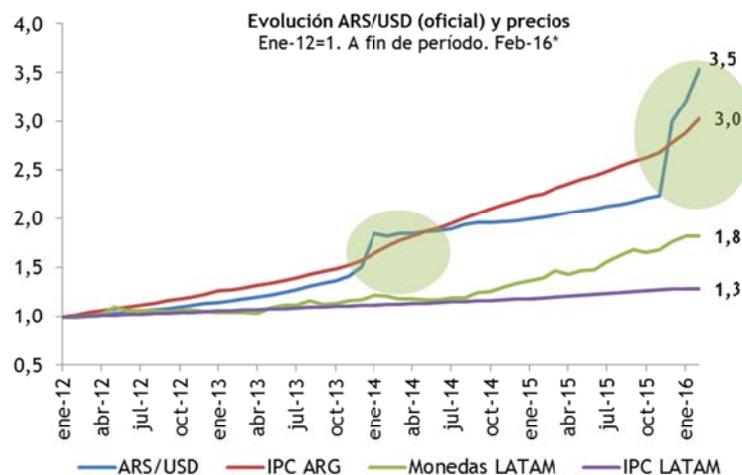


A la fecha, contenido traspaso de la devaluación a precios

Parte de la discusión actual de política económica involucra equilibrios entre tasa de interés, tipo de cambio e inflación. En estos dos últimos casos lo que concentra la atención es la identificación del efecto neto de la devaluación, teniendo en cuenta la incidencia de la evolución de los precios domésticos.

El gráfico que sigue muestra la evolución de ambas variables desde la instrumentación de las restricciones cambiarias a fines de 2011. Los precios estuvieron prácticamente durante todo el período por encima del tipo de cambio (ambos medidos en número índice), comportamiento que se invierte solamente en los dos momentos en que el BCRA decidió corregir la cotización ARS/USD oficial. El primero de ellos fue a fines de enero de 2014, mientras que el segundo a mediados de diciembre de 2015 y se prolonga a la actualidad (flotación relativamente limpia).



* Según FX ARS/USD futuro ROFEX e inflación 5% mensual
Fuente: Qf en base a BCRA, Congreso y estimaciones propias.

Un evento no menor es la apreciación del USD en el mundo, que en términos reales fue de 19%

Daniel Marx
Ernesto Gaba - Consejero
Virginia Fernández
Fernando Baer

Quantum Finanzas

+54 11 4345 0003

Econométrica
Mario Brodersohn
Juan Sommer

contra su canasta de monedas. En efecto, el gráfico muestra también la evolución promedio de monedas de América Latina y la inflación también promedio para ese grupo de países. El USD se apreció contra esas monedas en el período un 80%, mientras que la inflación acumulada fue menor, de 30%. Esto es un traspaso de la devaluación a precios del orden del 40% tras 1,5 años desde que se inicia el período de corrección de los tipos de cambio.

En Argentina, en el caso de la primera devaluación de 2014 el alza del nivel de precios superó la ganancia real de la devaluación luego de transcurridos algunos meses de ese evento como resultado de una combinación de factores, tanto domésticos como externos (nivel de actividad, sesgo de la política fiscal, de ingresos y monetaria que afectaron la demanda local, movimiento en precios internacionales, entre otros). Específicamente, en el sexto mes de ocurrida la devaluación los precios superaron la corrección del tipo de cambio, tal cual se lo presenta en la tabla que sigue.

Pass-through devaluación a precios

En %

Meses pre/post devaluación	Devaluación principio 2014			Devaluación fines 2015		
	Devaluación acumulada	Inflación acumulada	<i>Pass-through</i>	Devaluación acumulada	Inflación acumulada*	<i>Pass-through</i>
t	23,0%	4,6%	-	34,2%	6,1%	-
t+1	20,9%	9,1%	39,5%	43,5%	9,9%	28,9%
t+2	22,9%	12,7%	55,2%	58,2%	15,4%	45,0%
t+3	22,8%	15,8%	68,8%	-	-	-
t+4	23,9%	18,5%	80,3%	-	-	-
t+5	24,8%	21,1%	91,6%	-	-	-
t+6	26,0%	24,1%	104,6%	-	-	-

* En el caso de la devaluación reciente se incorpora la inflación de noviembre en t dado que en ese momento se anticipó parcialmente la corrección del tipo de cambio.

Fuente: Qf en base a BCRA y Congreso.

Algunas conclusiones en este sentido son relevantes,

- Siendo t el momento en que ocurren ambas devaluaciones, la devaluación de 2015 fue

- superior a la de 2014, tanto en términos de salto inicial como correcciones posteriores.
- En el mismo sentido, el salto inflacionario reciente fue algo mayor que en el episodio de 2014, puesto que incorporamos la inflación de t-1 (Noviembre 2015). En este caso la devaluación fue de alguna manera anticipada, y parte de esa perspectiva se trasladó a precios previo a que ocurriera la devaluación (6,1% vs. 4,6%).
 - La inflación acumulada al mes inmediato siguiente (t+1; Enero 2016) fue algo superior en el episodio reciente, aunque la diferencia entre ambas se reduce (9,9% vs 9,1%).
 - Sin embargo, el traspaso de la devaluación a precios en t+1 fue mayor en el episodio de 2014 que en el actual (39,5% vs. 28,9%).
 - La diferencia entre ambas tasas de inflación acumulada se mantendría relativamente baja en t+2 (Febrero 2016, suponiendo una inflación mensual de 5%), aunque el *pass-through* en el caso de 2014 sigue siendo mayor (55,2% vs. 45%).
 - En la actualidad, desde t+2 (Febrero 2016) la evolución de precios tendrá una causalidad más amplia, influenciada por la devaluación y el ajuste en precios relativos (electricidad inicialmente). Ello hará más difusa la identificación del efecto puro de la corrección del tipo de cambio sobre el nivel general de precios.

La devaluación del tipo de cambio se utiliza para ir recomponiendo el tipo de cambio real, es decir, que el tipo de cambio nominal le gane a los precios de manera permanente. Ello en un contexto donde también son necesarias correcciones en precios relativos. Por lo pronto y con una devaluación superior, el traspaso a precios resultó relativamente menor en la actualidad que hace dos años atrás.



	Nivel						Variación				
	último dato	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	15,31	15,05	13,85	9,67	9,29	8,72	1,7%	10,6%	58,3%	64,8%	75,5%
ImpI en Bonar X	15,46	15,24	14,02	14,40	#¡VALOR!	#####	1,4%	10,3%	7,4%		
NDF 1m	15,61	14,91	14,09	13,60	9,12	8,88	4,7%	10,8%	14,8%	71,1%	75,7%
NDF 6m	16,86	16,61	16,35	16,65	12,43	9,98	1,5%	3,1%	1,2%	35,7%	69,0%
NDF 12 m	18,46	18,13	17,15	18,50	14,48	12,75	1,8%	7,6%	-0,2%	27,5%	44,7%
Rofex 6 m	16,61	16,19	15,15	11,08	10,08	9,71	2,6%	9,6%	49,9%	64,8%	71,1%
BADLAR privada	26,81	26,81	26,88	23,94	21,06	20,75	0 pb	-6 pb	288 pb	575 pb	606 pb
Call a 1 día	28,00	25,00	30,00	21,00	26,50	16,25	300 pb	-200 pb	700 pb	150 pb	1.175 pb
BRL/USD Spot	3,95	4,03	4,05	3,85	3,58	2,87	-2,1%	-2,6%	2,6%	10,2%	37,6%
Futuro 6m	4,17	4,27	4,28	4,07	3,80	3,04	-2,4%	-2,6%	2,5%	9,8%	37,3%
Futuro 12m	4,37	4,50	4,51	4,29	4,01	3,18	-2,8%	-3,0%	2,0%	9,0%	37,5%
USD/EUR Spot	1,10	1,11	1,09	1,06	1,12	1,14	-0,6%	1,6%	4,2%	-1,3%	-2,8%
Libor 1 m	0,43	0,43	0,43	0,24	0,20	0,17	0 pb	0 pb	19 pb	24 pb	26 pb
Libor 6 m	0,88	0,87	0,86	0,65	0,53	0,38	1 pb	1 pb	22 pb	34 pb	50 pb
UST 10 años	1,69	1,74	1,99	2,22	2,18	1,97	-5 pb	-30 pb	-53 pb	-49 pb	-28 pb

Indice de Materias Primas Qf (1)

IMP Qf	90	90	91	95	103	109	0,0%	-1,4%	-5,5%	-12,8%	-17,7%
Agro (70.2%)	90	90	91	93	100	105	-0,9%	-2,1%	-3,3%	-10,5%	-14,4%
Soja spot (60%)	317	323	322	321	328	370	-1,9%	-1,5%	-1,1%	-3,4%	-14,3%
Soja Futuro Jul16	322	326	325	326	330	370	-1,4%	-1,0%	-1,4%	-2,6%	-13,0%
Energía (11.5%)	71	66	71	94	101	114	6,5%	0,4%	-24,3%	-30,2%	-38,1%
Metales (9.3%)	127	127	125	125	138	153	-0,2%	1,8%	2,1%	-7,7%	-16,7%

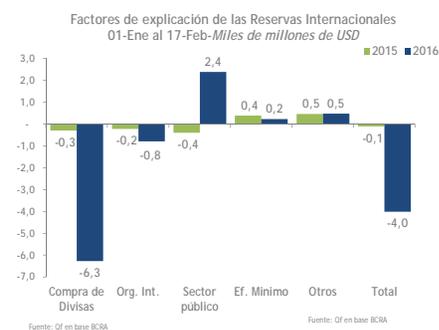
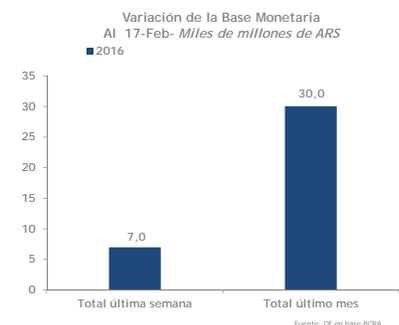
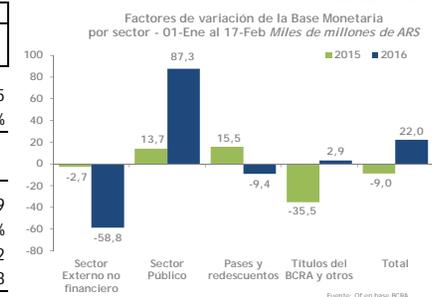
Indices Bursátiles (en moneda local)

MSCI Mundo	431	434	434	481	464	495	-0,5%	-0,5%	-10,3%	-7,0%	-12,9%
S&P 500	1.931	1.918	1.904	2.090	1.989	2.114	0,7%	1,4%	-7,6%	-2,9%	-8,7%
Euro Stoxx 50	2.877	2.895	3.033	3.489	3.287	3.542	-0,6%	-5,1%	-17,5%	-12,4%	-18,8%
MSCI Emergentes	41.935	42.364	40.581	45.558	44.755	50.678	-1,0%	3,3%	-8,0%	-6,3%	-17,3%
MSCI Lat Am	58.807	58.838	54.749	61.980	63.239	68.151	-0,1%	7,4%	-5,1%	-7,0%	-13,7%
Merval	12.812	11.991	10.493	13.165	10.962	9.564	6,8%	22,1%	-2,7%	16,9%	34,0%
Bovespa	41.532	41.478	37.497	45.873	47.154	51.811	0,1%	10,8%	-9,5%	-11,9%	-19,8%

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	17-feb-16	29.317	29.732	25.587	25.889	33.684	31.333	Millones	-415	3.730	3.428	-4.367	-2.015
								% nominal	-1,4%	14,6%	13,2%	-13,0%	-6,4%	
Intervención cambiaria (2) (3)	USD	17-feb-16	6	6	7	-19	-58	-27						
Liquidación CIARA (2)	USD	19-feb-16	81	92	108	74	89							
Base Monetaria	ARS	17-feb-16	552.244	563.700	589.939	552.367	519.869	453.574	Millones	413	21.028	49.055	97.352	172.079
								% nominal	-2,0%	-6,4%	0,0%	6,2%	21,8%	
Lebac y Nobacs	ARS	17-feb-16	403.952	387.329	347.675	269.371	289.671	265.550	Millones	16.623	56.277	134.582	114.281	138.402
Pases netos	ARS	17-feb-16	31.706	28.941	22.969	31.378	21.489	16.918	Millones	2.765	8.737	328	10.217	14.788
Exp. de BM por S. Público	ARS	17-feb-16							Millones	-1.721	-4.410	61.715	105.165	160.954
Adelantos transitorios BCRA	ARS	07-feb-16	330.550	331.850	331.850	292.350	282.350	249.550	Millones	-1.300	-1.300	38.200	48.200	81.000
Agregados Monetarios (4)														
M2	ARS	17-feb-16	969.038	978.245	993.896	910.624	867.250	736.280	Millones	-9.207	-24.859	58.414	101.788	232.757
								% nominal	-0,9%	-2,5%	6,4%	11,7%	31,6%	
M2 privado	ARS	17-feb-16	802.745	833.353	799.726	780.370	736.354	630.635	Millones	-30.608	3.018	22.375	66.391	172.109
								% nominal	-3,7%	0,4%	2,9%	9,0%	27,3%	
M3* privado	ARS	17-feb-16	1.428.599	1.449.084	1.403.596	1.284.690	1.199.025	998.946	Millones	-20.485	25.003	143.909	229.574	429.653
								% nominal	-1,4%	1,8%	11,2%	19,1%	43,0%	
Depósitos Sector Público	ARS	17-feb-16	355.767	325.479	369.808	347.549	357.706	323.075	Millones	30.289	-14.041	8.218	-1.938	32.693
Depósitos Sector Privado	ARS	17-feb-16	1.055.723	1.067.508	1.020.452	927.476	853.889	713.202	Millones	-11.785	35.272	128.248	201.834	342.521
								% nominal	-1,1%	3,5%	13,8%	23,6%	48,0%	
En Moneda Nacional (5)	ARS	17-feb-16	885.448	903.211	869.239	839.295	776.542	644.987	Millones	-17.763	16.209	46.153	108.906	240.461
								% nominal	-2,0%	1,9%	5,5%	14,0%	37,3%	
A la vista	ARS	17-feb-16	400.756	418.742	389.844	395.354	365.514	320.015	Millones	-17.986	10.912	5.402	35.242	80.741
Plazo Fijo	ARS	17-feb-16	455.579	451.434	452.657	416.139	385.324	300.096	Millones	4.145	2.922	39.440	70.255	155.483
En Moneda Extranjera	USD	17-feb-16	11.417	11.353	11.212	9.140	8.353	7.850	Millones	64	205	2.277	3.064	3.567
								% nominal	0,6%	1,8%	24,9%	36,7%	45,4%	
Préstamos al Sector Privado	ARS	17-feb-16	819.781	823.391	814.491	764.987	694.866	599.633	Millones	-3.611	5.290	54.794	124.915	220.148
								% nominal	-0,4%	0,6%	7,2%	18,0%	36,7%	
En Moneda Nacional	ARS	17-feb-16	767.447	774.810	772.696	732.570	655.540	569.471	Millones	-7.363	-5.249	34.877	111.907	197.976
								% nominal	-1,0%	-0,7%	4,8%	17,1%	34,8%	
Préstamos al Sector Público	ARS	17-feb-16	58.291	59.781	58.438	52.876	48.192	39.677	Millones	-1.490	-147	5.415	10.099	18.614
								% nominal	-2,5%	-0,3%	10,2%	21,0%	46,9%	
Ratio de liquidez bancaria (6)														
Total		17-feb-16	24,9%	24,6%	24,1%	21,7%	21,9%	22,8%						
En pesos		17-feb-16	19,9%	19,7%	18,8%	15,6%	16,3%	16,2%						
En dólares		17-feb-16	83,1%	82,3%	86,3%	95,4%	85,9%	100,4%						



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 **15,39** BADLAR **26,8** CER **5,31**
 CCL (BONARX) **15,47**
 MEP (BONARX) **15,37**

	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	115,65	115,65	116,50	113,8%	8,75	1,27	-4,91	-5,48	-551	02/06/2016	02/06/2017	950	-0,1%	6,7%	NY
BONAR X (2017)		103,05	103,20	100,6%	7,00	1,04	6,57	6,44	601	17/04/2016	17/04/2017	7.340	0,0%	8,5%	AR
BONAR 24		107,75	108,25	105,2%	8,75	5,69	7,91	7,83	636	07/05/2016	07/05/2024	6.360	-0,8%	12,4%	AR
DISC USD ARL		102,50	104,50	103,5%	8,28	7,73	7,95	7,71	612	30/06/2016	31/12/2033	4.901	-4,0%	12,9%	AR
DISC USD NYL	118,25	118,25	119,00	118,6%	8,28	8,19	6,33	6,26	450	30/06/2016	31/12/2033	3.966	0,0%	11,4%	NY
PAR USD ARL		62,00	65,00	62,8%	2,50	13,45	7,24	6,89	548	31/03/2016	31/12/2038	1.230	-2,4%	15,5%	AR
PAR USD NYL	65,75	65,75	57,60	61,7%	2,50	13,66	6,93	6,85	512	31/03/2016	31/12/2038	5.297	-0,6%	14,3%	NY

Bonos USD-linked															
Bonad 2016		1466,16	95,25	50,7%	1,75	0,67	10,35	1561,90		28/04/2016	28/10/2016	983	2,6%		AR
Bonad 2018		1358,90	1358,90	87,8%	2,40	2,06	9,42	9,42		18/03/2016	18/03/2018	654	1,4%		AR

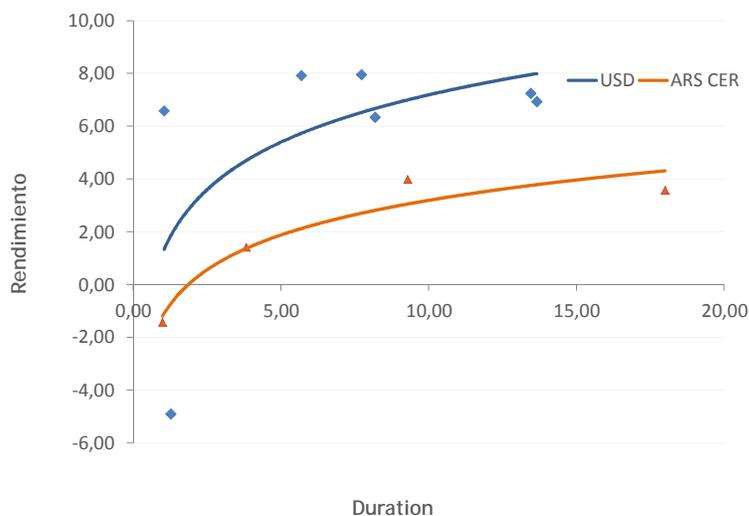
Bonos ajustables por BADLAR															
Bonar 2017		103,88	104,00	103,9%	28,73	0,69	33,12	32,95	s/Badlar 6,78	28/03/2016	28/03/2017	126	0,2%	N/D	AR

Bonos ajustables por Lebac															
BONAC 01/03/2016		104,60	104,60							31/03/2016	31/03/2016	669	0,5%		AR
BONAC 01/05/2016		100,81	100,81							07/05/2016	09/05/2016	1.375	0,6%		AR
BONAC 01/07/2016		104,50	104,80							14/03/2016	12/07/2016	772	0,5%		AR
BONAC 01/09/2016		104,65	104,65							30/03/2016	30/09/2016	474	0,5%		AR

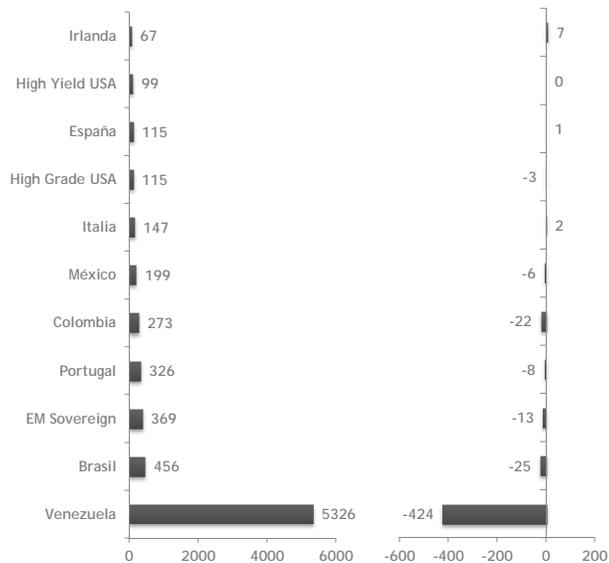
Bonos ajustables por CER															
BOGAR 18		131,50	132,25	102,9%	2,00	0,99	-1,43	-2,01	-130	04/03/2016	04/02/2018	1.602	-0,4%	10,9%	AR
PRO 13		363,00	366,00	101,5%	2,00	3,83	1,40	1,19	123	15/03/2016	15/03/2024	539	-0,3%	#¡VALOR!	AR
DISC ARS		548,00	550,00	112,7%	5,83	9,29	3,98	3,94	316	30/06/2016	31/12/2033	3.643	-0,2%	17,1%	AR
PAR ARS		275,88	280,00	74,3%	1,18	18,00	3,57	3,48	236	31/03/2016	31/12/2038	987	-0,6%	4,3%	AR

Unidades ligadas al PBI															
Cupon USD - Ley NY.		11,55	11,75							15/12/2016		17.000	-4,0%	19,0%	NY
Cupon USD - Ley Arg.		11,40	11,65							15/12/2016		3.100	-0,9%	17,2%	AR
Cupon EUR		11,00	11,20							15/12/2016		20.910	-2,4%	16,3%	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	99,00	99,00	5,88	1,12	6,74	6,74	616	-19	15/05/2017	300
YPF 2017	Oil&Gas	USD	- / - / -	93,25	94,75	1,29	1,15	7,41	6,02	689	48	30/04/2017	89
Arcor 2017	Food	USD	- / B / B2	102,00	103,50	7,25	1,54	5,98	5,06	377	-95	09/11/2017	200
YPF 2018	Oil&Gas	USD	- / CCC+ / Caa1	103,10	103,10	8,88	2,41	7,62	7,62	678	69	19/12/2018	862
PAE 2021	Oil&Gas	USD	- / B / B2 / *-	96,00	97,50	7,88	4,05	8,85	8,48	801	192	07/05/2021	500
YPF 2024	Oil&Gas	USD	- / CCC+ / Caa1	98,50	99,25	8,75	5,49	9,01	8,88	756	208	04/04/2024	1.325
YPF 2028	Oil&Gas	USD	NR / CCC+ / -	101,25	101,25	10,00	6,91	9,82	9,82	801	289	02/11/2028	15
High Yield													
B. Hip. 2016	Banks	USD	B- / NR / Caa1	100,46	100,46	9,75	0,15	6,54	6,54	622	-39	27/04/2016	89
Transener 2016	Electric	USD	CCC / WD / -	100,00	100,00	8,88	0,74	8,84	8,84	834	192	15/12/2016	53
B. Macro 2017	Banks	USD	- / CCC / Caa1	101,50	101,50	8,50	0,87	6,77	6,77	625	-15	01/02/2017	106
TGS 2017	Pipelines	USD	B- / WD / Caa1	99,85	99,85	7,88	1,10	7,99	7,99	759	106	14/05/2017	123
HPDA 2017	Utilities	USD	B- / B- / -	100,35	100,35	8,50	0,86	8,08	8,08	-11.662	116	02/02/2017	150
Galicia 2017	Diversified Finan	USD	- / CCC / -	103,50	103,50	9,00	0,87	5,00	5,00	448	-193	28/01/2017	67
Galicia 2018	Banks	USD	B- / - / Caa1	103,00	104,50	8,75	1,91	7,23	6,49	554	30	04/05/2018	300
CAPEX 2018	Electric	USD	B- / CCC+ / -	98,13	99,25	10,00	1,70	11,06	10,42	1.032	413	10/03/2018	200
Galicia 2019	Banks	USD	- / - / Caa2	103,00	105,00	16,00	2,32	14,68	13,87	1.385	775	01/01/2019	218
Edenor 2022	Electric	USD	/ /	103,75	103,75	9,75	4,71	8,98	8,98	763	206	25/10/2022	176
IRSA 2020	Real Estate	USD	B- / B- / -	108,63	108,63	11,50	3,41	9,07	9,07	800	214	20/07/2020	150
IMPISA 2020	Metal Fabricate/I	USD	NR / NR / -	10,50	10,50	10,38	1,27	109,42	109,42	10.832	10249	30/09/2020	390
B. Macro 2036	Banks	USD	- / CC / Ca	98,75	100,50	9,75	0,73	8,25	8,07	1.089	132	18/12/2036	149
Bonos provinciales													
Cordoba 2017	Provincial	USD	B- / - / Caa2	105,25	106,75	12,38	1,32	8,47	7,41	785	154	17/08/2017	596
PBA Disc 2017	Provincial	USD	B- / - / Caa2	100,00	102,00	9,25	1,02	9,23	7,35	873	230	15/04/2017	98
CABA 2017	Municipal	USD	B- / CCC / Caa2	103,80	104,61	9,95	0,91	6,00	5,18	545	-93	01/03/2017	415
Mendoza 2018	Provincial	USD	B- / - / Caa2	93,00	96,00	5,50	2,21	8,66	7,27	1.106	174	04/09/2018	68
PBA 2018	Provincial	USD	B- / - / Caa2	103,50	104,50	9,38	2,15	7,83	7,40	699	90	14/09/2018	475
Chubut 2020	Provincial	USD	- / - / B2	98,00	100,00	7,75	3,60	8,30	7,75	810	137	01/07/2020	52
PBA 2021	Provincial	USD	B- / - / Caa2	107,50	108,50	10,88	3,77	8,95	8,71	751	202	26/01/2021	750
PBA 2021	Provincial	USD	/ /	104,75	106,75	9,95	4,00	8,80	8,34	751	187	09/06/2021	900
CABA 2021	Municipal	USD	B- / CCC / Caa2	107,34	108,32	8,95	4,00	7,17	6,94	580	24	19/02/2021	500
Neuquen 2021	Provincial	USD	CCC+ / *+ / - / -	98,00	100,00	7,88	4,16	8,36	7,87	804	143	26/04/2021	166
Salta 2022	Provincial	USD	CCC+ / *+ / CCC / -	101,00	103,12	9,50	4,48	9,28	8,83	836	235	16/03/2022	136
PBA Par 2028	Provincial	USD	B- / - / Caa2	104,00	105,00	9,63	6,95	9,07	8,94	724	214	18/04/2028	400
PBA Par 2035	Provincial	USD	B- / - / Caa2	64,00	66,00	4,00	11,32	7,59	7,32	747	66	15/05/2035	446