

Nuestras premisas

- Se dieron a conocer los datos del Relevamiento de Expectativas de Mercado para febrero y la mediana de inflación esperada para 2018 se incrementó desde 19.4% hasta 19.9%, registrando también subas para 2019-20. En este contexto, creemos que el BCRA monitoreará de cerca el nivel de inflación, en especial el impacto que podría tener la depreciación del tipo de cambio en el nivel de precios. En esta semana intervino vendiendo divisas por primera vez desde agosto del año pasado. Así, mantendrá la tasa de política en 27.25% en el primer cuatrimestre del año dadas las negociaciones paritarias por cerrar, las expectativas de inflación por encima de la meta del 15% y los aumentos de precios regulados. Tras el relajamiento monetario de enero, las futuras bajas se realizarán recién a partir de abril y **mantenemos nuestra proyección de tasa de política a fin de 2018 en 21.5%.**
- Nuestra proyección de tasa Badlar se mantiene sin cambios en 19.5% para fin de este año.** Si bien durante el año los bancos usarán su colchón de liquidez para el otorgamiento de créditos, la reducción de la tasa de Lebac será gradual, con lo cual habrá menos incentivos a incrementar la tasa de captación de depósitos. Por ende, la compresión del spread Lebac-Badlar se dará de forma lenta.
- El día lunes el BCRA vendió US\$ 30 millones por primera vez desde agosto del año pasado para contener la depreciación del tipo de cambio y en el día de hoy volvió a vender un monto similar sobre el final de la rueda. Así, el peso cerró hoy en 20.40 y en lo que va del año, se depreció 10% sumado al 8% que había perdido en diciembre. Esta performance del peso fue a contramano de la de otras monedas emergentes que se apreciaron en el mismo período. Nuestra proyección de tipo de cambio depende crucialmente de la postura que adopte el BCRA en los próximos días. Si no da muestras de una intervención firme la divisa podría acercarse a la zona de 23.0 a fin de año. Por el contrario, si el BCRA combina el uso de la tasa de interés con una disposición más clara a vender reservas en los momentos de sobreacción del mercado (que generan un mayor riesgo de traslado de la devaluación a precios) entonces el dólar se aproximaría a los valores de nuestra proyección de 22.00 **Transitoriamente nos manejaremos con esta proyección binomial por unos días o semanas hasta que pueda aclararse la decisión del BCRA en este aspecto.**

Hechos del mercado de tasa fija en Pesos

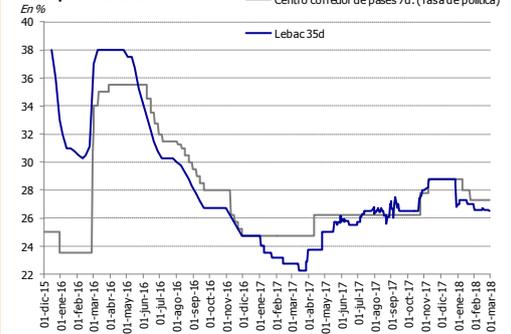
- En el mercado secundario, la Lebac que vence en abril rendía en torno a 26.5%. En cuanto a la tasa de la letra a octubre, se mantuvo en 25.3%.
- Los rendimientos de los Bonos del Tesoro (expresados en TNA según la convención del mercado, en TIR son más altos) se encuentran en la zona de 23.9% para el TS18 y caen hasta 15% para el TO26.
- En cuanto al bono TJ20, su cotización se ubicó en AR\$ 115.2. Rinde una TIR de 23.82% y una TNA de 21.9% (531 pbs por debajo de la tasa de política).
- En la semana pasada se licitó el nuevo bono A2M2, que pagará el mejor rendimiento entre tasa fija mensual de 1.6% (21% tasa efectiva anual fija) o CER + 4 durante un plazo de dos años. El Gobierno emitió AR\$ 30 mil millones en este bono en una colocación muy exitosa. El precio de corte fue AR\$ 1,015 por cada

Tipo de cambio oficial



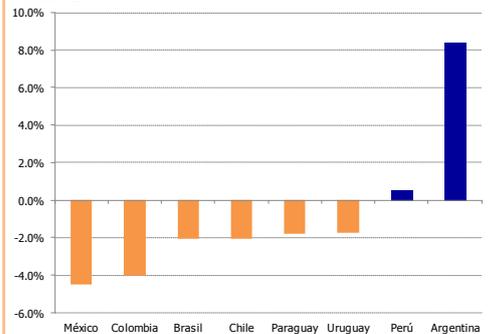
Fuente: Econviews en base a Reuters

Principales tasas de interés

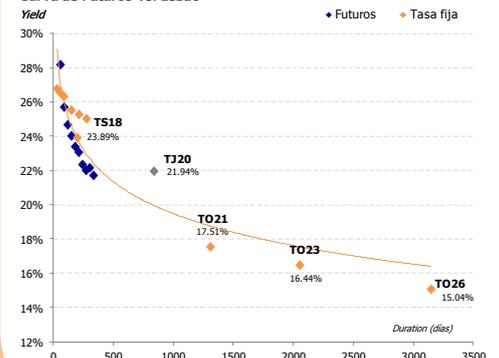


Fuente: Econviews en base a BCRA - Desde la última licitación, empaque con mercado secundario

LATAM: Evolución del tipo de cambio nominal
Variación YTD



Curva de Futuros vs. Lebac



VN \$1,000 y se negocia en el mercado secundario a un precio de 102 (rindiendo CER + 2.5). El bono AF19 cotiza a 103.4 y rinde CER + 3.25

- e) Las Letras del Tesoro en pesos rinden 25% y 25.1% para Marzo y Abril respectivamente, por debajo de las Lebacs a similar plazo.

Hechos del mercado de futuros

- La cotización del futuro para diciembre 2018 cerró ayer en AR\$ 23.86, implicando una depreciación implícita de 22.1% hacia fin de período.

Hechos de las curvas CER y Badlar

- En la semana los rendimientos de los bonos atados a Badlar se contrajeron. El spread sobre Badlar del Bonar 2020 se achicó de 54 a -33 pbs en tanto que el rendimiento del Bocan 2022 lo hizo desde -26 a -210 pbs. Al nivel corriente de Badlar privada en 22.9% (promedio de los últimos 5 días publicados), estamos hablando de tasas de 22.5 y 20.8% respectivamente.
- Con respecto a los instrumentos base CER el rendimiento se redujo levemente para el TC21 desde 3.9% hasta 3.8% y para el DICP se incrementó y se ubicó en 4.5%.
- En cuanto al nuevo bono emitido por el Gobierno, el TC23, se colocaron AR\$ 28.3 mil millones a un precio de corte de AR\$ 992.5 por cada VN \$1,000. En el mercado secundario rinde CER +4.

Hechos de la curva de soberanos en dólares

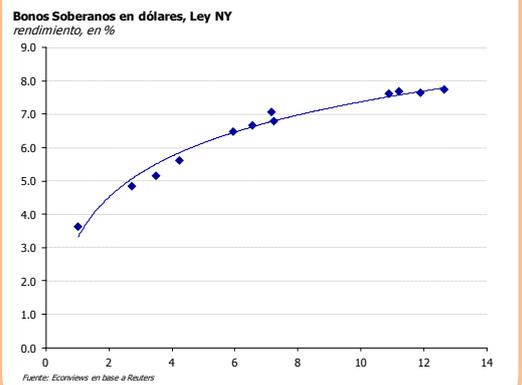
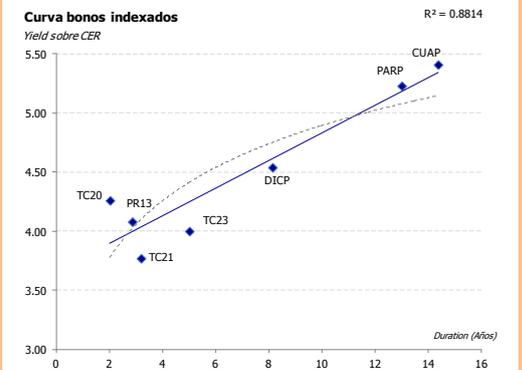
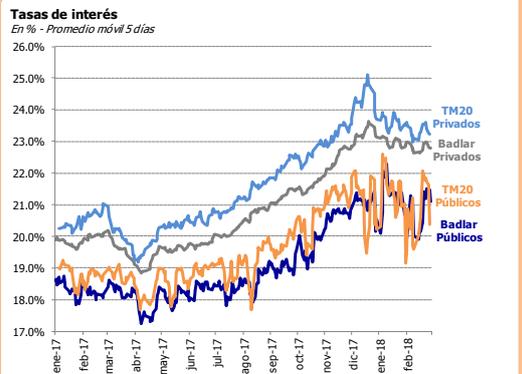
- La tasa de los Treasuries a 10 años se mantuvo en torno a 2.86%. En tanto, el dólar estadounidense se debilitó en la semana. Los rendimientos soberanos argentinos se ubicaron entre 3.6% y 7.7%.
- El riesgo país (EMBI Global Argentina) cerró ayer en 409 pbs. Si bien sigue en sus menores niveles desde 2007, viene aumentando desde comienzos de año.

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

- Dado que el BCRA pondrá en pausa los recortes de tasa por las paritarias, los aumentos de precios y el salto en las expectativas de inflación, recomendamos mantener las colocaciones en pesos. En cuanto al plazo para colocarse en Lebacs, como proyectamos que se retome el ciclo de baja de tasas en Abril, ha llegado el momento de comenzar a alargar la duration, y para eso recomendamos hacerlo gradualmente en las próximas semanas.
- En cuanto a los bonos soberanos Badlar con *duration* entre 2 y 3, **seguimos afuera en este segmento pero sí vemos oportunidad en sub-soberanos y corporativos** en el área de 325 a 375 pbs para los



Fuente: Econviews en base a Reuters

mejores créditos aunque con menor liquidez relativa. También son atractivos **los bonos corporativos ligados a la tasa TM20** con rendimientos 100 pbs por debajo de los similares Badlar (por el diferencial de tasas base de aproximadamente un punto porcentual). **Para la porción líquida y No Lebac de la cartera seguimos recomendando el rebalanceo a CER.**

- iii. **Dentro de la clase de activos CER, los bonos TC21, TC23 y DICP son los candidatos a ser seleccionados para continuar con el rebalanceo a favor de CER, todos ellos con rendimientos cercanos al 4% real.**
- iv. 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. **Para las carteras más conservadoras los bonos en la parte media de la curva siguen siendo una buena alternativa. En cuanto a la parte larga de la curva, si la tasa americana toca 3% consideramos que es una buena oportunidad para comenzar a alargar *duration* ya que más allá de las sobre-reacciones que el mercado pueda tener, el apalancamiento en Estados Unidos (público más privado) sigue en niveles altos (250% del PBI) y eso le pone un techo a la magnitud y a la velocidad de la suba.** Vemos también valor en los bonos provinciales de la curva media que ofrecen primas de rendimiento de entre 50 y 200 puntos básicos en relación a los soberanos.

Proyecciones Mensuales de Tipo de Cambio Nominal, TM20, Badlar, Tasa de Política Monetaria y Lebac

Proyección Tipo de Cambio

Último día del mes

	Proyección	Futuro
mar-18	20.40	20.65
abr-18	20.60	21.06
may-18	20.80	21.42
jun-18	21.00	21.78
jul-18	21.30	22.15
ago-18	21.60	22.50
sep-18	21.90	22.85
oct-18	22.20	23.15
nov-18	22.60	23.47
dic-18	23.00	23.86
ene-19	23.28	24.17
feb-19	23.58	
mar-19	23.86	
abr-19	24.10	
may-19	24.29	
jun-19	24.61	
jul-19	24.85	
ago-19	25.08	
sep-19	25.38	
oct-19	25.61	
nov-19	25.81	
dic-19	26.07	

Proyección Tasas de Interés

Último día del mes

	TM20	Badlar	Pase	Lebac 35 d
mar-18	24.0%	23.0%	27.25%	26.8%
abr-18	23.6%	22.6%	27.25%	26.8%
may-18	23.2%	22.2%	26.50%	26.5%
jun-18	22.9%	21.9%	25.75%	24.6%
jul-18	22.5%	21.5%	25.00%	23.7%
ago-18	22.1%	21.1%	24.25%	23.4%
sep-18	21.7%	20.7%	23.50%	22.9%
oct-18	21.3%	20.3%	22.75%	22.3%
nov-18	21.0%	20.0%	22.00%	22.0%
dic-18	20.5%	19.5%	21.50%	21.5%
ene-19	19.8%	19.0%	21.00%	20.5%
feb-19	19.3%	18.6%	20.50%	20.1%
mar-19	18.9%	18.1%	20.00%	19.6%
abr-19	18.4%	17.7%	19.50%	19.2%
may-19	18.0%	17.2%	19.00%	18.7%
jun-19	17.3%	16.8%	18.50%	17.8%
jul-19	16.8%	16.3%	18.00%	17.3%
ago-19	16.3%	15.8%	17.50%	16.8%
sep-19	15.9%	15.4%	16.75%	16.4%
oct-19	15.4%	14.9%	16.00%	15.9%
nov-19	15.0%	14.5%	15.25%	15.5%
dic-19	14.5%	14.0%	15.00%	15.0%

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

7 de marzo de 2018

Plazo en días	28	56	84	147	210	273	TS 18	TO 21	TO 23	TO 26
Rendimiento últ. licitación primaria	26.75%	26.50%	26.30%	25.50%	25.25%	25.00%	23.9%	17.5%	16.4%	15.0%
TEA	30.32%	29.66%	29.09%	27.47%	26.59%	25.76%	23.9%	17.5%	16.4%	15.0%
Tasas forwards de 30 días ⁽¹⁾	26.75%	26.25%	25.90%	24.43%	24.67%	24.17%	-	-	-	-
Badlar implícita en política BCRA ⁽²⁾	22.9%	22.4%	22.1%	20.9%	21.1%	20.6%	-	-	-	-

⁽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

6 de marzo de 2018

Vencimiento	mar-18	abr-18	may-18	jun-18	jul-18	ago-18	sep-18	oct-18	nov-18	dic-18	ene-19
Plazo en días	25	55	86	116	147	178	208	239	269	299	331
Cotización Cierre	20.645	21.055	21.420	21.780	22.150	22.500	22.850	23.150	23.470	23.860	24.170
Tasa implícita	32.31%	28.16%	25.68%	24.65%	24.00%	23.37%	23.04%	22.32%	21.98%	22.13%	21.69%
Tasa forward 30 días ⁽¹⁾		24.16%	20.41%	20.45%	20.00%	18.60%	18.93%	15.46%	16.82%	20.22%	14.82%

⁽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 2020	22.9%	105.90	100.43	22.5%	-33	1.52	2.0
Bocan 22		115.00	104.30	20.8%	-210	2.50	4.0

Ficha técnica CER

Instrumento	Ticker	Precio	Rendimiento	Modified Duration
Boncer 2020	TC20	123.00	4.3%	2.0
Bocon 2024	PR13	417.00	4.1%	2.9
Boncer 2021	TC21	136.65	3.8%	3.2
Boncer 2023	TC23	100.30	4.0%	5.0
Disc \$	DICP	856.00	4.5%	8.1
PAR \$	PARP	392.00	5.2%	13.0
Cuasi Par	CJAP	617.50	5.4%	14.4

Ficha técnica Bonos Soberanos en US\$

Instrumento	Ticker	Precio	Rendimiento	Modified Duration	Var. semanal precio
Arg 19 (NY)	AA19	102.85	3.6%	1.0	0.0%
Bonar 20 (ARG)	AO20	110.75	4.9%	2.3	0.5%
Arg 21 (NY)	AA21	105.82	4.8%	2.7	-0.2%
Bonar 24 (ARG)	AY24	115.38	4.9%	3.1	1.0%
Arg 22 (NY)	A2E2	101.63	5.2%	3.5	-0.2%
Arg 23 (NY)	A2E3	95.74	5.6%	4.2	-0.1%
Arg 25 (ARG)	AA25	101.79	5.8%	5.0	0.9%
Arg 26 (NY)	AA26	106.35	6.5%	5.9	-0.5%
Arg 27 (NY)	A2E7	101.37	6.7%	6.6	-0.8%
Arg 28 (NY)	A2E8	93.08	6.8%	7.2	-0.7%
Disc. (Arg)	DICA	108.88	7.1%	7.1	-0.4%
Disc. (NY)	DICY	108.75	7.1%	7.2	-6.4%
Arg 37 (ARG)	AA37	103.62	7.6%	9.5	-2.6%
Par (NY)	PARY	65.40	7.6%	10.9	-6.9%
Par (Arg)	PARA	66.00	7.7%	10.7	-2.2%
Arg 46 (NY)	AA46	99.25	7.7%	11.2	-1.2%
Arg 48 (NY)	AE48	90.96	7.6%	11.9	-0.3%
Arg 100 años	AC17	92.00	7.7%	12.7	-0.8%

Arbitrajes y Trades relativos

A 5 años	Yields
Rendimientos dólar	5.6%
Rendimientos CER	4.0%
Rendimientos Badlar	-2.1%
Rendimientos Tasa Fija Pesos	16.4%

Expectativas

A 5 años	Mercado	Econviews
Devaluación nominal	10.8%	11.3%
Devaluación real **	0.4%	0.0%
Inflación	12.4%	13.3%
Badlar	18.5%	13.6%

** 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