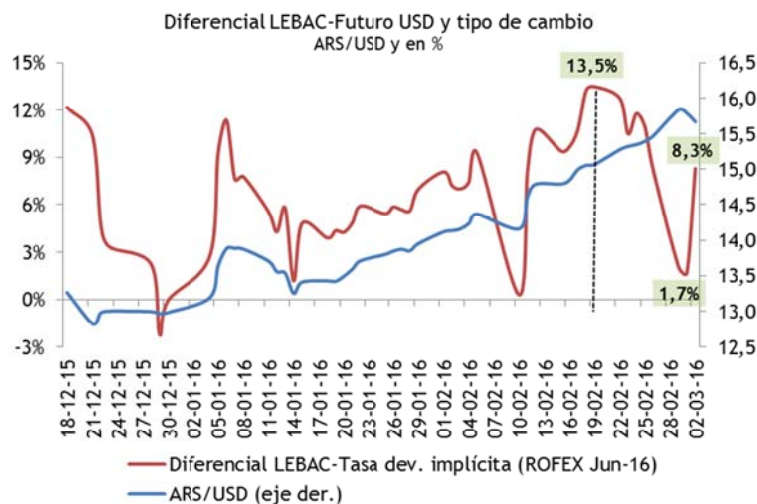


### Un golpe de timón para descomprimir el tipo de cambio

Tras la continua depreciación del tipo de cambio oficial desde el piso de mediados de enero, que implicó una corrección acumulada superior al 18% y una serie de intervenciones en el mercado de cambios (venta acumulada superior a USD 600 millones en los últimos días), el BCRA decidió dar un golpe de timón a la política monetaria. En el marco de una estrategia inicial de flotación relativamente limpia, pero con intervenciones que han sido crecientes desde las últimas semanas, que el tipo de cambio superara los ARS/USD 16 propició ese cambio, que involucró una suba significativa en la tasa de interés de corto plazo (6 puntos porcentuales).

La aceleración inicial en la tasa de inflación en combinación con las negociaciones salariales genera alguna incertidumbre respecto del piso de aumento de precios con el que cerrará 2016. En ese contexto el tipo de cambio comenzó a deslizarse a un ritmo mayor dentro de un esquema de tasas de interés en pesos que fue perdiendo atractivo. El gráfico que sigue muestra la evolución del diferencial entre la tasa de interés en pesos de una LEBAC a 90 días y la tasa de devaluación implícita de la posición de USD futuro en ROFEX más larga y representativa en la actualidad (Junio-2016).



Fuente: Qf en base a BCRA y Bloomberg

Daniel Marx  
Ernesto Gaba - Consejero  
Virginia Fernández  
Fernando Baer

Quantum Finanzas

+54 11 4345 0003

Econométrica  
Mario Brodersohn  
Juan Sommer

Desde mediados de febrero el diferencial comenzó a reducirse, desde un máximo de 13,5% anual hasta alcanzar un mínimo de 1,7% previo a la decisión de fuerte suba de tasas. Esa caída también incidió sobre el proceso de reciente dolarización inducida por el corrimiento inicial del BCRA en contexto de suba de tipo de cambio y menores restricciones cambiarias (más pago de importaciones y utilidades y dividendos). Además, por el lado de la oferta no logra recomponer genuinamente stocks (más allá del REPO con bancos por USD 5.000 millones). Con la decisión de subir fuertemente la tasa de referencia en la última licitación devolvió cierto atractivo a la tenencia de pesos, lo cual permitiría ir descomprimiendo presiones sobre el tipo de cambio. Si bien inicialmente el BCRA absorbió pesos excedentes, durante las últimas licitaciones ese objetivo se tornó algo más complejo de alcanzar.

El objetivo de estabilidad de precios se torna en este contexto prioritario por sobre otros, inclusive sobre el nivel de actividad. La tasa podría ir reduciéndose en el corto plazo, aunque sujeto a evolución de nominalidad de la economía, incluido nivel de tipo de cambio, y al ingreso neto de capitales. El BCRA parecería mostrar cierta inclinación a intervenir en el mercado hasta que se materialice ese ingreso, incluyendo liquidación de la cosecha gruesa. Es posible suponer una desaceleración en la tasa de inflación en el segundo semestre, aunque se plantean interrogantes sobre su concreción en el proceso de ajustes en precios relativos y el gradualismo fiscal. Por lo pronto, la tasa de interés elevada intenta sostener la demanda de dinero, que junto a la depreciación nominal esperada del tipo de cambio, seguirán estando en el centro de la escena.



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	15,66	15,39	14,14	9,73	9,32	8,74	1,7%	10,7%	60,9%	68,0%	79,1%
Impl en Bonar X	15,74	15,45	14,31	15,17			1,9%	10,0%	3,8%		
NDF 1m	16,29	15,61	14,01	13,70	9,47	8,90	4,4%	16,2%	18,9%	71,9%	83,0%
NDF 6m	17,34	16,86	15,86	16,10	12,61	10,11	2,8%	9,3%	7,7%	37,5%	71,5%
NDF 12m	19,74	18,46	17,67	18,60	14,56	13,04	6,9%	11,7%	6,1%	35,6%	51,3%
Rofex 6 m	17,50	16,64	15,64	11,36	10,31	9,88	5,2%	11,9%	54,0%	69,7%	77,2%
BADLAR privada	26,75	26,50	26,81	23,94	20,94	20,81	25 pb	-6 pb	281 pb	581 pb	594 pb
Call a 1 día	34,00	28,00	18,50	27,50	24,00	25,00	600 pb	1.550 pb	650 pb	1.000 pb	900 pb
BRL/USD Spot	3,89	3,96	3,99	3,75	3,84	2,98	-1,6%	-2,4%	3,8%	1,3%	30,7%
Futuro 6m	4,11	4,18	4,23	3,99	4,08	3,15	-1,6%	-2,7%	3,2%	0,9%	30,6%
Futuro 12m	4,31	4,37	4,47	4,22	4,27	3,30	-1,3%	-3,6%	2,3%	1,0%	30,8%
USD/EUR Spot	1,09	1,10	1,09	1,09	1,11	1,11	-1,2%	-0,3%	0,0%	-2,4%	-1,8%
Libor 1 m	0,44	0,44	0,43	0,28	0,20	0,18	0 pb	1 pb	16 pb	24 pb	26 pb
Libor 6 m	0,88	0,88	0,86	0,69	0,54	0,40	0 pb	2 pb	19 pb	35 pb	49 pb
UST 10 años	1,85	1,72	1,84	2,27	2,12	2,12	14 pb	1 pb	-41 pb	-27 pb	-26 pb

Indice de Materias Primas Qf (1)

IMP Qf	91	90	91	96	102	109	1,7%	0,1%	-4,6%	-10,0%	-15,8%
Agro (70.2%)	90	89	92	94	98	103	1,0%	-2,6%	-4,4%	-8,3%	-13,3%
Soja spot (60%)	315	316	326	333	322	363	-0,1%	-3,2%	-5,3%	-2,2%	-13,2%
Soja Futuro Jul16	320	320	329	338	322	363	-0,2%	-2,7%	-5,5%	-0,7%	-12,0%
Energía (11.5%)	78	73	67	90	103	116	5,9%	16,2%	-13,1%	-24,6%	-32,6%
Metales (9.3%)	132	129	126	127	137	153	2,3%	5,1%	4,4%	-3,5%	-13,8%

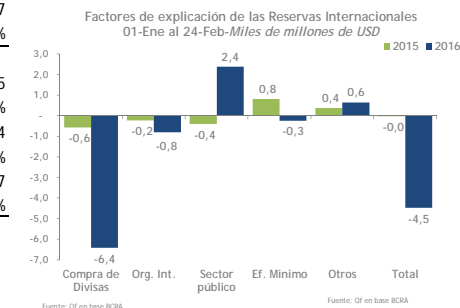
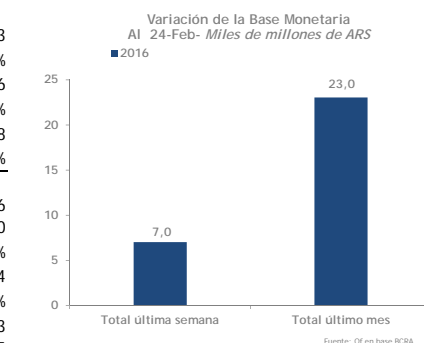
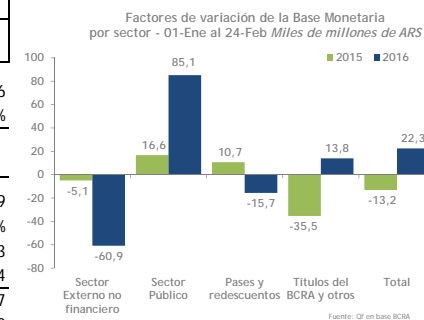
Índices Bursátiles (en moneda local)

MSCI Mundo	448	436	435	476	448	494	2,6%	2,8%	-6,0%	0,0%	-9,3%
S&P 500	1.986	1.952	1.903	2.092	1.921	2.099	1,8%	4,4%	-5,0%	3,4%	-5,3%
Euro Stoxx 50	3.012	2.877	2.952	3.331	3.180	3.583	4,7%	2,0%	-9,6%	-5,3%	-15,9%
MSCI Emergentes	43.456	41.839	41.572	44.833	43.636	50.224	3,9%	4,5%	-3,1%	-0,4%	-13,5%
MSCI Lat Am	61.677	58.888	56.383	60.793	62.307	66.819	4,7%	9,4%	1,5%	-1,0%	-7,7%
Merval	13.221	12.936	11.075	13.071	10.929	9.668	2,2%	19,4%	1,2%	21,0%	36,7%
Bovespa	44.893	41.888	38.596	45.361	46.498	50.468	7,2%	16,3%	-1,0%	-3,5%	-11,0%

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	24-feb-16	28.860	29.317	25.414	25.761	33.598	31.406	Millones	-458	3.446	3.098	-4.739	-2.546
									% nominal	-1,6%	13,6%	12,0%	-14,1%	-8,1%
Intervención cambiaria (2) (3)	USD	24-feb-16	-9	-27	-3	-17	-55	-27						
Liquidación CIARA (2)	USD	26-feb-16	71	88	114	74	89							
<b>Base Monetaria</b>	<b>ARS</b>	<b>24-feb-16</b>	<b>552.511</b>	<b>552.244</b>	<b>597.693</b>	<b>558.482</b>	<b>525.086</b>	<b>445.834</b>	<b>Millones</b>	<b>413</b>	<b>21.028</b>	<b>49.055</b>	<b>97.352</b>	<b>172.079</b>
									% nominal	0,0%	-7,6%	-1,1%	5,2%	23,9%
Lebac y Nobacs	ARS	24-feb-16	401.838	403.952	352.701	271.733	291.575	272.955	Millones	-2.114	49.137	130.105	110.263	128.883
Pases netos	ARS	24-feb-16	38.107	31.706	17.650	44.449	20.715	19.803	Millones	6.401	20.457	-6.342	17.392	18.304
Exp. de BM por S. Público	ARS	24-feb-16								-2.203	-5.040	44.154	102.631	154.077
Adelantos transitorios BCRA	ARS	15-feb-16	330.550	330.550	331.850	292.350	282.350	249.550	Millones	0	-1.300	38.200	48.200	81.000
<b>Agregados Monetarios (4)</b>														
M2	ARS	24-feb-16	975.506	969.157	1.014.539	962.065	888.797	739.632	Millones	6.349	-39.033	13.441	86.709	235.873
									% nominal	0,7%	-3,8%	1,4%	9,8%	31,9%
M2 privado	ARS	24-feb-16	793.471	802.864	793.510	789.968	748.629	623.324	Millones	-9.393	-39	3.503	44.842	170.146
									% nominal	-1,2%	0,0%	0,4%	6,0%	27,3%
M3* privado	ARS	24-feb-16	1.428.702	1.428.718	1.401.522	1.294.498	1.211.648	1.000.544	Millones	-16	27.179	134.203	217.054	428.158
									% nominal	0,0%	1,9%	10,4%	17,9%	42,8%
<b>Depósitos Sector Público</b>	<b>ARS</b>	<b>24-feb-16</b>	<b>382.906</b>	<b>355.767</b>	<b>391.595</b>	<b>386.590</b>	<b>362.790</b>	<b>337.150</b>	<b>Millones</b>	<b>27.139</b>	<b>-8.689</b>	<b>-3.684</b>	<b>20.116</b>	<b>45.756</b>
<b>Depósitos Sector Privado</b>	<b>ARS</b>	<b>24-feb-16</b>	<b>1.059.829</b>	<b>1.055.723</b>	<b>1.024.975</b>	<b>936.904</b>	<b>868.598</b>	<b>717.068</b>	<b>Millones</b>	<b>4.105</b>	<b>34.854</b>	<b>122.925</b>	<b>191.231</b>	<b>342.760</b>
									% nominal	0,4%	3,4%	13,1%	22,0%	47,8%
En Moneda Nacional (5)	ARS	24-feb-16	881.988	885.448	868.469	850.315	791.344	648.864	Millones	-3.460	13.519	31.673	90.644	233.124
									% nominal	-0,4%	1,6%	3,7%	11,5%	35,9%
A la vista	ARS	24-feb-16	396.435	400.756	390.751	403.846	379.299	318.152	Millones	-4.321	5.684	-7.411	17.136	78.283
Plazo Fijo	ARS	24-feb-16	457.390	455.579	451.507	417.941	385.765	309.015	Millones	1.811	5.883	39.449	71.625	148.375
En Moneda Extranjera	USD	24-feb-16	11.587	11.417	11.310	8.947	8.316	7.820	Millones	170	277	2.640	3.271	3.767
									% nominal	1,5%	2,4%	29,5%	39,3%	48,2%
<b>Préstamos al Sector Privado</b>	<b>ARS</b>	<b>24-feb-16</b>	<b>826.572</b>	<b>819.781</b>	<b>822.721</b>	<b>783.071</b>	<b>705.919</b>	<b>606.867</b>	<b>Millones</b>	<b>6.791</b>	<b>3.851</b>	<b>43.501</b>	<b>120.653</b>	<b>219.705</b>
									% nominal	0,8%	0,5%	5,6%	17,1%	36,2%
En Moneda Nacional	ARS	24-feb-16	769.891	767.447	777.942	752.092	666.930	575.957	Millones	2.444	-8.051	17.799	102.961	193.934
									% nominal	0,3%	-1,0%	2,4%	15,4%	33,7%
Préstamos al Sector Público	ARS	24-feb-16	58.210	59.183	58.117	49.312	47.813	38.793	Millones	-973	93	8.898	10.397	19.417
									% nominal	-1,6%	0,2%	18,0%	21,7%	50,1%
<b>Ratio de liquidez bancaria (6)</b>														
Total		24-feb-16	29,9%	24,9%	23,7%	21,6%	20,8%	24,2%						
En pesos		24-feb-16	22,3%	19,9%	18,4%	15,5%	15,1%	17,3%						
En dólares		24-feb-16	82,7%	83,1%	85,6%	97,9%	87,6%	107,0%						



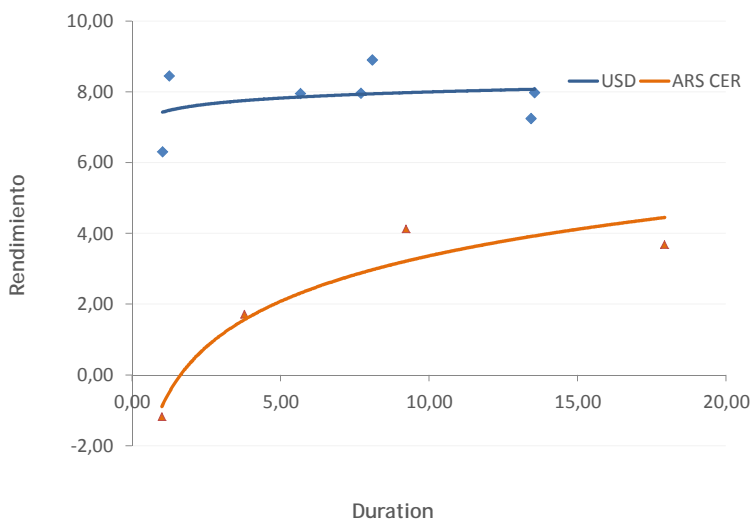
Notas: (1) Salvo que se aclare lo contrario son valores punta (2) Promedio diario (3) Valores Negativos significa venta de dólares y Positivos, compra de dólares por parte de la autoridad monetaria (4) M1 = Billetes y monedas + Cta. Cte. - Uso FUCO, M2 = M1 + Caja de Ahorro, M3 = M2 + Plazo Fijo, M3\*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



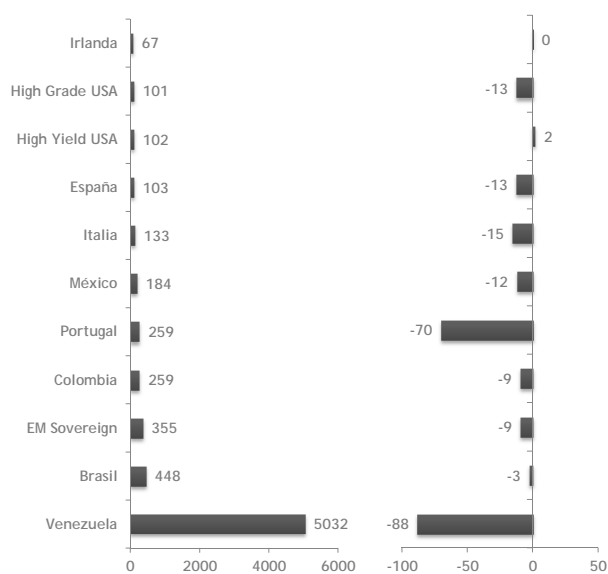
ARS/USD **15,66**      BADLAR **26,8**      CER **5,36**  
 CCL (BONARX) **15,74**  
 MEP (BONARX) **15,70**

	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>														
GLOBAL17	115,75	100,41	101,41	98,7%	8,75	1,25	8,44	8,60	02/06/2016	02/06/2017	950		6,7%	NY
BONAR X (2017)		103,47	103,60	100,9%	7,00	1,03	6,30	6,18	17/04/2016	17/04/2017	7.340	0,3%	8,5%	AR
BONAR 24		107,67	107,87	104,8%	8,75	5,67	7,95	7,92	07/05/2016	07/05/2024	6.360	-0,6%	12,5%	AR
DISC USD ARL		102,50	103,50	103,0%	8,28	7,70	7,95	7,83	30/06/2016	31/12/2033	4.901	-1,0%	12,8%	AR
DISC USD NYL	115,50	96,81	97,81	97,3%	8,28	8,09	8,90	9,02	30/06/2016	31/12/2033	3.966		11,5%	NY
PAR USD ARL		62,00	65,00	62,8%	2,50	13,43	7,24	6,90	31/03/2016	31/12/2038	1.230	-2,4%	15,6%	AR
PAR USD NYL	64,75	59,91	60,91	60,4%	2,50	13,56	7,97	8,02	31/03/2016	31/12/2038	5.297		14,0%	NY
<b>Bonos USD-linked</b>														
Bonad 2016	1453,47	93,10	49,4%	1,75	0,65	14,97	1753,90		28/04/2016	28/10/2016	983	-0,7%		AR
Bonad 2018	1342,35	1342,35	85,2%	2,40	2,04	11,08	11,08		18/03/2016	18/03/2018	654	-1,5%		AR
<b>Bonos ajustables por BADLAR</b>														
Bonar 2017	103,75	104,00	103,9%	28,69	0,67	34,19	33,83	s/Badlar	28/03/2016	28/03/2017	126	-0,2%	N/D	AR
<b>Bonos ajustables por Lebac</b>														
BONAC 01/03/2016	105,30	105,30							31/03/2016	31/03/2016	658	0,6%		AR
BONAC 01/05/2016	101,50	101,50							07/05/2016	09/05/2016	1.352	0,5%		AR
BONAC 01/07/2016	105,80	105,80							14/03/2016	12/07/2016	759	1,0%		AR
BONAC 01/09/2016	107,50	107,50							30/03/2016	30/09/2016	466	2,2%		AR
<b>Bonos ajustables por CER</b>														
s/TIPS														
BOGAR 18	126,00	127,00	98,4%	2,00	1,01	-1,18	-1,97	-109	04/04/2016	04/02/2018	1.591	-4,5%	10,9%	AR
PRO 13	362,00	364,00	99,9%	2,00	3,78	1,71	1,56	150	15/03/2016	15/03/2024	535	-0,7%	#¡VALOR!	AR
DISC ARS	546,00	549,00	110,6%	5,83	9,23	4,12	4,06	329	30/06/2016	31/12/2033	3.616	-0,4%	18,1%	AR
PAR ARS	274,00	277,00	72,8%	1,18	17,93	3,68	3,61	242	31/03/2016	31/12/2038	979	-1,4%	4,3%	AR
<b>Unidades ligadas al PBI</b>														
Cupon USD - Ley NY.	11,50	11,70							15/12/2016		17.000	-1,3%	19,0%	NY
Cupon USD - Ley Arg.	11,40	11,65							15/12/2016		3.100	-1,1%	17,2%	AR
Cupon EUR	10,90	11,00							15/12/2016		20.617	-1,8%	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	
<b>High grade</b>													
Petrobras 2017	Oil&Gas	USD	BB / BB+ / B3	100,09	100,09	5,88	1,11	5,79	5,79	509	-126	15/05/2017	300
YPF 2017	Oil&Gas	USD	- / - / -	93,75	95,25	1,29	1,13	7,06	5,66	648	1	30/04/2017	89
Arcor 2017	Food	USD	- / B / B2	101,35	102,85	7,25	1,52	6,38	5,43	462	-67	09/11/2017	200
YPF 2018	Oil&Gas	USD	- / CCC+ / Caa1	103,20	103,20	8,88	2,39	7,57	7,57	659	52	19/12/2018	862
PAE 2021	Oil&Gas	USD	- / B / B2 / *-	97,50	99,00	7,88	4,05	8,48	8,11	739	143	07/05/2021	500
YPF 2024	Oil&Gas	USD	- / CCC+ / Caa1	99,50	100,25	8,75	5,49	8,84	8,70	716	179	04/04/2024	1.325
YPF 2028	Oil&Gas	USD	NR / CCC+ / -	101,25	101,25	10,00	6,89	9,82	9,82	785	277	02/11/2028	15
<b>High Yield</b>													
B. Hip. 2016	Banks	USD	B- / NR / Caa1	99,88	99,88	9,75	0,13	10,32	10,32	1.002	326	27/04/2016	89
Transener 2016	Electric	USD	CCC / WD / -	100,00	100,00	8,88	0,72	8,84	8,84	827	179	15/12/2016	53
B. Macro 2017	Banks	USD	- / CCC / Caa1	102,00	102,00	8,50	0,85	6,16	6,16	553	-89	01/02/2017	106
TGS 2017	Pipelines	USD	B- / WD / Caa1	99,50	99,50	7,88	1,08	8,31	8,31	809	126	14/05/2017	123
HPDA 2017	Utilities	USD	B- / B- / -	99,00	99,00	8,50	0,84	9,67	9,67	904	262	02/02/2017	150
Galicia 2017	Diversified Finan	USD	- / CCC / -	103,00	103,00	9,00	0,84	5,48	5,48	486	-157	28/01/2017	67
Galicia 2018	Banks	USD	B- / - / Caa1	103,50	104,75	8,75	1,89	6,97	6,35	485	-9	04/05/2018	300
CAPEX 2018	Electric	USD	B- / CCC+ / -	98,50	100,00	10,00	1,68	10,85	10,00	999	380	10/03/2018	200
Galicia 2019	Banks	USD	- / - / Caa2	104,00	106,00	16,00	2,31	14,26	13,45	70	721	01/01/2019	218
Edenor 2022	Electric	USD	/ /	103,00	103,00	9,75	4,68	9,13	9,13	759	208	25/10/2022	176
IRSA 2020	Real Estate	USD	B- / B- / -	108,75	108,75	11,50	3,39	9,02	9,02	777	197	20/07/2020	150
IMPISA 2020	Metal Fabricate/I	USD	NR / NR / -	10,50	10,50	10,38	1,24	110,78	110,78	10.949	10373	30/09/2020	390
B. Macro 2036	Banks	USD	- / CC / Ca	99,00	101,00	9,75	0,71	8,22	8,02	1.051	117	18/12/2036	149
<b>Bonos provinciales</b>													
Cordoba 2017	Provincial	USD	B- / - / Caa2	105,25	106,75	12,38	1,30	8,42	7,35	767	137	17/08/2017	596
PBA Disc 2017	Provincial	USD	B- / - / Caa2	100,00	102,00	9,25	0,99	9,23	7,32	872	218	15/04/2017	98
CABA 2017	Municipal	USD	B- / CCC / Caa2	103,94	104,77	9,95	0,93	5,77	4,92	511	-128	01/03/2017	415
Mendoza 2018	Provincial	USD	B- / - / Caa2	93,00	96,00	5,50	2,25	8,69	7,29	995	164	04/09/2018	68
PBA 2018	Provincial	USD	B- / - / Caa2	103,50	104,50	9,38	2,13	7,82	7,38	689	77	14/09/2018	475
Chubut 2020	Provincial	USD	- / - / B2	98,00	100,00	7,75	3,58	8,30	7,75	803	125	01/07/2020	52
PBA 2021	Provincial	USD	B- / - / Caa2	107,50	108,50	10,88	3,75	8,94	8,70	740	189	26/01/2021	750
PBA 2021	Provincial	USD	/ /	104,75	106,75	9,95	3,98	8,80	8,33	740	175	09/06/2021	900
CABA 2021	Municipal	USD	B- / CCC / Caa2	107,38	108,36	8,95	3,98	7,15	6,92	560	10	19/02/2021	500
Neuquen 2021	Provincial	USD	CCC+ / *+ / - / -	98,00	100,00	7,88	4,14	8,36	7,87	790	131	26/04/2021	166
Salta 2022	Provincial	USD	CCC+ / *+ / CCC / -	100,69	102,51	9,50	4,46	9,35	8,96	833	230	16/03/2022	136
PBA Par 2028	Provincial	USD	B- / - / Caa2	104,00	105,00	9,63	6,93	9,07	8,94	715	202	18/04/2028	400
PBA Par 2035	Provincial	USD	B- / - / Caa2	64,00	66,00	4,00	11,30	7,59	7,33	739	54	15/05/2035	446