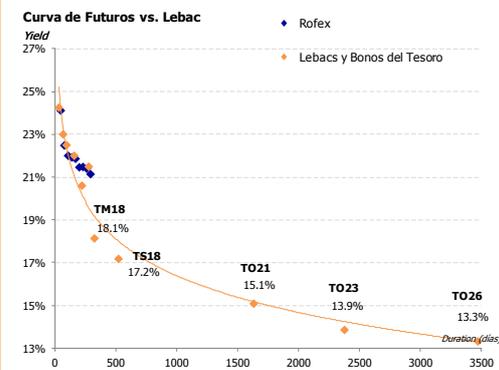
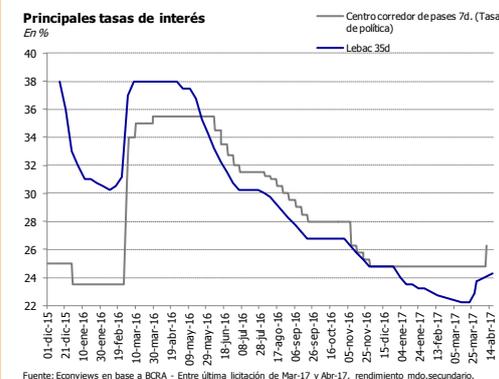
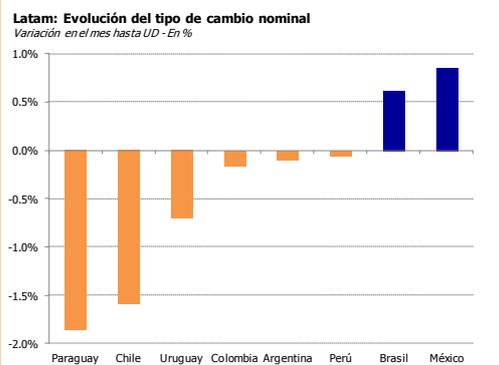
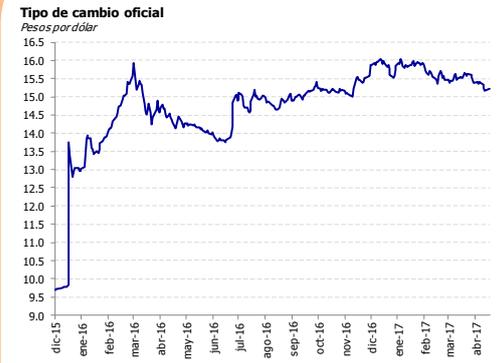


Nuestras premisas

- En el día de ayer el BCRA llevó adelante la licitación de Lebac correspondiente al mes de Abril. En línea con lo actuado desde principios de Marzo a través del mercado secundario y de lo definido la semana pasada con la tasa de política monetaria, el BCRA reforzó su sesgo contractivo al incrementar los rendimientos de la Lebac corta en 200 pbs. Así, llevó la tasa de la Lebac a 35 días a 24.25% y unificó el doble juego de tasas que impacta en la economía: Lebacs y Pases. Aunque la inflación núcleo del IPC GBA se mantuvo en 1.6% (promedio mensual) durante el primer trimestre de 2017, todavía se ubica por encima del sendero de desinflación buscado por el regulador para entrar dentro de su objetivo. Las expectativas de inflación medidas por el REM de marzo y los indicadores de alta frecuencia para Abril siguen mostrando valores por encima de lo deseado y esos factores son los que justifican el endurecimiento planteado por el Central. **Sostenemos 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. Vemos a la Badlar a fin de año en niveles similares a los actuales.**
- Según lo informado en el Informe de Política Monetaria (IPOM) de Abril, un 40% del alza del nivel general de precios IPC-GBA durante el primer trimestre se explica por precios regulados, con especial incidencia de energía eléctrica. Agrega el IPOM: "La inflación mensual de otros distritos subnacionales también reflejó el aumento de los precios regulados. El IPC Nacional Ponderado, que resume esta información, promedió una suba de 2.3% mensual entre Enero y Marzo, tasa superior a la de los últimos meses de 2016".
- El Peso actualmente cotiza cerca de AR\$15.40, tras rebotar 25 centavos en las dos últimas ruedas. El BCRA presentó en el IPOM su objetivo de mediano plazo de incrementar reservas hasta un ratio de 15% sobre PBI, en línea con los países de la región. Esta decisión nos parece correcta y su comunicación al mercado puede contribuir a formar un piso para el dólar. Todavía estamos en temporada alta de liquidación de cosecha gruesa, algunas emisiones de deuda provincial están en el pipeline y la última ronda de suba de tasas 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

- En la licitación de ayer el BCRA subió 200 pbs la tasa de la Lebac corta pero solamente 49 pbs en la Lebac más larga. De ese modo, volvió a aumentar el empinamiento negativo de la curva de rendimientos. La tasa del mercado primario terminó siendo algo mayor que las últimas operaciones negociadas en el secundario (60 pbs) pero debe tenerse en cuenta que el BCRA no puede fijar con exactitud la tasa de Lebac porque depende de las posturas que los inversores exigen en la licitación.



- 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 18.1% para el TM18 y caen hasta 13.3% para el TO26.

Hechos del mercado de futuros y de renta dollar linked

- Las tasas implícitas de devaluación rebotaron en la semana y se ubican en la zona de 28-21%.
- En bonos *dollar linked*, la TIR del AJ17 se ubicó en 0%, rindiendo por debajo de lo que lo hacen las Letes y del bono hard dollar comparable. Dada la proximidad del vencimiento y su volatilidad en términos de rendimiento frente a pequeños cambios de precio dejaremos de hacer seguimiento de este bono.

Hechos de las curvas CER y Badlar

- Tanto el Bonar 2018 como el Bonar 2020 cayeron en rendimiento y se mantienen en territorio con spreads de -35 pbs y -88 pbs respectivamente. Al nivel corriente de Badlar privada en 18.99% (promedio de los últimos 5 días publicados), estamos hablando de tasas de 18.6-18.1% respectivamente. En cuanto al bono Bocan 2022, su spread es positivo en 76 pbs, arrojando un rendimiento de 19.8%.
- 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

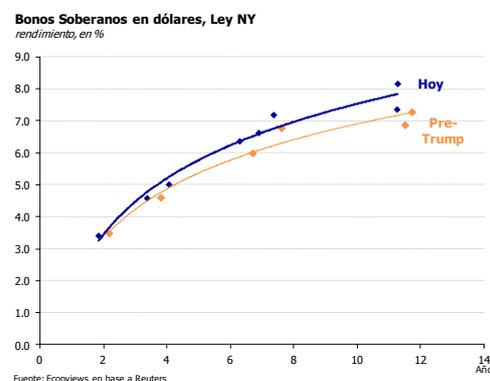
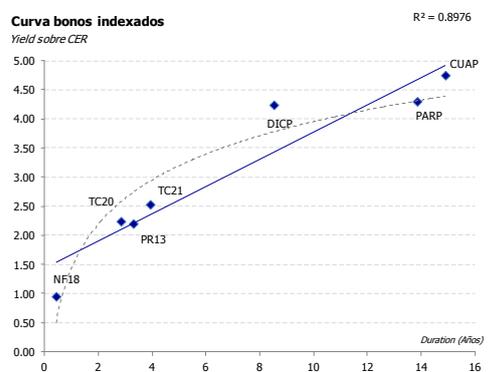
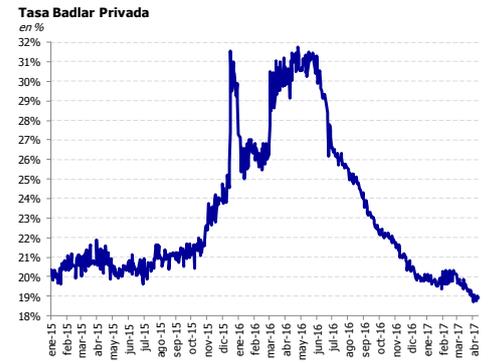
- La tasa de los Treasuries a 10 años se redujo y oscila alrededor de 2.25%. **La geopolítica metió la cola en estos últimos días y la escalada de violencia en Siria y Corea del Norte reavivó la demanda de activos-refugio.** Los rendimientos de la curva soberana argentina se ubicaron entre 2.6% y 8.2%.
- El riesgo país se mantuvo en la zona de 430 pbs en la semana.

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

- No hay grandes novedades esta semana. 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 y de la licitación de ayer. 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 24.25% se traduce en una efectiva anual de 27.16%.

- ii. 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.**
- iii. Los márgenes de los bonos de Badlar emitidos por la Tesorería Nacional siguen siendo demasiado negativos y nos mantenemos afuera. En el caso de los nuevos Bocan 22 (AA22) comprimieron su margen sobre Badlar a 76 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.
- iv. **Para los bonos que ajustan por CER, la pausa en el proceso de desinflación es buena noticia. Nos gusta el DICP.**
- 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 son 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
abr-17	15.50	15.37
may-17	15.70	15.66
jun-17	15.90	15.91
jul-17	16.00	16.18
ago-17	16.50	16.46
sep-17	17.00	16.73
oct-17	17.30	16.98
nov-17	17.65	17.25
dic-17	18.00	17.52
ene-18	18.18	17.77
feb-18	18.36	18.05
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

18 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	22.25%	22.00%	21.75%	21.25%	20.79%	21.00%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Rendimiento	24.25%	23.00%	22.50%	22.00%	20.60%	21.49%	18.1%	17.2%	15.1%	13.9%	13.3%
TEA	27.16%	25.30%	24.47%	23.41%	21.45%	22.05%	18.1%	17.2%	15.1%	13.9%	13.3%
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

18 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	12	43	73	104	135	165	196	226	257	288	316
Cotización Cierre	15.37	15.66	15.91	16.18	16.46	16.73	16.98	17.25	17.52	17.77	18.05
Tasa implícita	28.27%	24.11%	22.48%	22.00%	21.92%	21.86%	21.46%	21.47%	21.39%	21.14%	21.43%
Tasa forward 30 días ⁽¹⁾		22.30%	18.95%	20.65%	20.38%	19.31%	18.18%	18.72%	18.97%	16.53%	18.89%

⁽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		105.60	103.20	18.6%	-35	0.75	1.0
Bonar 2020	19.0%	111.00	103.27	18.1%	-88	2.06	3.0
AA22		105.00	101.20	19.8%	76	3.04	5.0

Ficha técnica CER

Instrumento	Ticker	Precio	Rendimiento	Modified Duration
Bogar 2018	NF18	74.00	1.0%	0.4
Boncer 2020	TC20	113.00	2.2%	2.8
Bocon 2024	PR13	420.00	2.2%	3.3
Boncer 2021	TC21	121.20	2.5%	3.9
Disc \$	DICP	756.00	4.2%	8.5
PAR \$	PARP	362.00	4.3%	13.9
Cuasi Par	CUAP	575.00	4.8%	14.9

Ficha técnica Bonos Soberanos en US\$

Instrumento	Ticker	Precio	Rendimiento	Modified Duration	Var. semanal precio
Global 17 (NY)	GI17	100.65	2.6%	0.1	-0.1%
Arg 19 (NY)	AA19	105.63	3.3%	1.9	0.1%
Bonar 20 (ARG)	AO20	113.25	4.0%	3.0	0.2%
Arg 21 (NY)	AA21	108.25	4.6%	3.4	0.0%
Bonar 24 (ARG)	AY24	120.85	4.5%	3.6	0.8%
Arg 22 (NY)	A2E2	102.79	5.0%	4.1	0.1%
Arg 25 (NY)	AA25	100.00	5.8%	6.0	0.0%
Arg 26 (NY)	AA26	108.63	6.2%	6.3	0.8%
Arg 27 (NY)	A2E7	103.85	6.3%	6.9	0.8%
Disc. (Arg)	DICA	110.00	7.0%	7.4	0.9%
Disc. (NY)	DICY	109.50	7.1%	7.4	1.4%
Arg 37 (NY)	AA37	100.00	7.6%	10.0	0.0%
Par (NY)	PARY	65.25	8.2%	11.3	2.0%
Par (Arg)	PARA	64.50	7.5%	11.2	5.3%
Arg 46 (NY)	AA46	104.50	7.3%	11.3	1.2%

Arbitrajes y Trades relativos

A 5 años	Yields
Rendimientos dólar	4.7%
Rendimientos CER	2.5%
Rendimientos Badlar	0.7%
Rendimientos Tasa Fija Pesos	15.1%

Expectativas

A 5 años	Mercado	Econviews
Devaluación nominal	10.5%	13.0%
Devaluación real **	-0.15%	2.0%
Inflación	12.6%	13.5%
Badlar	14.4%	12.3%

** 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