



Claves del día

16 de junio del 2017

Compañías de E&P acompañando el momentum del crudo

(fuente: Bloomberg)

+2,2% a/a

(CRECIMIENTO INTERANUAL DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL EN EE.UU.)

La producción industrial de mayo en EE.UU. marcó un crecimiento interanual del 2,2% a/a, acelerándose respecto de abril (cuando la tasa de variación interanual alcanzó 2,1% a/a), si bien manteniéndose constante en términos intermensuales (luego de una revisión alcista en el registro de abril). Ello principalmente responde a una caída en la producción automotriz; al contrario, la producción de bienes de consumo para el hogar, minería y utilities cobraron un buen dinamismo. Por su parte, índices soft de manufacturas de la Reserva Federal de Philadelphia continuaron siendo positivos y reflejando crecimiento. A pesar de que ciertos indicadores leading cedieron respecto de meses anteriores, continúan esperando crecimiento para los futuros meses.

97 pts.

(ÍNDICE DE CONFIANZA DE LA UNIVERSIDAD DE

MICHIGAN ESPERADO PARA JUNIO EN EE.UU.)

Hoy se publicará el índice de confianza de consumidores de la Universidad de Michigan correspondiente al mes de junio. Consensos esperan que el mismo se mantenga en valores elevados, aproximadamente similares al mes anterior. A pesar de la reciente leve caída real de ventas minoristas en mayo (-0,13% m/m), índices preliminares elaborados por Bloomberg dan cuenta de una superior disposición de compra y un mejor *sentiment* de consumidores respecto de la economía norteamericana.

- El Banco Central de Japón mantuvo inalterada su política monetaria, si bien revisó positivamente sus expectativas de la economía en términos de consumo privado y exportaciones. El dólar continuó así fortaleciéndose elevándose por encima de 97 puntos; metales de "reserva" como el oro y la plata continúan descendiendo alcanzando mínimos de la semana.
 - Mercados de equities europeos cerraron mayormente en alza, impulsados por acciones de automotrices al haberse publicado datos positivos de ventas de vehículos que se aproximaron a un máximo pre-crisis.
 - Por su parte, mercados asiáticos cerraron también en general con una leve alza luego de la publicación del comunicado del BoJ. El Nikkei se elevó 0,6%; el ASX/S&P 200, 0,2%; el Kospi cedió 0,01%.
-

Continúa la digestión... Tasas reales al alza!

El mercado continua digiriendo el comunicado del FOMC, el cual dejó entrever ciertas sorpresas que antes no se esperaban. Ya no se cuestiona tanto la disposición de la Fed de elevar tasas de interés, y continuar un proceso de normalización de política monetaria. De hecho, el FOMC se mostró más contundente al mantener aproximadamente igual el "dot-plot" y anticiparse al consenso de mercado respecto del ritmo de normalización de balance al recortar reinversiones desde finales de año (arrancando desde US\$ 10 mil millones y gradualmente creciendo hacia US\$ 50 mil millones). Al contrario, comienza a discutirse la capacidad de la Fed de elevar tasas de interés: algunos más "dovish" hacen foco en el comportamiento magro de la inflación, mientras que otros se concentran en la economía. Es así como encontramos algunas señales dispares.

Por un lado, el dólar indicó un notable fortalecimiento durante la rueda de ayer marcando un piso al nivel de 97 puntos: a pesar de que las expectativas de inflación continuaron descendiendo en todas sus maturities, la tasa real de Treasuries a 10 años registró la suba diaria más elevada desde diciembre del año pasado, alcanzando casi 50pb. De la misma manera, la tasa real de Treasuries a 2 años volvió a terreno positivo por primera vez desde febrero 2016.

Por el otro lado, sin embargo, en base a Bloomberg, la probabilidad implícita de suba de tasas para la reunión de septiembre descendió, esperándose que se mantenga en 1,00-1,25% con casi 80% de probabilidad (vs. casi 70% de probabilidad al día de ayer). De hecho, el spread entre Bills de corto plazo a 6 y 3 meses (post/pre reunión de septiembre) dejó de elevarse como lo estaba haciendo desde inicios de junio.

Convalidamos principalmente la primera perspectiva de fortalecimiento del dólar acompañando el buen momentum de la economía doméstica. Nótese que ya se encuentra descontada en las expectativas del FOMC una suba adicional de tasas incluso con una desaceleración de la inflación. Este contexto de tasas reales en ascenso debería favorecer al XLF (ETF de Bancos) el cual ha marcado una performance más negativa previo al comunicado del FOMC debido a un mercado más “dovish” que la propia Fed. Durante la última semana, fondos de administración pasiva con foco en compañías financieras recibieron los máximos flujos de ingresos, en su comparación con el resto de sectores; vemos también buen momentum en compañías de industria habiendo demostrado un notable volumen alcista en la rueda de ayer (ver XLI). También creemos que será relevante focalizar atención sobre compañías de consumo que paguen elevados niveles de dividend yield. Por su parte, fondos en compañías tecnológicas continuaron marcando flujos de salida.

Curva **soberana** **LATAM...**

La elevación de las tasas reales de Treasuries norteamericanos comenzó a

sentirse en la curva soberana argentina, a pesar de que spreads de deuda se mantuvieron invariables (incluso en un contexto en que deuda HY corporativa en EE.UU. marcó elevaciones de yield spreads por la caída de commodities). En un contexto en que la economía norteamericana podría convalidar elevaciones de yields reales y las expectativas de inflación ya se ubican en niveles notablemente reducidos, carteras en US\$ con perfil de riesgo más acotado podrían resguardar niveles de duration. Sin embargo, no creemos hoy preferible mantenerse en la curva soberana. Como antes comentábamos, notamos que persiste el comportamiento que mencionábamos en claves del martes: un aplanamiento de curva entre durations de 6 a más de 10 años y un empinamiento de curva entre durations de 2 a 5 años. Los spreads de deuda vs. LATAM ajustaron así al alza en el caso de emisiones a 5 años, si bien se mantuvieron invariables para emisiones más largas.

Por ello, preferimos ciertas emisiones subsoberanas que permitan un catch-up de rendimiento. Preferimos PBA a 2024 respecto de PBA a 2021 y Cord. a 2021. Nos gusta NQN a 2021 con casi 200pb de spread, no habiendo acompañado la compresión de spreads observado en otras provincias debido a la magra performance del petróleo.

Magro momentum en instrumentos AR\$+CER
Nadie los quiere... El Discount en AR\$ alcanzó el máximo yield real desde junio del año pasado, sobrepasando 4,3% anual en AR\$. Similar comportamiento demostró el Boncer 2021 sobrepasando el nivel de 3,8% anual en AR\$. Expectativas de que la inflación persista siendo notablemente inferior en adelante ha dado lugar a un fuerte desapego respecto de esta clase de activos.

Si nos focalizamos en instrumentos cortos, pensamos que 380pb de yield real todavía no es mejor al ofrecido por el rendimiento prospectivo real esperado de Lebacs largas, o incluso algunos instrumentos Badlar con spreads de >300pb (considerando la elevación de la tasa Badlar en términos reales). En el breakeven, creemos que activos como el TC21 deberían ofrecer 30-50pb adicionales de yield. En el caso de instrumentos largos, frente a los

AR\$+CER, BONTEs pierden notablemente atractivo debido a que ya implican supuestos “estresados” de expectativas de inflación. Por último, remarcamos que el yield spread real entre instrumentos AR\$+CER e instrumentos en US\$ se ha comprimido significativamente en favor de los segundos. El spread DICA-DICP se comprimió desde 100pb hacia tan sólo 40pb, moderándose las expectativas de apreciación real del AR\$ en adelante.

Petróleo y commodities

Luego de la caída de las últimas 4 ruedas en commodities industriales, el cobre testea su MM200d; este nivel es muy relevante debido a que confirmaría si el commodity es capaz de formar un nuevo piso ascendente por encima de los anteriores al nivel de US\$ 2,48 en mayo y US\$ 2,54 a inicios de mes.

Por su parte, el petróleo persiste por debajo de su anterior mínimo de US\$ 45,3 como consecuencia de datos desalentadores desde diferentes frentes: descoordinación de producción en la OPEP, creciente producción norteamericana, entre otros. Aun así, a diferencia de papales de E&P en la región, el XLE (ETF de energía) todavía no ha perforado su zona de soporte y la volatilidad implícita de opciones negociadas sobre el crudo ha comenzado a ceder levemente. YPF y PBR (ver “el Gráfico”) ya se ubican en condiciones de sobreventa en base a indicadores técnicos de momentum. YPF testea un soporte ubicado en la zona de US\$ 21,9/ADR; su descuento vs. comparables de la región en términos de EV a Flujo de fondo operativo se elevó desde 10% la semana pasada, hacia casi 15% al cierre de ayer. Monitorear el crudo considerando que podría ofrecer oportunidades de entrada en el corto plazo.

Precios mayoristas y del sector de construcción

Tras anuncios tales como la tercera etapa del Plan Belgrano en Tucumán por parte del ministro de transporte Guillermo Dietrich y el Acuerdo Federal Minero que unifica las reglas para la industria alentando a mayores inversiones en el sector, el Indec publicó ayer por la tarde el índice que mide las variaciones mensuales que transita el costo de la construcción privada de

edificios destinados a viviendas en CABA y en los 24 partidos del conurbano bonaerense. El mismo presenta un aumento del 1,3% respecto al mes anterior y un acumulado anual que ronda el 11,8%. El ítem que observó un mayor aumento fue “materiales” con una variación positiva mensual de 1,8% mientras que “mano de obra” midió 1% y “gastos generales” 1,2%. Ello resultaría en una inflación de costos notablemente inferior respecto de lo observado en meses anteriores, y refuerzan un proceso de desinflación. También se conocieron los datos del Sistema de Índices de Precios Mayoristas cuyo nivel general registró una suba de 0,9% como resultado de un aumento de 0,8% en los productos nacionales y 1,1% en los productos importados.