

Redescubriendo la curva de rendimientos de Argentina

El fallo de la Cámara de Apelaciones de Estados Unidos que ratifica el fallo del Juez Griesa permite ir cerrando la litigiosidad en el proceso de reestructuración de la deuda Argentina, algo bastante descontando en los precios de mercado. Aún así, la curva de rendimientos de Argentina sigue mostrando niveles más elevados que muchos países de la región aunque acercándose a comparables, con realineamientos recientes superiores en los tramos corto y medio de la curva que ya muestra pendiente positiva.

Ante la inminencia de la colocación de deuda en el exterior, surge la cuestión sobre el rendimiento que tendrán esas colocaciones. Al respecto, cabe considerar: (1) las actuales cotizaciones de los títulos argentinos en el mercado secundario, (2) las características particulares de liquidez de esos títulos reforzada por el impacto que tendrá en el índice de referencia (EMBI+), (3) la calidad crediticia, compuesta, entre otros, por la regularización y credibilidad de Argentina, su dinámica de la deuda junto con los diferenciales de legislación aplicable y (4) el “premio” por una emisión primaria para atraer órdenes de compra. Los bonos a ser emitidos en el marco del acuerdo con los *holdouts* serán con vencimiento a 5, 10 y 30 años. Para analizar el posible rendimiento de estos bonos tomamos como referencia un bono de *duration* de 10 años, que consideramos *benchmark* en términos de la nueva deuda a ser emitida y descomponemos su rendimiento.

La tabla siguiente presenta el rendimiento relativo de diversos países de la región para esa *duration*. Puede verse que Argentina está casi 300 puntos básicos por encima de Brasil y entre 350 y 400 respecto de Paraguay o Colombia. A la derecha se calcula un rendimiento posible de la nueva emisión ajustando el bono de referencia actualmente en circulación por los factores de incidencia mencionados anteriormente, que deberían ir corrigiéndose de inmediato en la emisión venidera.

Daniel Marx
Ernesto Gaba - Consejero
Virginia Fernández
Fernando Baer

Quantum Finanzas

+54 11 4345 0003

Econométrica
Mario Brodersohn
Juan Sommer

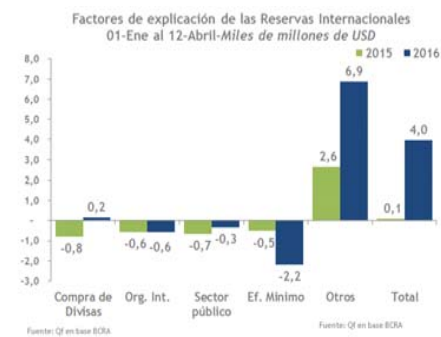
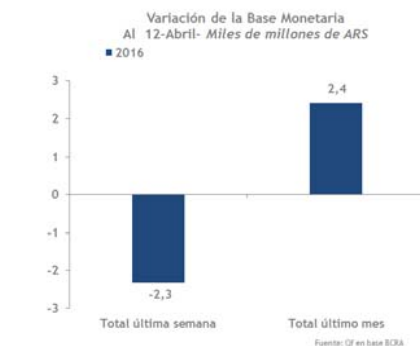
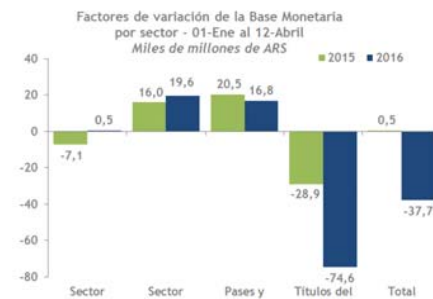
	Duration 10 años		Estimación composición rendimiento nueva colocación
Argentina	8,17%	→	(1) Rendimiento s/cotiz. actual 8,17%
Brasil	5,65%		(2) Liquidez s/EMBI+ (-) 0,20%
Colombia	4,18%		(3) Calidad crediticia y otros (-) 0,45%
Paraguay	4,65%		(4) Prima nueva emisión (+) 0,30%
Perú	3,15%		Rendimiento corregido 7,82%

Fuente: AI 13/4. Qf en base a Bloomberg y estimaciones propias.

La evolución de los avances en la política económica y sus resultados irán definiendo el sendero de reducción de los diferenciales (*spreads*) de rendimiento con el de otros países de la región. En este sentido, la curva de rendimientos de Argentina podría continuar en lo inmediato el sendero de acercamiento al resto, particularmente en la parte más corta. Con esa misma lógica, con la normalización, habría subas en precios adicionales más fuertes en el tramo largo, que generan mayores ganancias de capital.



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	12-abr-16	29.528	29.544	28.145	25.610	27.635	31.524	Millones	-16	1.383	3.918	1.893	-1.996
									% nominal	-0,1%	4,9%	15,3%	6,9%	-6,3%
Intervención cambiaria (2) (3)	USD	12-abr-16	60	14	25	0	-28	-24						
Liquidación CIARA (2)	USD	08-abr-16	69	76	83	81	89							
Base Monetaria	ARS	12-abr-16	586.152	600.988	583.729	620.175	550.024	463.080	Millones	413	21.028	49.055	97.352	172.079
									% nominal	-2,5%	0,4%	-5,5%	6,6%	26,6%
Lebac y Nobacs	ARS	12-abr-16	490.592	476.278	471.733	368.039	296.643	278.463	Millones	14.313	18.859	122.552	193.948	212.128
Pases netos	ARS	12-abr-16	9.851	13.787	7.968	18.141	16.223	11.799	Millones	-3.936	1.883	-8.290	-6.372	-1.948
Exp. de BM por S. Público	ARS	12-abr-16							Millones	-2.167	27.229	17.971	9.440	180.496
Adelantos transitorios BCRA	ARS	31-mar-16	327.850	327.850	329.850	331.850	257.750	249.150	Millones	0	-2.000	-4.000	70.100	78.700
Agregados Monetarios (4)														
M2	ARS	12-abr-16	928.350	938.253	953.843	1.014.963	912.395	757.019	Millones	-9.903	-25.493	-86.613	15.955	171.331
									% nominal	-1,1%	-2,7%	-8,5%	1,7%	22,6%
M2 privado	ARS	12-abr-16	816.333	837.387	821.817	829.773	770.377	642.923	Millones	-21.054	-5.484	-13.440	45.956	173.410
									% nominal	-2,5%	-0,7%	-1,6%	6,0%	27,0%
M3* privado	ARS	12-abr-16	1.457.488	1.479.221	1.466.147	1.429.861	1.259.228	1.049.041	Millones	-21.733	-8.659	27.627	198.260	408.447
									% nominal	-1,5%	-0,6%	1,9%	15,7%	38,9%
Depósitos Sector Público	ARS	12-abr-16	366.499	340.340	363.287	342.853	354.940	311.802	Millones	26.159	3.212	23.646	11.559	54.696
Depósitos Sector Privado	ARS	12-abr-16	1.084.771	1.108.531	1.086.431	1.038.079	903.585	755.661	Millones	-23.760	-1.660	46.692	181.186	329.111
									% nominal	-2,1%	-0,2%	4,5%	20,1%	43,6%
En Moneda Nacional (5)	ARS	12-abr-16	911.658	933.249	906.977	889.043	815.166	686.969	Millones	-21.591	4.681	22.615	96.492	224.689
									% nominal	-2,3%	0,5%	2,5%	11,8%	32,7%
A la vista	ARS	12-abr-16	412.943	436.418	414.476	409.009	387.808	324.505	Millones	-23.475	-1.533	3.934	25.135	88.438
Plazo Fijo	ARS	12-abr-16	468.042	466.552	464.876	451.053	400.432	337.427	Millones	1.490	3.166	16.989	67.610	130.615
En Moneda Extranjera	USD	12-abr-16	11.906	11.931	11.870	10.972	9.324	7.758	Millones	-25	36	934	2.582	4.148
									% nominal	-0,2%	0,3%	8,5%	27,7%	53,5%
Préstamos al Sector Privado	ARS	12-abr-16	841.710	839.498	836.609	817.236	737.965	625.058	Millones	2.212	5.102	24.474	103.745	216.652
									% nominal	0,3%	0,6%	3,0%	14,1%	34,7%
En Moneda Nacional	ARS	12-abr-16	778.941	779.073	778.902	776.228	703.257	590.677	Millones	-132	39	2.713	75.684	188.264
									% nominal	0,0%	0,0%	0,3%	10,8%	31,9%
Préstamos al Sector Público	ARS	12-abr-16	59.311	59.846	58.643	59.619	57.385	50.946	Millones	-535	668	-308	1.926	8.365
									% nominal	-0,9%	1,1%	-0,5%	3,4%	16,4%
Ratio de liquidez bancaria (6)														
Total		12-abr-16	152,8%	170,2%	152,1%	179,3%	164,8%	137,6%						
En pesos		12-abr-16	15,4%	18,1%	14,7%	15,4%	19,8%	20,1%						
En dólares		12-abr-16	981,6%	1088,2%	926,9%	1203,8%	1746,2%	1357,2%						



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 **14,30** BADLAR **30,1** CER **5,63**
 CCL (BONARX) **14,33**
 MEP (BONARX) **14,30**

	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	120,00	104,71	105,46	101,8%	8,75	1,15	-8,75	-9,29	-933	02/06/2016	02/06/2017	950	-12,4%	6,7%	NY
BONAR X (2017)		102,00	102,25	102,2%	7,00	0,95	4,97	4,71	444	17/10/2016	17/04/2017	7.340	-3,3%	8,5%	AR
BONAR 24		111,35	112,15	107,6%	8,75	5,60	7,51	7,38	576	07/05/2016	07/05/2024	6.360	2,4%	12,4%	AR
DISC USD ARL		105,25	107,25	106,1%	8,28	7,65	7,62	7,38	574	30/06/2016	31/12/2033	4.901	3,1%	12,8%	AR
DISC USD NYL	123,25	104,63	106,88	105,8%	8,28	8,16	5,93	5,71	405	30/06/2016	31/12/2033	3.966	-13,3%	11,4%	NY
PAR USD ARL		68,10	71,00	69,5%	2,50	14,00	6,59	6,29	471	30/09/2016	31/12/2038	1.230	-2,1%	15,5%	AR
PAR USD NYL	67,60	62,78	63,28	63,0%	2,50	13,96	6,66	6,60	479	30/09/2016	31/12/2038	5.297	-6,0%	14,0%	NY

Bonos USD-linked															
Bonad 2016		1387,37	97,44	51,9%	1,75	0,54	9,41	2764,23		28/04/2016	28/10/2016	983	-1,7%		AR
Bonad 2018		1272,92	1272,92	88,8%	2,40	1,92	8,90	8,90		18/09/2016	18/03/2018	654	-2,5%		AR

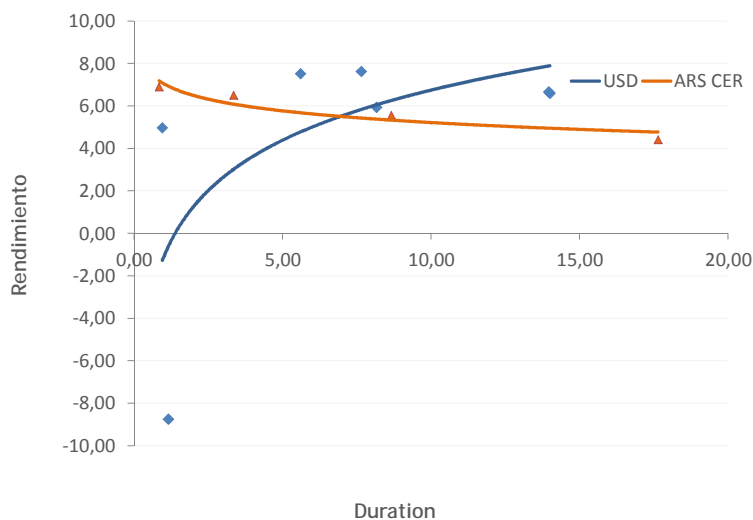
Bonos ajustables por BADLAR															
Bonar 2017		99,63	99,88	99,8%	32,25	0,59	39,98	39,56	s/Badlar 9,73	28/06/2016	28/03/2017	126	-1,1%	N/D	AR

Bonos ajustables por Lebac														
BONAC 01/03/2016		107,61	107,61						#N/A Field Not Appl	31/03/2016	0	0,0%		AR
BONAC 01/05/2016		104,97	104,97						07/05/2016	09/05/2016	1.480	0,7%		AR
BONAC 01/07/2016		100,90	101,50						14/03/2016	12/07/2016	831	0,3%		AR
BONAC 01/09/2016		102,10	102,10						30/06/2016	30/09/2016	511	0,4%		AR

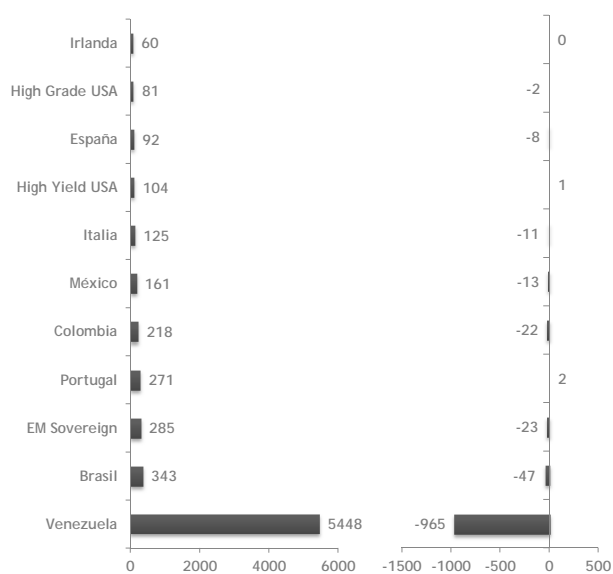
Bonos ajustables por CER															
BOGAR 18		118,50	119,50	95,7%	2,00	0,84	6,90	5,93	726	04/05/2016	04/02/2018	1.678	-0,1%	10,9%	AR
PRO 13		314,00	318,00	84,9%	2,00	3,35	6,51	6,14	656	15/05/2016	15/03/2024	603	-2,3%	#¡VALOR!	AR
DISC ARS		509,00	510,00	94,3%	5,83	8,67	5,55	5,53	494	30/06/2016	31/12/2033	4.160	-0,8%	17,0%	AR
PAR ARS		260,00	263,00	67,3%	1,18	17,65	4,41	4,33	331	30/09/2016	31/12/2038	1.126	0,6%	4,3%	AR

Unidades ligadas al PBI														
Cupon USD - Ley NY.		10,75	11,00							15/12/2016	17.000	-1,4%	18,9%	NY
Cupon USD - Ley Arg.		10,25	10,75							15/12/2016	3.100	-1,2%	17,1%	AR
Cupon EUR		10,00	10,25							15/12/2016	21.413	-82,0%	16,2%	ENG

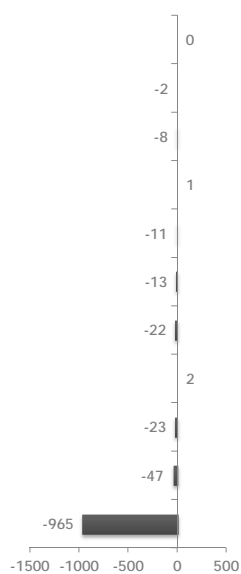
Bonos soberanos: curva de rendimientos



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	98,96	98,96	5,88	0,99	6,89	6,89	635	24	15/05/2017	300
YPF 2017	Oil&Gas	USD	- / - / -	95,13	96,63	1,29	1,02	6,44	4,90	594	-22	30/04/2017	89
Arcor 2017	Food	USD	- / B+ / B2	100,00	101,50	7,25	1,40	7,25	6,22	686	59	09/11/2017	200
YPF 2018	Oil&Gas	USD	- / B / Caa1	105,75	105,75	8,88	2,30	6,48	6,48	565	-17	19/12/2018	862
PAE 2021	Oil&Gas	USD	- / B+ / B2 / -	98,25	99,50	7,88	3,94	8,30	8,00	734	165	07/05/2021	500
YPF 2024	Oil&Gas	USD	- / B / Caa1	101,25	102,00	8,75	5,65	8,53	8,40	699	187	04/04/2024	1.325
YPF 2028	Oil&Gas	USD	NR / B / -	101,25	101,25	10,00	6,78	9,82	9,82	797	317	02/11/2028	15
High Yield													
B. Hip. 2016	Banks	USD	B- / NR / Caa1	100,05	100,05	9,75	0,02	6,85	6,85	663	20	27/04/2016	89
Transener 2016	Electric	USD	CCC / WD / -	99,50	99,50	8,88	0,60	9,65	9,65	923	299	15/12/2016	53
B. Macro 2017	Banks	USD	- / CCC / Caa1	102,38	102,38	8,50	0,74	5,33	5,33	487	-132	01/02/2017	106
TGS 2017	Pipelines	USD	B- / WD / Caa1	100,00	100,00	7,88	0,97	7,87	7,87	747	121	14/05/2017	123
HPDA 2017	Utilities	USD	B- / B / -	99,00	99,00	8,50	0,73	9,82	9,82	936	317	02/02/2017	75
Galicia 2017	Diversified Finan	USD	- / CCC / -	102,00	102,00	9,00	0,73	6,28	6,28	582	-37	28/01/2017	67
Galicia 2018	Banks	USD	B- / - / Caa1	103,75	105,00	8,75	1,78	6,75	6,10	-322	9	04/05/2018	300
CAPEX 2018	Electric	USD	B- / B / -	99,88	100,75	10,00	1,67	10,06	9,54	934	340	10/03/2018	200
Galicia 2019	Banks	USD	- / - / Caa2	103,00	106,00	16,00	2,19	14,63	13,36	-547	797	01/01/2019	218
Edenor 2022	Electric	USD	/ /	103,35	103,35	9,75	4,57	9,06	9,06	767	240	25/10/2022	176
IRSA 2020	Real Estate	USD	B- / B / -	107,00	107,00	11,50	3,27	9,45	9,45	836	280	20/07/2020	71
IMPISA 2020	Metal Fabricate/I	USD	NR / NR / -	7,50	7,50	10,38	1,47	116,15	116,15	11.503	10950	30/09/2020	390
B. Macro 2036	Banks	USD	- / CC / Ca	99,75	101,00	9,75	0,61	8,15	8,02	969	149	18/12/2036	149
Bonos provinciales													
Cordoba 2017	Provincial	USD	B- / - / Caa2	105,50	106,50	12,38	1,19	7,90	7,13	730	124	17/08/2017	596
PBA Disc 2017	Provincial	USD	B- / - / Caa2	100,50	102,50	9,25	0,93	8,71	6,60	807	205	15/04/2017	65
CABA 2017	Municipal	USD	B- / B / Caa2	104,19	105,20	9,95	0,82	4,94	3,78	443	-172	01/03/2017	415
Mendoza 2018	Provincial	USD	B- / - / Caa2	93,00	96,00	5,50	2,14	8,83	7,36	1.052	217	04/09/2018	58
PBA 2018	Provincial	USD	B- / - / Caa2	105,50	106,50	9,38	2,12	6,85	6,41	601	19	14/09/2018	475
Chubut 2020	Provincial	USD	- / - / B2	98,00	100,00	7,75	3,53	8,32	7,75	809	166	01/07/2020	49
PBA 2021	Provincial	USD	B- / - / Caa2	110,00	111,00	10,88	3,66	8,29	8,05	669	163	26/01/2021	750
PBA 2021	Provincial	USD	/ /	105,50	106,13	9,95	3,87	8,60	8,45	728	194	09/06/2021	900
CABA 2021	Municipal	USD	B- / B / Caa2	107,47	108,31	8,95	3,87	7,09	6,89	568	44	19/02/2021	500
Neuquen 2021	Provincial	USD	B- / - / -	98,00	100,00	7,88	4,02	8,37	7,87	808	171	26/04/2021	166
Salta 2022	Provincial	USD	CCC+ / * / B / -	102,05	103,80	9,50	4,46	9,05	8,67	791	239	16/03/2022	131
PBA 2024	Provincial	USD	/ /	104,81	105,50	9,13	5,58	8,28	8,16	664	162	16/03/2024	1.250
PBA Par 2028	Provincial	USD	B- / - / Caa2	106,50	108,00	9,63	7,20	8,74	8,55	685	208	18/04/2028	400
PBA Par 2035	Provincial	USD	B- / - / Caa2	67,50	69,50	4,00	11,42	7,15	6,90	680	49	15/05/2035	446