

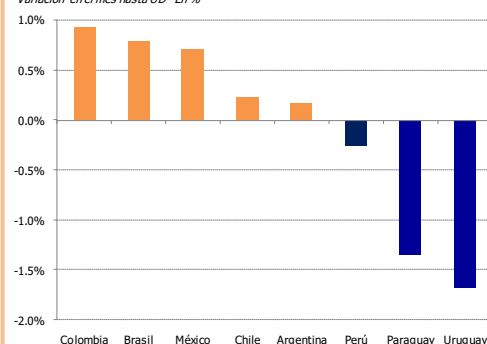
Nuestras premisas

- En el día de ayer se reunió el comité de política monetaria del BCRA y como resultado de toda la información disponible decidió mantener inalterada su tasa de política monetaria - el centro del corredor de pasés a 7 días - en 26,25%. Además, la autoridad monetaria recalcó que seguirá manteniendo un claro sesgo antiinflacionario para asegurar que el proceso de desinflación continúe hacia su objetivo de una inflación entre 12% y 17% durante 2017. El doble juego de tasas de interés que impacta en la economía (Lebac - Pasés) hoy está unificado si se tiene en cuenta el impuesto a los ingresos brutos que tributan los pasés. De aprobarse una iniciativa legislativa para que se remueva este impuesto en CABA, el BCRA podría lograr efectivamente una pendiente negativa entre 7 y 30 días ya que los bancos serían remunerados según la tasa pasiva de pasés tal cual la fijan en 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 de 18.25%.**
- Según la publicación del comunicado de política monetaria "en las últimas dos semanas se conocieron los datos de inflación de marzo del IPC CABA (2,9%), el IPC Córdoba (3,4%) y el IPC San Luis (3,1%). También se conocieron los datos de inflación de marzo del Sistema de Precios Mayoristas (0,9% el IPIM, 0,6% el IPIB y 0,2% el IPP) y el Costo de la Construcción (1,1%), publicados por el INDEC". Asimismo, "las estimaciones y los indicadores de alta frecuencia de fuentes estatales y privadas monitoreados por el BCRA sugieren que la inflación continúa en el mes de abril en un nivel más alto que el compatible con el sendero buscado". En perspectiva se confirma el accionar del BCRA al endurecer la política monetaria a través de operaciones de mercado desde principios de marzo y un aumento de la tasa de política monetaria el 11 de abril.
- El Peso actualmente cotiza cerca de AR\$ 15.50, tras rebotar 30 centavos desde los mínimos marcados hace 15 días tras que el BCRA presentara 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. Insistimos en nuestra visión de que esta decisión es acertada y que su comunicación al mercado ha contribuido a formar un piso para el dólar. Las emisiones de deuda provincial y de empresas que 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.**

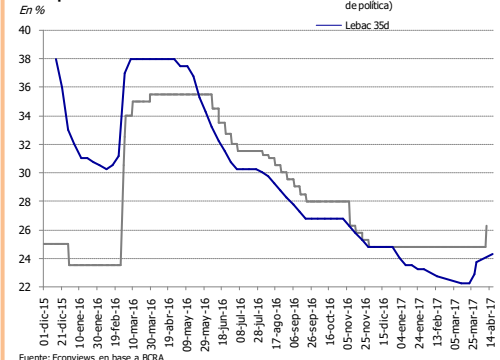
Hechos del mercado de tasa fija en Pesos

- Luego de la licitación de la semana pasada, la Lebac corta se negociaba en mercado secundario unos 50 pbs por debajo del primario, en la zona de 23.75%. En el día de hoy el BCRA volvió a la cancha a vender papel y llevó la tasa de mercado secundario al área de 24.50%.

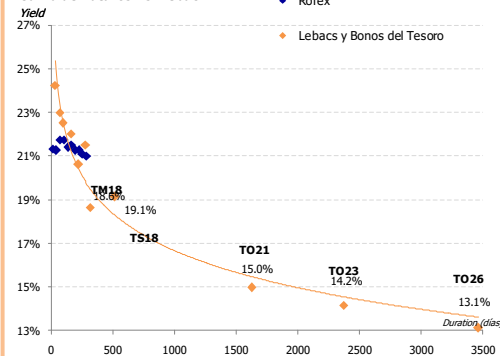
Tipo de cambio oficial

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

Principales tasas de interés



Curva de Futuros vs. Lebac



- 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 18.6% para el TM18 y caen hasta 13.1% para el TO26.

Hechos del mercado de futuros

- Las tasas implícitas de devaluación negociadas en Rofex se ubican en la zona de 21%.

Hechos de las curvas CER y Badlar

- Tanto el Bonar 2018 como el Bonar 2020 aumentaron en rendimiento y se negocian a márgenes cercanos a cero (ligeramente positivos o negativos), luego de haber tocado rendimientos negativos cercanos a los 200 pbs hace unos meses. Al nivel corriente de Badlar privada en 19.4% (promedio de los últimos 5 días publicados), estamos hablando de tasas de 19.2-19.5% respectivamente. En cuanto al bono Bocan 2022, su spread comprimió a 8 pbs, arrojando un rendimiento de 19.5%.
- 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

- Luego de los resultados de la primera ronda de elecciones en Francia la tasa de los Treasuries a 10 años se movió ligeramente al alza a la zona de 2.30%, en línea con un mayor apetito de riesgo de los inversores. Los rendimientos de la curva soberana argentina se ubicaron entre 2.7% y 8.2%.
- El riesgo país sigue comprimiendo y se mantuvo en la zona de 415 pbs en la semana.

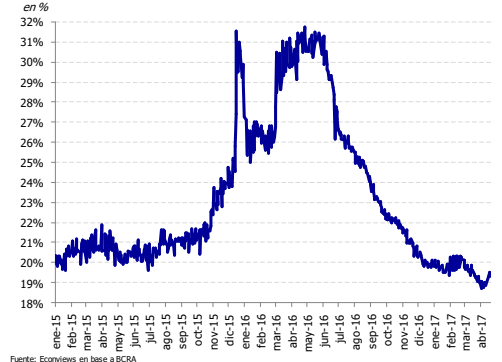
Arbitrajes entre monedas - Horizonte a 5 años vista

- 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.

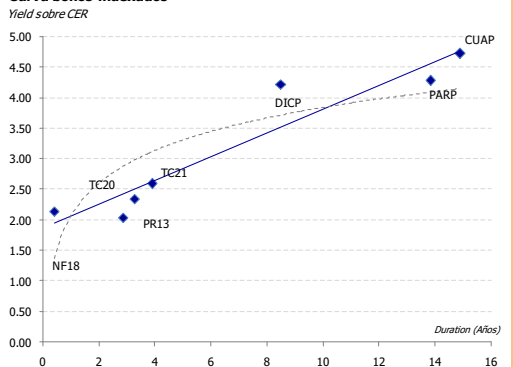
Trade ideas

- Los fundamentals se mantienen favorables a un Peso fuerte (déficit fiscal financiado con fondos del exterior). Tenemos carry-trade para todo el segundo trimestre ya que el repunte de tasas de Lebac le devolvió atractivo a las colocaciones en pesos, aún con el nivel de tipo de cambio nominal actual. **El mejor instrumento de carry trade es la Lebac corta.** El empinamiento en el mercado secundario es muy alto y un rendimiento nominal de 24.50% se traduce en una efectiva anual de 27.4%.
- A lo largo del tercer trimestre y a medida que se acerquen las elecciones esperamos mayor demanda de coberturas de los

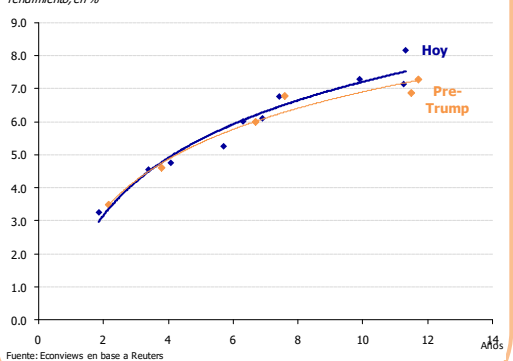
Tasa Badlar Privada



Curva bonos indexados



Bonos Soberanos en dólares, Ley NY



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.**

- iii. 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 prácticamente cero. 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 pausa en el proceso de desinflación es buena noticia. Creemos que la pendiente de la curva de CER es muy pronunciada y en nuestra opinión debería aplanarse pivotando 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.**

Proyección Tipo de Cambio

Último día del mes

	Proyección	Futuro
abr-17	15.50	15.46
may-17	15.70	15.74
jun-17	15.90	16.02
jul-17	16.30	16.31
ago-17	16.70	16.57
sep-17	17.10	16.85
oct-17	17.30	17.11
nov-17	17.65	17.38
dic-17	18.00	17.64
ene-18	18.18	17.91
feb-18	18.36	18.13
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	19.3%	26.25%
may-17	19.3%	26.25%
jun-17	19.3%	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	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%

Ficha técnica Tasa Fija en Pesos

25 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	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%	15.0%	14.2%	13.1%
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%	-	-	-	-	-

Ficha técnica Futuros

25 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	5	36	66	97	128	158	189	219	250	281	309
Cotización Cierre	15.46	15.74	16.02	16.31	16.57	16.85	17.11	17.38	17.64	17.91	18.13
Tasa implícita	21.31%	21.25%	21.74%	21.75%	21.39%	21.49%	21.25%	21.26%	21.08%	20.99%	20.81%
Tasa forward 30 días ⁽¹⁾		21.17%	21.17%	21.64%	19.14%	19.75%	18.92%	18.58%	18.20%	17.69%	14.73%

⁽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		105.75	103.71	19.5%	6	0.73	1.0
Bonar 2020	19.4%	110.00	103.79	19.2%	-20	2.03	3.0
AA22		107.50	101.64	19.5%	8	3.00	5.0

Ficha técnica CER

Instrumento	Ticker	Precio	Rendimiento	Modified Duration
Bogar 2018	NF18	73.95	2.1%	0.4
Boncer 2020	TC20	114.00	2.0%	2.8
Bocon 2024	PR13	418.15	2.3%	3.3
Boncer 2021	TC21	121.00	2.6%	3.9
Disc \$	DICP	760.00	4.2%	8.5
PAR \$	PARP	363.25	4.3%	13.8
Cuasi Par	CUAP	578.00	4.7%	14.9

Ficha técnica Bonos Soberanos en US\$

Instrumento	Ticker	Precio	Rendimiento	Modified Duration	Var. semanal precio
Global 17 (NY)	GJ17	100.58	2.7%	0.1	-0.1%
Arg 19 (NY)	AA19	105.72	3.2%	1.9	0.1%
Bonar 20 (ARG)	AO20	115.65	3.3%	3.0	2.1%
Arg 21 (NY)	AA21	108.40	4.5%	3.4	0.1%
Bonar 24 (ARG)	AY24	121.70	4.4%	3.6	0.7%
Arg 22 (NY)	A2E2	103.68	4.7%	4.1	0.9%
Arg 25 (NY)	AA25	103.50	5.3%	5.7	3.3%
Arg 26 (NY)	AA26	110.28	6.0%	6.3	1.5%
Arg 27 (NY)	A2E7	105.65	6.1%	6.9	1.7%
Disc. (Arg)	DICA	112.00	6.8%	7.4	1.8%
Disc. (NY)	DICY	112.00	6.8%	7.4	2.3%
Arg 37 (NY)	AA37	104.25	7.3%	9.9	4.3%
Par (NY)	PARY	66.30	8.2%	11.3	1.6%
Par (Arg)	PARA	66.00	7.3%	11.3	2.3%
Arg 46 (NY)	AA46	106.00	7.1%	11.3	1.4%

Arbitrajes y Trades relativos

A 5 años	Yields
Rendimientos dólar	4.7%
Rendimientos CER	2.6%
Rendimientos Badlar	0.1%
Rendimientos Tasa Fija Pesos	14.1%

Expectativas

A 5 años	Mercado	Econviews
Devaluación nominal	9.3%	13.0%
Devaluación real **	-0.16%	0.5%
Inflación	11.5%	14.5%
Badlar	14.0%	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