2018

## **Bancos argentinos se aproximan niveles de valuación máximos de últimos 3 años**

Múltiplo Price-to-Book de BMA y FRAN  
(fuente: Bloomberg)

---

## **3,9% a/a**

(CRECIMIENTO ESPERADO DE LA ECONOMÍA GLOBAL PARA 2018)

En el día de ayer, el FMI actualizó sus proyecciones de crecimiento para la economía mundial correspondiente a los años 2018 y 2019. Ver detalle en "Noticias y Recomendaciones".

---

## **US\$ 1.541 MM**

(DÉFICIT DE LA BALANZA COMERCIAL EN NOVIEMBRE)

En el día de hoy se publicará el resultado de la balanza comercial en el último mes de 2017. En noviembre la misma cerró con una contracción de 6,2% en las cantidades de exportaciones y un aumento de 26,6% en las importaciones.

- 
- Mañana negativa para el cobre, que cae 1,9%, acompañado por

principales metales industriales. Commodities energéticos al alza, con el crudo WTI sumando 0,2% hacia US\$/bbl 63,73.

- Bolsas europeas en verde, el EuroStoxx avanza 0,1% y el DAX 0,6%. En Asia, el Nikkei cierra 1,3% arriba y el Topix 1,0%.
- Futuros del S&P y Dow Jones en rojo. La tasa norteamericana a 10 años se ubica en 2,63%.

---

### **Panorama global: el FMI lo confirma**

La economía global continúa firme. El FMI revisó al alza las expectativas de crecimiento para 2017, 2018 y 2019. Según la actualización del "*World Economic Outlook*" publicada en el día de ayer, se estima que en 2017 la economía global creció un 3,7%, 0,1% más rápido que lo proyectado en octubre y 0,5% más que en 2016. Impulsadas por un fortalecimiento en las perspectivas futuras de la zona euro y Estados Unidos, las proyecciones de crecimiento para 2018 y 2019 se elevaron, en ambos casos, un 0,2% hacia 3,9%. Se espera que la reforma impositiva de EE.UU. estimule su actividad en 1,2% hacia 2020, para luego desacelerarse a medida que la nación tenga que restablecer sus finanzas públicas. De esta manera, los efectos del paquete en el producto de Estados Unidos y sus socios comerciales contribuyen aproximadamente a la mitad de la revisión alcista del crecimiento global para el periodo 2018-2019. Si bien las economías avanzadas continúan mostrando signos de solidez, el FMI señaló que la región mundial de más rápido crecimiento continúa siendo Asia, con India y China liderando. Por último, los riesgos para el pronóstico de crecimiento global parecieran ampliamente equilibrados en el corto plazo, pero sesgados a la baja en el mediano plazo.

### **Renta fija en US\$: algo más nerviosos...**

Luego del movimiento generalizado alcista de tasas de interés en principales países desarrollados, comienza a observarse un consecuente traslado hacia spreads soberanos. Sin embargo, ello se registra principalmente en el caso

de Argentina. De hecho, si bien sí se nota en el mundo una preferencia por calificaciones soberanas IG (incluso descendiendo riesgo país en estos emisores), el spread de bonos soberanos latinoamericanos BB vs. IG se ha mantenido estable.

Así, lo curioso es que gran parte de la observada elevación de spreads de Argentina surge al comparar vs. comparables BB de Latinoamérica. De hecho, el spread de Argy vs. Treasuries norteamericanos todavía se encuentra dentro del rango de negociación post-electoral desde octubre, con variaciones que no superan 20 pbs. Mientras, en las últimas 3 semanas, el spread de Argy vs. BB LATAM se elevó i) desde 100 pbs hacia 140 pbs para bonos con duration mayor a 10 años, ii) desde 90 pbs hacia 120 pbs para bono con duration de 5-10 años, y iii) desde 60 pbs hacia 90 pbs para bonos con duration inferior a 5 años. De esta manera, ya estarían a los niveles “piso” del período pre-electoral de octubre, adentrándose a dicho canal pasado de negociación. Argentina estaría priceada como la “peor” B+ entre Jordania, Senegal, y Honduras. Este análisis se distingue de la comparación directa de Argentina vs. Brasil en particular, considerando que spreads del primero vs. el segundo se ubican en valores de 120-130 pbs, cercano a mínimos de los últimos meses.

Creemos que este comportamiento podría devenir del reacomodamiento de portafolios hacia equities locales, considerando su ventaja impositiva así como su superior exposición a la economía real, en una tendencia similar a la observada en mercados emergentes (ver sobre-performance del ETF EEM sobre EMB). Asimismo, importa la mayor beta de mercado de bonos argentinos (vs. comparables) en un contexto de superior volatilidad de tasas.

Desde los fundamentos, consideramos que los spreads no deberían retornar a períodos pre-electorales, en base al positivo flujo de noticias de déficit fiscal. Una vez que ceda la magnitud de movimientos desde fondos de renta fija hacia equity, podría existir un espacio de compresión de spreads vs. BB LATAM, sujeto al impacto que pueda tener el juicio de apelación de Lula en curva soberana brasilera. Sí creemos que los movimientos de la tasa de

interés invitan a tener una mejor administración de riesgo-retorno, y recomendamos mantenerse en curva corta-media con bonos de hasta 7 años. Vemos algunos bonos que ofrecen oportunidades de compra dada su superior elevación relativa de spreads; en particular: compra AY24 – venta AA25, compra A2E7 – venta DICA/AA37, compra AA46 – venta AC17.

## **Política**

## **monetaria**

El BCRA presentó su Informe de política monetaria (IPOM) con un discurso claramente dovish. Resaltó la dinámica descendiente de la inflación núcleo en el último trimestre de 2017, observándose el fin de la persistencia de la misma por arriba de 1,7% como una de las principales razones para la reciente baja de tasas. Se enfatizó la presencia de condiciones iniciales más favorables que las del año anterior, tales como una inflación núcleo y general más baja, menores aumentos de precios regulados (21,8% según estimaciones de la entidad) y una tasa de interés real más elevada. Este último punto, la superior tasa de interés real actual sería según Sturzenegger, el factor clave que habilitaría una continuación del descenso de tasas, incluso con expectativas de inflación al alza. De hecho, lo presenta como la principal diferencia con la situación de 2017; recordemos que las propias autoridades del BCRA han reconocido como un error la flexibilización de la política monetaria en esta misma época el año pasado. Tanto el lenguaje como el contenido de los dichos de Sturzenegger señalarían una nueva baja de tasas en el comunicado del día de hoy. Se esperaría que, adaptando su política a los nuevos requerimientos, pero manteniéndose en el sendero de la progresividad, la tasa de política monetaria disminuyera nuevamente alrededor de 75pbs. En este contexto, y tal como anticipó la rueda de ayer, no sorprendería un repunte de la volatilidad en el mercado de cambios, a la espera de mayor certidumbre en el plano de tasas en AR\$.