

Combo stock: plazo y tasa. BCRA jugando al límite

El BCRA ha venido impulsando una política monetaria contractiva, combinando absorción de liquidez mediante colocación de LEBACs y en las últimas semanas una fuerte suba en la tasa de interés, particularmente para el tramo corto de la curva. Desde el 17/12 absorbió ARS 113.000 millones mediante la colocación de esos títulos, un stock acumulado de ARS 480.000 millones. El gráfico que sigue presenta la evolución de la relación reservas brutas en ARS y LEBACs. Al tipo de cambio actual la relación es prácticamente 1.



Fuente: Qf en base a BCRA y cálculos propios.

De máximos relativos de 1,80 de enero de 2014 (tras la devaluación de ese momento) la relación cambia, alcanzando un mínimo de 0,60 a fines del año pasado. La combinación de devaluación con asistencia internacional para recomponer reservas (Swap Chino y REPO de bancos -que también pagan una tasa de interés) mejora el balance desde el punto de vista de esta métrica (por el lado de la composición del stock).

Por el lado del flujo, se producen dos efectos a) la suba de la tasa de interés para

Daniel Marx
 Ernesto Gaba - Consejero
 Virginia Fernández
 Fernando Baer

Quantum Finanzas

+54 11 4345 0003

Econométrica
 Mario Brodersohn
 Juan Sommer

descomprimir presiones sobre la cotización del USD y (b) la reducción del plazo promedio de colocación. Respecto de la suba de la tasa de interés, en informes anteriores nos referimos a que en niveles del 37-38% anual permite lograr ese objetivo en el corto plazo, con interacción efectiva entre la tasa de inflación esperada y la expectativa de devaluación. Lo que destacamos en este informe es la fuerte reducción del plazo promedio de vencimientos de las LEBACs, que de casi 190 días a fines de 2015 pasó a menos de 50 en la actualidad, tal como se aprecia en el gráfico que sigue.



Fuente: Qf en base a BCRA y cálculos propios.

La estrategia del BCRA de reducir el plazo e invertir la curva de rendimientos tiene lógica bajo el supuesto de tensión cambiaria transitoria que puede ser rápidamente revertida con ingreso de capitales. En ese contexto, una curva de rendimientos así permite minimizar el costo de la política de estabilización. Además, factores puntuales como estacionalidad en la demanda de dinero, liquidación de la cosecha y financiamiento del Tesoro mediante instrumentos propios pueden avalar la decisión de generar una curva de rendimientos de estas características, transitoria y tasas en los niveles observados en las últimas licitaciones. Sin embargo, esta estrategia no está exenta de riesgos, porque la necesidad de generar roll overs puede derivar en tasas aún más altas. Concretamente, a corto plazo la política monetaria contractiva

descansa en la suba de la tasa de interés para mantener atractiva la colocación en LEBACs, lo cual se debe a una política de gradualismo en la reducción del alto déficit fiscal.



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	14,92	14,86	14,99	13,26	9,38	8,79	0,4%	-0,5%	12,5%	59,1%	69,7%
Impl en Bonar X	14,77	14,93	15,23	13,88			-1,1%	-3,0%	6,5%		
NDF 1m	14,85	15,23	14,54	13,65	9,55	8,96	-2,5%	2,1%	8,8%	55,4%	65,7%
NDF 6m	16,25	16,86	16,60	15,50	12,60	10,00	-3,6%	-2,1%	4,8%	28,9%	62,5%
NDF 12m	18,17	18,83	18,25	17,60	14,65	13,00	-3,5%	-0,4%	3,2%	24,0%	39,8%
Rofex 6 m	16,59	16,51	16,26	14,55	10,36	9,82	0,5%	2,0%	14,0%	60,1%	68,9%
BADLAR privada	29,31	28,63	25,44	29,50	21,13	21,63	69 pb	388 pb	-19 pb	819 pb	769 pb
Call a 1 día	38,00	36,50	25,50	26,00	20,00	22,50	150 pb	1.250 pb	1.200 pb	1.800 pb	1.550 pb
BRL/USD Spot	3,63	3,59	3,99	3,98	3,95	3,29	1,1%	-9,1%	-9,0%	-8,1%	10,1%
Futuro 6m	3,81	3,78	4,22	4,23	4,18	3,48	1,0%	-9,6%	-9,8%	-8,8%	9,6%
Futuro 12m	4,00	3,94	4,44	4,48	4,41	3,65	1,5%	-10,0%	-10,7%	-9,3%	9,6%
USD/EUR Spot	1,13	1,12	1,11	1,09	1,13	1,07	1,1%	1,4%	3,8%	-0,1%	5,8%
Libor 1 m	0,44	0,44	0,43	0,41	0,20	0,17	0 pb	1 pb	3 pb	24 pb	27 pb
Libor 6 m	0,92	0,91	0,87	0,81	0,53	0,39	1 pb	5 pb	11 pb	39 pb	52 pb
UST 10 años	1,89	1,98	1,82	2,20	2,13	1,97	-10 pb	7 pb	-32 pb	-25 pb	-8 pb

Indice de Materias Primas Qf (1)

IMP Qf	96	95	90	94	102	105	1,0%	5,8%	1,9%	-5,9%	-9,2%
Agro (70.2%)	92	92	90	93	98	102	0,3%	2,3%	-0,6%	-5,8%	-9,2%
Soja spot (60%)	331	326	324	328	319	353	1,3%	2,0%	0,8%	3,7%	-6,4%
Soja Futuro Jul16	333	331	327	332	324	352	0,5%	1,9%	0,2%	2,7%	-5,5%
Energía (11.5%)	92	86	69	78	100	99	6,2%	33,4%	17,8%	-8,5%	-7,0%
Metales (9.3%)	134	133	127	127	140	153	0,9%	6,1%	5,5%	-4,3%	-12,0%

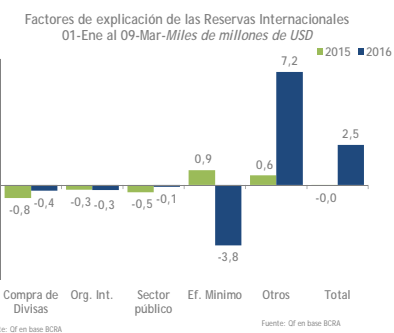
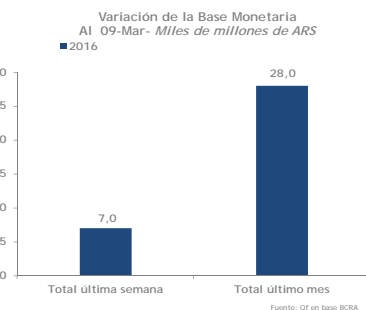
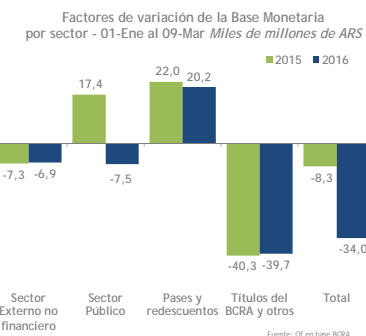
Índices Bursátiles (en moneda local)

MSCI Mundo	457	455	433	461	456	497	0,5%	5,5%	-0,8%	0,4%	-7,9%
S&P 500	2.041	2.022	1.927	2.006	1.958	2.089	0,9%	5,9%	1,7%	4,2%	-2,3%
Euro Stoxx 50	3.049	3.074	2.898	3.261	3.157	3.671	-0,8%	5,2%	-6,5%	-3,4%	-16,9%
MSCI Emergentes	45.034	44.473	41.832	44.146	45.439	50.435	1,3%	7,7%	2,0%	-0,9%	-10,7%
MSCI Lat Am	66.165	64.945	58.923	59.496	63.215	67.038	1,9%	12,3%	11,2%	4,7%	-1,3%
Merval	12.973	13.052	12.059	11.405	10.555	11.149	-0,6%	7,6%	13,7%	22,9%	16,4%
Bovespa	51.002	49.639	41.631	43.911	47.264	50.954	2,7%	22,5%	16,2%	7,9%	0,1%

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	09-mar-16	28.113	28.124	29.732	24.862	33.505	31.368	Millones	-11	-1.618	3.251	-5.392	-3.255
									% nominal	0,0%	-5,4%	13,1%	-16,1%	-10,4%
Intervención cambiaria (2) (3)	USD	09-mar-16	5	6	-32	-13	-53	-28						
Liquidación CIARA (2)	USD	11-mar-16	97	79	118	77	90							
Base Monetaria	ARS	09-mar-16	589.894	589.728	563.700	621.978	542.568	451.282	Millones	413	21.028	49.055	97.352	172.079
									% nominal	0,0%	4,6%	-5,2%	8,7%	30,7%
Lebac y Nobacs	ARS	09-mar-16	394.556	392.783	387.329	248.245	287.082	274.506	Millones	1.772	7.227	146.310	107.474	120.049
Pases netos	ARS	09-mar-16	6.326	11.027	28.941	26.056	10.203	11.212	Millones	-4.701	-22.615	-19.730	-3.877	-4.886
Exp. de BM por S. Público	ARS	09-mar-16							Millones	-85	-6.448	10.277	88.749	152.089
Adelantos transitorios BCRA	ARS	29-feb-16	327.550	329.850	331.850	300.650	292.350	251.450	Millones	-2.300	-4.300	26.900	35.200	76.100
Agregados Monetarios (4)														
M2	ARS	09-mar-16	961.607	982.293	978.245	1.017.320	882.125	738.897	Millones	-20.686	-16.638	-55.713	79.482	222.710
									% nominal	-2,1%	-1,7%	-5,5%	9,0%	30,1%
M2 privado	ARS	09-mar-16	830.520	841.232	833.353	850.309	759.621	639.049	Millones	-10.712	-2.833	-19.789	70.899	191.471
									% nominal	-1,3%	-0,3%	-2,3%	9,3%	30,0%
M3* privado	ARS	09-mar-16	1.475.844	1.480.681	1.449.084	1.343.391	1.232.974	1.028.640	Millones	-4.837	26.760	132.453	242.870	447.204
									% nominal	-0,3%	1,8%	9,9%	19,7%	43,5%
Depósitos Sector Público	ARS	09-mar-16	339.606	349.668	325.479	365.886	341.480	317.421	Millones	-10.062	14.128	-26.280	-1.874	22.185
Depósitos Sector Privado	ARS	09-mar-16	1.095.376	1.106.191	1.067.508	974.061	879.899	735.499	Millones	-10.814	27.868	121.315	215.478	359.877
									% nominal	-1,0%	2,6%	12,5%	24,5%	48,9%
En Moneda Nacional (5)	ARS	09-mar-16	913.736	923.207	903.211	885.360	800.695	666.108	Millones	-9.471	10.525	28.376	113.041	247.628
									% nominal	-1,0%	1,2%	3,2%	14,1%	37,2%
A la vista	ARS	09-mar-16	421.112	438.459	418.742	445.378	379.493	323.927	Millones	-17.347	2.370	-24.266	41.619	97.185
Plazo Fijo	ARS	09-mar-16	463.684	456.466	451.434	404.381	394.149	320.200	Millones	7.218	12.250	59.303	69.535	143.484
En Moneda Extranjera	USD	09-mar-16	11.823	11.666	11.353	9.110	8.468	7.908	Millones	157	470	2.713	3.355	3.915
									% nominal	1,3%	4,1%	29,8%	39,6%	49,5%
Préstamos al Sector Privado	ARS	09-mar-16	838.494	836.189	823.391	794.963	707.812	611.290	Millones	2.305	15.102	43.531	130.682	227.204
									% nominal	0,3%	1,8%	5,5%	18,5%	37,2%
En Moneda Nacional	ARS	09-mar-16	780.098	776.444	774.810	766.688	670.371	580.017	Millones	3.654	5.288	13.410	109.727	200.081
									% nominal	0,5%	0,7%	1,7%	16,4%	34,5%
Préstamos al Sector Público	ARS	09-mar-16	59.570	59.799	59.588	63.703	54.786	44.478	Millones	-229	-18	-4.133	4.783	15.092
									% nominal	-0,4%	0,0%	-6,5%	8,7%	33,9%
Ratio de liquidez bancaria (6)														
Total		09-mar-16	27,6%	29,6%	24,6%	21,7%	20,8%	22,3%						
En pesos		09-mar-16	20,3%	22,8%	19,7%	15,8%	15,3%	15,3%						
En dólares		09-mar-16	84,4%	84,5%	82,3%	97,8%	84,2%	102,2%						



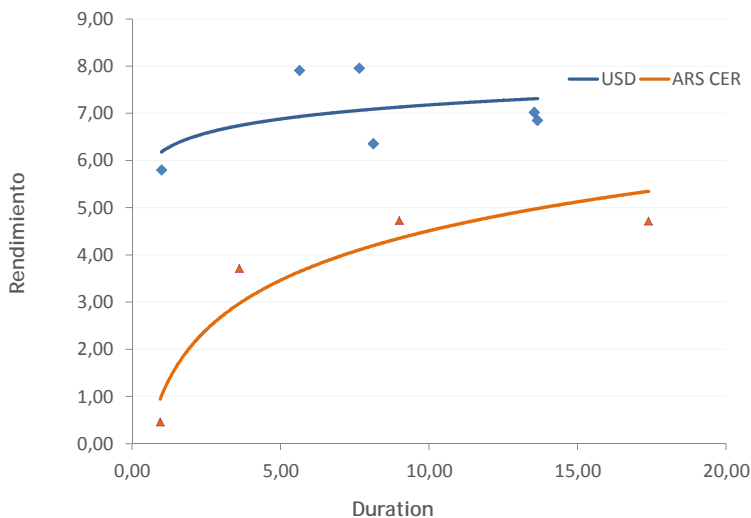
Notas: (1) Salvo que se aclare lo contrario son valores punta (2) Promedio diario (3) Valores Negativos significa venta de dólares y Positivos, compra de dólares por parte de la autoridad monetaria (4) M1 = Billetes y monedas + Cta. Cte. - Uso FUCO, M2 = M1 + Caja de Ahorro, M3 = M2 + Plazo Fijo, M3* = 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.



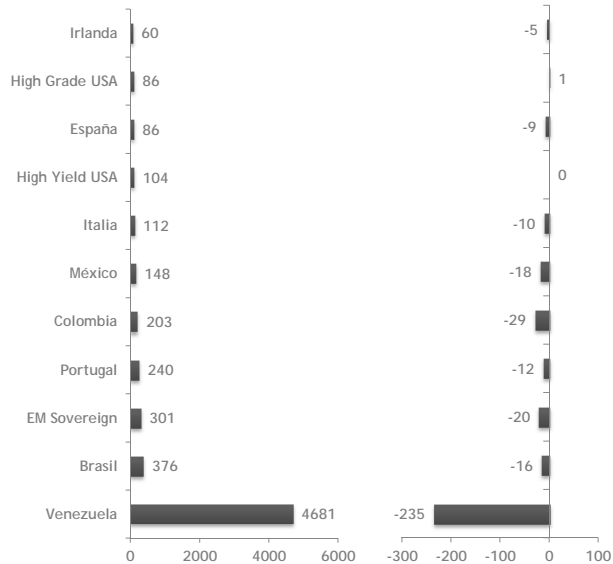
ARS/USD **14,92** BADLAR **29,3** CER **5,47**
 CCL (BONARX) **14,77**
 MEP (BONARX) **14,74**

	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	118,65	103,36	104,36	101,3%	8,75	1,22			02/06/2016	02/06/2017	950		6,7%	NY
BONAR X (2017)		104,25	104,75	101,5%	7,00	0,99	5,80	5,32	17/04/2016	17/04/2017	7.340	0,2%	8,4%	AR
BONAR 24		108,25	109,25	105,4%	8,75	5,63	7,91	7,75	07/05/2016	07/05/2024	6.360	0,2%	12,4%	AR
DISC USD ARL		102,50	103,50	102,9%	8,28	7,65	7,95	7,83	30/06/2016	31/12/2033	4.901	-0,4%	12,5%	AR
DISC USD NYL	118,50	99,88	100,88	100,4%	8,28	8,13	6,35	6,25	30/06/2016	31/12/2033	3.966		11,5%	NY
PAR USD ARL		64,00	67,00	64,7%	2,50	13,54	7,02	6,69	31/03/2016	31/12/2038	1.230	-2,3%	#¡VALOR!	AR
PAR USD NYL	66,75	61,93	62,68	62,3%	2,50	13,65	6,85	6,77	31/03/2016	31/12/2038	5.297		14,1%	NY
Bonos USD-linked														
Bonad 2016	1438,30	96,87	51,4%	1,75	0,61	9,33	1941,67		28/04/2016	28/10/2016	983	1,3%		AR
Bonad 2018	1311,81	1311,81	88,8%	2,40	2,00	9,21	9,21		18/09/2016	18/03/2018	654	0,5%		AR
Bonos ajustables por BADLAR														
Bonar 2017	106,38	106,63	106,5%	29,32	0,62	36,42	36,04	s/Badlar 6,65	28/03/2016	28/03/2017	126	0,5%	N/D	AR
Bonos ajustables por Lebac														
BONAC 01/03/2016	106,55	106,55							31/03/2016	31/03/2016	690	0,6%		AR
BONAC 01/05/2016	102,30	102,30							07/05/2016	09/05/2016	1.419	0,7%		AR
BONAC 01/07/2016	99,21	99,21							14/03/2016	12/07/2016	797	0,1%		AR
BONAC 01/09/2016	106,90	106,90							30/03/2016	30/09/2016	489	-0,2%		AR
Bonos ajustables por CER														
BOGAR 18	127,50	128,00	101,1%	2,00	0,95	0,46	0,04	75	04/04/2016	04/02/2018	1.634	0,2%	11,3%	AR
PRO 13	339,00	341,00	93,0%	2,00	3,61	3,71	3,55	366	15/04/2016	15/03/2024	568	-3,6%	#¡VALOR!	AR
DISC ARS	528,00	532,00	103,4%	5,83	9,00	4,73	4,65	399	30/06/2016	31/12/2033	3.875	-2,2%	17,2%	AR
PAR ARS	240,00	245,00	62,5%	1,18	17,39	4,71	4,57	354	31/03/2016	31/12/2038	1.049	-8,2%	#¡VALOR!	AR
Unidades ligadas al PBI														
Cupon USD - Ley NY.	11,25	11,50							15/12/2016		17.000	-0,7%	18,6%	NY
Cupon USD - Ley Arg.	11,00	11,40							15/12/2016		3.100	-1,8%	17,1%	AR
Cupon EUR	10,90	11,00							15/12/2016		21.380	0,0%	16,1%	ENG

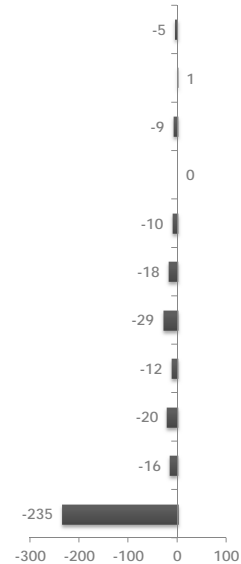
Bonos soberanos: curva de rendimientos



CDS 5 años Nivel



Variación semanal





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	B+ / BB+ / B3	99,75	99,75	5,88	1,07	6,10	6,10	542	-75	15/05/2017	300
YPF 2017	Oil&Gas	USD	- / - / -	93,88	95,38	1,29	1,09	7,20	5,75	652	35	30/04/2017	89
Arcor 2017	Food	USD	- / B / B2	100,00	101,65	7,25	1,47	7,24	6,16	672	39	09/11/2017	200
YPF 2018	Oil&Gas	USD	- / CCC+ / Caa1	102,75	102,75	8,88	2,35	7,73	7,73	675	89	19/12/2018	862
PAE 2021	Oil&Gas	USD	- / B / B2 / *-	99,25	100,25	7,88	4,02	8,05	7,81	688	121	07/05/2021	500
YPF 2024	Oil&Gas	USD	- / CCC+ / Caa1	98,25	99,00	8,75	5,43	9,06	8,93	741	221	04/04/2024	1.325
YPF 2028	Oil&Gas	USD	NR / CCC+ / -	101,25	101,25	10,00	6,85	9,82	9,82	783	297	02/11/2028	15
High Yield													
B. Hip. 2016	Banks	USD	B- / NR / Caa1	99,63	99,63	9,75	0,09	13,25	13,25	1.296	640	27/04/2016	89
Transener 2016	Electric	USD	CCC / WD / -	100,00	100,00	8,88	0,68	8,84	8,84	830	199	15/12/2016	53
B. Macro 2017	Banks	USD	- / CCC / Caa1	102,23	102,23	8,50	0,81	5,78	5,78	518	-107	01/02/2017	106
TGS 2017	Pipelines	USD	B- / WD / Caa1	100,00	100,00	7,88	1,04	7,86	7,86	734	101	14/05/2017	123
HPDA 2017	Utilities	USD	B- / B- / -	99,25	99,25	8,50	0,80	9,40	9,40	881	256	02/02/2017	150
Galicia 2017	Diversified Finan	USD	- / CCC / -	101,75	101,75	9,00	0,80	6,82	6,82	623	-3	28/01/2017	67
Galicia 2018	Banks	USD	B- / - / Caa1	103,50	104,75	8,75	1,85	6,93	6,31	392	9	04/05/2018	300
CAPEX 2018	Electric	USD	B- / CCC+ / -	98,75	100,38	10,00	1,73	10,72	9,78	987	387	10/03/2018	200
Galicia 2019	Banks	USD	- / - / Caa2	103,00	106,00	16,00	2,26	14,65	13,41	662	780	01/01/2019	218
Edenor 2022	Electric	USD	/ /	99,75	99,75	9,75	4,59	9,80	9,80	819	295	25/10/2022	176
IRSA 2020	Real Estate	USD	B- / B- / -	110,00	110,00	11,50	3,36	8,67	8,67	742	182	20/07/2020	150
IMPISA 2020	Metal Fabricate/I	USD	NR / NR / -	7,50	7,50	10,38	0,84	147,73	147,73	14.645	14089	30/09/2020	390
B. Macro 2036	Banks	USD	- / CC / Ca	99,75	101,25	9,75	0,68	8,17	8,02	952	132	18/12/2036	149
Bonos provinciales													
Cordoba 2017	Provincial	USD	B- / - / Caa2	105,50	106,50	12,38	1,27	8,12	7,39	740	128	17/08/2017	596
PBA Disc 2017	Provincial	USD	B- / - / Caa2	100,00	102,00	9,25	0,95	9,24	7,25	874	239	15/04/2017	98
CABA 2017	Municipal	USD	B- / CCC / Caa2	103,88	104,81	9,95	0,89	5,65	4,67	502	-119	01/03/2017	415
Mendoza 2018	Provincial	USD	B- / - / Caa2	93,00	96,00	5,50	2,21	8,74	7,31	1.011	189	04/09/2018	58
PBA 2018	Provincial	USD	B- / - / Caa2	102,75	105,00	9,38	2,18	8,13	7,14	717	128	14/09/2018	475
Chubut 2020	Provincial	USD	- / - / B2	98,00	100,00	7,75	3,53	8,31	7,75	802	146	01/07/2020	52
PBA 2021	Provincial	USD	B- / - / Caa2	107,50	109,00	10,88	3,71	8,93	8,56	734	208	26/01/2021	750
PBA 2021	Provincial	USD	/ /	103,50	104,25	9,95	3,92	9,09	8,91	768	224	09/06/2021	900
CABA 2021	Municipal	USD	B- / CCC / Caa2	106,88	107,70	8,95	3,93	7,26	7,06	572	41	19/02/2021	500
Neuquen 2021	Provincial	USD	CCC+ / *+ / - / -	98,00	100,00	7,88	4,09	8,36	7,87	792	151	26/04/2021	166
Salta 2022	Provincial	USD	CCC+ / *+ / CCC / -	100,53	102,64	9,50	4,52	9,38	8,93	839	254	16/03/2022	131
PBA Par 2028	Provincial	USD	B- / - / Caa2	104,75	105,75	9,63	6,91	8,97	8,84	699	212	18/04/2028	400
PBA Par 2035	Provincial	USD	B- / - / Caa2	66,00	68,00	4,00	11,40	7,33	7,08	695	48	15/05/2035	446