

Sintético tasa-USD futuro como opción interesante, pero con cautela

Analizamos la operación sintética tasa-USD futuro en el marco del cambio de estrategia monetaria del BCRA, con reciente suba de tasas reciente superior a los 7 puntos porcentuales para LEBACs en pesos a corto plazo. Con una menor expectativa de devaluación que se refleja en la evolución de los contratos de USD futuro, la alternativa de inversión en pesos luce atractiva. Por lo menos inicialmente. Una tasa de LEBAC de corto plazo del orden del 36-38% anual contra una tasa de devaluación implícita del orden del 24% anual (ROFEX) indica un retorno del 13-14% anual en USD.

Sin embargo, a ese análisis resta incorporarle algunos elementos adicionales, tales como riesgos asociados y costos de operación. Entre los riesgos se destacan principalmente el de tasa de interés y el de tipo de cambio al momento del vencimiento del sintético. Considerando los costos el pago de comisiones por operar en USD futuro y el impuesto al cheque, entre otros.

Contemplando estas cuestiones, la principal conclusión es que las colocaciones a plazos más largos son las más recomendables, tanto para empresas como para personas físicas, más allá que la curva de LEBACs esté invertida. La distribución de los costos fijos se diluye en plazos de inversión más largos. Sin embargo, para personas físicas la opción del sintético es más atractiva que para las empresas dado que operar fondos desde cajas de ahorro evita el pago del impuesto al cheque. Sin embargo, considerando también los riesgos asociados, la incertidumbre de tipo de cambio y de tasa de interés podría transformar en mejor opción la inversión en activos en USD, con retornos esperados del 7-8% anual. La cuestión de expectativas es importante y debe ser considerada con cautela.

En términos de riesgos: (a) el de tasa de interés se presenta en la corta madurez de las LEBACs. Como se trata de títulos de muy corto plazo, con vencimiento promedio no mayor a 60 días, el sendero de la política monetaria-cambiaria podría incidir sobre el rendimiento anualizado observado al momento de realizar la inversión. Como ejemplo, quien compró una LEBAC a 30 días hace dos semanas (previo a la fuerte suba de la tasa la semana pasada)

Daniel Marx

Ernesto Gaba - Consejero

Virginia Fernández

Fernando Baer

Quantum Finanzas

+54 11 4345 0003

Econométrica

Mario Brodersohn

Juan Sommer

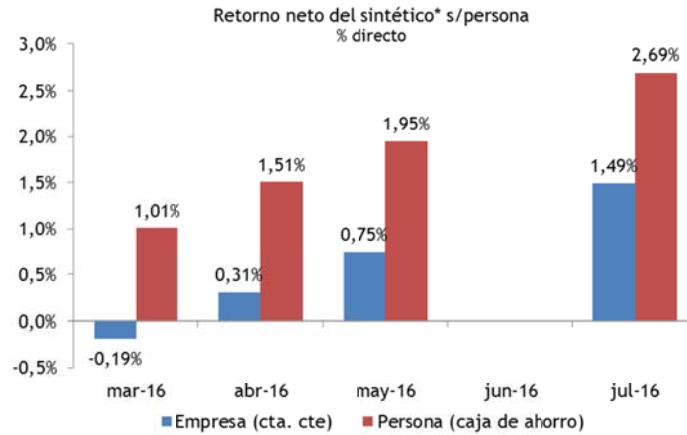
registró una pérdida por el sólo hecho del cambio en la política de tasas del BCRA. (b) El de tipo de cambio refiere al impacto de su volatilidad en los contratos de cobertura. El tipo de cambio podría estar por debajo del precio contractual al momento de cancelación del contrato, con lo cual la ganancia en USD podría ser menor que la pensada inicialmente.

Retorno directo del sintético (en %)*

31/03/2016	1,61%
30/04/2016	2,11%
31/05/2016	2,55%
31/07/2016	3,29%

* Según cotizaciones al 10/3.

Fuente: Qf en base a Bloomberg y ROFEX.



*Suponiendo que se calzan perfectamente los plazos, que podría diferir en días según fechas de vencimiento entre instrumentos.
Fuente: Qf en base a Bloomberg y ROFEX.

En términos de costos: (a) la comisión de operar en mercados de USD futuro y (b) el impuesto al cheque podrían implicar un costo directo del orden de 2% (1,2% del impuesto al cheque y entre 0,5-0,6% de comisión).

Como se lo mencionó existe una ventaja para personas físicas, que podrían girar fondos desde cajas de ahorro, evitando el pago del impuesto. Siendo así, para el plazo más largo (Jul-16) el retorno directo para una empresa es del orden de 1,5%, por debajo del rendimiento de, por ejemplo, un título en USD (7-8% anual). Para una persona la situación mejora, pero también está lejos de ese tipo de rendimiento. Para una persona es algo mayor, del orden del 2,7% directo, lo cual en términos anualizados podría estar en línea con una inversión en USD, aunque no exento de los riesgos mencionados.



último dato	Nivel					Variación				
	1 semana	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	1 semana	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses

Tipos de cambio y tasas de interés

ARS/USD Spot	15,27	15,21	14,16	9,77	9,35	8,78	0,4%	7,8%	56,2%	63,3%	73,9%
Impl en Bonar X	15,33	15,31	14,81	15,14			0,1%	3,5%	1,2%		
NDF 1m	15,51	15,29	14,54	13,70	9,55	8,97	1,4%	6,7%	13,2%	62,4%	72,9%
NDF 6m	16,86	16,90	15,95	16,80	12,70	10,05	-0,3%	5,7%	0,3%	32,7%	67,7%
NDF 12 m	18,83	18,85	17,77	18,70	14,70	12,88	-0,1%	6,0%	0,7%	28,1%	46,2%
Rofex 6 m	17,03	17,10	15,93	11,36	10,33	9,86	-0,4%	6,9%	49,9%	64,9%	72,7%
BADLAR privada	30,44	28,50	25,63	25,13	21,50	21,38	194 pb	481 pb	531 pb	894 pb	906 pb
Call a 1 día	36,50	34,00	20,00	25,75	25,00	25,50	250 pb	1.650 pb	1.075 pb	1.150 pb	1.100 pb
BRL/USD Spot	3,64	3,75	3,93	3,87	3,87	3,17	-3,0%	-7,3%	-6,0%	-5,9%	15,0%
Futuro 6m	3,83	3,97	4,16	4,11	4,11	3,34	-3,7%	-8,0%	-6,9%	-6,9%	14,4%
Futuro 12m	4,00	4,17	4,39	4,36	4,34	3,51	-4,2%	-8,9%	-8,2%	-7,8%	13,8%
USD/EUR Spot	1,11	1,10	1,13	1,10	1,13	1,06	1,0%	-1,6%	1,2%	-2,0%	4,5%
Libor 1 m	0,44	0,44	0,43	0,33	0,21	0,17	0 pb	1 pb	11 pb	23 pb	26 pb
Libor 6 m	0,90	0,89	0,87	0,75	0,54	0,40	1 pb	3 pb	15 pb	36 pb	50 pb
UST 10 años	1,93	1,87	1,67	2,13	2,19	2,12	6 pb	27 pb	-19 pb	-25 pb	-18 pb

Indice de Materias Primas Qf (1)

IMP Qf	94	93	88	93	103	109	1,6%	6,8%	1,8%	-8,1%	-13,3%
Agro (70.2%)	92	91	89	91	99	105	1,2%	2,6%	0,6%	-7,5%	-12,7%
Soja spot (60%)	325	320	317	320	326	362	1,7%	2,6%	1,6%	-0,3%	-10,3%
Soja Futuro Jul16	330	325	321	326	324	360	1,5%	2,9%	1,3%	1,7%	-8,3%
Energía (11.5%)	87	81	62	80	100	105	7,4%	40,6%	8,3%	-13,5%	-18,0%
Metales (9.3%)	133	135	124	127	142	152	-1,5%	7,1%	4,5%	-6,6%	-12,5%

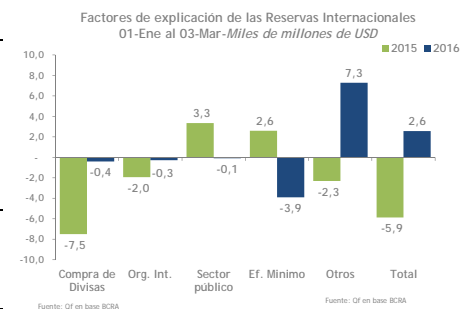
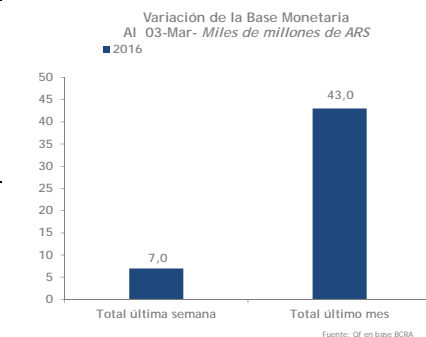
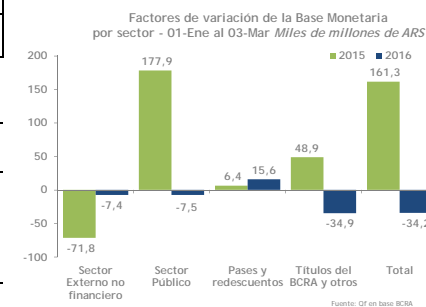
Índices Bursátiles (en moneda local)

MSCI Mundo	448	452	418	459	455	490	-0,9%	7,1%	-2,5%	-1,6%	-8,5%
S&P 500	1.990	2.000	1.852	2.012	1.961	2.066	-0,5%	7,4%	-1,1%	1,5%	-3,7%
Euro Stoxx 50	3.068	3.037	2.789	3.203	3.188	3.641	1,0%	10,0%	-4,2%	-3,8%	-15,8%
MSCI Emergentes	44.126	44.209	41.445	43.441	44.408	49.514	-0,2%	6,5%	1,6%	-0,6%	-10,9%
MSCI Lat Am	64.654	64.684	57.355	59.816	62.131	65.668	0,0%	12,7%	8,1%	4,1%	-1,5%
Merval	13.173	13.269	11.347	12.779	10.888	10.098	-0,7%	16,1%	3,1%	21,0%	30,4%
Bovespa	49.312	49.085	40.377	45.263	46.401	48.880	0,5%	22,1%	8,9%	6,3%	0,9%

Notas: (1) IMP Qf: Índice de Precios de Materias Primas relevante para el comercio exterior argentino. Metodología y ponderaciones equivalentes a Índice de Materias Primas del BCRA con precio internacionales, fuente Bloomberg.



Moneda	Fecha	Nivel						Unidad	Variación					
		último dato	1 semana	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses		1 semana	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	
Reservas Internacionales	USD	02-mar-16	28.124	28.860	29.928	25.046	33.552	31.449	Millones	-736	-1.804	3.078	-5.428	-3.325
									% nominal	-2,5%	-6,0%	12,3%	-16,2%	-10,6%
Intervención cambiaria (2) (3)	USD	02-mar-16	5	-110	-35	-20	-57	-30						
Liquidación CIARA (2)	USD	04-feb-16	65	76	118	75	89							
Base Monetaria	ARS	02-mar-16	589.728	552.511	587.138	618.454	534.586	453.439	Millones	413	21.028	49.055	97.352	172.079
									% nominal	6,7%	0,4%	-4,6%	10,3%	30,1%
Lebac y Nobacs	ARS	02-mar-16	392.783	401.838	357.586	254.153	289.578	277.720	Millones	-9.055	35.197	138.630	103.205	115.063
Pases netos	ARS	02-mar-16	11.027	38.107	28.446	20.398	11.165	10.685	Millones	-27.080	-17.419	-9.371	-138	342
Exp. de BM por S. Público	ARS	02-mar-16								-2.440	-8.470	8.211	91.412	148.530
Adelantos transitorios BCRA	ARS	23-feb-16	329.850	330.550	331.850	292.350	282.350	249.550	Millones	-700	-2.000	37.500	47.500	80.300
Agregados Monetarios (4)														
M2	ARS	02-mar-16	981.527	975.468	1.007.144	1.012.014	882.515	758.712	Millones	6.059	-25.617	-30.487	99.012	222.815
									% nominal	0,6%	-2,5%	-3,0%	11,2%	29,4%
M2 privado	ARS	02-mar-16	840.466	793.433	833.788	834.088	780.899	650.790	Millones	47.033	6.678	6.378	59.567	189.676
									% nominal	5,9%	0,8%	0,8%	7,6%	29,1%
M3* privado	ARS	02-mar-16	1.479.915	1.428.664	1.452.291	1.337.102	1.251.784	1.035.302	Millones	51.252	27.625	142.814	228.131	444.613
									% nominal	3,6%	1,9%	10,7%	18,2%	42,9%
Depósitos Sector Público	ARS	02-mar-16	349.668	382.906	334.863	376.649	318.772	323.754	Millones	-33.238	14.805	-26.981	30.896	25.914
Depósitos Sector Privado	ARS	02-mar-16	1.106.191	1.059.829	1.072.364	969.477	898.340	745.010	Millones	46.362	33.827	136.713	207.851	361.180
									% nominal	4,4%	3,2%	14,1%	23,1%	48,5%
En Moneda Nacional (5)	ARS	02-mar-16	923.207	881.988	912.831	881.056	819.200	676.168	Millones	41.219	10.376	42.151	104.007	247.039
									% nominal	4,7%	1,1%	4,8%	12,7%	36,5%
A la vista	ARS	02-mar-16	438.459	396.435	425.904	438.352	401.963	338.790	Millones	42.024	12.555	107	36.496	99.669
Plazo Fijo	ARS	02-mar-16	456.466	457.390	458.970	414.593	391.746	315.670	Millones	-924	-2.504	41.873	64.720	140.796
En Moneda Extranjera	USD	02-mar-16	11.666	11.587	11.285	9.109	8.488	7.874	Millones	79	381	2.557	3.178	3.792
									% nominal	0,7%	3,4%	28,1%	37,4%	48,2%
Préstamos al Sector Privado	ARS	02-mar-16	836.189	826.572	824.754	789.549	708.071	612.866	Millones	9.617	11.435	46.640	128.118	223.323
									% nominal	1,2%	1,4%	5,9%	18,1%	36,4%
En Moneda Nacional	ARS	02-mar-16	776.444	769.891	777.933	759.884	669.946	581.435	Millones	6.553	-1.489	16.560	106.498	195.009
									% nominal	0,9%	-0,2%	2,2%	15,9%	33,5%
Préstamos al Sector Público	ARS	02-mar-16	60.221	58.839	59.617	52.915	50.863	41.311	Millones	1.382	604	7.306	9.358	18.910
									% nominal	2,3%	1,0%	13,8%	18,4%	45,8%
Ratio de liquidez bancaria (6)														
Total		02-mar-16	29,6%	29,9%	25,1%	21,3%	20,5%	23,0%						
En pesos		02-mar-16	22,8%	22,3%	20,4%	15,2%	15,0%	16,1%						
En dólares		02-mar-16	84,5%	82,7%	81,0%	98,5%	84,2%	104,7%						



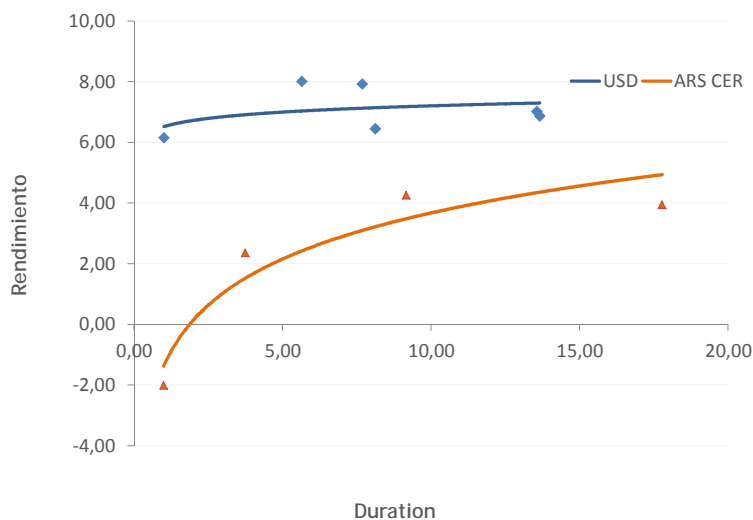
Notas: (1) Salvo que se aclare lo contrario son valores punta (2) Promedio diario (3) Valores Negativos significa venta de dólares y Positivos, compra de dólares por parte de la autoridad monetaria (4) M1 = Billetes y monedas + Cta. Cte. - Uso FUCO, M2 = M1 + Caja de Ahorro, M3 = M2 + Plazo Fijo, M3* = M3 + Depósitos en dólares (5) Depósitos En Moneda Nacional = A la vista + Plazo Fijo + 'Otros' no incluidos en el informe por su escasa relevancia a los fines analíticos (6) Ratio de liquidez bancaria = Activos líquidos / Depósitos. Activos líquidos: integración de efectivo mínimo (efectivo, cuenta corriente en el BCRA y cuentas especiales de garantía), otras disponibilidades (fundamentalmente corresponsales) y los pasivos activos netos en efectivo de las entidades financieras contra el BCRA.



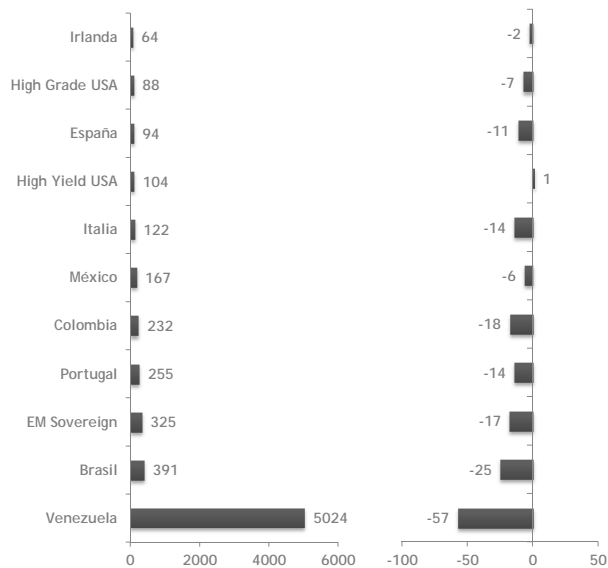
ARS/USD **15,22** BADLAR **30,4** CER **5,42**
 CCL (BONARX) **15,33**
 MEP (BONARX) **15,30**

	Precio Compra	Precio Venta	Paridad	Cupón (%)	Duración	Rendimiento Comprador (%)	Rendimiento vendedor (%)	Spread vs EEUU	Próximo cupón	Vencimiento	Monto en circulación (Mill. USD)	Var últimos 7 días	Riesgo anualizado	Ley	
Bonos en USD															
GLOBAL17	118,25	102,72	103,72	100,8%	8,75	1,24				02/06/2016	02/06/2017	950	-12,6%	6,7%	NY
BONAR X (2017)		103,77	104,02	101,1%	7,00	1,01	6,15	5,91	544	17/04/2016	17/04/2017	7.340	-0,2%	8,4%	AR
BONAR 24		107,52	108,02	104,6%	8,75	5,64	8,00	7,92	618	07/05/2016	07/05/2024	6.360	-0,9%	12,4%	AR
DISC USD ARL		102,75	103,25	102,9%	8,28	7,68	7,92	7,86	587	30/06/2016	31/12/2033	4.901	-0,2%	12,5%	AR
DISC USD NYL	117,50	98,56	99,31	98,9%	8,28	8,12	6,44	6,37	439	30/06/2016	31/12/2033	3.966	-15,4%	11,5%	NY
PAR USD ARL		64,00	67,00	64,8%	2,50	13,56	7,02	6,69	503	31/03/2016	31/12/2038	1.230	-2,3%	15,9%	AR
PAR USD NYL	66,50	61,61	62,36	62,0%	2,50	13,66	6,87	6,78	486	31/03/2016	31/12/2038	5.297	-5,9%	14,0%	NY
Bonos USD-linked															
Bonad 2016		1426,53	96,33	50,0%	1,75	0,63	13,87	1820,88		28/04/2016	28/10/2016	983	-0,9%		AR
Bonad 2018		1307,65	1307,65	85,2%	2,40	2,02	11,10	11,10		18/03/2016	18/03/2018	654	-5,5%		AR
Bonos ajustables por BADLAR															
Bonar 2017		106,00	106,13	106,1%	29,13	0,63	36,60	36,42	s/Badlar	28/03/2016	28/03/2017	126	1,7%	N/D	AR
Bonos ajustables por Lebac															
BONAC 01/03/2016		105,85	105,85							31/03/2016	31/03/2016	677	0,4%		AR
BONAC 01/05/2016		101,75	101,75							07/05/2016	09/05/2016	1.391	0,4%		AR
BONAC 01/07/2016		99,05	99,05							14/03/2016	12/07/2016	781	-6,3%		AR
BONAC 01/09/2016		107,05	107,05							30/03/2016	30/09/2016	480	-0,5%		AR
Bonos ajustables por CER															
BOGAR 18		127,00	127,50	101,9%	2,00	1,00	-2,01	-2,41	-196	04/04/2016	04/02/2018	1.586	0,4%	11,3%	AR
PRO 13		350,00	353,00	96,3%	2,00	3,74	2,36	2,13	209	15/04/2016	15/03/2024	557	-3,2%	#¡VALOR!	AR
DISC ARS		541,00	544,00	107,6%	5,83	9,16	4,26	4,20	338	30/06/2016	31/12/2033	3.762	-0,4%	17,1%	AR
PAR ARS		263,88	267,00	69,3%	1,18	17,78	3,95	3,87	267	31/03/2016	31/12/2038	1.019	-2,6%	#¡VALOR!	AR
Unidades ligadas al PBI															
Cupon USD - Ley NY.		11,25	11,35							15/12/2016		17.000	-2,2%	18,3%	NY
Cupon USD - Ley Arg.		11,15	11,40							15/12/2016		3.100	-3,3%	17,2%	AR
Cupon EUR		10,80	11,00							15/12/2016		21.073	-0,7%	16,2%	ENG

Bonos soberanos: curva de rendimientos



CDS 5 años Nivel





Sector	Moneda	Rating S&P/Fitch/Moodys	Precio comprador	Precio vendedor	Cupón	Duración	Rendimiento Comprador (%)	Rendimiento vendedor (%)	Spread vs UST	Spread vs soberano ARG	Vencimiento	Monto en circulación	
High grade													
Petrobras 2017	Oil&Gas	USD	BB / BB+ / B3	99,25	99,25	5,88	1,09	6,55	6,55	581	-32	15/05/2017	300
YPF 2017	Oil&Gas	USD	- / - / -	93,75	95,25	1,29	1,11	7,20	5,77	657	33	30/04/2017	89
Arcor 2017	Food	USD	- / B / B2	100,15	102,15	7,25	1,49	7,14	5,85	643	28	09/11/2017	200
YPF 2018	Oil&Gas	USD	- / CCC+ / Caa1	103,80	103,80	8,88	2,38	7,32	7,32	622	46	19/12/2018	862
PAE 2021	Oil&Gas	USD	- / B / B2 / *-	97,90	99,35	7,88	4,03	8,38	8,03	716	152	07/05/2021	500
YPF 2024	Oil&Gas	USD	- / CCC+ / Caa1	99,25	99,75	8,75	5,47	8,88	8,79	713	202	04/04/2024	1.325
YPF 2028	Oil&Gas	USD	NR / CCC+ / -	98,97	98,97	10,00	6,80	10,14	10,14	810	328	02/11/2028	15
High Yield													
B. Hip. 2016	Banks	USD	B- / NR / Caa1	99,63	99,63	9,75	0,11	12,62	12,62	1.229	575	27/04/2016	89
Transener 2016	Electric	USD	CCC / WD / -	100,00	100,00	8,88	0,70	8,84	8,84	825	198	15/12/2016	53
B. Macro 2017	Banks	USD	- / CCC / Caa1	102,48	102,48	8,50	0,83	5,54	5,54	490	-132	01/02/2017	106
TGS 2017	Pipelines	USD	B- / WD / Caa1	100,75	100,75	7,88	1,07	7,18	7,18	610	31	14/05/2017	123
HPDA 2017	Utilities	USD	B- / B- / -	99,00	99,00	8,50	0,82	9,69	9,69	905	283	02/02/2017	150
Galicia 2017	Diversified Finan	USD	- / CCC / -	103,14	103,14	9,00	0,82	5,24	5,24	460	-163	28/01/2017	67
Galicia 2018	Banks	USD	B- / - / Caa1	103,50	104,75	8,75	1,87	6,95	6,33	439	8	04/05/2018	300
CAPEX 2018	Electric	USD	B- / CCC+ / -	98,13	100,00	10,00	1,75	11,08	10,00	1.012	421	10/03/2018	200
Galicia 2019	Banks	USD	- / - / Caa2	104,00	106,00	16,00	2,29	14,25	13,43	-343	738	01/01/2019	218
Edenor 2022	Electric	USD	/ /	101,02	101,02	9,75	4,63	9,53	9,53	795	267	25/10/2022	176
IRSA 2020	Real Estate	USD	B- / B- / -	107,51	107,51	11,50	3,36	9,35	9,35	798	248	20/07/2020	150
IMPISA 2020	Metal Fabricate/I	USD	NR / NR / -	10,50	10,50	10,38	1,20	112,40	112,40	11.100	10553	30/09/2020	390
B. Macro 2036	Banks	USD	- / CC / Ca	99,50	101,50	9,75	0,70	8,18	7,98	981	132	18/12/2036	149
Bonos provinciales													
Cordoba 2017	Provincial	USD	B- / - / Caa2	105,50	106,50	12,38	1,28	8,18	7,45	738	131	17/08/2017	596
PBA Disc 2017	Provincial	USD	B- / - / Caa2	100,00	102,00	9,25	0,97	9,24	7,29	870	237	15/04/2017	98
CABA 2017	Municipal	USD	B- / CCC / Caa2	103,61	104,46	9,95	0,91	6,02	5,13	535	-85	01/03/2017	415
Mendoza 2018	Provincial	USD	B- / - / Caa2	93,00	96,00	5,50	2,23	8,71	7,30	997	185	04/09/2018	58
PBA 2018	Provincial	USD	B- / - / Caa2	102,75	103,75	9,38	2,20	8,14	7,70	710	127	14/09/2018	475
Chubut 2020	Provincial	USD	- / - / B2	98,00	100,00	7,75	3,55	8,31	7,75	795	144	01/07/2020	52
PBA 2021	Provincial	USD	B- / - / Caa2	105,75	106,75	10,88	3,71	9,37	9,12	780	250	26/01/2021	750
PBA 2021	Provincial	USD	/ /	103,50	104,25	9,95	3,94	9,09	8,91	761	222	09/06/2021	900
CABA 2021	Municipal	USD	B- / CCC / Caa2	107,28	108,16	8,95	3,96	7,17	6,96	550	30	19/02/2021	500
Neuquen 2021	Provincial	USD	CCC+ / *+ / - / -	98,00	100,00	7,88	4,11	8,36	7,87	779	149	26/04/2021	166
Salta 2022	Provincial	USD	CCC+ / *+ / CCC / -	100,48	102,60	9,50	4,54	9,40	8,94	828	253	16/03/2022	136
PBA Par 2028	Provincial	USD	B- / - / Caa2	105,50	106,50	9,63	6,95	8,87	8,74	686	201	18/04/2028	400
PBA Par 2035	Provincial	USD	B- / - / Caa2	66,00	68,00	4,00	11,42	7,33	7,07	691	46	15/05/2035	446