

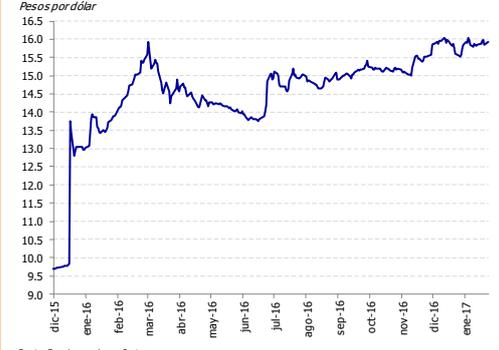
Nuestras premisas

1. En el día de ayer, el BCRA dejó la tasa de política monetaria inalterada en 24.75%, y mantuvo el ancho del corredor en 150 pbs. Se publicaron datos de inflación que confirmaron la desaceleración en el segundo semestre del año pasado. Sin embargo, los datos para enero sugieren un rebrote. Con estos datos, **el BCRA mantendrá su tasa de política monetaria en 24.75% en los próximos meses**, ya que aún quedan precios regulados por ajustar y hay aumentos previstos para otros bienes y servicios.
2. En su comunicado de política monetaria, la entidad mencionó que "en la última semana se conocieron los datos de inflación de diciembre del IPC San Luis, publicado por dicha provincia, del Sistema de Precios Mayoristas y del Costo de la Construcción, publicados por el INDEC". Estos datos fueron de 0.9%, 0.8% y 0.8% respectivamente y "confirman el proceso de desinflación observado en la segunda mitad del año pasado". A pesar de esta información, la entidad remarcó que "el IPC GBA, publicado por el INDEC, registró una inflación núcleo de 1.7% en diciembre" y que "en los próximos meses la inflación núcleo debe ubicarse en un nivel inferior al mencionado, y con tendencia decreciente, de cara a un año en el que se esperan aumentos de precios regulados superiores a los del resto de los componentes del IPC". A la vez, las estimaciones y los indicadores de alta frecuencia "muestran señales mixtas sobre la evolución de los precios en los días transcurridos del mes de enero", con lo cual "el BCRA decidió mantener inalterada su tasa de política monetaria, el centro del corredor de pases a 7 días, en 24.75%."
3. En cuanto al tipo de cambio, seguirán entrando capitales producto de la emisión de deuda para cubrir el déficit fiscal y también habrá inversiones de portafolio apostando a un carry trade de tasa en Pesos. Hacia Marzo se hará sentir el ingreso de dólares de la última etapa del blanqueo. La entrada de dólares de la cosecha probablemente será menor dadas las inundaciones registradas en las zonas agropecuarias. **Se mantendrá la volatilidad en el corto plazo aunque la tendencia de fondo sigue siendo la de un Peso fuerte. Dólar de fin de año en AR\$ 18.70.**

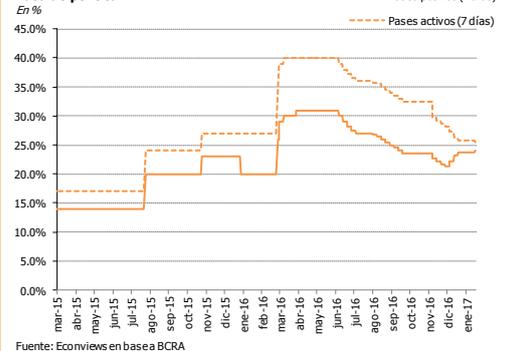
Hechos del mercado de tasa fija en Pesos

- a) El BCRA licitó una Lebac a 49 días cuya tasa de corte fue 23.2%, en tanto la Lebac de mayor duración se ubicó en 21.75%. Las tasas efectivas anuales se ubicaron entre 25.7 y 22.2%. La pendiente de la curva se achicó levemente desde 150 pbs a 145 pbs entre la semana anterior y la vigente. Creemos que dicha pendiente seguirá siendo negativa, aunque cada vez menos, y la normalización es inminente ya que la tasa de interés en los plazos más largos está llegando a un piso determinado por las expectativas de inflación más la tasa real objetivo del BCRA. Así, de ocurrir bajas en la tasa, las del tramo corto de la curva de Lebac no van a estar acompañadas de bajas de la misma magnitud en el tramo largo.
- b) Las tasas forward se ubicaron entre 23.2% y 18.24%.
- c) La tasa Badlar de indiferencia para los bancos se ubicó en niveles de 19.3% para el plazo más corto y en 15.2% para el plazo más largo.

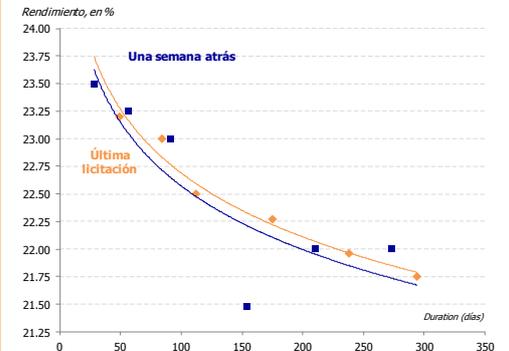
Tipo de cambio oficial



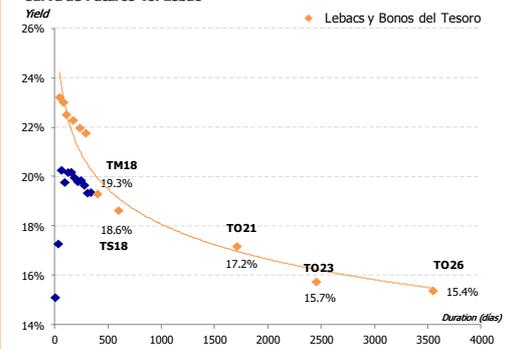
Tasa de política



Curva de rendimientos de Lebac



Curva de Futuros vs. Lebac



- d) Los Bonos del Tesoro a tasa fija registraron bajas de precio entre la semana anterior y esta, siendo la más relevante la del TO21 que lo hizo un 0.7%. Actualmente, los rendimientos se encuentran entre 19.3% y 15.4%.

Hechos del mercado de futuros y de renta dollar linked

- Las tasas implícitas de devaluación oscilan en la zona de 15.1% para este mes hasta 19.35% en diciembre 2017, reduciéndose con respecto a la semana anterior y alcanzando su mayor valor en marzo.
- En bonos *dollar linked*, la TIR del AJ17 se ubica en 3.6%. Dado el cortísimo plazo del AF17 y la incidencia de costos de transacción, creemos que perdió relevancia su seguimiento. **Con estos rendimientos, los bonos dollar linked, los bonos hard dollar y las Letes se encuentran arbitrados.**

Hechos de las curvas CER y Badlar

- El Bonar 2018 redujo su spread sobre Badlar desde 191 pbs a 162 pbs. A la vez, el Bonar 2020 lo redujo desde 212 pbs a 198 pbs. Al nivel corriente de Badlar privada en 19.7% (promedio de los últimos 5 días publicados), estamos hablando de tasas de 21.3-22.1%.
- **Con respecto a los instrumentos base CER** y comparándolos con su rendimiento teórico según la curva, el NF18 es hoy el bono que muestra mayor potencial de compresión, aunque tiene muy poca liquidez. TC20, PR13 Y TC21 siguen luciendo caros y el resto de la curva está arbitrada. **La resolución de la Secretaría de Comercio de hacer transparente el costo financiero implícito de pagar en cuotas** podría impactar en una baja de precios al contado, y en ese caso poner una presión bajista en el CER publicado en los próximos meses. **Es un tema a monitorear.**
- En el contexto del programa financiero 2017, el gobierno anunció la ampliación de la emisión de TC21 por un monto de hasta AR\$ 12.5 mil millones, sumados a los casi AR\$ 15 mil millones ya existentes de este bono. Dada la inflación implícita en el mercado secundario en los rendimientos del TO21 y TC21 (14.7% promedio para 5 años), el Ministerio de Finanzas optó por emitir indexados en vez de tasa fija en pesos.

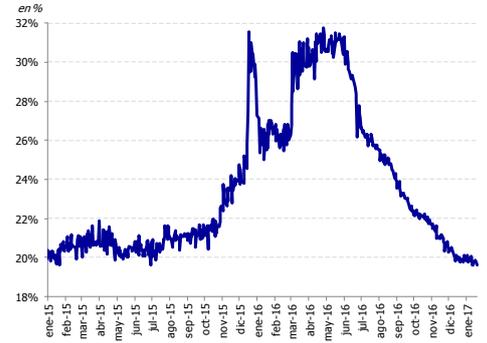
Hechos de la curva de soberanos en dólares

- Los precios de los bonos soberanos en dólares al día de ayer mostraron reducciones con respecto a una semana previa. El que experimentó la mayor reducción fue el PARA (-6.3%). El rendimiento de los Treasuries a 10 años ronda hoy la zona de 2.51%, por encima de la semana pasada. Así, los rendimientos de la curva soberana argentina se ubicaron entre 2.2% y 8.3%.
- El riesgo país aumentó en la semana y cerró ayer en 464 pbs.

Trade ideas

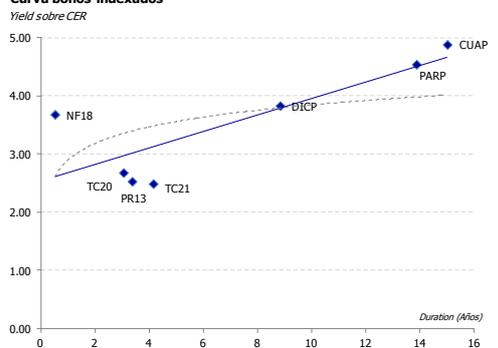
- En el corto plazo y hasta tanto no se complete la última etapa del blanqueo, el **carry de Pesos con Lebac** sigue siendo nuestro preferido.

Tasa Badlar Privada

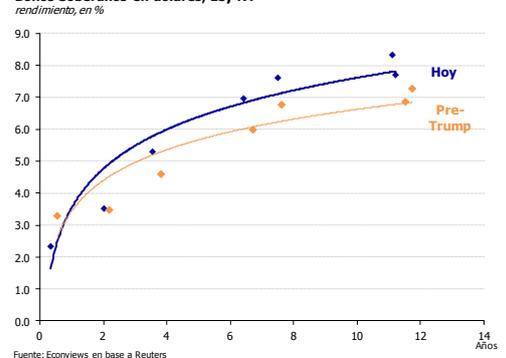


Fuente: Econviews en base a BORA

Curva bonos indexados



Bonos Soberanos en dólares, Ley NY



Fuente: Econviews en base a Reuters

-
- ii. En bonos que ajustan por CER, consideramos que la curva se encuentra arbitrada y no hay nuevas oportunidades.
 - iii. **En cuanto a Badlar, creemos que sigue habiendo espacio en el Bonar 2020 a pesar de haber comprimido bastante su spread.** Creemos que la demanda de crédito privado se recuperará y que el gobierno deberá recurrir al mercado local para emitir parte de sus necesidades de financiamiento, con lo cual la Badlar tendría un piso asegurado.
 - iv. Para quienes quieran dolarizarse, en estos momentos las diferentes alternativas (Letes, dollar linked o hard dollar) tienen un rendimiento similar, aunque las Letes tienen un costo transaccional más bajo (sin comisiones y compra dólar a Com A 3500).
 - v. **Los bonos en dólares en la parte larga de la curva están muy expuestos a la evolución de la tasa de Treasuries de 10 años.** La estabilización de esta variable en torno a 2.45% es positiva para la dinámica de precios de los bonos argentinos pero no podemos descartar que a mediano plazo este indicador clave para el financiamiento de nuestro país se dirija a la zona de 2.80%-3.00%, con su consecuente impacto negativo en el precio de los bonos de largo plazo. El riesgo país debería mantenerse en el rango de 450 a 500 pbs. **Una buena noticia fue la exitosa emisión de deuda argentina de la semana pasada** que permitió despejar el horizonte financiero: se emitieron US\$ 7,000 millones a 5 y 10 años, lo que sumado a los US\$ 6,000 de la facilidad del repo representan **más del 80% del financiamiento externo pactado en el programa financiero de este año.**

Econviews - Proyecciones Mensuales de Tipo de Cambio Nominal

Proyección Tipo de Cambio

Último día del mes

	Proyección	Futuro
ene-17	16.00	16.00
feb-17	16.25	16.22
mar-17	16.50	16.54
abr-17	16.70	16.79
may-17	16.90	17.08
jun-17	17.20	17.34
jul-17	17.45	17.60
ago-17	17.70	17.85
sep-17	17.90	18.12
oct-17	18.25	18.36
nov-17	18.50	18.58
dic-17	18.70	18.84

Econviews - Proyecciones Mensuales de tasa Badlar y tasa Lebac 35 días

Proyección Tasas de Interés

Último día del mes

	Badlar	Pase
ene-17	19.75%	24.75%
feb-17	19.75%	24.75%
mar-17	19.75%	24.75%
abr-17	19.75%	24.75%
may-17	19.58%	24.13%
jun-17	19.42%	23.50%
jul-17	19.25%	22.88%
ago-17	19.08%	22.25%
sep-17	18.92%	21.63%
oct-17	18.75%	21.00%
nov-17	18.58%	20.38%
dic-17	18.25%	19.75%

Disclaimer

Este informe de investigación provee información general únicamente. La información y las opiniones vertidas no constituyen una oferta ni una invitación a realizar una oferta, suscripción o compraventa de instrumentos financieros ni derivados. El contenido del informe no supone una recomendación de inversión ni un asesoramiento personalizados y no tiene en cuenta los objetivos de inversión, la situación financiera ni las necesidades particulares de ninguna persona en particular. Los inversores deberían consultar con un asesor financiero cuán adecuado es invertir en instrumentos financieros e implementar las estrategias discutidas o sugeridas en este informe y deben entender que los comentarios relacionados con perspectivas futuras pueden no materializarse. Las inversiones en general, y algunos instrumentos en particular, conllevan numerosos riesgos, incluyendo, entre otros, riesgo de mercado, riesgo de crédito, riesgo de liquidez, riesgo de convertibilidad. No todos los instrumentos financieros son apropiados para todos los inversores. La renta y el precio o valor de los instrumentos financieros pueden subir o bajar y, en algunos casos, el inversor puede perder la totalidad de la inversión.

La preparación del informe se realiza con información pública únicamente. La información utilizada proviene de diversas fuentes y, aunque la recabamos y preparamos con el cuidado y atención debidos, no podemos garantizar ni nos hacemos responsables por la exactitud, veracidad y disponibilidad de la misma.

Ficha técnica Tasa Fija en Pesos

25 de enero de 2017

Plazo en días	49	84	112	175	238	294	TM 18	TS 18	TO 21	TO 23	TO 26
TNA Licitación anterior	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Rendimiento	23.20%	23.00%	22.50%	22.27%	21.96%	21.75%	19.3%	18.6%	17.2%	15.7%	15.4%
TEA	25.67%	25.12%	24.31%	22.83%	22.78%	22.19%	19.3%	18.6%	17.2%	15.7%	15.4%
Tasas forwards de 30 días ⁽¹⁾	23.20%	22.03%	19.94%	20.45%	19.06%	18.24%	-	-	-	-	-
Badlar implícita en política BCRA ⁽²⁾	19.3%	18.4%	16.6%	17.0%	15.9%	15.2%	-	-	-	-	-

⁽¹⁾ TNA que iguala el rendimiento entre colocarse al plazo total (ej 70 días) y colocarse a un plazo menor (ej 35 días) y renovar.

⁽²⁾ Surge de convertir la tasa forward de 30 días en una tasa pasiva, ajustando por efectivo mínimo y sedesa

Ficha técnica Futuros

25 de enero de 2017

Vencimiento	ene-17	feb-17	mar-17	abr-17	may-17	jun-17	jul-17	ago-17	sep-17	oct-17	nov-17	dic-17
Plazo en días	7	35	66	96	127	157	188	219	249	280	310	341
Cotización Cierre	16.00	16.22	16.54	16.79	17.08	17.34	17.60	17.85	18.12	18.36	18.58	18.84
Tasa implícita	15.10%	17.27%	20.25%	19.76%	20.16%	20.17%	19.95%	19.79%	19.84%	19.64%	19.33%	19.35%
Tasa forward 30 días ⁽¹⁾		16.04%	25.72%	17.44%	21.02%	18.27%	17.89%	17.06%	17.48%	16.46%	13.79%	17.36%

⁽¹⁾ TNA que iguala el rendimiento entre la implícita del plazo total (ej Agosto) y cubrirse a un plazo menor (ej Julio) y renovar.

Ficha técnica Dollar Linked

Instrumento	Vencimiento	Rendimiento	Futuro al vencimiento	Pago futuro	Precio	Rendimiento anualizado
AF17	22/02/2017	7.3%	16.22	1,618	1,594	15.6%
AJ17	09/06/2017	3.6%	17.34	1,719	1,583	20.0%

Ficha técnica Badlar

Instrumento	Badlar	Precio	Valor técnico	Rendimiento	Sobre Badlar (pbs)	Modified Duration	Vida promedio (años)
Bonar 2018	19.7%	106.00	103.65	21.3%	162	0.92	1.5
Bonar 2020		109.00	103.73	22.1%	198	2.12	3.5

Ficha técnica CER

Instrumento	Ticker	Precio	Rendimiento	Modified Duration
Bogar 2018	NF18	89.80	3.7%	0.5
Boncer 2020	TC20	105.75	2.7%	3.1
Bocon 2024	PR13	408.00	2.5%	3.4
Boncer 2021	TC21	113.50	2.5%	4.2
Disc \$	DICP	730.00	3.8%	8.8
PAR \$	PARP	329.00	4.5%	13.9
Cuasi Par	CUAP	525.00	4.9%	15.0

Ficha técnica Bonos Soberanos en US\$

Instrumento	Ticker	Precio	Rendimiento	Modified Duration	Var. semanal precio
Bonar X (ARG)	AA17	102.70	3.1%	0.2	-0.1%
Global 17 (NY)	GJ17	102.25	2.2%	0.2	-0.3%
Arg 19 (NY)	AA19	105.80	3.5%	2.0	-0.8%
Bonar 20 (ARG)	AO20	115.60	4.1%	3.1	-0.7%
Arg 21 (NY)	AA21	105.90	5.3%	3.6	-0.5%
Bonar 24 (ARG)	AY24	114.75	5.6%	3.8	-1.2%
Arg 26 (NY)	AA26	104.00	6.9%	6.4	-2.0%
Disc. (Arg)	DICA	105.00	7.7%	7.5	-0.9%
Disc. (NY)	DICY	106.20	7.6%	7.5	-1.7%
Par (NY)	PARY	61.00	8.3%	11.1	-4.3%
Par (Arg)	PARA	62.00	7.8%	11.1	-6.3%
Arg 46 (NY)	AA46	99.75	7.6%	11.2	-2.7%

En caso de consultas, por favor dirigirse a mzielonka@econviews.com.

(+54 11) 5252-1035
Carlos Pellegrini 1149 piso 8
Buenos Aires
www.econviews.com
www.facebook.com/econviews
Twitter: @econviews

Miguel A. Kiguel
Director
mkiguel@econviews.com

Lorena Giorgio
Economista Semi-Senior
lgiorgio@econviews.com

Miguel Zielonka, CFA
Director Asociado
mzielonka@econviews.com

Mariela Diaz Romero
Economista
mdiazromero@econviews.com

Eric Ritondale
Economista Senior
eritondale@econviews.com

Renata Barlaro
Analista
rbarlaro@econviews.com