

Nuestras premisas

- En la reunión del Comité de Política Monetaria del día de ayer se decidió mantener inalterada la tasa de política monetaria en 26.25%, en un contexto en donde los resultados arrojados por el REM de abril mostraron señales mixtas con respecto a los datos de inflación y los estimadores de alta frecuencia seguidos por la autoridad monetaria confirmaron que la inflación se ubicó por encima del sendero buscado. A la vez, la entidad confirmó que a partir de publicación del IPC Nacional (INDEC) utilizará este indicador para verificar el cumplimiento de las metas de inflación, aplicando un empalme con el IPC-GBA. El día 18 de mayo, en el INDEC habrá una conferencia de prensa para presentar este índice. **Mantenemos nuestra proyección de tasa de política monetaria: creemos que el BCRA mantendrá la tasa en este nivel hasta fines de junio para anclar las expectativas de inflación y luego la reducirá muy gradualmente 50 pbs por mes hasta llegar a 23.25% en Diciembre. Vemos a la Badlar a fin de año en niveles de 18.25%.**
- En el día de hoy se darán a conocer los datos del IPC-GBA (INDEC) y mañana, el IPC-BA para abril. Ayer se dio a conocer el IPC Congreso y arrojó una inflación del 2.1%. En este sentido, el BCRA afirmó en su comunicado que en mayo la economía retomaría el proceso de desinflación.
- En adición al aumento del límite de la posición global en moneda extranjera desde 25% a 30%, el Central anunció la semana pasada que la Posición General de Cambios podrá ser administrada libremente. Más importante que estos cambios normativos, desde hace una semana el BCRA comenzó con la implementación de su plan de acumulación de reservas internacionales y compró US\$ 100 millones diarios (además, los bancos públicos estuvieron de shopping) con lo que el dólar se situó cerca de AR\$15.50, por encima de los valores de la semana pasada. Las emisiones de deuda provincial y de empresas que están en el pipeline y el endurecimiento de la política monetaria del Central va a mantener la fortaleza relativa del Peso a mediano plazo. **Reforzamos nuestra proyección de dólar para fin de año a AR\$ 18.00, con una trayectoria tal que la velocidad de depreciación del peso recién se acelere en el tercer trimestre, cuando se acerquen las elecciones y aumente el ratio de coberturas vía dolarización.**

Hechos del mercado de tasa fija en Pesos

- La Lebac que vence el 31 de Mayo se negociaba en el mercado secundario por encima de la emisión primaria (125 pbs) y convergiendo a la tasa de pase pasivo de 7 días, empujada por las ventas del BCRA. A la vez, la Lebac con vencimiento el 21 de Junio rendía en el rango de 24.6 a 24.8%, por encima de la emisión primaria.
- Los rendimientos de los Bonos del Tesoro (expresados en TNA según la convención del mercado, en TIR son más altos) se encuentran en la zona de 20.0% para el TM18 y caen hasta 13.7% para el TO26.

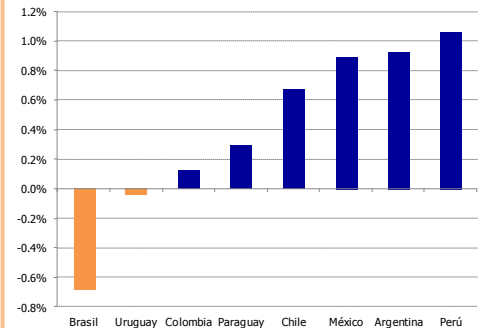
Hechos del mercado de futuros

Tipo de cambio oficial

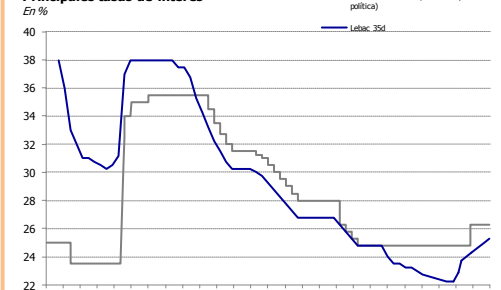


Fuente: Econviews en base a Reuters

Latam: Evolución del tipo de cambio nominal
Variación en el mes hasta UD - En %

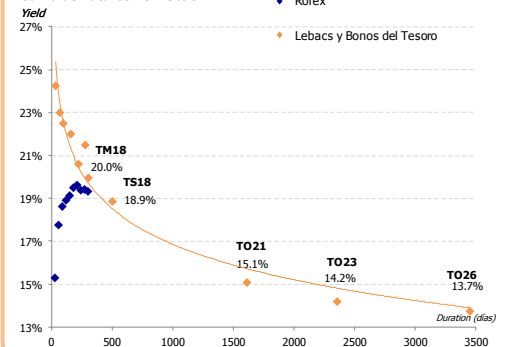


Principales tasas de interés



Fuente: Econviews en base a BCRA

Curva de Futuros vs. Lebac



- Las tasas implícitas de devaluación negociadas en Rofex se ubican en la zona de 20% hacia fin de año, con menos depreciación esperada en el corto plazo.

Hechos de las curvas CER y Badlar

- Tanto el Bonar 2018 como el Bonar 2020 rinden negativo (34 y 30 pbs respectivamente) luego de haber tocado rendimientos negativos cercanos a los 200 pbs hace unos meses. Al nivel corriente de Badlar privada en 19.5% (promedio de los últimos 5 días publicados), estamos hablando de tasas de 19.2% en ambos casos. En cuanto al bono Bocan 2022, su spread aumentó desde los 29 pbs previos a 50 pbs actuales, arrojando un rendimiento de 20.0%.
- Con respecto a los instrumentos base CER**, bajo una óptica de arbitraje se mantiene el atractivo del DICP. Los demás bonos se encuentran arbitrados con su curva de rendimiento.

Hechos de la curva de soberanos en dólares

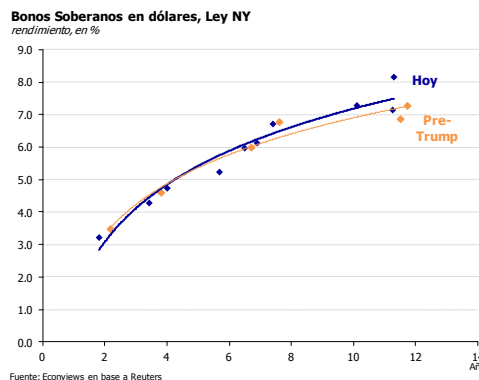
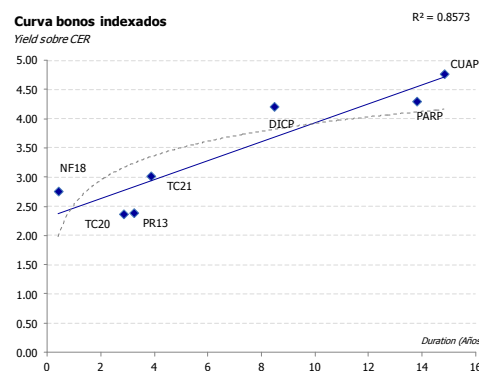
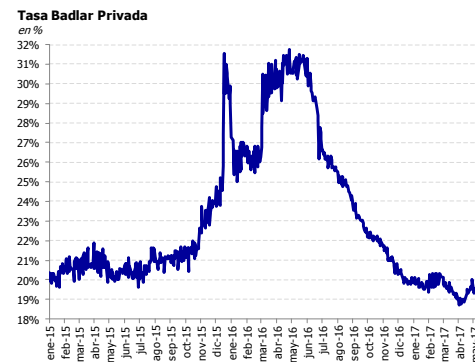
- Mientras la tasa de los Treasuries a 10 años subió desde 2.3% a 2.4%, los rendimientos de la curva soberana argentina se ubicaron entre 3.1% y 8.2%.
- El riesgo país aumentó levemente y cerró ayer en 402 pbs, tras haber alcanzado en la semana anterior su menor valor histórico desde 2007 en 395 pbs.

Arbitrajes entre monedas - Horizonte a 5 años vista

- En el apéndice de este informe podrán ver semanalmente cómo evolucionan las expectativas del mercado en relación a inflación, tipo de cambio real, devaluación nominal y tasa Badlar. El enfoque surge de comparar esas variables según quedan implícitas en los precios de bonos operados y contrastarlas con las proyecciones de Econviews.

Trade ideas

- Vemos a las recientes compras de reservas internacionales por parte del BCRA como instrumento que evita que el dólar perfore los 15 pesos. No vemos rebotes fuertes de la moneda extranjera. Los fundamentals se mantienen favorables a un Peso fuerte (déficit fiscal financiado con fondos del exterior). Tenemos carry-trade para todo el segundo trimestre. **El mejor instrumento de carry trade es la Lebac corta.** El empinamiento en el mercado secundario es cada vez más alto y un rendimiento nominal de 25.0% se traduce en una efectiva anual en torno al 28.0%.
- A lo largo del tercer trimestre y a medida que se acerquen las elecciones esperamos mayor demanda de coberturas de los inversores con la consecuente menor fortaleza del peso. Nuestra proyección incluye una variación mensual promedio de 40 centavos entre julio y septiembre. **De este modo, la tasa de devaluación le va a ganar a la tasa en pesos y habrá que bajarse momentáneamente del carry en ese período.**
- Los márgenes de los bonos de Badlar emitidos por la Tesorería Nacional siguen siendo demasiado bajos o bien negativos,



dependiendo del bono que se considere. El Bocan 22 (AA22) salió en mercado primario a 107 pbs de spread y hoy rinde cerca de 50 pbs. Este bono es de utilidad para un inversor institucional con pasivos de largo plazo y benchmark Badlar pero como instrumento de carry trade de corto plazo no le vemos potencial.

- iv. Para los bonos que ajustan por CER, la seguidilla de datos de inflación por encima del 2.0% pausa es buena noticia. Creemos que la pendiente de la curva de CER es muy pronunciada y en nuestra opinión debería aplanarse pivoteando con una suba de márgenes en el tramo corto y una baja de márgenes en el tramo largo. **En ese escenario los bonos de CER con mayor duration van a verse beneficiados y dentro de ese grupo nos gusta el DICP por su mayor liquidez.**

- 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. **Los bonos en la parte media de la curva siguen siendo los que mejor balance riesgo-retorno ofrecen, idealmente para los papeles con vencimiento anterior al 2026.**

Econviews - Proyecciones Mensuales de Tipo de Cambio Nominal, Badlar y Tasa de Política Monetaria

Proyección Tipo de Cambio

Último día del mes

	Proyección	Futuro
may-17	15.70	15.69
jun-17	15.90	15.94
jul-17	16.30	16.21
ago-17	16.70	16.47
sep-17	17.10	16.72
oct-17	17.30	17.00
nov-17	17.65	17.26
dic-17	18.00	17.50
ene-18	18.18	17.76
feb-18	18.36	17.98
mar-18	18.55	18.20
abr-18	18.73	
may-18	18.92	
jun-18	19.11	
jul-18	19.36	
ago-18	19.61	
sep-18	19.86	
oct-18	20.12	
nov-18	20.38	
dic-18	20.65	

Proyección Tasas de Interés

Último día del mes

	Badlar	Pase
may-17	20.0%	26.25%
jun-17	20.0%	26.25%
jul-17	19.6%	25.75%
ago-17	19.2%	25.25%
sep-17	18.9%	24.75%
oct-17	18.5%	24.25%
nov-17	18.3%	23.75%
dic-17	18.3%	23.25%
ene-18	18.0%	22.50%
feb-18	17.7%	21.75%
mar-18	17.4%	21.00%
abr-18	17.2%	20.25%
may-18	16.9%	19.50%
jun-18	16.6%	18.75%
jul-18	16.4%	18.25%
ago-18	16.1%	17.75%
sep-18	15.8%	17.25%
oct-18	15.5%	16.75%
nov-18	15.3%	16.25%
dic-18	15.0%	15.75%

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

10 de mayo de 2017

Plazo en días	28	63	91	154	217	273	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 licitación primaria	24.25%	23.00%	22.50%	22.00%	20.60%	21.49%	20.0%	18.9%	15.1%	14.2%	13.7%
TEA	27.16%	25.30%	24.47%	23.41%	21.45%	22.05%	20.0%	18.9%	15.1%	14.2%	13.7%
Tasas forwards de 30 días ⁽¹⁾	24.25%	21.60%	20.56%	20.15%	15.72%	22.22%	-	-	-	-	-
Badlar implícita en política BCRA ⁽²⁾	20.7%	18.4%	17.5%	17.2%	13.4%	19.0%	-	-	-	-	-

⁽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

9 de mayo de 2017

Vencimiento	may-17	jun-17	jul-17	ago-17	sep-17	oct-17	nov-17	dic-17	ene-18	feb-18	mar-18
Plazo en días	22	52	83	114	144	175	205	236	267	295	326
Cotización Cierre	15.69	15.94	16.21	16.47	16.72	17.00	17.26	17.50	17.76	17.98	18.20
Tasa implícita	15.29%	17.76%	18.62%	18.91%	19.13%	19.50%	19.62%	19.38%	19.42%	19.33%	19.07%
Tasa forward 30 días ⁽¹⁾		18.76%	20.23%	18.89%	18.24%	20.37%	18.01%	16.57%	17.50%	14.59%	15.95%

⁽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 Badlar

Instrumento	Badlar	Precio	Valor técnico	Rendimiento	Sobre Badlar (pbs)	Modified Duration	Vida promedio (años)
Bonar 2018		106.80	104.56	19.2%	-34	0.69	1.0
Bonar 2020	19.5%	111.00	104.66	19.2%	-30	1.98	3.0
Bocan 22		107.00	102.47	20.0%	50	2.95	5.0

Ficha técnica CER

Instrumento	Ticker	Precio	Rendimiento	Modified Duration
Bogar 2018	NF18	67.20	2.8%	0.4
Boncer 2020	TC20	113.00	2.4%	2.8
Bocon 2024	PR13	412.24	2.4%	3.2
Boncer 2021	TC21	119.10	3.0%	3.9
Disc \$	DICP	760.00	4.2%	8.5
PAR \$	PARP	363.00	4.3%	13.8
Cuasi Par	CUAP	575.00	4.8%	14.8

Ficha técnica Bonos Soberanos en US\$

Instrumento	Ticker	Precio	Rendimiento	Modified Duration	Var. semanal precio
Global 17 (NY)	GJ17	100.32	3.1%	0.1	-0.2%
Arg 19 (NY)	AA19	105.00	3.6%	1.8	-0.8%
Bonar 20 (ARG)	AO20	114.00	3.8%	3.0	-0.7%
Arg 21 (NY)	AA21	108.40	4.5%	3.4	-0.7%
Bonar 24 (ARG)	AY24	117.55	4.4%	3.7	-3.4%
Arg 22 (NY)	A2E2	103.49	4.8%	4.0	-0.6%
Arg 25 (NY)	AA25	103.80	5.2%	5.6	-1.2%
Arg 26 (NY)	AA26	108.50	6.2%	6.5	-1.3%
Arg 27 (NY)	A2E7	104.49	6.2%	6.9	-1.4%
Disc. (Arg)	DICA	111.25	6.8%	7.4	-1.1%
Disc. (NY)	DICY	111.50	6.8%	7.4	0.0%
Arg 37 (NY)	AA37	105.20	7.3%	10.1	-0.7%
Par (NY)	PARY	66.25	8.2%	11.3	0.5%
Par (Arg)	PARA	66.25	7.3%	11.3	0.8%
Arg 46 (NY)	AA46	105.10	7.2%	11.7	-0.7%

Arbitrajes y Trades relativos

A 5 años	Yields
Rendimientos dólar	4.8%
Rendimientos CER	3.0%
Rendimientos Badlar	0.5%
Rendimientos Tasa Fija Pesos	14.0%

Expectativas

A 5 años	Mercado	Econviews
Devaluación nominal	9.2%	13.0%
Devaluación real **	0.23%	0.5%
Inflación	10.9%	14.5%
Badlar	13.5%	12.8%

** Ajustada por inflación en EEUU al 2%

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

Joaquín Waldman
Analista
jwaldman@econviews.com