

Nuestras premisas

1. En el día de ayer el Comité de Política Monetaria decidió subir la tasa de política monetaria en 150 pbs. hasta 26.25%. Es la primera vez que la modifica desde fines de noviembre del año pasado y el piso del corredor de pases a 7 días -ventanilla a la que sólo acceden los bancos- se ubicó en 25.5%. A ese nivel y deduciendo el impuesto a los Ingresos Brutos que pagan los bancos por las operaciones de pases pasivos, prácticamente se apareó a la tasa de mercado secundario de Lebac. En línea con el endurecimiento monetario **modificamos nuestra proyección de tasa de política: creemos que el BCRA mantendrá la tasa en este nivel por tres meses más y luego la reducirá muy gradualmente 50 pbs por mes hasta llegar a 23.25% en Diciembre. No introdujimos cambios en la proyección de tasa Badlar.**
2. En el día día de ayer, se dieron a conocer datos de inflación del IPC-GBA relevado por el INDEC, en el cual la inflación *headline* para el Gran Buenos Aires fue 2.4% m/m, en tanto que la *core* se mantuvo igual que en el mes previo (1.8%). También se dio a conocer la cifra del IPC CABA, que arrojó una inflación del 2.9% m/m (core de 2.8%).
3. El Peso actualmente cotiza cerca de AR\$ 15.20. Todavía estamos en temporada alta de liquidación de cosecha gruesa y algunas emisiones de deuda provincial están en el pipeline. Agregamos a este panorama la suba de tasas por parte del BCRA, tanto de Lebac como de pases. **Revisamos nuevamente 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

- a) El martes no hubo licitación de Lebac. En el mercado secundario, los rendimientos se ubicaron por encima de los de la licitación primaria producto de las operaciones de mercado abierto que llevó a cabo el BCRA. Las tasas se encuentran ligeramente por encima de 24% TNA.
- b) 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 17.1% para el TM18 y caen hasta 13.7% para el TO26.

Hechos del mercado de futuros y de renta dollar linked

- Las tasas implícitas de devaluación oscilan en la zona de 18.7-19.5%.
- En bonos *dollar linked*, la TIR del AJ17 se ubicó en 5.6%, rindiendo por encima de lo que lo hacen las Letes y del bono hard dollar comparable.

Hechos de las curvas CER y Badlar

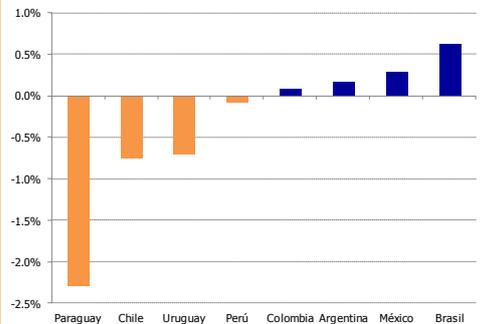
- Tanto el Bonar 2018 como el Bonar 2020 mantuvieron negativo su spread sobre Badlar, que ahora es -25 pbs y -145 respectivamente. Al nivel corriente de Badlar privada en 18.9% (promedio de los últimos 5 días publicados), estamos hablando de tasas de 18.6%-

Tipo de cambio oficial

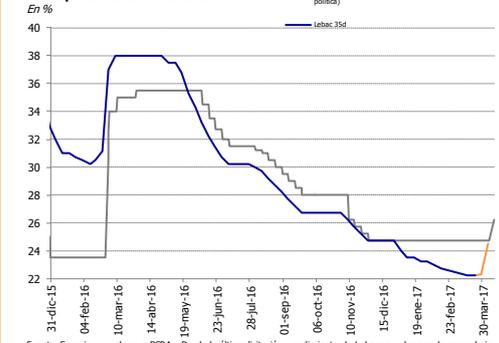


Fuente: Econviews en base a Reuters

Latam: Evolución del tipo de cambio nominal
Variación Abril 2017 - En %

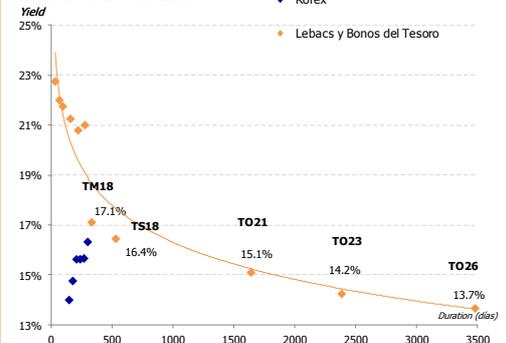


Principales tasas de interés



Fuente: Econviews en base a BCRA - Desde la última licitación, rendimiento de Lebac en el mercado secundario

Curva de Futuros vs. Lebac



18.4%. En cuanto al bono Bocan 2022, su spread es positivo en 71 pbs, arrojando un rendimiento de 19.6%.

- **Con respecto a los instrumentos base CER**, bajo una óptica de arbitraje vuelve a ser atractivo el DICP. Los demás bonos se encuentran arbitrados con su curva de rendimiento.

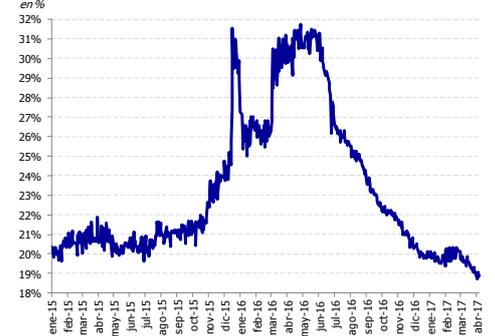
Hechos de la curva de soberanos en dólares

- El gobierno emitió nuevos bonos en dólares a 2025 y 2037 con rendimientos de 5.75% y 7.625% respectivamente.
- La tasa de los Treasuries a 10 años se redujo y oscila alrededor de 2.3%. **La geopolítica metió la cola en estos últimos días y la escalada de violencia en Siria y Corea del Norte reavivó la demanda de activos-refugio.** Los rendimientos de la curva soberana argentina se ubicaron entre 2.5% y 8.2%.
- El riesgo país se comprimió levemente en la semana desde 445 pbs hasta 426 pbs.

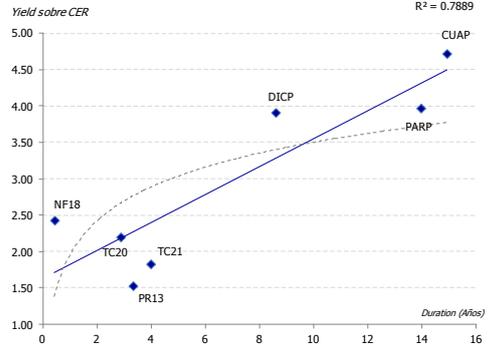
Trade ideas

- Los fundamentals se mantienen favorables a un Peso fuerte (déficit fiscal financiado con fondos del exterior). Tenemos carry-trade para todo el segundo trimestre, que volvió a ser muy atractivo dado el repunte de tasas de Lebac luego de las operaciones de mercado abierto del BCRA. Las ventas del regulador pusieron las tasas del mercado secundario casi 200 puntos básicos más arriba que el mercado primario. Además, la suba de tasa de política del BCRA de ayer es un presagio de suba de tasas de Lebac en mercado primario la semana que viene. Así las cosas, **el mejor instrumento de carry trade vuelve a ser la Lebac corta.** El empinamiento en el mercado secundario es muy alto y un rendimiento nominal de 24% se traduce en una efectiva anual de 26.80%.
- Igualmente, a no olvidarse que **a lo largo del tercer trimestre, con las elecciones en ciernes, habrá nuevamente un salto discreto del tipo de cambio en el que habrá que bajarse del carry.**
- Los márgenes de los bonos de Badlar emitidos por la Tesorería Nacional de corto plazo corrigieron a la suba, pero rindiendo negativo nos mantenemos afuera. En el caso de los nuevos Bocan 22 (AA22) comprimieron su margen sobre Badlar a 71 puntos básicos. Pueden ser de utilidad para un inversor institucional con pasivos de largo plazo y benchmark Badlar. Como instrumento de carry trade de corto plazo no le vemos potencial.
- Los bonos que ajustan por CER ya habían descontado gran parte de la aceleración inflacionaria del primer trimestre pero la inflación de Marzo sorprendió por el lado negativo. La pausa en el proceso de desinflación nos lleva a ver nuevamente con cariño al DICP.**
- 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 son los que mejor balance riesgo-retorno ofrecen, idealmente para los papeles con vencimiento anterior al 2026.**

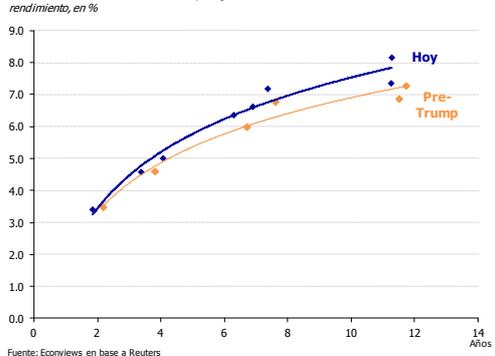
Tasa Badlar Privada



Curva bonos indexados



Bonos Soberanos en dólares, Ley NY



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

Proyección Tipo de Cambio

Último día del mes

	Proyección	Futuro
abr-17	15.50	15.40
may-17	15.70	15.65
jun-17	15.90	15.89
jul-17	16.00	16.15
ago-17	16.50	16.40
sep-17	17.00	16.63
oct-17	17.30	16.90
nov-17	17.65	17.10
dic-17	18.00	17.31
ene-18	18.18	17.60
feb-18	18.36	17.85
mar-18	18.55	
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
abr-17	18.8%	26.25%
may-17	18.8%	26.25%
jun-17	18.8%	26.25%
jul-17	18.7%	25.75%
ago-17	18.6%	25.25%
sep-17	18.5%	24.75%
oct-17	18.4%	24.25%
nov-17	18.3%	23.75%
dic-17	18.3%	23.25%
ene-18	17.9%	22.50%
feb-18	17.6%	21.75%
mar-18	17.3%	21.00%
abr-18	17.0%	20.25%
may-18	16.7%	19.50%
jun-18	16.4%	18.75%
jul-18	16.1%	18.25%
ago-18	15.8%	17.75%
sep-18	15.4%	17.25%
oct-18	15.1%	16.75%
nov-18	14.8%	16.25%
dic-18	14.5%	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 abril 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	22.75%	22.00%	21.75%	21.25%	20.79%	21.00%	17.1%	16.4%	15.1%	14.2%	13.7%
TEA	25.30%	24.10%	23.59%	22.57%	21.66%	21.54%	17.1%	16.4%	15.1%	14.2%	13.7%
Tasas forwards de 30 días ⁽¹⁾	22.75%	21.03%	20.41%	19.47%	18.05%	19.41%	-	-	-	-	-
Badlar implícita en política BCRA ⁽²⁾	19.4%	17.9%	17.4%	16.6%	15.4%	16.5%	-	-	-	-	-

⁽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

10 de abril de 2017

Vencimiento	abr-17	may-17	jun-17	jul-17	ago-17	sep-17	oct-17	nov-17	dic-17	ene-18	feb-18
Plazo en días	20	51	81	112	143	173	204	234	265	296	324
Cotización Cierre	15.40	15.65	15.89	16.15	16.40	16.63	16.90	17.10	17.31	17.60	17.85
Tasa implícita	19.28%	19.35%	19.13%	19.38%	19.36%	19.26%	19.50%	19.05%	18.72%	19.10%	19.30%
Tasa forward 30 días ⁽¹⁾		19.19%	17.68%	19.84%	18.23%	16.88%	19.75%	13.93%	14.94%	19.73%	16.72%

⁽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
AJ17	09/06/2017	5.6%	15.89	1,577	1,515	18.5%

Ficha técnica Badlar

Instrumento	Badlar	Precio	Valor técnico	Rendimiento	Sobre Badlar (pbs)	Modified Duration	Vida promedio (años)
Bonar 2018		105.00	102.67	18.6%	-25	0.76	1.0
Bonar 2020	18.9%	111.50	102.61	18.4%	-145	2.06	3.0
AA22		104.60	100.63	19.6%	71	3.06	5.0

Ficha técnica CER

Instrumento	Ticker	Precio	Rendimiento	Modified Duration
Bogar 2018	NF18	72.90	2.4%	0.4
Boncer 2020	TC20	112.00	2.2%	2.9
Bocon 2024	PR13	425.00	1.5%	3.3
Boncer 2021	TC21	121.65	1.8%	4.0
Disc \$	DICP	759.00	3.9%	8.6
PAR \$	PARP	370.00	4.0%	14.0
Cuasi Par	CUAP	564.00	4.7%	14.9

Ficha técnica Bonos Soberanos en US\$

Instrumento	Ticker	Precio	Rendimiento	Modified Duration	Var. semanal precio
Global 17 (NY)	GJ17	100.85	2.5%	0.1	-0.1%
Arg 19 (NY)	AA19	105.55	3.4%	1.9	0.0%
Bonar 20 (ARG)	AO20	113.00	4.0%	3.0	-1.7%
Arg 21 (NY)	AA21	108.05	4.7%	3.4	0.5%
Bonar 24 (ARG)	AY24	119.95	4.7%	3.6	1.1%
Arg 22 (NY)	AZ22	103.02	4.9%	4.1	0.5%
Arg 26 (NY)	AA26	107.75	6.4%	6.3	1.4%
Arg 27 (NY)	AZ27	103.03	6.5%	6.9	1.5%
Disc. (Arg)	DICA	108.50	7.2%	7.4	1.6%
DICP (NY)	DICY	108.00	7.3%	7.4	0.9%
Par (NY)	PARY	64.00	8.2%	11.3	1.4%
Par (Arg)	PARA	61.25	7.9%	11.3	0.0%
Arg 46 (NY)	AA46	103.38	7.3%	11.3	1.8%

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