

**Recalculando: Nueva serie de un PBI menor y un piso para el precio del cupón PBI (reduciendo riesgos más allá de lo financiero)**

En el día de ayer el INDEC dio a conocer la evolución del PBI al primer trimestre de 2016, que registró una caída trimestral de 0,7% (sin estacionalidad). Más importante para el cálculo del precio del cupón es que también dio a conocer la serie completa 2004-2015, corrigiendo los desvíos en su medición por los años precedentes. Potencialmente, estas revisiones podrían dar lugar a discusiones por reclamos que, pensamos, se buscan mitigar con el esquema de opciones de compra-venta dadas a conocer por el Ministerio de Hacienda el 28 de junio de 2016.

La tabla que sigue presenta las series en ARS millones (precios constantes) y las diferencias acumuladas en variaciones porcentuales, lo cual que implicó una sobreestimación del tamaño del PBI de 2015, calculado sobre precios del 2004, del 21,6%. Se observa que la diferencia se explica por la combinación de los efectos de menor crecimiento real ahora calculado para el período 2004-2015 y por menor PBI del año 2004 a precios de ese momento (10,5%).

Revisión PBI			
Base 2004, ARS millones a precios constantes			
	Anterior	Revisada	Diferencia
2004	535.828	485.115	10,5%
2015*	876.300	720.641	21,6%

\* Datos al tercer semestre.

Fuente: Qf en base a INDEC.

El Ministerio de Hacienda y Finanzas informó también que ofrecerá a los tenedores de los cupones-PBI la opción voluntaria de compra o venta a ejecutarse en diciembre de 2016 a precios predeterminados. Entendemos que, en la práctica, se le está poniendo un piso al precio ya que la revisión efectuada puede resultar en una disminución sensible en el valor presente de los potenciales pagos futuros derivados de la fórmula del mismo cupón. En efecto, la opción de venta del tenedor fija un precio de ejercicio de entre USD 10 y 10,25 por unidad de cupón (según especie). Ese precio es el prevaleciente en el mercado al momento en que se

Daniel Marx  
Ernesto Gaba - Consejero  
Virginia Fernández  
Fernando Baer

Quantum Finanzas

+54 11 4345 0003

Econométrica  
Mario Brodersohn  
Juan Sommer

hizo el anuncio, pero no necesariamente coincidente con el que podría llegar a ser luego de presentada la serie del PBI corregida en un escenario donde se aclare la interpretación del parámetro de empalme entre las series anteriores de PBI. Esto es, a precios de 1993, con las recientemente publicadas, ya que el PBI se busca pagar sobre crecimientos reales (no por precios) pero el monto varía según el tamaño del PBI del cual se parte (este, particularmente si medido en USD está afectado por el tipo de cambio real de cada momento).

Entonces, la combinación de sobreestimación de la tasa de crecimiento acumulada (y el nivel de PBI base), el "cap" en el total de pagos, la fecha de expiración del cupón (2035) y la definición de la fecha de empalme de las series base 2004/base 1993 (la de los prospectos de emisión), hacen que el precio del cupón podría resultar en algo significativamente distinto al de mercado previo al anuncio del recálculo del PBI.

Si el empalme se decidiese en el año 2004, la opción de venta a USD 10-10,25 parece una opción atractiva. En cambio, si se decidiese en el año 2012, la conclusión es la opuesta, tal cual se observa en la tabla siguiente. Allí se muestran precios con ese año más reciente de empalme, en base a los supuestos de crecimiento y diferencial de tasa de descuento sobre curva soberana actual.

#### Estimación precio cupón según año empalme 2012

USD

##### Empalme 2012

Y = tasa crecimiento gatilla pago.

N = tasa crecimiento no gatilla pago.

		2017	Y	N	Y	N
		2018	Y	Y	N	N
Spread sobre curva soberana	+ 0 pbs.		23,09	19,38	19,36	15,78
	+ 500 pbs.		16,84	13,53	13,66	10,46
	+ 800 pbs.		14,10	11,01	11,21	8,22
	+ 1000 pbs.		12,74	9,78	10,01	7,15

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

Si se calculase con factor de empalme para la base de 2004, los precios de los cupones serían sustancialmente inferiores a los mostrados precedentemente. En nuestra visión, si bien puede argumentarse que la letra de la documentación de emisión de este título puede estar sujeta a más de una interpretación (base 2012 o 2004), el ejemplo numérico contenido allí y la práctica al momento de emisión dan fuertes argumentos al gobierno para defender el factor de empalme con base 2004. La posibilidad de entrar en las opciones busca acotar el eventual margen de discusión.



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	14,93	14,40	13,99	14,79	12,93	9,09	3,7%	6,8%	1,0%	15,5%	64,2%
Impl en Bonar X	15,03	14,50	14,00	14,77	13,70		3,6%	7,3%	1,7%	9,7%	
NDF 1m	15,12	14,14	14,37	15,03	13,30	9,20	6,9%	5,2%	0,6%	13,7%	64,4%
NDF 6m	16,53	16,28	15,78	16,93	15,00	10,90	1,5%	4,8%	-2,4%	10,2%	51,7%
NDF 12 m	18,12	17,75	17,41	18,78	17,80	13,53	2,1%	4,1%	-3,5%	1,8%	34,0%
Rofex 6 m	16,44	16,14	15,70	16,90	14,49	9,94	1,9%	4,7%	-2,7%	13,5%	65,4%
BADLAR privada	27,50	28,13	31,25	29,81	27,25	20,00	-63 pb	-375 pb	-231 pb	25 pb	750 pb
Call a 1 día	26,75	27,25	34,50	35,00	19,00	21,00	-50 pb	-775 pb	-825 pb	775 pb	575 pb
BRL/USD Spot	3,20	3,34	3,61	3,55	3,96	3,15	-4,1%	-11,3%	-9,9%	-19,2%	1,7%
Futuro 6m	3,38	3,52	3,80	3,75	4,20	3,35	-3,9%	-11,1%	-9,8%	-19,6%	0,8%
Futuro 12m	3,53	3,67	3,97	3,92	4,46	3,55	-3,8%	-10,9%	-9,9%	-20,8%	-0,4%
USD/EUR Spot	1,11	1,14	1,11	1,14	1,09	1,11	-2,4%	-0,2%	-2,5%	2,3%	0,5%
Libor 1 m	0,47	0,45	0,47	0,44	0,43	0,19	1 pb	0 pb	3 pb	4 pb	28 pb
Libor 6 m	0,91	0,93	0,99	0,90	0,85	0,45	-2 pb	-8 pb	1 pb	7 pb	47 pb
UST 10 años	1,48	1,75	1,85	1,77	2,27	2,42	-26 pb	-36 pb	-29 pb	-79 pb	-94 pb

Indice de Materias Primas Qf (1)

IMP Qf	113	111	114	95	93	115	1,9%	-1,0%	19,5%	21,5%	-1,9%
Agro (70.2%)	112	110	114	93	91	110	1,8%	-1,6%	19,9%	22,5%	1,3%
Soja spot (60%)	416	413	396	337	320	384	0,7%	5,0%	23,3%	30,0%	8,5%
Soja Futuro Jul16	416	413	396	340	322	371	0,7%	5,0%	22,3%	29,2%	12,3%
Energía (11.5%)	109	107	110	82	83	128	2,4%	-0,7%	32,6%	31,7%	-14,4%
Metales (9.3%)	133	130	128	130	129	150	2,1%	3,6%	2,0%	3,1%	-11,5%

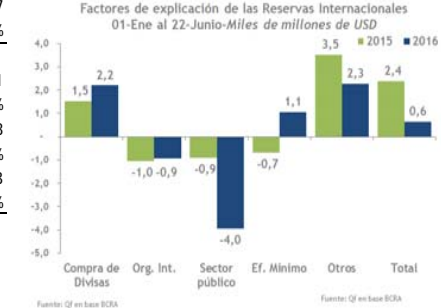
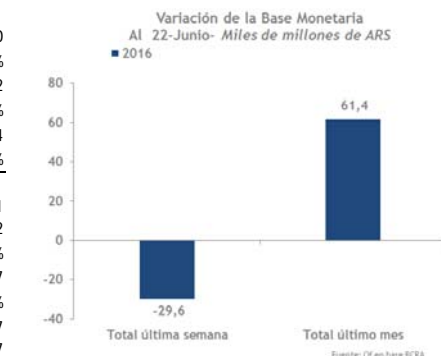
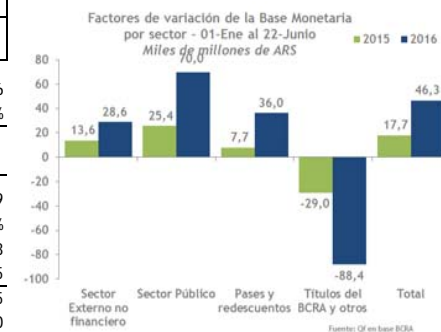
Indices Bursátiles (en moneda local)

MSCI Mundo	456	467	467	458	469	491	-2,4%	-2,4%	-0,4%	-2,7%	-7,0%
S&P 500	2.075	2.113	2.097	2.073	2.044	2.077	-1,8%	-1,1%	0,1%	1,5%	-0,1%
Euro Stoxx 50	2.839	3.038	3.063	2.953	3.268	3.496	-6,6%	-7,3%	-3,9%	-13,1%	-18,8%
MSCI Emergentes	44.902	45.547	45.011	45.151	44.488	50.506	-1,4%	-0,2%	-0,6%	0,9%	-11,1%
MSCI Lat Am	66.255	66.977	64.209	66.347	59.271	68.331	-1,1%	3,2%	-0,1%	11,8%	-3,0%
Merval	14.632	14.243	12.682	13.180	11.675	11.671	2,7%	15,4%	11,0%	25,3%	25,4%
Bovespa	50.779	51.560	48.472	50.562	43.350	52.758	-1,5%	4,8%	0,4%	17,1%	-3,7%

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	22-jun-16	32.045	31.219	31.643	29.886	24.858	33.821	Millones	826	402	2.159	7.187	-1.776
								% nominal	2,6%	1,3%	7,2%	28,9%	-5,3%	
Intervención cambiaria (2) (3)	USD	22-jun-16	1	80	39	43	19	-22						
Liquidación CIARA (2)	USD	16-jun-16	87	121	113	107	89							
<b>Base Monetaria</b>	ARS	22-jun-16	642.135	612.542	579.973	594.243	631.161	487.533	Millones	413	21.028	49.055	97.352	172.079
								% nominal	4,8%	10,7%	8,1%	1,7%	31,7%	
Lebac's y Nobac's	ARS	22-jun-16	494.249	519.569	491.352	458.486	289.626	301.671	Millones	-25.320	2.897	35.763	204.623	192.578
Pases netos	ARS	22-jun-16	35.946	19.074	39.068	29.645	46.170	15.371	Millones	16.872	-3.122	6.301	-10.224	20.575
Exp. de BM por S. Público	ARS	22-jun-16							Millones	2.486	42.721	60.462	100.439	236.975
Adelantos transitorios BCRA	ARS	15-jun-16	358.750	356.050	356.050	356.050	343.650	341.350	Millones	2.700	2.700	2.700	15.100	17.400
<b>Agregados Monetarios (4)</b>														
M2	ARS	22-jun-16	994.019	953.368	945.747	933.886	1.048.191	826.339	Millones	40.651	48.272	60.132	-54.172	167.680
								% nominal	4,3%	5,1%	6,4%	-5,2%	20,3%	
M2 privado	ARS	22-jun-16	834.491	826.607	801.689	791.939	855.864	697.229	Millones	7.884	32.802	42.551	-21.373	137.262
								% nominal	1,0%	4,1%	5,4%	-2,5%	19,7%	
M3* privado	ARS	22-jun-16	1.471.455	1.455.654	1.421.527	1.424.997	1.417.933	1.143.361	Millones	15.801	49.928	46.458	53.522	328.094
								% nominal	1,1%	3,5%	3,3%	3,8%	28,7%	
Depósitos Sector Público	ARS	22-jun-16	453.847	415.660	418.225	394.142	349.718	328.755	Millones	38.187	35.621	59.705	104.129	125.091
Depósitos Sector Privado	ARS	22-jun-16	1.107.427	1.090.577	1.063.520	1.066.555	1.025.538	826.555	Millones	16.851	43.907	40.872	81.889	280.872
								% nominal	1,5%	4,1%	3,8%	8,0%	34,0%	
En Moneda Nacional (5)	ARS	22-jun-16	939.979	925.811	898.953	891.396	895.991	751.302	Millones	14.168	41.026	48.583	43.988	188.677
								% nominal	1,5%	4,6%	5,5%	4,9%	25,1%	
A la vista	ARS	22-jun-16	427.248	418.561	404.902	394.610	435.805	355.321	Millones	8.687	22.346	32.638	-8.557	71.927
Plazo Fijo	ARS	22-jun-16	469.516	464.281	455.271	457.898	432.522	370.879	Millones	5.235	14.245	11.618	36.994	98.637
En Moneda Extranjera	USD	22-jun-16	11.939	11.941	11.745	12.013	9.927	8.302	Millones	-2	194	-74	2.012	3.637
								% nominal	0,0%	1,7%	-0,6%	20,3%	43,8%	
Préstamos al Sector Privado	ARS	22-jun-16	875.240	862.474	862.391	829.797	815.534	667.889	Millones	12.765	12.849	45.442	59.706	207.351
								% nominal	1,5%	1,5%	5,5%	7,3%	31,0%	
En Moneda Nacional	ARS	22-jun-16	788.367	780.471	785.032	772.976	777.428	627.479	Millones	7.896	3.335	15.391	10.939	160.888
								% nominal	1,0%	0,4%	2,0%	1,4%	25,6%	
Préstamos al Sector Público	ARS	22-jun-16	62.642	63.593	58.042	57.969	56.881	47.909	Millones	-951	4.600	4.673	5.761	14.733
								% nominal	-1,5%	7,9%	8,1%	10,1%	30,8%	
<b>Ratio de liquidez bancaria (6)</b>														
Total		22-jun-16	27,8%	26,5%	25,6%	24,9%	29,3%	20,0%						
En pesos		22-jun-16	18,4%	17,6%	17,3%	18,2%	20,8%	15,0%						
En dólares		22-jun-16	88,2%	77,6%	78,0%	69,0%	100,4%	77,4%						



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 pases activos netos en efectivo de las entidades financieras contra el BCRA.

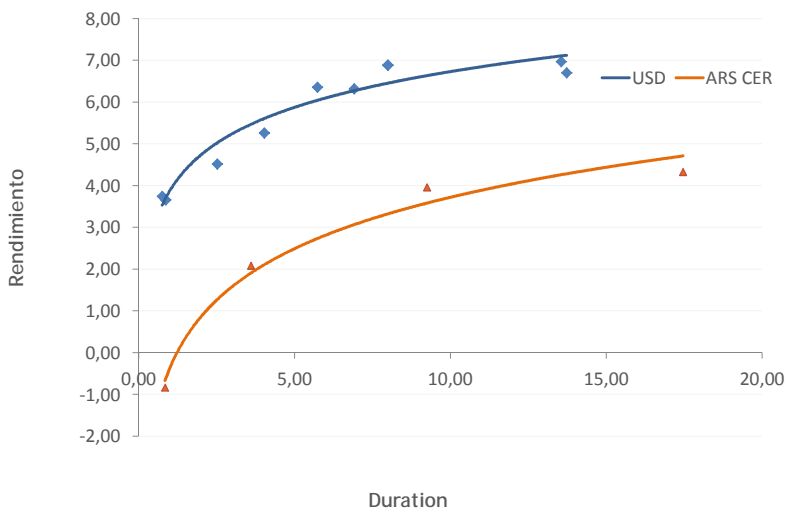


ARS/USD 15,05  
 CCL (BONARX) 15,15  
 MEP (BONARX) 15,10

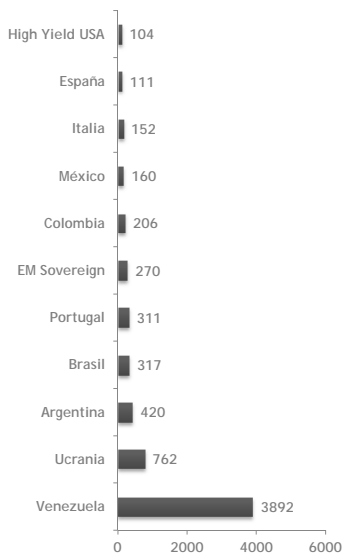
BADLAR 27,2  
 CER 6,09

	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
<b>Bonos en USD</b>														
GLOBAL17	104,50	104,75	103,9%	8,75	0,87	3,66	3,39	322	02/12/2016	02/06/2017	950	-0,1%	6,7%	NY
BONAR X (2017)	104,00	104,25	102,7%	7,00	0,75	3,74	3,42	333	17/10/2016	17/04/2017	6.938	0,4%	8,5%	AR
ARGENT 19	104,50	105,00	103,5%	6,25	2,53	4,51	4,33	384	22/10/2016	22/04/2019	2.750			NY
ARGENT 21	106,75	107,15	105,6%	6,88	4,03	5,26	5,17	429	22/10/2016	22/04/2021	4.500			AR
BONAR 24	116,00	116,50	114,8%	8,75	5,73	6,36	6,28	440	07/11/2016	07/05/2024	6.360	1,4%		NY
ARGENT 26	108,50	108,65	107,1%	7,50	6,91	6,32	6,30	485	22/10/2016	22/04/2026	6.500			NY
DISC USD ARL	111,50	112,25	111,9%	8,28	7,99	6,88	6,80	529	31/12/2016	31/12/2033	4.901	-0,7%	12,8%	AR
DISC USD NYL	111,50	112,00	111,8%	8,28	7,99	6,88	6,83	529	31/12/2016	31/12/2033	3.966	-0,1%	11,4%	NY
PAR USD ARL	65,00	70,00	67,1%	2,50	13,56	6,97	6,44	544	30/09/2016	31/12/2038	1.230	-3,7%	15,5%	AR
PAR USD NYL	67,50	68,00	67,3%	2,50	13,73	6,70	6,64	512	30/09/2016	31/12/2038	5.297	0,6%	14,0%	NY
ARGENT 46	108,25	108,60	106,9%	7,63	12,13	6,96	6,94	468	22/10/2016	22/04/2046	2.750			NY
<b>Bonos USD-linked</b>														
Bonad 2016	1403,13	1497,16	96,4%	1,75	0,33	26,01	4,36		28/10/2016	28/10/2016	983	1356,2%		AR
Bonad 2018	1447,02	1447,02	95,4%	2,40	1,72	5,21	5,21		18/09/2016	18/03/2018	654	4,7%		AR
<b>Bonos ajustables por BADLAR</b>														
Bonar 2017	101,00	101,63	101,3%	29,16	0,52	31,59	30,40	s/Badlar 4,43	28/09/2016	28/03/2017	126	-7,0%	N/D	AR
<b>Bonos ajustables por Lebacs</b>														
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						#N/A Field Not Appl	09/05/2016		0	0,0%		AR
BONAC 01/07/2016	108,80	108,80						12/07/2016	12/07/2016		790	0,6%		AR
BONAC 01/09/2016	100,31	100,31						30/09/2016	30/09/2016		605	-7,0%		AR
<b>Bonos ajustables por CER</b>														
BOGAR 18	118,25	118,50	97,1%	2,00	0,84	-0,84	-1,09	-37	04/08/2016	04/02/2018	1.570	-2,1%	10,9%	AR
PRO 13	389,00	391,00	98,4%	2,00	3,61	2,08	1,94	224	15/07/2016	15/03/2024	608	6,4%		AR
DISC ARS	623,00	625,00	116,7%	5,83	9,25	3,96	3,92	347	31/12/2016	31/12/2033	4.279	5,1%	17,0%	AR
PAR ARS	285,13	290,00	67,4%	1,18	17,47	4,32	4,21	338	30/09/2016	31/12/2038	1.159	10,5%	4,3%	AR
<b>Unidades ligadas al PBI</b>														
Cupon USD - Ley NY.	10,60	10,80							15/12/2016		17.000	-3,0%	18,9%	NY
Cupon USD - Ley Arg.	10,50	10,75							15/12/2016		3.100	0,0%	17,1%	AR
Cupon EUR	10,40	10,60							15/12/2016		21.035	-2,1%	16,2%	ENG

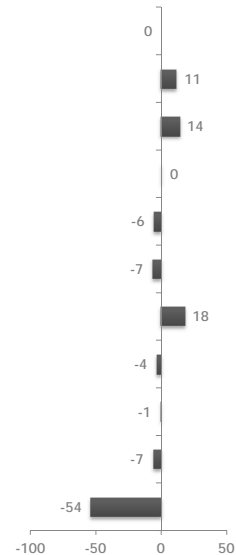
Bonos soberanos: curva de rendimientos



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	
<b>High grade</b>													
Petrobras 2017	Oil&Gas	USD	B+ / BB / B3	100,65	100,65	5,88	0,82	5,08	5,08	466	-161	15/05/2017	300
YPF 2017	Oil&Gas	USD	- / - / -	97,38	98,75	1,29	0,82	4,79	3,08	440	-191	30/04/2017	89
Arcor 2017	Food	USD	- / B+ / B1	101,00	102,50	7,25	1,25	19,04	-2,95	1.877	1234	09/11/2017	200
YPF 2018	Oil&Gas	USD	- / B / B3	107,26	107,26	8,88	2,20	5,66	5,66	502	-104	19/12/2018	862
PAE 2021	Oil&Gas	USD	- / B+ / B1	102,35	103,35	7,88	3,93	7,29	7,04	633	59	07/05/2021	500
YPF 2024	Oil&Gas	USD	- / B / B3	107,50	108,25	8,75	5,54	7,45	7,33	607	76	04/04/2024	1.325
YPF 2028	Oil&Gas	USD	NR / B / -	106,00	106,00	10,00	7,05	9,17	9,17	760	248	02/11/2028	15
<b>High Yield</b>													
Transener 2016	Electric	USD	CCC / WD / -	101,50	101,50	8,88	0,43	5,37	5,37	503	-133	15/12/2016	53
B. Macro 2017	Banks	USD	- / B / B3	101,13	101,13	8,50	0,53	6,44	6,44	607	-26	01/02/2017	106
TGS 2017	Pipelines	USD	B- / WD / B3	98,63	98,63	7,88	0,80	9,56	9,56	914	287	14/05/2017	123
HPDA 2017	Utilities	USD	B- / B / -	100,00	100,00	8,50	0,53	8,48	8,48	794	178	02/02/2017	75
Galicia 2017	Diversified Finan	USD	- / B / -	101,30	101,30	9,00	0,52	6,59	6,59	622	-11	28/01/2017	67
Galicia 2018	Banks	USD	B- / - / B3	102,35	103,65	8,75	1,65	7,34	6,59	546	65	04/05/2018	300
CAPEX 2018	Electric	USD	B- / B / -	101,63	102,00	10,00	1,48	8,92	8,68	708	222	10/03/2018	200
Galicia 2019	Banks	USD	- / - / Caa1	100,00	102,00	16,00	2,08	15,97	15,02	1.532	927	01/01/2019	218
	Electric	USD	/ / /	104,00	104,00	9,75	4,60	8,90	8,90	774	220	25/10/2022	176
IRSA 2020	Real Estate	USD	B- / B / -	111,25	111,25	11,50	3,10	8,17	8,17	731	147	20/07/2020	71
IMPSPA 2020	Metal Fabricate/I	USD	NR / NR / -	9,25	9,25	10,38	1,35	114,94	114,94	11.405	10824	30/09/2020	390
B. Macro 2036	Banks	USD	- / CCC / Caa3	100,00	101,50	9,75	0,43	8,10	7,95	936	140	18/12/2036	149
<b>Bonos provinciales</b>													
Cordoba 2017	Provincial	USD	B- / - / B3	107,50	109,00	12,38	1,01	5,34	4,02	488	-136	17/08/2017	396
PBA Disc 2017	Provincial	USD	B- / - / B3	102,50	104,00	9,25	0,73	5,89	3,96	401	-80	15/04/2017	65
CABA 2017	Municipal	USD	B- / B / B3	103,49	104,68	9,95	0,62	4,48	2,69	409	-222	01/03/2017	175
Mendoza 2018	Provincial	USD	B- / - / B3	97,00	99,00	5,50	1,96	7,01	6,00	777	32	04/09/2018	58
PBA 2018	Provincial	USD	B- / - / B3	107,00	108,00	9,38	1,93	5,91	5,45	525	-78	14/09/2018	475
Chubut 2020	Provincial	USD	- / - / Ba3	101,00	103,00	7,75	3,41	7,46	6,88	664	76	01/07/2020	46
PBA 2021	Provincial	USD	B- / - / B3	112,00	113,00	10,88	3,48	7,70	7,46	614	100	26/01/2021	750
PBA 2021	Provincial	USD	/ / /	111,25	112,25	9,95	3,90	7,20	6,97	597	50	09/06/2021	900
CABA 2021	Municipal	USD	B- / B / B3	111,22	112,00	8,95	3,70	6,12	5,94	468	-58	19/02/2021	500
Neuquen 2021	Provincial	USD	B- / - / -	102,50	104,50	7,88	3,93	7,25	6,77	616	56	26/04/2021	48
Salta 2022	Provincial	USD	B- / B / -	106,10	107,53	9,50	4,39	8,15	7,85	649	145	16/03/2022	125
PBA 2024	Provincial	USD	/ / /	109,57	110,50	9,13	5,45	7,47	7,31	600	77	16/03/2024	1.250
Mendoza 2024	Provincial	USD	/ / /	103,00	105,00	8,38	5,67	7,85	7,52	654	116	19/05/2024	500
PBA Par 2028	Provincial	USD	B- / - / B3	112,75	113,75	9,63	7,15	7,94	7,82	629	124	18/04/2028	400
Neuquen 2028	Provincial	USD	/ / /	105,50	107,00	8,63	7,42	7,91	7,72	641	121	12/05/2028	349
PBA Par 2035	Provincial	USD	B- / - / B3	71,00	73,00	4,00	11,75	6,74	6,50	651	4	15/05/2035	446