



## Claves del día

19 de abril de 2017

### **Treasuries norteamericanos a 10 años en mínimos del año**

(fuente: Bloomberg)

---

## **0,5% m/m**

(CRECIMIENTO INTERMENSUAL DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL EN EE.UU. DURANTE EL MES DE MARZO)

La producción industrial de marzo en EE.UU. marcó un crecimiento de 0,5% m/m, tratándose del registro más elevado de los últimos tres meses. La misma fue impulsada por la producción de bienes de consumo, así como de utilities. El dato de febrero fue revisado al alza hacia 0,06% m/m (desde 0,01% m/m). De esta manera, en marzo, tres de los cuatro indicadores que creemos que mejor reflejan la economía norteamericana presentaron movimientos positivos (empleo: 0,07% m/m; prod. industrial: 0,55% m/m; ventas reales minoristas: 0,07% m/m).

---

## **9,0%**

(CRECIMIENTO ESPERADO INTERANUAL DE GANANCIAS AL 1Q17 DE COMPAÑÍAS DEL S&P 500)

Al cierre de la semana pasada, 6% de las compañías del S&P 500 publicaron resultados registrando éstas un crecimiento promedio de ganancias del 9,2% a/a. En el día de hoy se espera una importante cantidad de publicaciones de resultados, principalmente del sector financiero y de materiales básicos (incluyendo USB, MS, AXP, TMK). Será relevante seguir de cerca las estimaciones de ganancias de analistas considerando los múltiplos de valuación que hoy se negocian (17,4x de forward PER en el S&P 500). En el día de ayer, GS, JNJ e IBM publicaron resultados inferiores a los esperados.

---

## El FMI prevé una inflación del 25,6% en Argentina para este año

(FUENTE: EL PAÍS)

EL FMI revisó sus expectativas de crecimiento e inflación de Argentina para los próximos años. La inflación fue revisada al alza alcanzando 25,6% a/a en 2017E y 18,7% en 2018E; perspectivas de crecimiento real del PBI alcanzan 2,2% a/a y 2,3% a/a, respectivamente.

Artículo El País:  
[http://economia.elpais.com/economia/2017/04/18/actualidad/1492517493\\_529157.html](http://economia.elpais.com/economia/2017/04/18/actualidad/1492517493_529157.html)

Informe FMI:  
<http://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2017/04/04/world-economic-outlook-april-2017>

---

### Treasuries norteamericanos y expectativas de inflación

Treasuries norteamericanos descendieron a mínimos del año (ver “El Gráfico”) como consecuencia de i) su carácter de *heaven asset*, contemplando el superior riesgo geopolítico percibido en mercados, y ii) una revisión bajista de expectativas de crecimiento. Al respecto, Mnuchin (Secretario del Tesoro) reconoció que se demoraría una reforma impositiva (debido a dificultades en la reforma de salud). En este contexto, durante el último mes, i) las expectativas de inflación en US\$ a 10 años descendieron más de 15pb, y ii) la tasa de interés real disminuyó 15pb adicionales.

Información publicada por CFTC demuestra que las posiciones en futuros de

Treasuries a 10 años de fondos especulativos se elevaron considerablemente entre la primera semana de marzo y la primera semana de abril (i.e. se volvieron más comprados). Pero, el cierre de la semana pasada indica un leve descenso (en términos netos) y una pausa a dicha acumulación de posiciones.

Asimismo, el spread 10yr-2yr se redujo hacia los pisos observados desde inicios del 2016. Notamos también un descenso de curvatura. Ello se refleja claramente en el afán de negociación del sector financiero para el cual el spread de curva conforma un driver relevante de rentabilidad. Notamos un negativo momentum en el ETF XLF; el respeto del soporte de US\$ 22,9 será importante monitorear.

Esta caída de Treasuries norteamericanos, junto con un descenso de valor de activos de riesgo, ha cuestionado el conocido *reflation trade*. Las tasas de referencia en el mundo han, en general, descendido; yields de bonos soberanos japoneses a 10 años incluso tocaron terreno negativo nuevamente (en términos nominales). Concebimos que se trata más bien de una pausa a las ambiciosas expectativas referentes al ritmo, magnitud y efectividad de políticas pro-cíclicas. Creemos que la performance de activos de riesgo se sustenta en positivos datos económicos globales. Los catalizadores los encontraremos en la macro y ganancias.

Pensando en que la tasa de US Treasuries tiene más espacio para elevarse que para comprimirse, desde el punto de vista táctico, un paulatino recorte de duration podría ser favorable (ver abajo).

### **Divergencias de yields spreads y US\$:EUR**

Se observan divergencias en el comportamiento del spread de tasas reales en US\$ (Treasuries) y EUR (Bunds), por un lado, y el tipo de cambio US\$:EUR, por otro. Mientras que el EUR se ha apreciado, el spread de tasas reales indica una elevación de la norteamericana vs. la alemana. En primer lugar, superiores riesgos relacionados con las elecciones francesas han resultado en superior demanda de Bunds alemanes. Por otro lado, i) el

diferencial de expectativas de inflación indica un fuerte descenso de la inflación norteamericana en relación a la europea, y ii) el diferencial de crecimiento entre EE.UU. y Alemania también se ha comprimido.

Así, a pesar del comportamiento de tasas, el dólar medido por el índice DXY descendió hacia y se apoyó sobre su línea de tendencia alcista iniciada en septiembre del 2016 (coincidente con el piso en el diferencial de expectativas de inflación EE.UU.-EUR). El ETF EZU (equities europeos), luego de una significativo catch-up en marzo (coincidente con la pausa del S&P 500), se elevó hacia valores relativos vs. el ETF SPY (equities de EE.UU.) observados en períodos pre-Trump. La evolución del DXY determinará en gran parte quién serán los ganadores y perdedores, siendo de especial relevancia el resultado electoral en Francia, esta semana.

### **Curva Argentina en US\$**

Los bonos soberanos argentinos se vieron impactados por la mencionada caída de yields norteamericanos: en lo que va de abril, rendimientos exigidos descendieron 40pb hacia 7,0% promedio (en base a mesas de afuera). 30pb se derivaron del movimiento de tasas de referencia; el resto de una caída de spreads: los spreads de deuda se redujeron hacia valores pre-Trump en torno a 480pb, sin quebrar a la baja pisos históricos. En comparación a la región LATAM notamos una mejor performance de bonos argentinos; los spreads negociados con países de la región mantienen tendencia bajista.

Aun así, dada la superior volatilidad de yields soberanos argentinos y considerando el nivel de Treasuries norteamericanos, con una perspectiva táctica de control de riesgos, carteras de bonos podrían encontrar resguardo en instrumentos de inferior duration. El principal factor de riesgo lo encontramos en la tasa de referencia, no el spread. Para volver a alargar duration, fijamos como objetivo un nivel de Treasuries de 2,5% a 10yr, aproximadamente. La curva subsoberana suele ofrecer alternativas atractivas contemplando que ofrecen superior carry y demuestran una inferior correlación vs. el comportamiento de Treasuries norteamericanos, en comparación a la curva soberana. Para ejemplificar, Provincia de Buenos

Aires a 2021 alcanzó spreads máximos de los últimos dos meses vs. AO20 (comparable en duration). Es decir, no acompañó la reciente caída en tasas de referencia (conociendo que la calidad crediticia relativa de PBA vs. Argentina no se ha alterado como para justificar tal elevación de spreads).

## **Política monetaria y BCRA**

El BCRA elevó la tasa de interés de Letras en 170pb en promedio (respecto de licitación primaria anterior; ponderado por volumen). La tasa a 28d alcanzó 24,25% TNA, por encima de lo que se negociaba en el mercado secundario. Con vencimientos por AR\$ 382.748 millones, se adjudicaron AR\$ 329.087 millones implicando una expansión de base monetaria de AR\$ 53.660 millones. El vencimiento promedio de la adjudicación fue inferior alcanzando 46d en comparación a 66d en marzo. Ello da cuenta de un superior interés de negociación por tramos cortos.

Por su parte, el BCRA se basó en causas "nobles" (i.e. debilidad actual de cuentas externas y freno a la apreciación del peso) para anunciar una medida que buscaría ponerle un piso al dólar. Creemos que este objetivo podría ser logrado, pero resulta más complejo en que logrará con esta medida una suba importante de la cotización del dólar. Para ello, será fundamental la forma en que se implemente para evaluar su impacto sobre inflación, tasas y tipo de cambio real.

El BCRA publicó el Informe de Política Monetaria en donde se reafirmó el objetivo de 12-17% de inflación para 2017E y se estableció el objetivo de llevar las reservas internacionales hacia por lo menos 15% del PBI, encontrándose hoy levemente por debajo de 10%. Un 5% del PBI representaría un total de casi US\$ 30.000 MM (contemplando para 2017E un crecimiento real del 2,2%, una inflación del 17% y un tipo de cambio promedio de AR\$:US\$ 16,5). Sin embargo, destacamos que i) no se estableció ningún objetivo temporal formal como suelen acostumbrar otros bancos centrales, y ii) los excesos de liquidez resultantes serían absorbidos por un incremento del stock de Lebacs y Pases. La proyección del stock de Lebacs y Pases del BCRA (sin contemplar compras de divisas) indica un

crecimiento desde el actual 110% de la BM hacia casi 120% en mayo para luego ir paulatinamente descendiendo nuevamente a 100% a fines de año. Ello se encuentra por encima de la anterior proyección realizada en diciembre 2016. Una política tendiente a reforzar reservas elevaría aún más dichos registros. Si mantenemos la base monetaria en % del PBI (en base al ratio de BM/PBI observado ytd), el promedio del año se ubicaría en US\$ 65.000 MM. Esto quiere decir que los esfuerzos de esterilización deberían elevarse significativamente de comprar sistemáticamente más reservas, si bien parte del incremento de RRII debería ser absorbido por un incremento en demanda de dinero. Si el BCRA logra estimular dicha demanda lo suficiente como para volver a los niveles observados entre 2005-2007, su capacidad de absorción de un incremento de liquidez se podría elevar 1,2-1,5% del PBI, alrededor de 20-25% del 5% total de elevación de reservas.

Ahora bien, no apresurarse con conjeturas. El impacto del nuevo objetivo del BCRA dependerá principalmente de la forma de ejecución, que aún no es clara: ¿Acudirá directamente al mercado o al Tesoro? ¿Con qué objetivos temporales? ¿Cuándo se alcanzaría dicha meta del 15% del PBI? ¿Con qué ritmo? ¿Qué instrumentos principales emplearía para esterilizar? ¿A qué tipo de inversores se dirigirían? ¿Se buscaría segmentar el mercado de instrumentos en AR\$?