

## **Aviso próximo Vto. LEBACs | Licitación LEBACs 20/11/18 / #ALERTA:** **Estrategia de Activos**

Nos ponemos en contacto con Ud. para recordarle su vencimiento de LEBAC que opera el próximo 21 de noviembre del corriente. Asimismo, **le indicamos que la licitación de LEBACs** para renovar -total o parcialmente- el vencimiento indicado **se realizará el próximo martes 20 de noviembre del corriente año.**

### **Panorama internacional:**

Las condiciones de acceso a los mercados financieros internacionales de las economías emergentes continuaron deteriorándose durante el tercer trimestre del año, aunque a menor ritmo que durante el trimestre previo. Entre los principales factores explicativos se cuentan la suba de tasas de interés y la expectativa de menor estímulo monetario por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed), junto con nuevas señales de tensiones comerciales entre algunas de las economías de mayor porte.

Todos estos elementos llevaron a una salida de capitales de países emergentes, a un aumento de las primas de riesgo soberano, y a una depreciación de sus monedas. Las economías más afectadas fueron aquellas con desequilibrios externos pronunciados y/o elevados niveles de endeudamiento. Durante el trimestre continuó observándose un desempeño positivo de la actividad económica mundial, incluyendo a los principales socios comerciales de la Argentina.

Las proyecciones más recientes muestran que la tasa de crecimiento de la economía global se mantendría casi sin cambios para lo que resta de 2018, aunque el crecimiento sería menos sincrónico que en trimestres anteriores. Es así que el FMI espera que el PIB mundial crezca en 2018 0,2 p.p. menos que lo que preveía en julio de este año. En el caso de los principales socios comerciales de Argentina, sus tasas de crecimiento continuarían en lo que resta de 2018 en niveles similares al de los trimestres más recientes, y se espera que durante 2019 alcancen el máximo valor de los últimos ocho años.

**Gráfico 2.1 | Crecimiento de los socios comerciales de Argentina**



\*Ponderados por su participación en las exportaciones de manufacturas argentinas.

Fuente: FocusEconomics, Bloomberg, FRED y ONU Comtrade

p: Proyectado

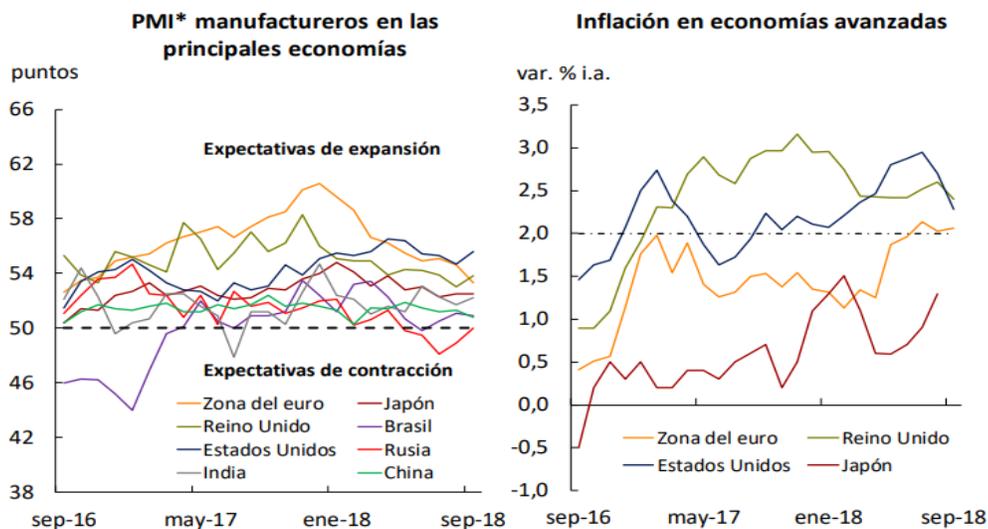
Los riesgos para el pronóstico de crecimiento mundial están sesgados a la baja en un contexto de recrudescimiento de la incertidumbre en torno a las políticas.

Si bien las condiciones en los mercados financieros siguen siendo acomodaticias en las economías avanzadas, podrían endurecerse rápidamente si se intensifican las tensiones comerciales y la incertidumbre en torno a las políticas, o si una inflación inesperadamente alta en Estados Unidos provoca una respuesta de política monetaria más enérgica que la prevista.

En las negociaciones sobre el Brexit, la forma en que se han organizado las conversaciones entre Reino Unido y la UE hace que el resultado más probable del proceso sea que se firme un acuerdo sobre cómo Reino Unido saldrá de la UE, pero no un acuerdo vinculante sobre cómo vivirán los británicos fuera del bloque. Como dejó claro la semana pasada el principal negociador de la UE, Michel Barnier, el primer objetivo está cerca de conseguirse, pero el segundo sigue estando tan distante como siempre.

El aumento de los precios de la energía contribuyó a desalentar la demanda en los países importadores de energía, mientras que algunos países también se vieron afectados por la incertidumbre política o por medidas aplicadas en el sector industrial. En el Reino Unido, el crecimiento se moderó más de lo previsto, en parte debido a trastornos meteorológicos en el primer trimestre. En este contexto, la economía de Estados Unidos mantuvo un crecimiento vigoroso, sobre todo en el segundo trimestre, y la actividad del sector privado se vio propulsada aún más por un cuantioso estímulo fiscal. El crecimiento agregado en el grupo de economías de mercados emergentes y en desarrollo se estabilizó en el primer semestre de 2018.

La inflación subyacente (es decir, excluidos los alimentos y la energía) sigue estando por debajo de las metas de los bancos centrales en la mayoría de las economías avanzadas. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, excluida la de Venezuela y Argentina, la inflación subyacente permanece por debajo del promedio de los últimos años, pero ha aumentado ligeramente en los últimos meses.



\*Índice de gerentes de compras (PMI por sus siglas en inglés).

Inflación medida por el Índice de Precios al Consumidor. Fuente: Bloomberg

Los indicadores de actividad de Brasil, nuestro principal socio comercial, muestran que, tras alcanzar un mínimo en mayo, la actividad económica habría comenzado a recuperarse. Si bien las proyecciones para 2018 (Banco Central de Brasil y FMI) continúan reduciéndose, el aumento en el nivel de actividad de los últimos meses se reflejaría en 2019, para cuando se proyecta la mayor tasa de crecimiento del PIB de los últimos cinco

años. Las proyecciones de la encuesta Focus —que realiza el banco central de Brasil, BCB, entre analistas de mercado— prevén un crecimiento del PIB de 1,3% para 2018, 0,2 p.p. menos del que se preveía al momento de publicarse el IPOM anterior, mientras que el FMI prevé una variación de 1,4% (reducción de 0,4 p.p.). Para 2019 se espera una tasa de aumento del PIB de 2,5% según Focus y de 2,4% según el FMI. Por su parte, en el contexto del proceso electoral en Brasil, la volatilidad del tipo de cambio se incrementó: desde comienzos de agosto hasta mediados de septiembre, el real brasileño se depreció 13%, para luego revertir esa depreciación. En el trimestre, el BCB no realizó cambios en la tasa de interés de política monetaria, que se encuentra en 6,5%. Por su parte, pese a que la inflación de septiembre fue la mayor desde marzo de 2017 (4,5% interanual), se mantiene en torno al centro del rango meta. La inflación finalizaría el año en 4,4%, y en 4,2% en 2019, mientras que el Banco Central de Brasil mantendría sin cambios la tasa de política monetaria para el resto de 2018, para incrementarla a 8% en 2019.

En la zona del euro, no se esperan cambios en las tasas de interés de política monetaria para lo que resta de 2018, ni para la mayor parte de 2019. Junto a ello, el BCE mantuvo sin cambios su proyección de inflación para 2018 en 1,7%, y también en 1,7% para 2019. Por último, el BCE mantiene su decisión de finalizar su programa de expansión cuantitativa a fin de año, el que ha venido reduciendo a lo largo de 2018.

En los Estados Unidos la tasa de crecimiento del segundo trimestre fue de 4,2% (sin estacionalidad y anualizada), la más alta de los últimos cuatro años. Algunos indicadores adelantados están mostrando que la tasa de crecimiento de la economía norteamericana en el tercer trimestre estaría también en torno al 4,2%. Las mayores tasas de crecimiento que está registrando la economía norteamericana están vinculadas al estímulo fiscal reciente, que dejaría de tener impacto en el crecimiento en 2020. En el caso del mercado laboral, la tasa de desempleo se ubicó en 3,7% en septiembre algo que no ocurría desde 2001.

El Comité de Política Monetaria (FOMC) de la Fed mantuvo en su reunión de noviembre la tasa de interés de referencia al rango 2-2,25%. Igualmente se espera un incremento una vez más su tasa de interés de referencia en lo que resta de 2018 al rango de 2,25-2,5%. De esta manera, a fines de 2018 la tasa de interés de referencia en términos reales volvería a ser positiva por primera vez en más de una década. En este sentido, en su comunicado de prensa el FOMC dejó de calificar a su política monetaria como expansiva. Además, de las proyecciones del FOMC también surge que se esperan tres aumentos de la tasa de interés de referencia durante 2019 (0,25 p.p. cada vez).

El crecimiento de China, principal destino de las exportaciones argentinas de productos primarios se desaceleró durante el tercer trimestre. Este dato aún no registra el impacto pleno de los aranceles comerciales impuestos sobre sus exportaciones hacia los Estados Unidos. En concreto, durante el tercer trimestre el PIB aumentó 6,5% interanual (0,2 p.p. menos que el segundo trimestre). En este contexto, unos días antes el Banco Central de China había dispuesto una reducción de los encajes sobre el sistema financiero. De esta manera, se buscaría priorizar el crecimiento que viene llevando adelante China. Las proyecciones más recientes para 2018 muestran un crecimiento esperado del PIB de 6,6% para este año y de 6,2% para 2019. El yuan chino, que había tenido una marcada depreciación respecto del dólar desde mediados de junio, estuvo relativamente más estable, habiéndose depreciado respecto de los valores vigentes al momento de publicar el IPOM anterior (3,3%).

Tanto la depreciación de las monedas de mercados emergentes como el incremento de las primas de riesgo soberano, producto de la salida de capitales de estos mercados; fueron particularmente afectadas aquellas economías con desequilibrios externos y/o elevados niveles de endeudamiento. El endurecimiento de las condiciones monetarias en Estados Unidos se observa en el aumento de la tasa de interés del bono del tesoro a diez años de dicho país que se inició en diciembre de 2017. Desde abril la suba del rendimiento empezó a coincidir con una apreciación del dólar, lo que aumenta el efecto adverso sobre los mercados emergentes; desde mediados de agosto se aceleró el incremento de la tasa del bono a diez años.

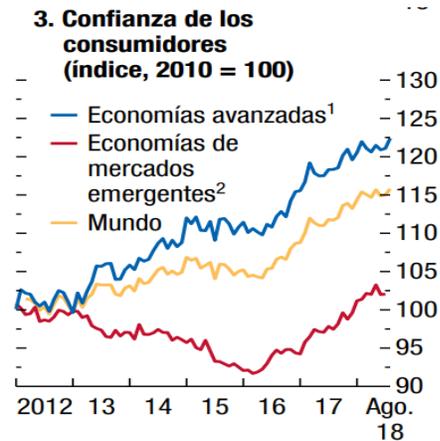
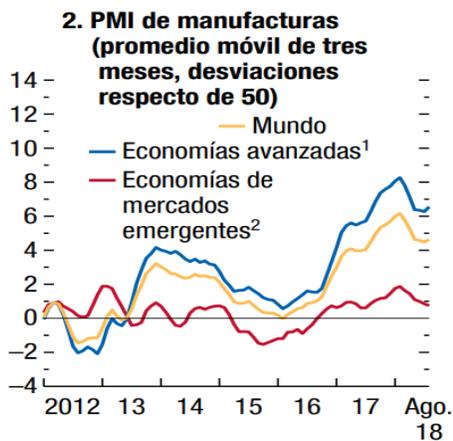
### Gráfico 2.9 | Depreciación monedas emergentes vs. economías avanzadas



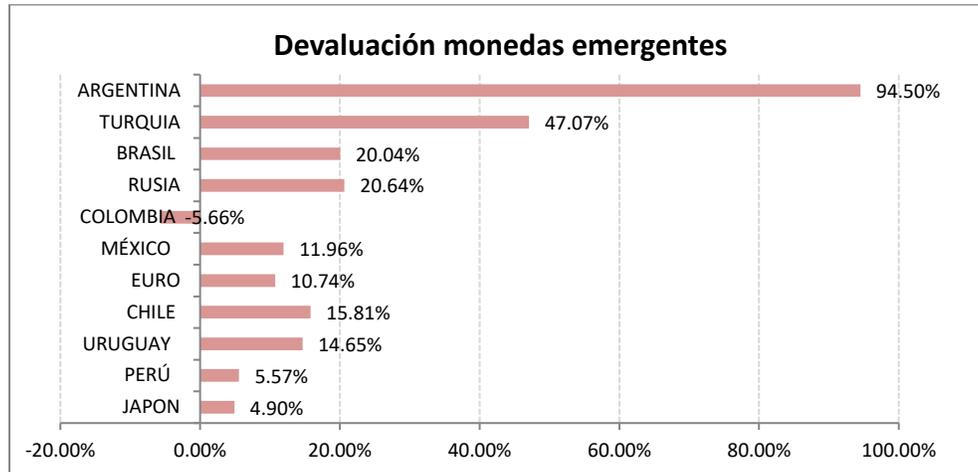
Fuente: Bloomberg y Banco Mundial

La tasa de los bonos del tesoro de Estados Unidos, considerada libre de riesgo ha aumentado hasta valores de 3.162%, subiendo de los 2,85%-2,93%, vistos el mes pasado. El rendimiento ha registrado máximos de siete años y medio a principios de esta semana ante las expectativas acerca de que el ritmo de subidas de los tipos de interés de la Reserva Federal será más rápido de lo esperado pues las previsiones económicas de Estados Unidos siguen siendo alentadoras, como comentábamos anteriormente.

El índice que mide el valor del dólar estadounidense con relación a una canasta de 6 monedas en las cuales se encuentra el Euro, Yen japonés, libra Esterlina, Dólar Canadiense, Corona sueca y Franco Suizo, ha perdido posiciones pues la venta masiva de acciones y bonos, impulsada por las preocupaciones en torno al impacto de la subida de los tipos de interés, son aún mayores que hace unos meses atrás. El índice ha subido un 2,30% hasta 97,30; los valores actuales se encuentran cerca de los máximos vistos a principios de mes.



Debido a los efectos antes descriptos todas las monedas sufrieron el efecto de subas de tasa y aumento en la volatilidad de los mercados, marcando una acelerada depreciación en estos últimos dos meses.



### **Contexto Nacional**

El BCRA adoptó a partir del 1° de octubre un nuevo esquema de política monetaria, de estricto control de agregados monetarios. Se comprometió a no aumentar la base monetaria (que incluye la circulación monetaria en poder del público, el efectivo en bancos y las cuentas corrientes en pesos de las entidades financieras en el BCRA) hasta junio de 2019. Para evitar una contracción monetaria excesiva, la base monetaria objetivo será ajustada por el efecto estacional que incrementa la demanda de base monetaria en diciembre y junio.

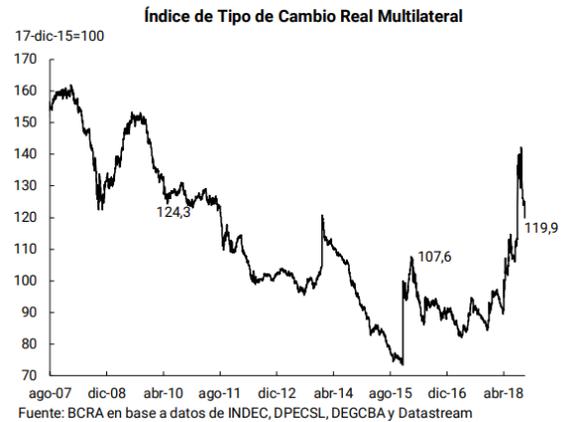
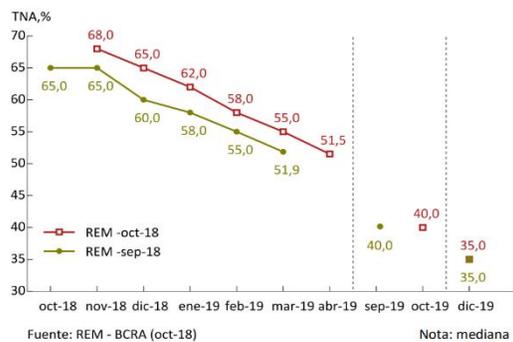
A partir de octubre comenzó a implementarse el nuevo marco de política monetaria. El BCRA se comprometió a no aumentar el saldo de la base monetaria por encima del nivel promedio que presentó en septiembre (\$1,271 billones). En octubre se cumplió con la meta establecida: el saldo promedio mensual de la base monetaria resultó \$1,252 billones, 1,5% por debajo del nivel de septiembre.

La instrumentación del nuevo marco se realiza mediante subastas diarias de LELIQ, en las que diariamente se anuncia un monto indicativo de colocación y la tasa de interés mínima. La cantidad de LELIQ adjudicada determina la expansión diaria de la base monetaria y la tasa de interés de corte. A fin de octubre, la tasa promedio resultante de la colocación de las LELIQ se ubicó en 68%, frente al 65% que había sido fijado a fines de septiembre. A partir de la tasa de interés de 65% que estaba vigente para las LELIQ a fines de septiembre, las tasas de interés promedio ponderadas por montos de las licitaciones aumentaron durante la primera semana de octubre, hasta 73,5%, y luego comenzaron a descender, especialmente tras la liberación de fondos resultante de la renovación parcial del vencimiento de LEBAC, hasta alcanzar a 68% al término del mes. Los participantes del REM prevén que la tasa de interés nominal vigente a fines de octubre (68%) se mantendrá en promedio durante noviembre. En adelante, los analistas esperan que en diciembre de 2018 se inicie un sendero de reducción de la tasa de interés hasta alcanzar 35% en promedio en diciembre de 2019. Los analistas proyectan que la tasa de interés alcance 40% dentro de 12 meses (oct-19).

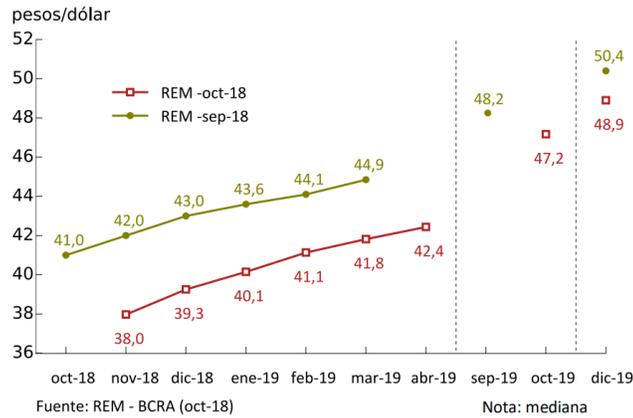


El tipo de cambio nominal desde principios de año un 94,50%. El tipo de cambio peso/dólar estadounidense se movió hacia la baja dentro de la zona de no intervención cambiaria y finalizó el mes en 36,2, registrando una caída de 11,5% con respecto al nivel alcanzado el mes anterior. El tipo de cambio real se ubicó en niveles similares a los de mediados de 2010, al registrar una disminución de 15,3% en el transcurso de octubre.

Gráfico 2.2 | Expectativas de tasa de interés promedio mensual (LELIQ a 7 días)



Para diciembre de 2018 los analistas proyectan un tipo de cambio nominal de \$/US\$ 39,3 promedio mensual (121,8% i.a. y +5,8% respecto del promedio de octubre de 2018). Por su parte, la proyección para diciembre de 2019 fue \$/US\$ 48,9 (+24,6% i.a.).

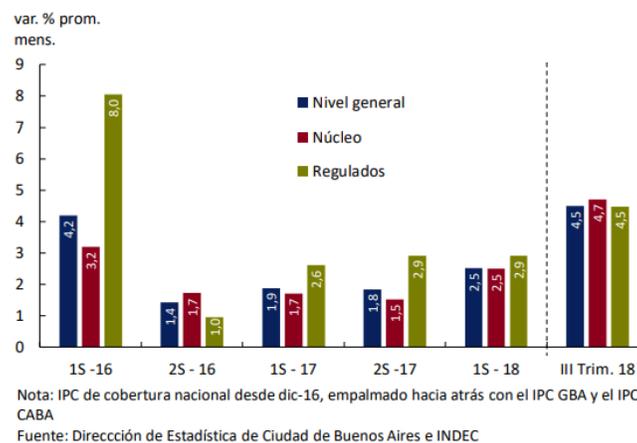


Las reservas internacionales finalizaron octubre con un saldo de US\$53.995 millones, lo que implicó un aumento de US\$4.952 millones respecto al término de septiembre. Dicho incremento estuvo explicado por el desembolso del segundo tramo del programa stand-by acordado con el FMI.

Por su parte el Ministerio de Hacienda informó hace unas semanas que el déficit fiscal primario acumulado a septiembre fue del 2,2% del PBI, sobrecumpliendo así la meta prevista de 3,2% del PBI.

Durante el tercer trimestre del año la inflación ganó dinamismo, alcanzando tasas de 4,5% promedio mensual. Los precios acumularon un alza de 32,4% a septiembre y se ubican 40,5% por sobre los niveles de un año atrás.

**Gráfico 4.1 | Inflación. Nivel General y Núcleo**

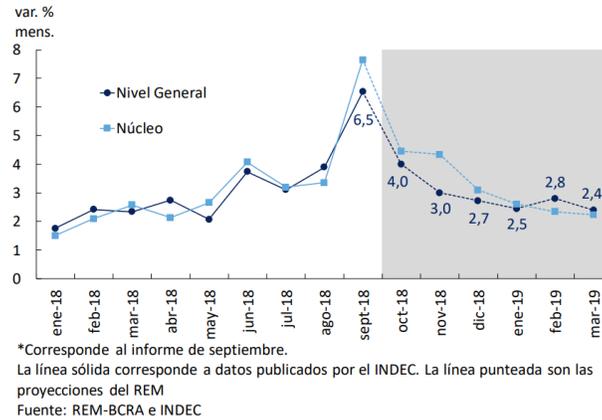


La inflación núcleo continuó ganando dinamismo y fue la que mayor incidencia tuvo en la aceleración del Nivel general de los precios. Así, en el tercer trimestre esta medición de la inflación (que excluye regulados y estacionales) promedió subas de 4,7% mensual. En septiembre este componente marcó una tasa de variación

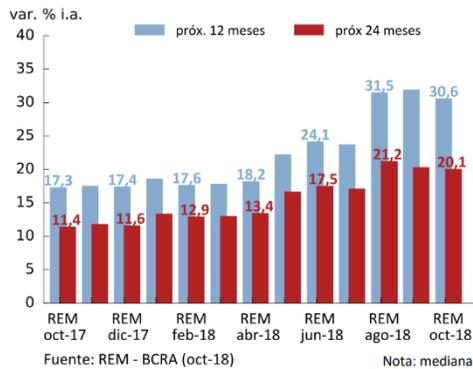
de 7,6% (la más alta desde abril de 2002), acumulando un alza de 33,1% en lo que va del año y una suba interanual de 38,9% (ver Gráfico 4.4).

Para el último trimestre del año, el Relevamiento de Expectativas de Mercado anticipa una desaceleración gradual en las tasas de inflación mensual. En diciembre, de acuerdo con el REM, los precios al consumidor crecerían a una tasa cercana al 3%. Dada esta trayectoria, el año finalizaría con una inflación 44,8%

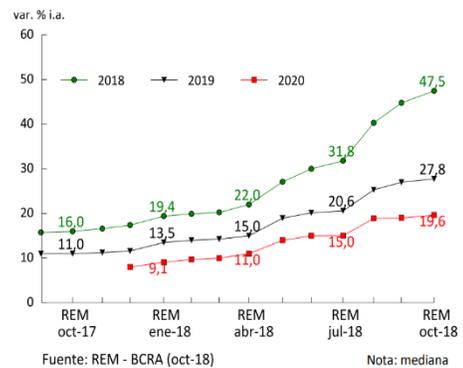
**Gráfico 4.9 | Expectativas de inflación mensual de los analistas del REM\***



**Gráfico 1.3 | Expectativa de inflación próximos 12 y 24 meses — IPC**



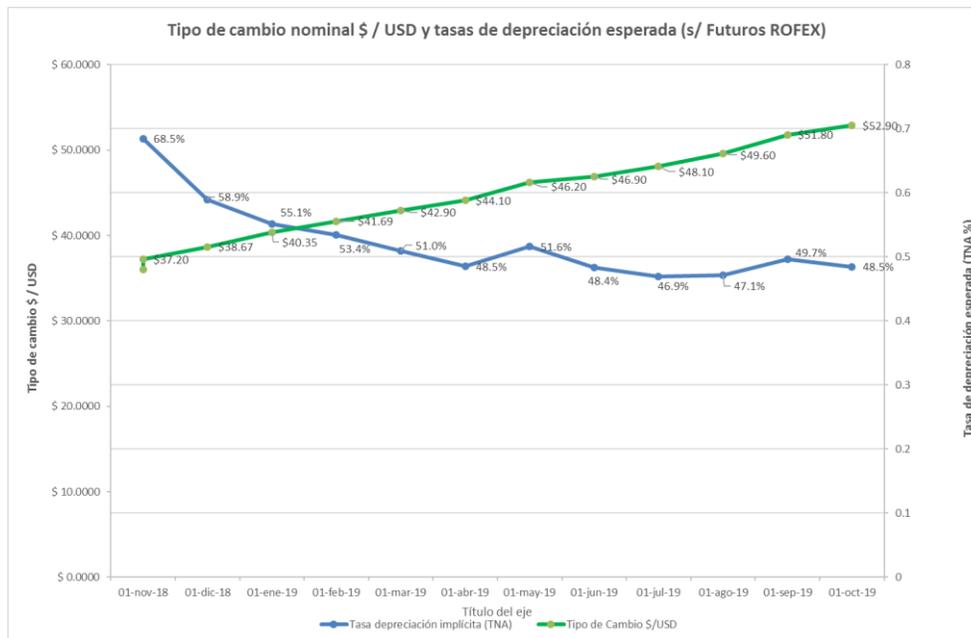
**Gráfico 1.4 | Expectativas de inflación para diciembre de cada año — IPC**



Las distintas proyecciones de inflación para los próximos dos años muestran una desaceleración. Las estimaciones de los analistas de mercado del REM anticipan una suba de 27% i.a. para 2019 y 19% para 2020. Por su parte, el Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional contempla un alza de los precios de 23% para finales del año próximo.

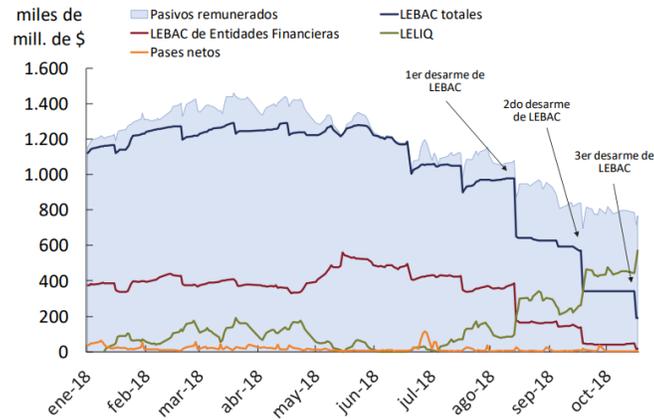
Asimismo, las tasas de devaluación implícitas en los contratos de futuros de dólar de ROFEX son las siguientes:

CONTRATOS FINANCIEROS - ROFEX						13/11/2018
Posición	Vto.	Plazo	\$/Contrato	\$/USD	TNA	TEA
Spot	13-nov-18			\$ 36.0500		
1º mes	nov-18	17	DLR112018	\$ 37.2000	68.49%	96.25%
2º mes	dic-18	45	DLR122018	\$ 38.6700	58.95%	76.66%
3º mes	ene-19	79	DLR012019	\$ 40.3500	55.11%	68.31%
4º mes	feb-19	107	DLR022019	\$ 41.6940	53.41%	64.24%
5º mes	mar-19	136	DLR032019	\$ 42.8990	50.99%	59.49%
6º mes	abr-19	168	DLR042019	\$ 44.1010	48.52%	54.95%
7º mes	may-19	199	DLR052019	\$ 46.2000	51.64%	57.62%
8º mes	jun-19	227	DLR062019	\$ 46.9000	48.39%	52.66%
9º mes	jul-19	260	DLR072019	\$ 48.1000	46.92%	49.91%
10º mes	ago-19	291	DLR082019	\$ 49.6000	47.14%	49.22%
11º mes	sep-19	321	DLR092019	\$ 51.8000	49.68%	51.01%
12º mes	oct-19	352	DLR102019	\$ 52.9000	48.47%	48.83%



El BCRA va a continuar en este vencimiento con la reducción de stock de lebac que actualmente se encuentra en \$190.584 mil millones. En el mes anterior la expansión monetaria vinculada a la reducción del saldo de LEBAC fue compensada principalmente por el aumento del stock de las LELIQ, destinado fundamentalmente a integrar los requisitos de encajes.

**Gráfico 5.3 | Pasivos remunerados en pesos del BCRA (pases netos, LEBAC y LELIQ)**



Fuente: BCRA

En estas últimas semanas estuvimos viendo en el mercado de Letras de capitalización en pesos rendimientos superiores a los rendimientos de Lebac. A continuación, les detallamos los rendimientos observados en el día de ayer en el mercado:

Letras de Capitalización (LECAP)		
Vencimiento	Plazo	Tasa
LECAP vto. 30/11/18	18	57.24
LECAP vto. 30/12/18	45	57.68
LECAP vto. 31/01/19	79	51.35
LECAP vto. 28/02/19	107	51.26
LECAP vto. 29/03/19	136	49.98
LECAP vto. 30/04/19	168	49.63
LECAP vto. 31/05/19	199	47.64
LECAP vto. 30/09/19	321	47.38
LECAP vto. 31/10/19	353	46.42

### **CARTERA SUGERIDA**

En atención a todas las consideraciones anteriores, **les enviamos las siguientes estrategias para el actual vencimiento:**

#### **PERFIL CONSERVADOR:**

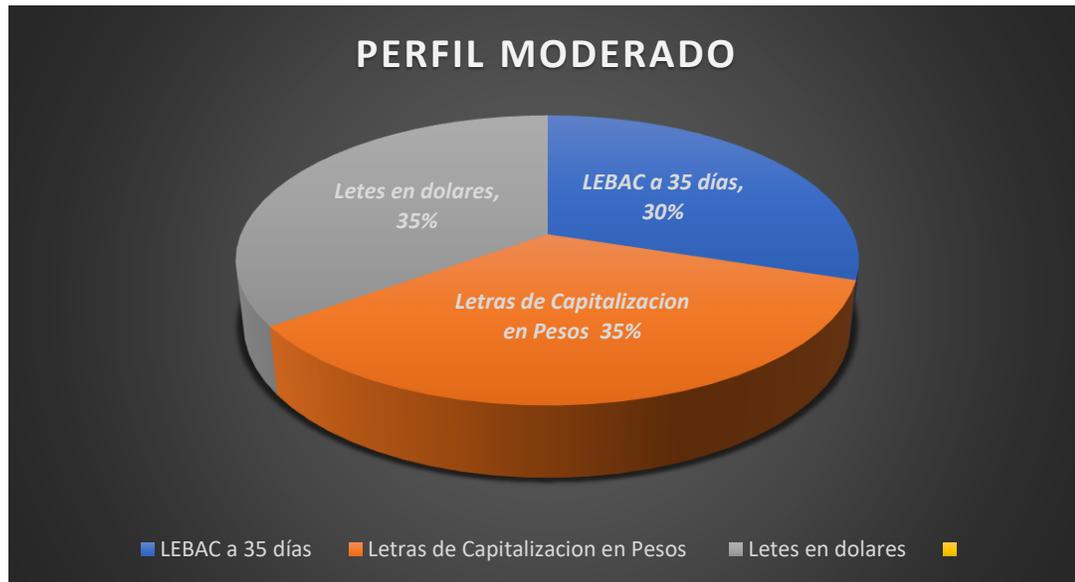
- ✓ **RENOVAR** el 50% del Vto. de LEBACs a **28 días**.
- ✓ **COMPRAR** con el 50% del Vto. de LEBACs **Letras de Capitalización en pesos (LECAP)** con plazos desde 49 hasta 164 días.



## CARTERA SUGERIDA

### PERFIL MODERADO:

- ✓ **RENOVAR** el 30% del Vto. de LEBACs con **LEBACs hasta 28 días**.
- ✓ **COMPRAR** con el 35% del Vto. de LEBACs **Letras de Capitalización en pesos (LECAP)** con plazos desde 49 hasta 164 días.
- ✓ **COMPRAR** con el 35% del Vto. de LEBACs **Letras de Tesorería en Dólares (LETES)**



## CARTERA SUGERIDA

### PERFIL AGRESIVO:

- ✓ **RENOVAR** el 50% del Vto. de LEBACs con **LEBACs hasta 28 días**.
- ✓ **COMPRAR** por el 50% del Vto. de LEBACs: **Bonos soberanos en USD del tramo corto de la curva de rendimientos: BONAR USD 2024 (AY24)** (modified duration: 2,4 años, TIR: 10,1% anual, cupones en mayo y noviembre).



### Fundamentos de la Estrategia:

En un análisis de sensibilidad de los Bonos soberanos y teniendo en cuenta una estrategia de inversión con un horizonte mínimo de 1 año, en el cual se cobran los cupones de intereses de los activos en dólares, tenemos resultados positivos de los bonos de corta y media duración aun cuando el riesgo país suba 300 puntos básicos, ya que la pérdida en los precios se ve compensada por el alto valor de los intereses que devengan. Considerando los rendimientos que observan bonos soberanos de países con igual calificación que Argentina, el posible acuerdo con el Fondo Monetario Internacional y un acuerdo político con la oposición respecto del presupuesto del año entrante -que permita llegar a un déficit primario de 0% a fines de 2019 y superávit primario a partir del año 2020.-

Finalmente, le solicitamos al efecto, comunicarse a partir del día 14/10/18, vía mail con nuestros oficiales de inversiones, **Lic. Benjamín Katz** (bkatz@bcch.org.ar) (cel: +54 362 4899436), y/o **Germán Vaque** (gvaque@bcch.org.ar) (cel: +54 362 4776138), o con el gerente general, **Lic. Julio Barrios Cima** (jbarrioscima@bcch.org.ar) (cel +54 362 4643706), o bien, se ponga en contacto con nosotros llamándonos a nuestros teléfonos 0362 / 4450710 / 4433330 / 4441147.

Este informe fue confeccionado para Bolsa de Comercio del Chaco sólo con propósitos informativos y su intención no es la de recomendar la compra o venta de algún título o bien. Contiene información disponible en el mercado y dichas fuentes se presumen confiables. Sin embargo, no podemos garantizar la integridad o exactitud de las mismas. Todas las opiniones y estimaciones reflejan el juicio actual del autor a la fecha del informe, y su contenido puede ser objeto de cambios sin previo aviso. La información contenida en este informe no puede considerarse como recomendación. Por lo tanto, no refleja todos los riesgos u otros temas relevantes relacionados a las inversiones en los activos mencionados. Se encuentra prohibido reenviar este mail con sus contenidos y/o adjuntos dado que es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Por lo tanto, no podrá ser reproducido ni total ni parcialmente sin previa autorización de Bolsa de Comercio del Chaco.