

Un programa monetario ambicioso, en un contexto que debilita

La semana pasada el BCRA dio a conocer su programa monetario 2016, un día después que el Ministerio de Hacienda diera a conocer su programa financiero. La presentación de este último generó algunas dudas respecto de las necesidades de financiamiento del Tesoro Nacional, particularmente en lo que respecta a vencimientos de capital de la deuda. El programa indica financiamiento del BCRA al Tesoro por ARS 160.000 millones para todo el año y bajo todo concepto (de los cuales ARS 40.000 millones ya fueron girados). Es decir, se le puso un techo a una de las principales fuentes de expansión monetaria de los últimos años (que de cualquier manera representa 2% del PBI). Ello, de por sí, es un avance importante en términos del diseño y comunicación de la política económica.

La novedad quizás más relevante del programa monetario es que en septiembre de este año se introducirá como ancla nominal el esquema de metas de inflación, con plena vigencia desde enero 2017. Técnicamente la implementación de este esquema implica un cambio importante en la manera de hacer política monetaria, sobre todo teniendo en cuenta que desde 2002, aún sin ser explicitado, el ancla nominal fue el tipo de cambio –e inclusive desde 1991 con tipo de cambio fijo. Desde fines del año pasado el BCRA está mostrando ese sesgo de política, con intervenciones puntuales en el mercado de cambios. Explicitarlo y ponerle fecha de inicio es otra cosa.

En base al programa, el BCRA no descarta terminar el año con una inflación mensual anualizada del orden del 20-25%, la misma que se propuso el Ministerio de Hacienda, para ir reduciéndola gradualmente al 5% anual en 2019. Poniendo el foco en 2016 y yendo al análisis de las cifras, el cuadro que sigue muestra el rango de demanda de base monetaria que estima el BCRA. Respecto de diciembre de 2015, la expansión de base en su hipótesis de mínima representa un aumento del 13%, mientras que en la de máxima, la más plausible, una del 28,5% anual, en línea con el ritmo de expansión actual. La contracción real de dinero incidirá sobre la tasa de interés.

Daniel Marx
Ernesto Gaba - Consejero
Virginia Fernández
Fernando Baer

Quantum Finanzas

+54 11 4345 0003

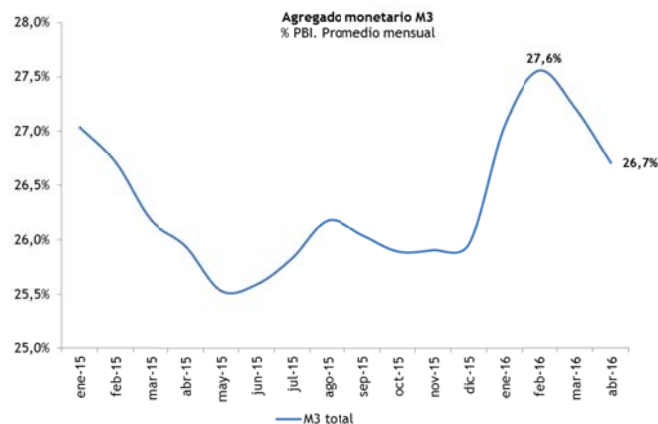
Econométrica
Mario Brodersohn
Juan Sommer

Stock BM

ARS millones y en %

	ARS millones	Var. anual	
		%	ARS millones
Actual (28/4/2016)	572.872		
1 año (28/4/2015)	442.412	29,5%	130.460
Fin de año			
dic-2015	623.890		
dic-2016 (s. PM)			
Hip. mín.	707.000	13,3%	83.110
Hip. Máx.	802.000	28,5%	178.110

Fuente: Qf en base a BCRA.



Fuente: Qf en base a BCRA, INDEC y estimaciones propias.

La introducción de metas de inflación supone la convergencia a un esquema de tipo de cambio que fluctúe libremente, con alguna intervención puntual del BCRA para desactivar situaciones de inestabilidad, pero donde la tasa de interés y la demanda de dinero definen la oferta monetaria final. Así, oferta de dinero endógena intenta atacar expectativas de inflación y generar algún sendero esperado para la evolución del tipo de cambio, asociado al resultado de la cuenta corriente y al flujo neto de capitales. Adicionalmente, la estabilidad monetaria requiere un tipo de cambio de equilibrio, ya que expectativas de atraso cambiario inducen subas en las tasas de interés para mantener la demanda de dinero en pesos, lo cual finalmente puede no ser sostenible.

Fortalecer la credibilidad del programa anticipa que la pauta de financiamiento al Tesoro se cumpliría, y que éste competirá por fondos en el mercado de deuda para financiar la diferencia. Interacción entre tasas esperadas de inflación y tipo de cambio y tasa de interés definirán un sendero de demanda de dinero, que estacionalmente, entre el último y primer trimestre del año muestra algo más de volatilidad. Cuando se introducirá el esquema de metas de inflación.

	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	14,24	14,33	14,68	14,37	9,58	8,92	-0,6%	-3,0%	-0,9%	48,7%	59,6%
Impl en Bonar X	14,20	14,16	14,67	14,60			0,3%	-3,2%	-2,8%		
NDF 1m	14,66	14,50	15,04	14,26	10,20	9,04	1,1%	-2,5%	2,8%	43,7%	62,3%
NDF 6m	17,05	16,00	16,78	16,54	16,39	9,85	6,5%	1,6%	3,1%	4,0%	73,0%
NDF 12 m	17,39	17,53	18,60	17,79	18,00	12,68	-0,8%	-6,5%	-2,3%	-3,4%	37,1%
Rofex 6 m	16,28	15,90	16,70	15,76	10,98	9,69	2,4%	-2,5%	3,3%	48,2%	68,0%
BADLAR privada	30,69	30,69	30,38	26,56	22,94	20,06	0 pb	31 pb	413 pb	775 pb	1.063 pb
Call a 1 día	36,00	34,00	37,00	18,50	24,50	18,00	200 pb	-100 pb	1.750 pb	1.150 pb	1.800 pb
BRL/USD Spot	3,55	3,49	3,68	3,90	3,77	3,03	1,7%	-3,6%	-9,1%	-5,8%	16,9%
Futuro 6m	3,74	3,69	3,88	4,14	4,00	3,22	1,4%	-3,7%	-9,6%	-6,4%	16,2%
Futuro 12m	3,91	3,86	4,07	4,37	4,23	3,38	1,2%	-3,9%	-10,6%	-7,6%	15,5%
USD/EUR Spot	1,14	1,14	1,14	1,12	1,07	1,13	0,7%	0,4%	2,4%	6,4%	0,7%
Libor 1 m	0,44	0,44	0,44	0,43	0,19	0,18	0 pb	0 pb	1 pb	24 pb	26 pb
Libor 6 m	0,91	0,90	0,89	0,87	0,57	0,42	0 pb	2 pb	4 pb	34 pb	49 pb
UST 10 años	1,78	1,82	1,72	1,84	2,33	2,24	-4 pb	6 pb	-5 pb	-54 pb	-46 pb

Indice de Materias Primas Qf (1)

IMP Qf	106	107	94	91	101	110	-0,2%	13,4%	17,6%	5,3%	-3,4%
Agro (70.2%)	105	104	92	90	98	102	0,5%	13,2%	15,7%	6,6%	2,7%
Soja spot (60%)	378	374	332	319	320	364	1,1%	13,8%	18,7%	18,2%	3,9%
Soja Futuro Jul16	381	378	335	323	324	357	1,0%	13,7%	18,2%	17,9%	6,7%
Energía (11.5%)	100	103	80	69	99	137	-2,5%	24,8%	45,0%	1,1%	-26,5%
Metales (9.3%)	132	137	129	127	133	164	-3,9%	2,4%	3,6%	-0,6%	-19,6%

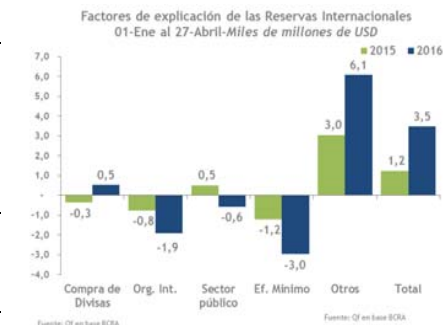
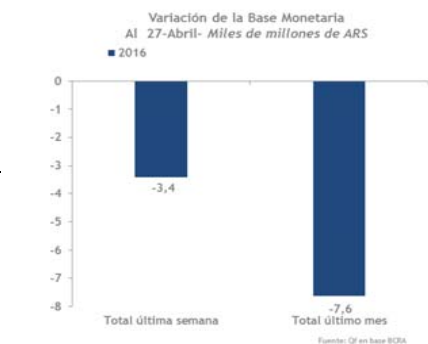
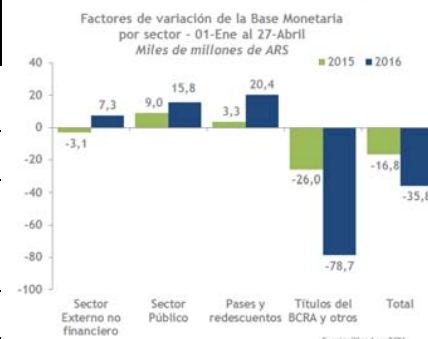
Indices Bursátiles (en moneda local)

MSCI Mundo	455	465	451	429	482	496	-2,2%	0,8%	6,1%	-5,7%	-8,3%
S&P 500	2.051	2.076	2.045	1.880	2.099	2.080	-1,2%	0,3%	9,1%	-2,3%	-1,4%
Euro Stoxx 50	2.941	3.125	2.890	2.879	3.468	3.558	-5,9%	1,7%	2,1%	-15,2%	-17,3%
MSCI Emergentes	44.572	45.742	44.662	41.926	46.840	53.029	-2,6%	-0,2%	6,3%	-4,8%	-15,9%
MSCI Lat Am	67.235	68.784	64.869	57.879	63.717	72.047	-2,3%	3,6%	16,2%	5,5%	-6,7%
Merval	13.220	13.739	12.473	11.400	12.899	12.135	-3,8%	6,0%	16,0%	2,5%	8,9%
Bovespa	52.553	54.312	49.054	40.592	46.919	57.103	-3,2%	7,1%	29,5%	12,0%	-8,0%

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 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	27-abr-16	34.741	29.224	29.842	25.322	26.970	33.221	Millones	5.517	4.899	9.419	7.772	1.520
								% nominal	18,9%	16,4%	37,2%	28,8%	4,6%	
Intervención cambiaria (2) (3)	USD	27-abr-16	1	37	19	4	-18	-26						
Liquidación CIARA (2)	USD													
Base Monetaria	ARS	27-abr-16	576.339	572.381	583.947	590.720	543.201	442.412	Millones	413	21.028	49.055	97.352	172.079
								% nominal	0,7%	-1,3%	-2,4%	6,1%	30,3%	
Lebac's y Nobac's	ARS	27-abr-16	479.270	489.474	461.475	413.948	296.337	279.024	Millones	-10.204	17.795	65.322	182.933	200.247
Pases netos	ARS	27-abr-16	23.139	23.364	39.742	22.106	31.909	37.860	Millones	-225	-16.603	1.033	-8.770	-14.721
Exp. de BM por S. Público	ARS	27-abr-16							Millones	4.580	4.674	15.594	85.950	183.189
Adelantos transitorios BCRA	ARS	23-abr-16	341.350	341.350	327.850	327.850	329.850	249.150	Millones	0	13.500	13.500	11.500	92.200
Agregados Monetarios (4)														
M2	ARS	27-abr-16	926.654	912.310	952.587	1.013.697	931.503	764.480	Millones	14.345	-25.933	-87.043	-4.849	162.175
								% nominal	1,6%	-2,7%	-8,6%	-0,5%	21,2%	
M2 privado	ARS	27-abr-16	796.504	803.655	792.288	792.668	792.208	643.657	Millones	-7.150	4.216	3.836	4.296	152.848
								% nominal	-0,9%	0,5%	0,5%	0,5%	23,7%	
M3* privado	ARS	27-abr-16	1.432.760	1.438.891	1.429.246	1.400.681	1.287.508	1.061.334	Millones	-6.130	3.514	32.080	145.252	371.427
								% nominal	-0,4%	0,2%	2,3%	11,3%	35,0%	
Depósitos Sector Público	ARS	27-abr-16	390.828	364.435	410.806	391.595	351.121	315.322	Millones	26.393	-19.978	-767	39.707	75.506
Depósitos Sector Privado	ARS	27-abr-16	1.071.091	1.071.942	1.066.412	1.024.975	935.188	770.559	Millones	-851	4.680	46.117	135.904	300.532
								% nominal	-0,1%	0,4%	4,5%	14,5%	39,0%	
En Moneda Nacional (5)	ARS	27-abr-16	901.355	903.004	890.386	868.469	848.424	704.406	Millones	-1.649	10.969	32.886	52.931	196.949
								% nominal	-0,2%	1,2%	3,8%	6,2%	28,0%	
A la vista	ARS	27-abr-16	404.985	406.573	397.334	390.751	411.178	330.294	Millones	-1.588	7.651	14.234	-6.193	74.691
Plazo Fijo	ARS	27-abr-16	466.520	466.298	460.932	451.507	408.536	351.524	Millones	222	5.588	15.013	57.984	114.996
En Moneda Extranjera	USD	27-abr-16	11.919	11.946	12.025	11.310	9.089	7.435	Millones	-27	-106	609	2.830	4.484
								% nominal	-0,2%	-0,9%	5,4%	31,1%	60,3%	
Préstamos al Sector Privado	ARS	27-abr-16	852.376	841.239	832.433	822.721	754.273	634.919	Millones	11.136	19.943	29.655	98.103	217.456
								% nominal	1,3%	2,4%	3,6%	13,0%	34,2%	
En Moneda Nacional	ARS	27-abr-16	784.376	776.965	774.641	777.942	720.203	598.502	Millones	7.411	9.735	6.434	64.173	185.874
								% nominal	1,0%	1,3%	0,8%	8,9%	31,1%	
Préstamos al Sector Público	ARS	27-abr-16	4.766	4.536	3.938	3.227	3.563	4.091	Millones	230	828	1.539	1.203	675
								% nominal	5,1%	21,0%	47,7%	33,8%	16,5%	
Ratio de liquidez bancaria (6)														
Total		27-abr-16	17,7%	17,9%	24,5%	24,6%	22,1%	21,3%						
En pesos		27-abr-16	14,7%	15,3%	17,8%	17,1%	16,3%	16,5%						
En dólares		27-abr-16	58,5%	53,8%	64,8%	74,8%	90,5%	83,3%						



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 corresponsalías) y los pasivos netos en efectivo de las entidades financieras contra el BCRA.



ARS/USD **14,24** BADLAR **30,7** CER **5,74**
 CCL (BONARX) **14,20**
 MEP (BONARX) **14,16**

	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	104,00	87,80	92,5%	8,75	0,98	4,84	4,23	431	02/06/2016	02/06/2017	950	-0,8%	6,7%	NY
BONAR X (2017)	102,22	102,42	102,0%	7,00	0,90	5,03	4,82	453	17/10/2016	17/04/2017	7.340	0,0%	8,5%	AR
ARGENT 19	102,90	103,35	102,9%	6,25	2,67	5,18	5,01	427	22/10/2016	22/04/2019	2.750	-1,3%		NY
ARGENT 21	102,15	102,50	102,1%	6,88	4,14	6,36	6,28	512	22/10/2016	22/04/2021	4.500	-1,2%		NY
BONAR 24	109,32	109,62	109,5%	8,75	5,80	7,21	7,16	536	07/11/2016	07/05/2024	6.360	-3,7%		AR
ARGENT 26	100,90	101,25	100,8%	7,50	6,92	7,37	7,32	557	22/10/2016	22/04/2026	6.500	-0,9%		NY
DISC USD ARL	102,50	104,50	103,4%	8,28	7,50	7,95	7,71	603	30/06/2016	31/12/2033	4.901	-2,8%	12,8%	AR
DISC USD NYL	103,75	84,06	94,0%	8,28	7,54	7,80	7,68	587	30/06/2016	31/12/2033	3.966	-1,9%	11,4%	NY
PAR USD ARL	63,00	65,00	63,8%	2,50	13,58	7,16	6,94	531	30/09/2016	31/12/2038	1.230	-8,0%	15,5%	AR
PAR USD NYL	63,50	58,73	61,0%	2,50	13,62	7,11	7,05	525	30/09/2016	31/12/2038	5.297	-1,6%	14,0%	NY
ARGENT 46	97,25	97,65	97,2%	7,63	11,46	7,86	7,83	522	22/10/2016	22/04/2046	2.750	-1,6%		NY

Bonos USD-linked														
Bonad 2016	1387,52	98,19	52,2%	1,75	0,48	7,61	2921,27		28/10/2016	28/10/2016	983	0,0%		AR
Bonad 2018	1309,60	1309,60	92,2%	2,40	1,87	7,32	7,32		18/09/2016	18/03/2018	654	0,4%		AR

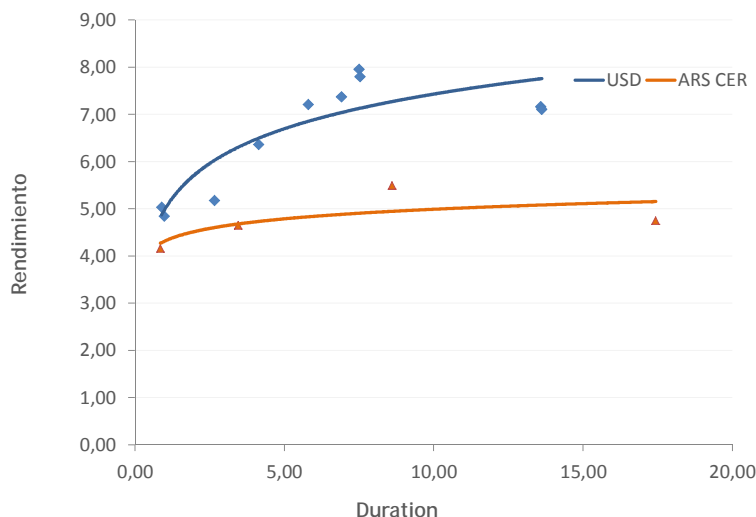
Bonos ajustables por BADLAR														
Bonar 2017	102,63	102,63	102,6%	32,64	0,56	38,78	38,78	8,16	28/06/2016	28/03/2017	126	1,2%	N/D	AR

Bonos ajustables por Lebacs														
BONAC 01/03/2016	107,61	107,61							#N/A Field Not Appl	31/03/2016	0	0,0%		AR
BONAC 01/05/2016	106,80	106,80							07/05/2016	09/05/2016	1.486	0,5%		AR
BONAC 01/07/2016	103,30	103,30							14/03/2016	12/07/2016	835	0,9%		AR
BONAC 01/09/2016	103,50	103,50							30/06/2016	30/09/2016	513	0,0%		AR

Bonos ajustables por CER														
BOGAR 18	118,00	118,63	98,1%	2,00	0,86	4,16	3,56	450	04/06/2016	04/02/2018	1.638	-3,1%	10,9%	AR
PRO 13	342,00	345,00	90,1%	2,00	3,45	4,65	4,40	473	15/05/2016	15/03/2024	617	2,4%	#¡VALOR!	AR
DISC ARS	522,00	525,00	93,4%	5,83	8,60	5,49	5,43	488	30/06/2016	31/12/2033	4.253	1,8%	17,0%	AR
PAR ARS	252,00	256,00	64,0%	1,18	17,43	4,75	4,64	360	30/09/2016	31/12/2038	1.152	-2,1%	4,3%	AR

Unidades ligadas al PBI														
Cupon USD - Ley NY.	#N/A	N/A	#N/A	N/A					15/12/2016		17.000	#¡VALOR!	18,9%	NY
Cupon USD - Ley Arg.	10,00	10,50							15/12/2016		3.100	-4,8%	17,1%	AR
Cupon EUR	10,10	10,30							15/12/2016		21.665	-1,9%	16,2%	ENG

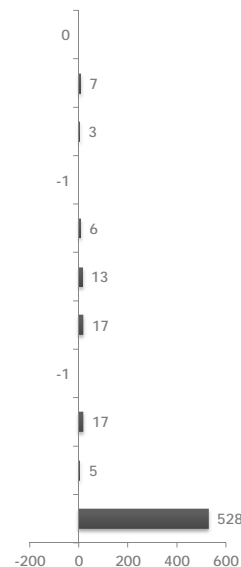
Bonos soberanos: curva de rendimientos



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	100,25	100,25	5,88	0,95	5,62	5,62	509	-149	15/05/2017	300
YPF 2017	Oil&Gas	USD	- / - / -	96,00	97,63	1,29	0,97	5,50	3,77	499	-160	30/04/2017	89
Arcor 2017	Food	USD	- / B+ / B1	101,50	103,00	7,25	1,40	6,19	5,14	378	-92	09/11/2017	200
YPF 2018	Oil&Gas	USD	- / B / B3	106,75	106,75	8,88	2,25	6,03	6,03	519	-107	19/12/2018	862
PAE 2021	Oil&Gas	USD	- / B+ / B1	97,85	99,15	7,88	4,04	8,41	8,09	745	130	07/05/2021	500
YPF 2024	Oil&Gas	USD	- / B / B3	103,00	104,13	8,75	5,62	8,22	8,03	661	112	04/04/2024	1.325
YPF 2028	Oil&Gas	USD	NR / B / -	101,25	101,25	10,00	7,06	9,82	9,82	792	272	02/11/2028	15
High Yield													
Transener 2016	Electric	USD	CCC / WD / -	99,50	99,50	8,88	0,55	9,73	9,73	931	262	15/12/2016	53
B. Macro 2017	Banks	USD	- / B / B3	100,25	100,25	8,50	0,68	8,11	8,11	766	100	01/02/2017	106
TGS 2017	Pipelines	USD	B- / WD / B3	98,00	98,00	7,88	0,91	10,00	10,00	1.176	290	14/05/2017	123
HPDA 2017	Utilities	USD	B- / B / -	101,25	101,25	8,50	0,68	6,69	6,69	-20	-42	02/02/2017	75
Galicia 2017	Diversified Finan	USD	- / B / -	101,75	101,75	9,00	0,67	6,44	6,44	599	-67	28/01/2017	67
Galicia 2018	Banks	USD	B- / - / B3	103,00	104,50	8,75	1,80	7,10	6,30	513	-1	04/05/2018	300
CAPEX 2018	Electric	USD	B- / B / -	100,25	101,75	10,00	1,62	9,83	8,93	917	273	10/03/2018	200
Galicia 2019	Banks	USD	- / - / Caa1	102,50	104,50	16,00	2,14	14,82	13,95	-724	772	01/01/2019	218
	Electric	USD	/ /	101,24	101,24	9,75	4,71	9,49	9,49	813	238	25/10/2022	176
IRSA 2020	Real Estate	USD	B- / B / -	115,60	115,60	11,50	3,29	7,13	7,13	601	2	20/07/2020	71
IMPSPA 2020	Metal Fabricate/I	USD	NR / NR / -	8,00	8,00	10,38	1,45	115,21	115,21	11.406	10810	30/09/2020	390
B. Macro 2036	Banks	USD	- / CCC / Caa3	99,50	100,75	9,75	0,55	8,17	8,04	1.017	106	18/12/2036	149
Bonos provinciales													
Cordoba 2017	Provincial	USD	B- / - / B3	106,75	108,25	12,38	1,15	6,72	5,54	613	-39	17/08/2017	596
PBA Disc 2017	Provincial	USD	B- / - / B3	102,00	104,00	9,25	0,88	6,99	4,81	576	-12	15/04/2017	65
CABA 2017	Municipal	USD	B- / B / B3	103,64	104,40	9,95	0,77	5,29	4,35	483	-181	01/03/2017	415
Mendoza 2018	Provincial	USD	B- / - / B3	93,00	96,00	5,50	2,09	8,90	7,41	1.077	180	04/09/2018	58
PBA 2018	Provincial	USD	B- / - / B3	107,25	108,25	9,38	2,08	6,01	5,57	521	-110	14/09/2018	475
Chubut 2020	Provincial	USD	- / - / B2	98,00	100,00	7,75	3,48	8,32	7,75	815	122	01/07/2020	49
PBA 2021	Provincial	USD	B- / - / B3	112,00	113,50	10,88	3,63	7,78	7,42	609	67	26/01/2021	750
PBA 2021	Provincial	USD	/ /	109,00	110,50	9,95	3,86	7,77	7,43	641	66	09/06/2021	900
CABA 2021	Municipal	USD	B- / B / B3	107,19	108,13	8,95	3,81	7,14	6,92	571	4	19/02/2021	500
Neuquen 2021	Provincial	USD	B- / - / -	98,00	100,00	7,88	4,05	8,37	7,87	802	127	26/04/2021	159
Salta 2022	Provincial	USD	CCC+ / * / B / -	101,45	104,70	9,50	4,40	9,18	8,47	813	207	16/03/2022	131
PBA 2024	Provincial	USD	/ /	105,74	106,54	9,13	5,54	8,12	7,99	648	101	16/03/2024	1.250
PBA Par 2028	Provincial	USD	B- / - / B3	111,00	113,00	9,63	7,26	8,16	7,92	626	106	18/04/2028	400
PBA Par 2035	Provincial	USD	B- / - / B3	68,00	70,00	4,00	11,40	7,09	6,84	674	-2	15/05/2035	446