

Blanquear o no blanquear... esa ya no es la cuestión (¿cómo?)

Dando por descontado que quienes tengan activos no declarados utilizarán la posibilidad de ingresar al blanqueo en un mundo en el que mantenerlos sin declarar es cada vez más complicado, nos concentramos en el análisis de la manera menos onerosa de hacerlo. Para ello nos preguntamos si es conveniente pagar hoy la penalidad del 10% (máxima dentro de 2016) o comprar alguno de los bonos disponibles para evitarla.

Algunas de las consideraciones generales que utilizamos en el análisis suponen:

- a) Manejarse con la tasa máxima del impuesto del 10%.
- b) Opción por aceptar riesgo soberano argentino en las colocaciones financieras.
- c) Se mantienen inalteradas las condiciones actuales de mercado para esos títulos. Es decir, se mantiene la curva de rendimientos de los mismos.
- d) Adquisición de los bonos que se ofrecen -no son alcanzados por el impuesto a los bienes personales y ganancias.
- e) Exteriorización de activos financieros líquidos -no se consideran inmuebles.
- f) No hay alteraciones en el tipo de cambio entre la fecha del análisis y la de efectivo pago del impuesto.

Con estas observaciones, hacemos dos tests: (1) calculamos la alícuota implícita del impuesto de cada opción de bonos a través de su valor presente e inversión de títulos largos a 3 plazos de 3 y 7 años desde la fecha y (2) hacemos un ejercicio de retorno total para un horizonte de 4 años -el plazo en que no puede disponerse del bono a 7 años. Ambos tests se comparan con el pago de 10% de penalidad al momento de exteriorización.

Test 1

La tabla que sigue presenta las alícuotas implícitas según el valor presente de las alternativas:

Daniel Marx
Ernesto Gaba - Consejero
Virginia Fernández
Fernando Baer

Quantum Finanzas

+54 11 4345 0003

Econometría
Mario Brodersohn
Juan Sommer

Opción	VP del bono	VP del "Impuesto"
Bono a 3 años	89,96	10,04
Bono a 7 años	74,30	8,57

Fuente: Qf en base a Bloomberg y cálculos propios.

El bono a 3 años tiene implícita una alícuota muy similar a la del impuesto especial, mientras que el bono a 7 años por la relación impuesto a pagar y exteriorización (múltiplo de 3) tiene una algo menor, de 8,57%. Sin embargo, el cálculo de retorno total a cuatro años muestra algo distinto dependiendo de las opciones de inversión, teniendo en cuenta el rendimiento de los títulos que se deben adquirir y el compromiso de “congelar su tenencia por 4 años” (para el caso del bono a 7 años), lo que resta flexibilidad para aprovechar eventuales oportunidades.

Test 2

Analizamos variantes entre la posibilidad de la opción de a) bono a 7 años comparado con b) el pago del impuesto. Aceptado el riesgo soberano argentino, armamos alternativas de inversión de la porción no invertida en el bono a 7 años. Específicamente se comparan a) inversiones en Bonar 2020, 2024 o 2046 equivalentes a 2 veces el monto exteriorizado e invertido en el bono especial a 7 años con interés del 1% anual; y para el caso b) el pago del impuesto y la totalidad del dinero exteriorizado en los títulos mencionados (Bonar 2020, 2024 o 2046). Los retornos totales incluyendo el pago de cupones y supuestos sobre comportamiento de la curva de rendimientos mencionado más arriba son los siguientes:

		Retorno Total en USD a 4 años
a)	Bono a 7 años + Bonar 2020	9,47%
	+ Bonar 2024	8,44%
	+ Bonar 2046	17,69%
b)	Pagar Impuesto Especial del 10% + Bonar 2020	6,60%
	+ Bonar 2024	12,60%
	+ Bonar 2046	17,75%

Fuente: Qf en base a Bloomberg y cálculos propios.

Colocando 33% del monto a exteriorizar en el bono a 7 años y el 67% restante en distintas opciones de bonos en USD argentinos (dependiendo plazo buscado), el retorno total sigue siendo positivo, en un rango que oscila entre 9,5-17,7%. Es decir, más que se recupera el 10% de lo que sería el pago del impuesto.

Ahora bien, bajo los mismos supuestos, pagar el impuesto especial del 10% y disponer libremente de los activos exteriorizados involucra rendimientos superiores en las colocaciones a plazos más largos. Hay una diferencia importante con en el tramo medio de la curva (Bonar 24). Sin embargo, un título largo está sujeto a mayor volatilidad. Por otro lado, si la curva argentina lograra alguna compresión adicional, habría alguna ganancia de capital que también aportaría a una diferencia a favor. En la otra dirección, un deterioro de la situación, afectaría negativamente a la deuda argentina.

En síntesis, el bono a 7 años tiene, tanto en valor presente como en rendimiento total, mejor performance que el bono a 3 años. Además, no hay grandes diferencias de rendimientos entre el bono a 7 años frente a otros bonos de libre disponibilidad, por lo cual un inversor adverso al

riesgo podría inclinarse por pagar la alícuota del 10%. Según preferencias de riesgo y sin restricciones puede resultar más deseable para aquellos que estiman que el diferencial de costo de transacción con las otras opciones es menor comparado con las ventajas dadas por la flexibilidad en el manejo de alternativas.



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

Variación				
1 semana	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses

Tipos de cambio y tasas de interés

ARS/USD Spot	14,89	15,00	15,02	14,24	14,37	9,20	-0,7%	-0,9%	4,5%	3,6%	61,8%
Impl en Bonar X	14,95	15,04	15,09	14,21	14,60		-0,5%	-0,9%	5,2%	2,4%	
NDF 1m	15,27	15,33	15,12	14,64	14,26	9,28	-0,4%	1,0%	4,3%	7,1%	64,5%
NDF 6m	16,42	16,63	16,61	16,09	16,54	11,55	-1,2%	-1,1%	2,1%	-0,7%	42,2%
NDF 12 m	17,73	17,93	18,37	17,64	17,79	14,45	-1,1%	-3,5%	0,5%	-0,3%	22,7%
Rofex 6 m	16,45	16,57	16,86	16,27	15,76	10,16	-0,7%	-2,4%	1,1%	4,4%	61,9%
BADLAR privada	25,50	25,63	26,38	30,81	26,56	20,94	-13 pb	-88 pb	-531 pb	-106 pb	456 pb
Call a 1 día	26,75	26,25	28,00	36,00	18,50	24,25	50 pb	-125 pb	-925 pb	825 pb	250 pb
BRL/USD Spot	3,27	3,26	3,27	3,53	3,90	3,47	0,1%	-0,1%	-7,6%	-16,4%	-5,9%
Futuro 6m	3,45	3,45	3,46	3,74	4,14	3,68	0,2%	-0,1%	-7,6%	-16,5%	-6,2%
Futuro 12m	3,61	3,60	3,61	3,90	4,37	4,05	0,2%	-0,1%	-7,5%	-17,4%	-10,9%
USD/EUR Spot	1,12	1,11	1,12	1,14	1,12	1,09	1,1%	0,2%	-2,0%	0,2%	2,7%
Libor 1 m	0,49	0,50	0,47	0,44	0,43	0,19	0 pb	2 pb	6 pb	7 pb	30 pb
Libor 6 m	1,13	1,09	0,93	0,91	0,87	0,49	4 pb	20 pb	22 pb	26 pb	64 pb
UST 10 años	1,56	1,50	1,44	1,75	1,84	2,22	6 pb	11 pb	-19 pb	-28 pb	-66 pb

Indice de Materias Primas Qf (1)

IMP Qf	102	103	114	105	91	108	-0,7%	-10,3%	-2,9%	12,9%	-5,3%
Agro (70.2%)	101	102	113	104	90	106	-0,6%	-10,3%	-2,5%	11,6%	-4,6%
Soja spot (60%)	365	371	429	369	319	359	-1,6%	-15,0%	-0,9%	14,6%	1,8%
Soja Futuro Jul16	408	408	429	372	323	347	0,0%	-4,9%	9,8%	26,6%	17,7%
Energía (11.5%)	90	92	110	99	69	103	-1,9%	-17,6%	-8,9%	30,7%	-11,8%
Metales (9.3%)	133	133	134	131	127	138	0,0%	-0,8%	1,7%	4,6%	-3,7%

Indices Bursátiles (en moneda local)

MSCI Mundo	475	480	464	455	429	494	-0,9%	2,6%	4,5%	10,8%	-3,7%
S&P 500	2.160	2.167	2.103	2.051	1.880	2.093	-0,3%	2,7%	5,3%	14,9%	3,2%
Euro Stoxx 50	2.913	2.999	2.862	2.940	2.879	3.619	-2,9%	1,8%	-0,9%	1,2%	-19,5%
MSCI Emergentes	47.307	47.584	45.878	44.385	41.926	47.745	-0,6%	3,1%	6,6%	12,8%	-0,9%
MSCI Lat Am	70.355	71.064	67.784	66.488	57.879	66.645	-1,0%	3,8%	5,8%	21,6%	5,6%
Merval	15.302	15.699	15.229	13.348	11.400	10.809	-2,5%	0,5%	14,6%	34,2%	41,6%
Bovespa	56.570	56.853	52.569	51.671	40.592	50.058	-0,5%	7,6%	9,5%	39,4%	13,0%

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 precios internacionales, fuente Bloomberg.

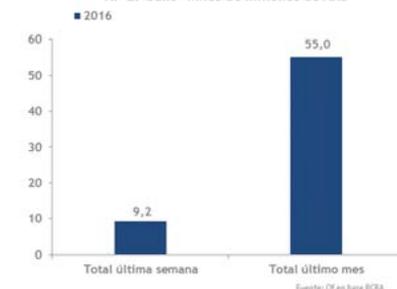


Moneda	Fecha	Nivel						Unidad	Variación					
		último dato	1 semana	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses		1 semana	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	
Reservas Internacionales	USD	27-jul-16	34.274	33.900	31.708	34.741	30.074	33.933	Millones	374	2.566	-468	4.200	341
								% nominal	1,1%	8,1%	-1,3%	14,0%	1,0%	
Intervención cambiaria (2) (3)	USD	27-jul-16	1	1	10	37	20	-20						
Liquidación CIARA (2)	USD	29-jul-16	71	87	114	102	86							
Base Monetaria	ARS	27-jul-16	669.432	660.207	614.431	576.339	588.333	521.573	Millones	413	21.028	49.055	97.352	172.079
								% nominal	1,4%	9,0%	16,2%	13,8%	28,3%	
Lebac's y Nobac's	ARS	27-jul-16	535.623	535.576	504.839	479.270	414.158	297.400	Millones	46	30.783	56.353	121.465	238.223
Pases netos	ARS	27-jul-16	31.112	47.085	66.596	23.139	24.673	22.139	Millones	-15.973	-35.484	7.973	6.439	8.973
Exp. de BM por S. Público	ARS	27-jul-16							Millones	750	39.144	128.326	143.570	282.683
Adelantos transitorios BCRA	ARS	23-jul-16	368.250	368.250	363.750	356.050	356.050	343.650	Millones	0	4.500	12.200	12.200	24.600
Agregados Monetarios (4)														
M2	ARS	27-jul-16	1.025.064	999.087	1.008.594	925.362	1.016.423	865.069	Millones	25.978	16.470	99.702	8.641	159.995
								% nominal	2,6%	1,6%	10,8%	0,9%	18,5%	
M2 privado	ARS	27-jul-16	881.596	878.899	843.154	795.410	808.716	727.967	Millones	2.698	38.442	86.186	72.880	153.629
								% nominal	0,3%	4,6%	10,8%	9,0%	21,1%	
M3* privado	ARS	27-jul-16	1.555.398	1.554.392	1.496.683	1.423.621	1.407.071	1.181.909	Millones	1.007	58.716	131.778	148.327	373.489
								% nominal	0,1%	3,9%	9,3%	10,5%	31,6%	
Depósitos Sector Público	ARS	27-jul-16	453.384	418.921	456.601	390.307	376.852	358.322	Millones	34.463	-3.217	63.077	76.532	95.062
Depósitos Sector Privado	ARS	27-jul-16	1.168.125	1.162.609	1.126.664	1.069.768	1.037.599	840.795	Millones	5.516	41.461	98.356	130.526	327.330
								% nominal	0,5%	3,7%	9,2%	12,6%	38,9%	
En Moneda Nacional (5)	ARS	27-jul-16	981.630	976.260	946.151	900.018	880.559	764.821	Millones	5.370	35.479	81.612	101.071	216.809
								% nominal	0,6%	3,7%	9,1%	11,5%	28,3%	
A la vista	ARS	27-jul-16	452.533	448.813	431.069	403.891	403.831	362.713	Millones	3.720	21.464	48.642	48.702	89.820
Plazo Fijo	ARS	27-jul-16	487.307	489.144	473.016	458.460	441.315	377.968	Millones	-1.837	14.291	28.847	45.992	109.339
En Moneda Extranjera	USD	27-jul-16	12.451	12.426	12.010	11.920	11.305	8.278	Millones	25	441	531	1.146	4.173
								% nominal	0,2%	3,7%	4,5%	10,1%	50,4%	
Préstamos al Sector Privado	ARS	27-jul-16	901.422	892.243	886.686	852.376	823.065	685.963	Millones	9.179	14.736	49.046	78.357	215.459
								% nominal	1,0%	1,7%	5,8%	9,5%	31,4%	
En Moneda Nacional	ARS	27-jul-16	797.907	791.225	792.702	784.376	777.182	645.012	Millones	6.682	5.205	13.531	20.725	152.895
								% nominal	0,8%	0,7%	1,7%	2,7%	23,7%	
Préstamos al Sector Público	ARS	27-jul-16	63.377	63.488	62.149	58.344	58.077	46.817	Millones	-111	1.228	5.033	5.300	16.560
								% nominal	-0,2%	2,0%	8,6%	9,1%	35,4%	
Ratio de liquidez bancaria (6)														
Total		27-jul-16	29,1%	28,3%	27,5%	23,8%	24,5%	21,3%						
En pesos		27-jul-16	20,0%	19,8%	19,5%	16,8%	17,0%	16,1%						
En dólares		27-jul-16	82,1%	80,5%	79,6%	67,3%	75,6%	80,5%						

Factores de variación de la Base Monetaria por sector - 01-Ene al 27-Julio Miles de millones de ARS



Variación de la Base Monetaria Al 27-Julio- Miles de millones de ARS



Factores de explicación de las Reservas Internacionales 01-Ene al 27-Julio-Miles de millones de USD



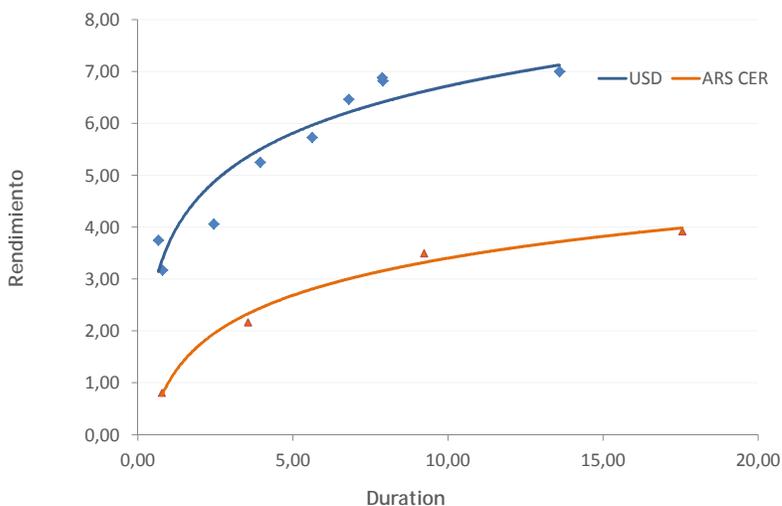
Notas: (1) Salvo que se aclare lo contrario son valores punta (2) Promedio diario (3) Valores Negativos significa venta de dólares y Positivos, compra de dólares por parte de la autoridad monetaria (4) M1 = Billetes y monedas + Cta. Cte. - Uso FUCO, M2 = M1 + Caja de Ahorro, M3 = M2 + Plazo Fijo, M3*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



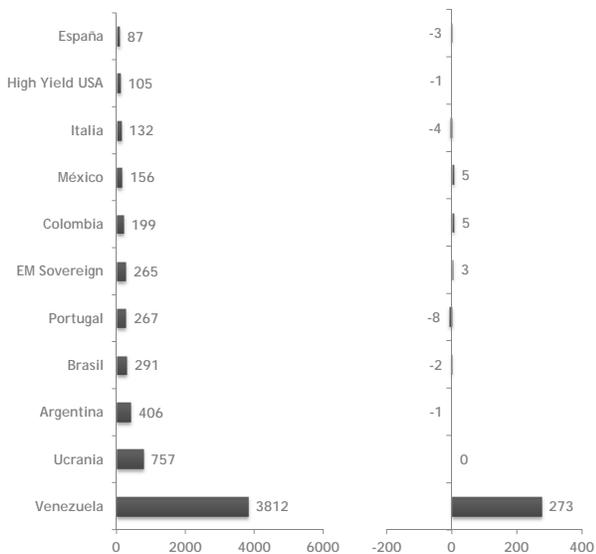
ARS/USD **14,89** BADLAR **25,5** CER **6,33**
 CCL (BONARX) **14,95**
 MEP (BONARX) **14,91**

	Precio Compra	Precio Venta	Paridad	Cupón (%)	Duración	Rendimiento Comprador (%)	Rendimiento vendedor (%)	Spread vs EEUU	Próximo cupón	Vencimiento	Monto en circulación (Mili. USD)	Var últimos 7 días	Riesgo anualizado	Ley
Bonos en USD														
GLOBAL17	104,50	105,00	103,2%	8,75	0,79	3,17	2,58	270	02/12/2016	02/06/2017	950	-0,2%	6,7%	NY
BONAR X (2017)	104,35	104,55	102,3%	7,00	0,66	3,75	3,46	330	17/10/2016	17/04/2017	6.938	0,0%	8,5%	AR
ARGENT 19	105,55	106,05	104,0%	6,25	2,45	4,06	3,87	329	22/10/2016	22/04/2019	2.750			NY
ARGENT 21	106,70	107,20	104,9%	6,88	3,94	5,25	5,13	420	22/10/2016	22/04/2021	4.500			NY
BONAR 24	115,55	116,45	113,6%	8,75	5,63	5,73	5,54	459	07/11/2016	07/05/2024	6.360	-0,5%		AR
ARGENT 26	107,35	107,85	105,4%	7,50	6,81	6,47	6,40	491	22/10/2016	22/04/2026	6.500			NY
DISC USD ARL	112,00	113,00	112,4%	8,28	7,90	6,82	6,71	516	31/12/2016	31/12/2033	4.901	0,0%	12,8%	AR
DISC USD NYL	111,50	112,50	111,9%	8,28	7,89	6,88	6,77	521	31/12/2016	31/12/2033	3.966	0,2%	11,4%	NY
PAR USD ARL	67,00	70,00	67,9%	2,50	13,60	7,00	6,64	515	30/09/2016	31/12/2038	1.230	-2,2%	15,5%	AR
PAR USD NYL	67,00	67,50	66,7%	2,50	13,60	7,00	6,94	515	30/09/2016	31/12/2038	5.297	-0,6%	14,0%	NY
ARGENT 46	105,25	106,25	103,5%	7,63	11,83	7,19	7,12	489	22/10/2016	22/04/2046	2.750			NY
Bonos USD-linked														
Bonad 2016	1474,05	1488,93	99,5%	1,75	0,24	8,39	3,81		28/10/2016	28/10/2016	983			AR
Bonad 2018	1430,96	1430,96	95,6%	2,40	1,62	5,55	5,55		18/09/2016	18/03/2018	654	-0,8%		AR
Bonos ajustables por BADLAR														
Bonar 2017	104,25	104,63	101,2%	28,16	0,46	28,26	27,48	s/Badlar	28/09/2016	28/03/2017	126	0,1%	N/D	AR
Bonos ajustables por Lebacs														
BONAC 01/09/2016	103,00	103,00							30/09/2016	30/09/2016	611	0,2%		AR
Bonos ajustables por CER														
BOGAR 18	115,00	115,50	95,7%	2,00	0,78	0,80	0,25	107	04/09/2016	04/02/2018	1.567	-5,2%	10,9%	AR
PRO 13	400,00	402,00	98,3%	2,00	3,56	2,17	2,03	222	15/08/2016	15/03/2024	631	-0,2%		AR
DISC ARS	680,00	682,00	118,7%	5,83	9,24	3,50	3,47	296	31/12/2016	31/12/2033	4.493	1,5%	17,0%	AR
PAR ARS	316,00	318,00	71,0%	1,18	17,56	3,92	3,88	300	30/09/2016	31/12/2038	1.217	0,0%	4,3%	AR
Unidades ligadas al PBI														
Cupon USD - Ley NY.	10,40	10,60							15/12/2016		17.000	0,0%	18,9%	NY
Cupon USD - Ley Arg.	10,10	10,50							15/12/2016		3.100	-2,7%	17,1%	AR
Cupon EUR	10,00	10,20							15/12/2016		21.179	-2,4%	16,2%	ENG

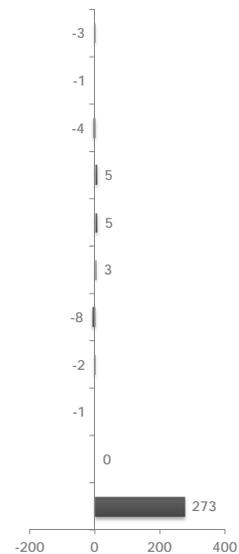
Bonos soberanos: curva de rendimientos



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	102,00	102,00	5,88	0,74	42,16	42,16	4.187	3539	15/05/2017	300
YPF 2017	Oil&Gas	USD	- / - / -	97,63	98,88	1,29	0,73	4,59	2,85	418	-218	30/04/2017	89
YPF 2018	Oil&Gas	USD	- / B / B3	108,00	108,00	8,88	2,11	5,23	5,23	450	-154	19/12/2018	862
PAE 2021	Oil&Gas	USD	- / BB- / B1	102,85	103,75	7,88	3,85	7,15	6,93	608	38	07/05/2021	500
YPF 2024	Oil&Gas	USD	- / B / B3	106,50	107,50	8,75	5,44	7,61	7,44	616	84	04/04/2024	1.325
YPF 2028	Oil&Gas	USD	NR / B / -	106,00	106,00	10,00	6,97	9,17	9,17	752	240	02/11/2028	15
High Yield													
Transener 2016	Electric	USD	CCC / WD / -	101,00	101,00	8,88	0,35	5,90	5,90	556	-87	15/12/2016	53
B. Macro 2017	Banks	USD	- / B / B3	101,00	101,00	8,50	0,47	6,35	6,35	594	-43	01/02/2017	106
TGS 2017	Pipelines	USD	B- / WD / B3	101,00	101,00	7,88	0,72	6,50	6,50	603	-28	14/05/2017	123
HPDA 2017	Utilities	USD	B- / B / -	99,75	99,75	8,50	0,46	9,03	9,03	862	226	02/02/2017	75
Galicia 2017	Diversified Finan	USD	- / B / -	100,69	100,69	9,00	0,46	7,47	7,47	707	70	28/01/2017	67
Galicia 2018	Banks	USD	B- / - / B3	101,75	103,25	8,75	1,56	7,64	6,73	589	87	04/05/2018	300
CAPEX 2018	Electric	USD	B- / B / -	100,50	101,25	10,00	1,38	9,64	9,13	865	287	10/03/2018	200
Galicia 2019	Banks	USD	- / - / Caa1	100,00	101,00	16,00	2,00	16,56	-9,51	1.628	979	01/01/2019	218
	Electric	USD	/ /	105,20	105,20	9,75	4,53	8,65	8,65	736	187	25/10/2022	176
IRSA 2020	Real Estate	USD	B- / B / -	115,75	115,75	11,50	3,21	6,88	6,88	593	11	20/07/2020	71
IMPISA 2020	Metal Fabricate/I	USD	NR / NR / -	12,00	12,00	10,38	1,46	101,89	101,89	10.092	9512	30/09/2020	390
B. Macro 2036	Banks	USD	- / CCC / Caa3	100,50	102,00	9,75	0,35	8,24	8,09	787	147	18/12/2036	149
Bonos provinciales													
Cordoba 2017	Provincial	USD	B- / - / B3	107,50	109,00	12,38	0,92	4,79	3,37	427	-198	17/08/2017	396
PBA Disc 2017	Provincial	USD	B- / - / B3	102,50	104,00	9,25	0,65	5,51	3,36	312	-126	15/04/2017	65
CABA 2017	Municipal	USD	B- / B / B3	103,61	104,60	9,95	0,54	3,51	1,84	309	-326	01/03/2017	175
Mendoza 2018	Provincial	USD	B- / - / B3	99,00	101,00	5,50	1,88	6,02	4,98	594	-75	04/09/2018	58
PBA 2018	Provincial	USD	B- / - / B3	109,25	110,25	9,38	1,86	4,71	4,24	401	-206	14/09/2018	475
Chubut 2020	Provincial	USD	- / - / Ba3	101,50	103,00	7,75	3,33	7,30	6,87	631	53	01/07/2020	46
PBA 2021	Provincial	USD	B- / - / B3	113,50	114,50	10,88	3,58	7,28	7,04	558	51	26/01/2021	750
PBA 2021	Provincial	USD	/ /	112,00	113,00	9,95	3,83	6,98	6,75	571	21	09/06/2021	900
CABA 2021	Municipal	USD	B- / B / B3	111,86	112,58	8,95	3,62	5,93	5,76	433	-84	19/02/2021	500
Neuquen 2021	Provincial	USD	B- / - / -	102,50	104,50	7,88	3,92	7,24	6,75	607	47	26/04/2021	48
Salta 2022	Provincial	USD	B- / B / -	106,94	108,10	9,50	4,32	7,95	7,71	600	118	16/03/2022	125
PBA 2024	Provincial	USD	/ /	109,37	110,21	9,13	5,37	7,49	7,35	599	72	16/03/2024	1.250
Mendoza 2024	Provincial	USD	/ /	103,00	104,00	8,38	5,58	7,85	7,68	645	108	19/05/2024	500
PBA Par 2028	Provincial	USD	B- / - / B3	115,25	116,25	9,63	7,13	7,63	7,51	593	86	18/04/2028	400
Neuquen 2028	Provincial	USD	/ /	108,00	110,00	8,63	7,39	7,59	7,35	590	82	12/05/2028	349
PBA Par 2035	Provincial	USD	B- / - / B3	74,00	75,50	4,00	11,84	6,40	6,23	597	-37	15/05/2035	446