

## La deuda soberana está más arbitrada (con mayor riesgo la de Ley NY)

El posicionamiento de inversores locales y del exterior en títulos de deuda soberana de Argentina fue tal durante las últimas semanas que el rendimiento relativo de los distintos tipos de emisiones se alineó, además de haberse acercado a varios países de la región. Centrándonos sobre los títulos emitidos por la República Argentina, como reflejo de las correcciones, atrás quedó el rendimiento negativo de la deuda USD linked (superior al 20% previo a la devaluación) o el mayor rendimiento de la deuda ajustable por CER. Con la apertura del cepo, devaluación del tipo de cambio oficial y menores restricciones para operar en el mercado, los rendimientos entre especies son más parecidos. Aunque la deuda larga Ley NY parece haber comenzado a capturar algo de la incertidumbre del litigio holdout y su resolución.

En este contexto nos preguntamos sobre rendimientos esperados para definir cambios de alocaiones, considerando riesgo, plazo y moneda. La tabla que sigue presenta el rendimiento actual y esperado de distintos títulos a diciembre de 2016, bajo distintos supuestos de devaluación, inflación y compresión de tasa. Hace algunas semanas el resultado esperado en un escenario de convergencia de tipo de cambio al CCL e inflación similar a la supuesta en la actualidad (32-35% anual) mostraba que la deuda en USD rendía relativamente más que las otras (particularmente los bonos largos). En la actualidad ese alineamiento se sigue manteniendo, aunque con rendimientos más parejos entre distintos tipos de deuda. Con rendimiento diferencial de la deuda larga Ley NY.

Bajo un escenario de estabilización de la tasa de inflación en los próximas semanas (aunque se mantiene elevada) y una menor tasa de devaluación -producto de mejoras en resultado de caja en la balanza de pagos-, la combinación de cupones con ganancia de capital por mayor normalización de la curva de rendimientos, muestra retornos esperados a diciembre de 2016 del orden del 7% para la deuda ajustable por CER, 11-12% para la deuda en USD y del 9% para la deuda USD linked. Al igual que en los cálculos previos, la deuda en USD de plazo más largo es la que más ganancia generaría por impacto de ganancia de capital producto de la combinación de *duration* y caída en los rendimientos. En este caso suponemos un

Daniel Marx  
Ernesto Gaba - Consejero  
Virginia Fernández  
Fernando Baer

Quantum Finanzas

+54 11 4345 0003

Econométrica  
Mario Brodersohn  
Juan Sommer

empinamiento de la curva considerando una hipótesis de TIR de largo plazo ajustado según spread con la curva de US Treasuries.

### Rendimientos relativos esperados deuda Argentina (soberana)

en % anual

	Duration	TIR Actual	TIR proyectada	Retorno total en USD (dic-2016)
<i>USD linked</i>				
Bonad 2016	0,77	9,5%	6,0%	7,8%
Bonad 2018	2,16	8,7%	6,2%	10,4%
<i>USD</i>				
Bonar X (2017)	1,13	8,0%	6,0%	7,4%
Bonar 2024	5,73	8,4%	7,0%	15,1%
Discount Ley Arg	7,76	8,3%	7,3%	11,9%
Discount Ley NY	8,13	9,0%	7,3%	18,4%
Par Ley Arg	13,32	7,8%	7,5%	8,1%
Par Ley NY	13,39	8,4%	7,5%	15,9%
<i>ARS CER</i>				
Bogar 2018	0,99	2,6%	0,0%	7,0%
Discount	9,36	4,2%	4,0%	7,0%
Par	17,88	4,1%	4,0%	5,0%

Supuestos generales ene-dic 2016: devaluación ARS/USD 23%, inflación 32% y compresión spreads tramo largo curva a 7,5% USD puro, 7% USD linked y 4% ARS CER, con curva nuevamente con pendiente positiva. Se reinvierten cupones cobrados durante 2016 y se cancelan atrasos con bono largo.

FUENTE: Qf en base a elaboración propia.

Como es de esperar, la sensibilidad del ejercicio es elevada, particularmente ligada a los supuestos empleados. Por ejemplo, si el escenario fuese de mayor/igual tasa de devaluación que inflación, la conclusión se modifica, reforzando la hipótesis del mejor rendimiento relativo de la deuda en USD y USD linked versus la deuda ajustable por CER.



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	13,59	13,41	13,00	9,52	9,17	8,61	1,4%	4,6%	42,8%	48,2%	57,8%
Impl en Bonar X	13,91	13,68	14,18				1,7%	-1,9%			
NDF 1m	13,75	13,73	13,25	10,15	9,27	8,83	0,2%	3,8%	35,5%	48,3%	55,8%
NDF 6m	15,30	16,08	14,90	14,60	11,55	9,95	-4,8%	2,7%	4,8%	32,5%	53,8%
NDF 12 m	17,35	17,15	17,75	16,75	14,27	11,85	1,2%	-2,3%	3,6%	21,6%	46,4%
Rofex 6 m	14,98	14,86	14,60	10,73	9,96	9,61	0,8%	2,6%	39,7%	50,4%	55,9%
BADLAR privada	25,63	26,38	30,56	21,63	21,63	20,31	-75 pb	-494 pb	400 pb	400 pb	531 pb
Call a 1 día	32,00	28,50	19,00	22,50	20,50	26,00	350 pb	1.300 pb	950 pb	1.150 pb	600 pb
BRL/USD Spot	4,13	4,05	3,94	3,88	3,36	2,57	1,9%	4,7%	6,4%	23,0%	60,2%
Futuro 6m	4,36	4,29	4,19	4,12	3,57	2,71	1,6%	4,0%	5,8%	22,1%	61,1%
Futuro 12m	4,59	4,53	4,43	4,36	3,76	2,85	1,2%	3,5%	5,3%	21,9%	61,0%
USD/EUR Spot	1,08	1,09	1,09	1,10	1,10	1,14	-0,8%	-0,8%	-1,7%	-1,4%	-4,7%
Libor 1 m	0,43	0,43	0,42	0,19	0,19	0,17	0 pb	0 pb	23 pb	24 pb	26 pb
Libor 6 m	0,85	0,85	0,83	0,53	0,47	0,36	0 pb	3 pb	33 pb	38 pb	50 pb
UST 10 años	2,06	2,03	2,25	2,09	2,26	1,86	3 pb	-19 pb	-2 pb	-20 pb	20 pb

Índice de Materias Primas Qf (1)

IMP Qf	91	90	94	102	110	107	1,0%	-2,6%	-10,4%	-16,6%	-14,6%
Agro (70.2%)	92	92	92	99	107	103	0,2%	-0,1%	-7,4%	-14,1%	-11,2%
Soja spot (60%)	324	323	324	329	364	359	0,4%	0,1%	-1,5%	-11,0%	-9,6%
Soja Futuro Jul16	327	325	328	333	353	361	0,6%	-0,3%	-2,0%	-7,5%	-9,4%
Energía (11.5%)	70	66	84	100	108	104	5,7%	-17,0%	-30,2%	-35,4%	-32,8%
Metales (9.3%)	124	121	128	135	140	151	2,3%	-3,4%	-8,4%	-11,2%	-18,0%

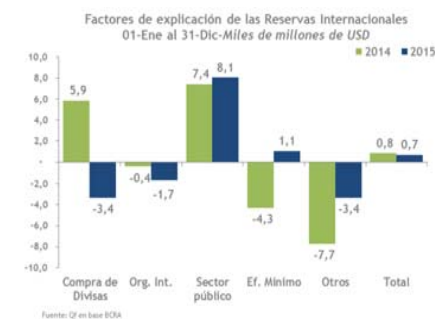
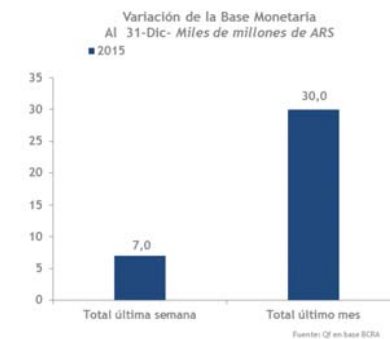
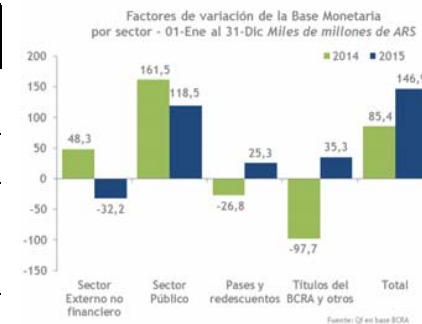
Índices Bursátiles (en moneda local)

MSCI Mundo	423	429	471	480	491	476	-1,4%	-10,1%	-11,7%	-13,7%	-11,1%
S&P 500	1.869	1.880	2.064	2.075	2.080	2.063	-0,6%	-9,5%	-9,9%	-10,1%	-9,4%
Euro Stoxx 50	3.026	2.952	3.287	3.426	3.600	3.323	2,5%	-7,9%	-11,7%	-15,9%	-8,9%
MSCI Emergentes	39.766	40.717	44.858	47.223	48.346	49.484	-2,3%	-11,4%	-15,8%	-17,7%	-19,6%
MSCI Lat Am	54.151	54.524	60.115	64.379	65.618	66.329	-0,7%	-9,9%	-15,9%	-17,5%	-18,4%
Merval	9.820	10.020	12.041	11.329	10.904	8.775	-2,0%	-18,4%	-13,3%	-9,9%	11,9%
Bovespa	37.717	38.569	44.015	47.597	49.246	49.443	-2,2%	-14,3%	-20,8%	-23,4%	-23,7%

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	31-dic-15	25.563	24.858	25.184	32.471	33.850	31.443	Millones	706	379	-6.908	-8.287	-5.879
								% nominal	2,8%	1,5%	-21,3%	-24,5%	-18,7%	
Intervención cambiaria (2) (3)	USD	31-dic-15	12	6	-47	-65	-71	-19						
Liquidación CIARA (2)	USD	04-ene-16	218	191	71	67	84							
Base Monetaria	ARS	31-dic-15	623.890	631.161	610.862	541.547	504.672	462.564	Millones	413	21.028	49.055	97.352	172.079
								% nominal	-1,2%	2,1%	15,2%	23,6%	34,9%	
Lebac y Nobacs	ARS	31-dic-15	297.584	267.512	264.191	281.234	287.572	224.015	Millones	30.072	33.393	16.350	10.012	73.570
Pases netos	ARS	31-dic-15	26.377	46.170	20.270	12.695	16.444	26.958	Millones	-19.793	6.107	13.682	9.933	-581
Exp. de BM por S. Público	ARS	31-dic-15								3.021	37.165	82.988	134.023	178.246
Adelantos transitorios BCRA	ARS	31-dic-15	331.850	326.850	300.650	292.350	272.350	251.450	Millones	5.000	31.200	39.500	59.500	80.400
Agregados Monetarios (4)														
M2	ARS	31-dic-15	1.051.052	1.048.986	1.008.060	904.644	846.809	818.705	Millones	2.067	42.992	146.408	204.243	232.348
								% nominal	0,2%	4,3%	16,2%	24,1%	28,4%	
M2 privado	ARS	31-dic-15	866.771	856.659	830.134	787.956	728.991	657.764	Millones	10.113	36.637	78.815	137.780	209.008
								% nominal	1,2%	4,4%	10,0%	18,9%	31,8%	
M3* privado	ARS	31-dic-15	1.448.045	1.418.728	1.333.148	1.267.782	1.173.797	1.005.319	Millones	29.317	114.896	180.263	274.247	442.726
								% nominal	2,1%	8,6%	14,2%	23,4%	44,0%	
Depósitos Sector Público	ARS	31-dic-15	338.861	349.718	376.649	327.547	329.180	299.207	Millones	-10.857	-37.788	11.314	9.681	39.654
Depósitos Sector Privado	ARS	31-dic-15	1.051.013	1.025.553	969.477	916.296	847.181	713.188	Millones	25.460	81.536	134.718	203.832	337.825
								% nominal	2,5%	8,4%	14,7%	24,1%	47,4%	
En Moneda Nacional (5)	ARS	31-dic-15	912.042	896.006	881.056	837.870	772.162	648.877	Millones	16.036	30.986	74.172	139.880	263.165
								% nominal	1,8%	3,5%	8,9%	18,1%	40,6%	
A la vista	ARS	31-dic-15	442.253	435.820	438.352	410.329	373.556	342.477	Millones	6.433	3.901	31.924	68.697	99.776
Plazo Fijo	ARS	31-dic-15	442.302	432.522	414.593	401.400	369.787	283.244	Millones	9.780	27.709	40.902	72.515	159.058
En Moneda Extranjera	USD	31-dic-15	10.686	9.927	9.109	8.319	8.215	7.520	Millones	759	1.577	2.367	2.471	3.166
								% nominal	7,6%	17,3%	28,5%	30,1%	42,1%	
Préstamos al Sector Privado	ARS	31-dic-15	818.474	815.444	789.549	730.699	680.316	596.965	Millones	3.030	28.925	87.775	138.159	221.509
								% nominal	0,4%	3,7%	12,0%	20,3%	37,1%	
En Moneda Nacional	ARS	31-dic-15	779.277	777.338	759.884	694.357	640.153	568.119	Millones	1.939	19.393	84.920	139.124	211.158
								% nominal	0,2%	2,6%	12,2%	21,7%	37,2%	
Préstamos al Sector Público	ARS	31-dic-15	62.176	55.409	51.520	49.734	53.176	45.320	Millones	6.767	10.656	12.442	9.000	16.856
								% nominal	12,2%	20,7%	25,0%	16,9%	37,2%	
Ratio de liquidez bancaria (6)														
Total		31-dic-15	30,6%	32,0%	25,6%	22,3%	20,8%	25,5%						
En pesos		31-dic-15	20,1%	22,6%	18,8%	16,9%	15,4%	19,2%						
En dólares		31-dic-15	113,0%	103,1%	105,5%	80,8%	81,8%	106,0%						



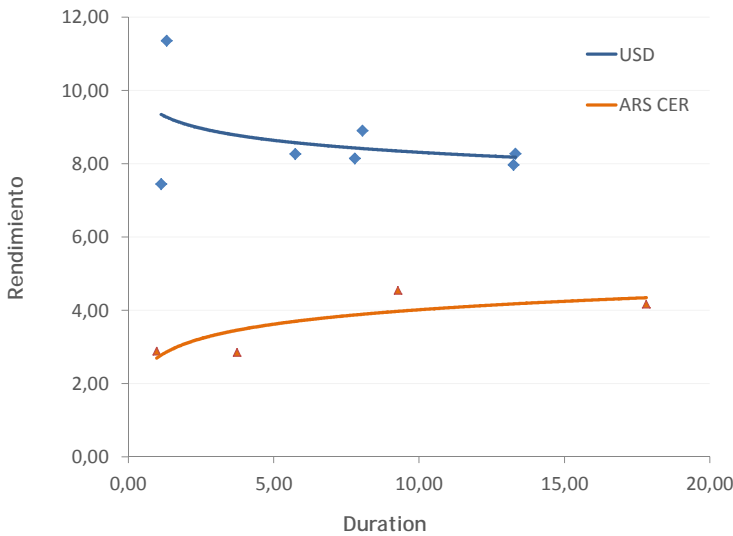
Notas: (1) Salvo que se aclare lo contrario son valores punta (2) Promedio diario (3) Valores Negativos significa venta de dólares y Positivos, compra de dólares por parte de la autoridad monetaria (4) M1 = Billetes y monedas + Cta. Cte. - Uso FUCO, M2 = M1 + Caja de Ahorro, M3 = M2 + Plazo Fijo, M3\*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



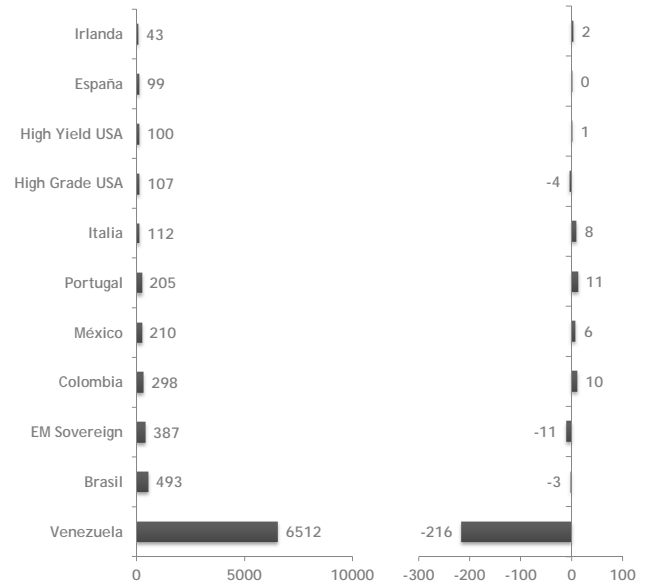
ARS/USD **13,59**      BADLAR **25,6**      CER **5,10**  
 CCL (BONARX) **13,91**  
 MEP (BONARX) **13,71**

	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
<b>Bonos en USD</b>														
GLOBALT7	97,21	97,60	96,2%	8,75	1,32	11,36	11,12	62	02/06/2016	02/06/2017	950	-13,2%	7,3%	NY
BONAR X (2017)	101,42	101,82	99,8%	7,00	1,13	7,44	7,10	687	17/04/2016	17/04/2017	7.340	0,1%	8,7%	AR
BONAR 24	104,77	105,77	103,4%	8,75	5,75	8,27	8,10	648	07/05/2016	07/05/2024	6.360	-0,1%	12,7%	AR
DISC USD ARL	101,00	102,50	101,7%	8,28	7,79	8,15	7,96	595	30/06/2016	31/12/2033	4.901	0,2%	13,0%	AR
DISC USD NYL	95,71	96,00	95,9%	8,28	8,05	8,91	8,70	501	30/06/2016	31/12/2033	3.966	-14,5%	11,6%	NY
PAR USD ARL	59,00	63,00	60,5%	2,50	13,31	8,28	8,17	553	31/03/2016	31/12/2038	1.230	-3,3%	15,0%	AR
PAR USD NYL	57,23	57,60	57,4%	2,50	13,24	7,97	7,80	565	31/03/2016	31/12/2038	5.297	-6,2%	14,5%	NY
<b>Bonos USD-linked</b>														
Bonad 2016	1303,81	96,66	51,5%	1,75	0,77	8,05	1004,48		28/04/2016	28/10/2016	983	0,4%		AR
Bonad 2018	1208,53	1208,53	86,9%	2,40	2,15	8,63	8,63		18/03/2016	18/03/2018	654	-0,8%		AR
<b>Bonos ajustables por BADLAR</b>														
								s/Badlar						
Bonar 2017	100,25	100,75	100,5%	29,00	0,76	33,53	32,88	7,52	28/03/2016	28/03/2017	126	-1,5%	N/D	AR
<b>Bonos ajustables por Lebac</b>														
BONAC 01/03/2016	102,15	102,15							31/03/2016	31/03/2016	758	0,5%		AR
BONAC 01/05/2016	105,40	105,40							07/02/2016	09/05/2016	1.557	0,5%		AR
BONAC 01/07/2016	102,80	102,80							14/03/2016	12/07/2016	875	1,1%		AR
BONAC 01/09/2016	102,50	102,50							30/03/2016	30/09/2016	537	-0,5%		AR
<b>Bonos ajustables por CER</b>														
								s/TIPS						
BOGAR 18	126,25	126,75	98,8%	2,00	0,98	2,89	2,49	261	04/02/2016	04/02/2018	1.816	-0,8%	11,7%	AR
PRO 13	335,00	340,00	96,9%	2,00	3,74	2,85	2,46	225	15/02/2016	15/03/2024	593	-1,6%	10,7%	AR
DISC ARS	500,00	504,00	110,3%	5,83	9,27	4,55	4,46	338	30/06/2016	31/12/2033	3.965	-4,9%	17,9%	AR
PAR ARS	243,00	247,00	68,5%	1,18	17,81	4,17	4,06	258	31/03/2016	31/12/2038	1.074	-2,6%	4,3%	AR
<b>Unidades ligadas al PBI</b>														
Cupon USD - Ley NY.	9,80	10,15							15/12/2016		17.000	-1,5%	20,2%	NY
Cupon USD - Ley Arg.	9,50	10,00							15/12/2016		3.100	-1,3%	18,5%	AR
Cupon EUR	9,45	9,80							15/12/2016		20.511	-2,1%	17,7%	ENG

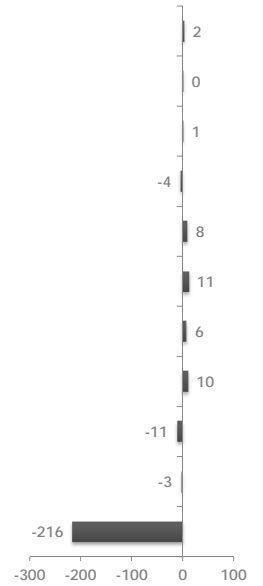
Bonos soberanos: curva de rendimientos



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	
<b>High grade</b>													
Petrobras 2017	Oil&Gas	USD	BB / BB+ / Ba3 / -	94,25	94,25	5,88	1,19	10,72	10,72	1.011	303	15/05/2017	300
YPF 2017	Oil&Gas	USD	- / - / -	91,13	92,63	1,29	1,23	9,01	7,68	851	132	30/04/2017	89
Arcor 2017	Food	USD	- / B- / B2	100,75	102,75	7,25	1,63	6,79	5,60	580	-90	09/11/2017	200
YPF 2018	Oil&Gas	USD	- / CCC / Caa1	99,38	99,38	8,88	2,48	9,12	9,12	803	144	19/12/2018	862
PAE 2021	Oil&Gas	USD	- / B / B2 / -	93,50	95,50	7,88	4,11	9,46	8,96	842	178	07/05/2021	500
YPF 2024	Oil&Gas	USD	- / CCC / Caa1	93,50	95,00	8,75	5,49	9,92	9,64	814	224	04/04/2024	1.325
YPF 2028	Oil&Gas	USD	NR / CCC / -	97,47	97,47	10,00	6,88	10,36	10,36	818	267	02/11/2028	15
<b>High Yield</b>													
B. Hip. 2016	Banks	USD	CCC- / NR / Caa1	100,75	100,75	9,75	0,25	6,54	6,54	625	-114	27/04/2016	89
Transener 2016	Electric	USD	CCC- / WD / -	100,00	100,00	8,88	0,83	8,85	8,85	840	117	15/12/2016	53
B. Macro 2017	Banks	USD	- / CCC / Caa1	98,75	98,75	8,50	0,91	9,83	9,83	933	214	01/02/2017	106
TGS 2017	Pipelines	USD	CCC- / WD / Caa1	99,90	99,90	7,88	1,19	7,94	7,94	755	26	14/05/2017	123
HPDA 2017	Utilities	USD	CCC- / B- / -	98,00	98,00	8,50	0,90	10,63	10,63	1.013	295	02/02/2017	150
Galicia 2017	Diversified Finan	USD	- / CCC / -	101,40	101,40	9,00	0,91	7,52	7,52	571	-16	28/01/2017	133
Galicia 2018	Banks	USD	CCC- / - / Caa1	102,00	103,50	8,75	1,99	7,76	7,05	649	8	04/05/2018	300
CAPEX 2018	Electric	USD	CCC- / CCC / -	99,13	101,13	10,00	1,80	10,46	9,39	955	277	10/03/2018	200
Galicia 2019	Banks	USD	- / - / Caa2	103,00	105,00	16,00	2,40	14,74	13,95	1.364	705	01/01/2019	218
Edenor 2022	Electric	USD	/ /	95,50	95,50	9,75	4,68	10,70	10,70	891	301	25/10/2022	176
IRSA 2020	Real Estate	USD	CCC- / B- / -	104,90	104,90	11,50	3,46	10,11	10,11	871	243	20/07/2020	150
IMPISA 2020	Metal Fabricate/I	USD	NR / NR / -	9,00	9,00	10,38	1,26	114,97	114,97	11.353	10729	30/09/2020	390
B. Macro 2036	Banks	USD	- / CC / Ca	98,50	100,00	9,75	0,82	8,27	8,11	1.109	58	18/12/2036	149
<b>Bonos provinciales</b>													
Cordoba 2017	Provincial	USD	CCC- / - / Caa2	102,50	104,50	12,38	1,32	10,58	9,19	986	289	17/08/2017	596
PBA Disc 2017	Provincial	USD	CCC- / - / Caa2	100,00	102,00	9,25	1,10	9,23	7,49	880	154	15/04/2017	98
CABA 2017	Municipal	USD	CCC- / CCC / Caa2	103,94	104,91	9,95	1,00	6,17	5,27	567	-151	01/03/2017	415
Mendoza 2018	Provincial	USD	CCC- / - / Caa2	91,00	93,00	5,50	2,29	9,48	8,55	1.237	179	04/09/2018	68
PBA 2018	Provincial	USD	CCC- / - / Caa2	102,00	103,50	9,38	2,23	8,50	7,87	751	82	14/09/2018	475
Chubut 2020	Provincial	USD	- / - / B2	98,00	100,00	7,75	3,69	8,29	7,75	794	61	01/07/2020	52
PBA 2021	Provincial	USD	CCC- / - / Caa2	102,75	104,25	10,88	3,81	10,16	9,78	876	248	26/01/2021	750
PBA 2021	Provincial	USD	/ /	100,75	102,25	9,95	4,04	9,76	9,40	832	208	09/06/2021	900
CABA 2021	Municipal	USD	CCC- / CCC / Caa2	104,48	105,47	8,95	3,90	7,86	7,62	632	17	19/02/2021	500
Neuquen 2021	Provincial	USD	CCC- / - / -	97,50	99,50	7,88	4,24	8,47	7,99	800	79	26/04/2021	174
Salta 2022	Provincial	USD	CCC- / CCC / -	100,00	101,82	9,50	4,56	9,50	9,11	850	182	16/03/2022	136
PBA Par 2028	Provincial	USD	CCC- / - / Caa2	99,50	101,25	9,63	6,91	9,69	9,45	761	201	18/04/2028	400
PBA Par 2035	Provincial	USD	CCC- / - / Caa2	61,50	63,00	4,00	11,24	7,93	7,72	766	24	15/05/2035	446