

## Deconstrucción caída de rendimiento argentino y relación Argentina-Brasil: si Mahoma no va a la montaña...

Durante el último tiempo hemos estado observando dos comportamientos que generalmente se consideran contradictorios o mutuamente excluyentes: (a) *flight to quality* hacia mercados percibidos como más seguros (Estados Unidos, Alemania) y (b) mayor apetito por deuda emergente, particularmente en América Latina. La región ha venido registrando disminuciones continuas en los rendimientos de su deuda soberana en USD. Desde fines del año pasado las caídas son considerables.

En Argentina esa reducción fue mucho mayor, de 275 p.b para el bono a 10 años, asociado además a condimentos propios del cambio de Gobierno y una caída mayor también en relación al punto de partida inicial. La tabla que sigue muestra las variaciones relativas de países seleccionados y descompone la disminución del rendimiento promedio de la deuda soberana argentina en USD según principal componente de riesgo desde el cambio de Gobierno al 14 de julio. En todos los casos deuda soberana a 10 años de plazo.

**Rendimiento bono soberano en USD a 10 años\***

En % y en p.b

	Estados					
	Unidos	Alemania	Brasil	Colombia	Perú	Argentina
10/12/2015	2,23%	0,57%	6,67%	4,90%	4,01%	8,15%
14/07/2016	1,54%	-0,04%	4,67%	3,37%	2,57%	5,40%
Diferencia (p.b)	-70	-61	-200	-153	-145	-275
Deconstrucción caída rendimiento argentina**	Libre de riesgo		Riesgo LATAM		Riesgo propio	
Disminución (p.b)	-65		-166		-43	

\* En el caso de Alemania deuda en EUR.

\*\* Promedio simple para grupos.

Fuente: Qf en base a Bloomberg.

La tasa "libre de riesgo" (Tesoro de Estados Unidos o títulos públicos de Alemania) se redujo 65 p.b. La búsqueda de refugio ante la percepción de mayor incertidumbre impulsó una baja en los rendimientos de la deuda de Estados Unidos, con un UST a 10 años que redujo su

Daniel Marx  
 Ernesto Gaba - Consejero  
 Virginia Fernández  
 Fernando Baer

Quantum Finanzas

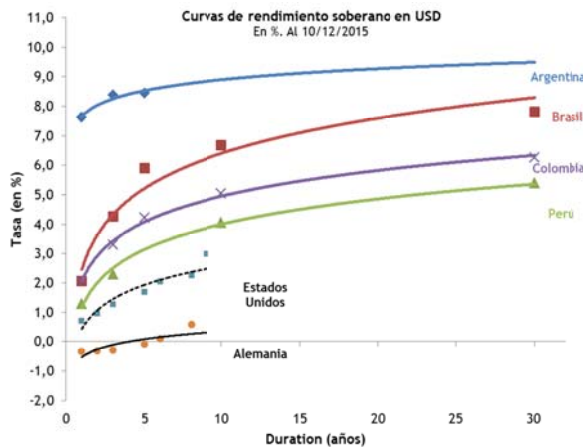
+54 11 4345 0003

Econométrica  
 Mario Brodersohn  
 Juan Sommer

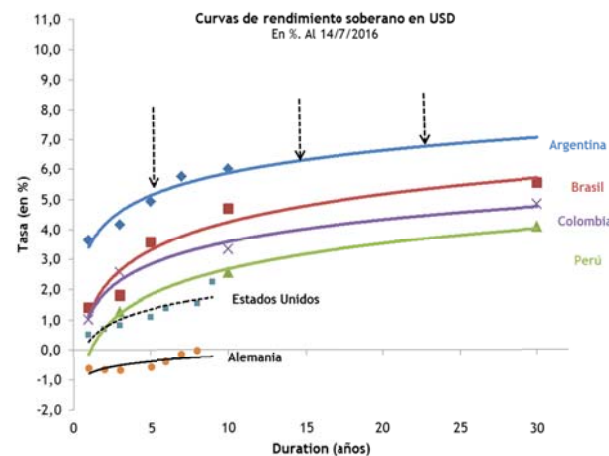
rendimiento en 70 puntos porcentuales (de 2,24% a 1,53%) entre diciembre 2015 y julio 2014. En ese lapso de tiempo, en los Bunds alemanes (en EUR) se pasó de 0,57% a -0,03% a la actualidad.

Luego, la caída en los rendimientos de la región, con menor percepción de riesgo, de 166 p.b en promedio. La mejora de precios (caídas de rendimientos) de la región latinoamericana se podría explicar por una mejora de sus términos de intercambio y un retorno de apetito por ciertos mercados emergentes luego de las huidas de fondos en los meses precedentes en un ambiente que no predice un colapso financiero generalizado.

Por último, el riesgo propio en Argentina, con una caída adicional de más de 43 p.b en el período también se explica por decisiones políticas propias de corrección de desequilibrios previamente acumulados y regularización de relaciones de pagos internacionales. En total, la disminución en el rendimiento promedio argentino es de 275 p.b, con impacto en el tramo largo de la curva que implicó ganancias de capital del orden del 20% entre el 10 de diciembre de 2015 y el 14 de julio.



Fuente: Qf en base a Bloomberg.



Fuente: Qf en base a Bloomberg.

Los títulos de Argentina se acercaron a las curvas de rendimiento de los bonos soberanos regionales comparables pero siguen por encima del promedio. El interrogante que surge es si Argentina puede acercarse aún más al resto de países de la región. Por ejemplo, si tomamos como referencia los bonos a 10 años de Brasil, que en la actualidad tienen un rendimiento promedio 70 p.b más bajo que el comparable de nuestro país.

La aceleración de la convergencia dependerá si Argentina logra demostrar a través del tiempo una persistencia en el rumbo que lleve a una mejora de sus indicadores de su salud económica, basada en la legitimidad de origen político. Entre ellos, nos referimos a factores de crecimiento sostenible, una particular estabilidad y demás condiciones que contribuyan al crecimiento de la inversión, y a una dinámica de resultados fiscales y de la deuda pública sustentable a largo plazo. Los riesgos asociados con estos requisitos tienen que ver con la dinámica propia y la evolución de las condiciones externas que afecta a la economía, en particular, movimientos adversos tanto en precios internos y de bienes exportables como de las tasas de interés base libre de riesgo.



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	14,73	14,71	13,74	14,04	13,41	9,13	0,1%	7,2%	4,9%	9,9%	61,4%
Impl en Bonar X	14,82	14,89	13,89	14,19	13,68		-0,4%	6,7%	4,5%	8,4%	
NDF 1m	14,92	15,12	14,09	14,63	13,73	9,27	-1,3%	5,9%	2,0%	8,7%	60,9%
NDF 6m	16,24	16,67	15,55	15,74	16,08	11,75	-2,6%	4,4%	3,2%	1,0%	38,2%
NDF 12 m	17,50	18,17	16,94	17,56	17,15	14,63	-3,7%	3,3%	-0,3%	2,0%	19,7%
Rofex 6 m	16,52	16,50	15,41	15,98	14,86	9,95	0,1%	7,2%	3,4%	11,2%	66,0%
BADLAR privada	25,69	26,19	29,25	30,94	26,38	20,56	-50 pb	-356 pb	-525 pb	-69 pb	513 pb
Call a 1 día	28,75	28,00	29,00	37,50	28,50	31,50	75 pb	-25 pb	-875 pb	25 pb	-275 pb
BRL/USD Spot	3,26	3,30	3,47	3,53	4,05	3,16	-1,2%	-6,1%	-7,6%	-19,4%	3,3%
Futuro 6m	3,44	3,49	3,65	3,73	4,29	3,36	-1,2%	-5,8%	-7,6%	-19,7%	2,6%
Futuro 12m	3,59	3,65	3,82	3,90	4,53	3,54	-1,5%	-5,8%	-7,9%	-20,7%	1,5%
USD/EUR Spot	1,11	1,11	1,13	1,13	1,09	1,09	0,3%	-1,5%	-1,8%	1,6%	1,9%
Libor 1 m	0,48	0,48	0,45	0,44	0,43	0,19	1 pb	4 pb	5 pb	6 pb	29 pb
Libor 6 m	0,98	0,94	0,94	0,90	0,85	0,46	4 pb	4 pb	8 pb	13 pb	52 pb
UST 10 años	1,59	1,36	1,57	1,75	2,03	2,35	23 pb	1 pb	-17 pb	-45 pb	-77 pb

Índice de Materias Primas Qf (1)

IMP Qf	111	109	116	100	90	114	1,3%	-4,7%	11,2%	22,5%	-2,4%
Agro (70.2%)	109	108	116	98	92	110	1,0%	-6,0%	11,6%	19,3%	-0,8%
Soja spot (60%)	402	400	425	351	323	374	0,4%	-5,4%	14,4%	24,4%	7,3%
Soja Futuro Jul16	408	400	425	354	325	370	2,0%	-3,8%	15,3%	25,8%	10,5%
Energía (11.5%)	104	102	108	90	66	114	1,8%	-3,7%	14,5%	57,1%	-9,2%
Metales (9.3%)	136	131	129	130	121	146	3,9%	5,2%	4,6%	12,3%	-6,9%

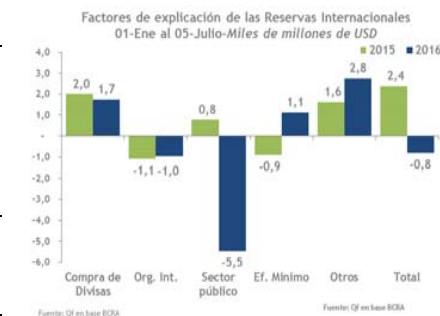
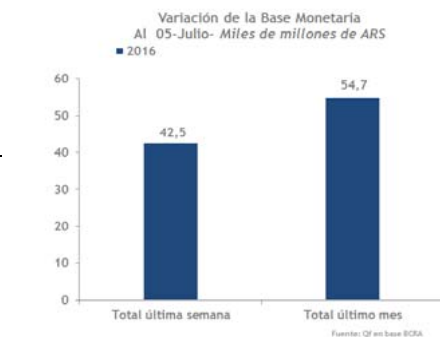
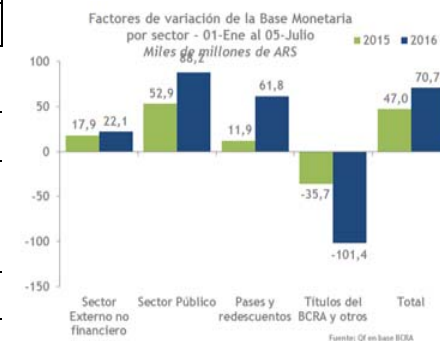
Índices Bursátiles (en moneda local)

MSCI Mundo	476	464	454	465	429	501	2,6%	4,8%	2,4%	11,0%	-4,9%
S&P 500	2.165	2.130	2.072	2.081	1.880	2.124	1,7%	4,5%	4,1%	15,2%	1,9%
Euro Stoxx 50	2.954	2.838	2.830	3.054	2.952	3.676	4,1%	4,4%	-3,3%	0,1%	-19,6%
MSCI Emergentes	46.830	45.308	44.656	46.169	40.717	49.312	3,4%	4,9%	1,4%	15,0%	-5,0%
MSCI Lat Am	70.036	67.959	64.408	67.974	54.524	68.916	3,1%	8,7%	3,0%	28,4%	1,6%
Merval	15.552	14.690	13.116	13.238	10.020	12.438	5,9%	18,6%	17,5%	55,2%	25,0%
Bovespa	55.429	53.141	48.915	53.228	38.569	53.070	4,3%	13,3%	4,1%	43,7%	4,4%

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	05-jul-16	30.737	31.707	30.936	29.462	25.668	33.834	Millones	-970	-199	1.275	5.069	-3.096
								% nominal	-3,1%	-0,6%	4,3%	19,7%	-9,2%	
Intervención cambiaria (2) (3)	USD	05-jul-16	2	-104	0	34	14	-24						
Liquidación CIARA (2)	USD	07-jul-16	112	112	124	104	89							
Base Monetaria	ARS	05-jul-16	666.568	611.435	611.881	588.475	604.698	509.609	Millones	413	21.028	49.055	97.352	172.079
								% nominal	9,0%	8,9%	13,3%	10,2%	30,8%	
Lebac y Nobacs	ARS	05-jul-16	512.269	513.899	515.807	491.375	366.559	301.765	Millones	-1.630	-3.538	20.894	145.710	210.504
Pases netos	ARS	05-jul-16	20.835	61.721	17.270	14.347	28.637	20.485	Millones	-40.886	3.565	6.488	-7.802	350
Exp. de BM por S. Público	ARS	05-jul-16								18.258	40.630	101.912	123.103	263.369
Adelantos transitorios BCRA	ARS	30-jun-16	363.750	363.750	356.050	337.850	331.850	272.350	Millones	0	7.700	25.900	31.900	91.400
Agregados Monetarios (4)														
M2	ARS	05-jul-16	1.018.001	998.881	964.804	939.969	1.018.646	850.416	Millones	19.120	53.197	78.032	-645	167.585
								% nominal	1,9%	5,5%	8,3%	-0,1%	19,7%	
M2 privado	ARS	05-jul-16	913.621	849.865	853.345	839.092	858.343	761.027	Millones	63.756	60.276	74.529	55.278	152.594
								% nominal	7,5%	7,1%	8,9%	6,4%	20,1%	
M3* privado	ARS	05-jul-16	1.575.357	1.507.479	1.476.527	1.473.348	1.449.715	1.206.124	Millones	67.878	98.830	102.009	125.642	369.234
								% nominal	4,5%	6,7%	6,9%	8,7%	30,6%	
Depósitos Sector Público	ARS	05-jul-16	390.402	438.703	384.182	340.481	305.366	290.251	Millones	-48.301	6.220	49.921	85.036	100.152
Depósitos Sector Privado	ARS	05-jul-16	1.189.749	1.137.219	1.108.433	1.108.377	1.064.671	869.936	Millones	52.530	81.316	81.372	125.078	319.814
								% nominal	4,6%	7,3%	7,3%	11,7%	36,8%	
En Moneda Nacional (5)	ARS	05-jul-16	1.006.521	956.197	945.034	933.095	913.631	795.093	Millones	50.324	61.487	73.426	92.890	211.428
								% nominal	5,3%	6,5%	7,9%	10,2%	26,6%	
A la vista	ARS	05-jul-16	484.605	438.043	444.800	436.429	434.683	397.657	Millones	46.562	39.805	48.176	49.922	86.948
Plazo Fijo	ARS	05-jul-16	478.508	476.592	459.783	458.974	440.332	370.254	Millones	1.916	18.725	19.534	38.176	108.254
En Moneda Extranjera	USD	05-jul-16	12.200	12.023	11.860	11.931	10.834	8.213	Millones	177	340	269	1.366	3.987
								% nominal	1,5%	2,9%	2,3%	12,6%	48,5%	
Préstamos al Sector Privado	ARS	05-jul-16	895.074	890.145	869.119	839.498	817.378	681.295	Millones	4.929	25.955	55.576	77.696	213.779
								% nominal	0,6%	3,0%	6,6%	9,5%	31,4%	
En Moneda Nacional	ARS	05-jul-16	799.495	795.064	788.577	779.073	775.805	640.698	Millones	4.431	10.918	20.422	23.690	158.797
								% nominal	0,6%	1,4%	2,6%	3,1%	24,8%	
Préstamos al Sector Público	ARS	05-jul-16	64.420	62.940	60.804	59.519	59.191	44.570	Millones	1.480	3.616	4.901	5.229	19.850
								% nominal	2,4%	5,9%	8,2%	8,8%	44,5%	
Ratio de liquidez bancaria (6)														
Total		05-jul-16	29,7%	29,8%	26,2%	23,1%	27,0%	20,4%						
En pesos		05-jul-16	21,1%	21,7%	17,1%	16,0%	17,6%	15,5%						
En dólares		05-jul-16	79,9%	78,8%	83,3%	64,9%	94,1%	76,5%						



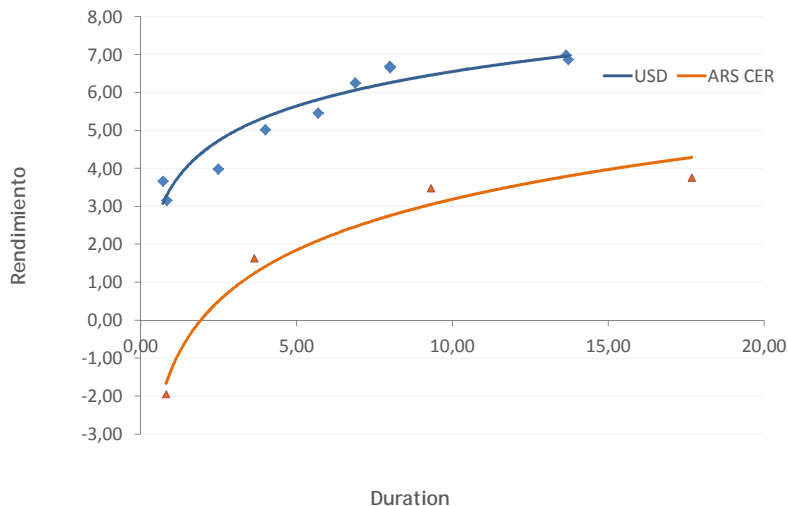
Notas: (1) Salvo que se aclare lo contrario son valores punta (2) Promedio diario (3) Valores Negativos significa venta de dólares y Positivos, compra de dólares por parte de la autoridad monetaria (4) M1 = Billetes y monedas + Cta. Cte. - Uso FUCO, M2 = M1 + Caja de Ahorro, M3 = M2 + Plazo Fijo, M3\* = 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	14,75	BADLAR	25,7	CER	6,21
CCL (BONARX)	14,85				
MEP (BONARX)	14,79				

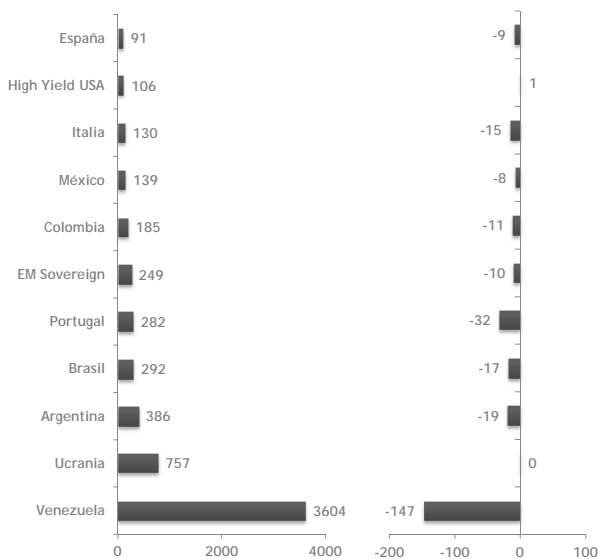
	Precio Compra	Precio Venta	Paridad	Cupón (%)	Duración	Rendimiento Comprador (%)	Rendimiento vendedor (%)	Spread vs EEUU	Próximo cupón	Vencimiento	Monto en circulación (Mili. USD)	Var últimos 7 días	Riesgo anualizado	Ley
<b>Bonos en USD</b>														
GLOBAL17	104,75	105,10	103,9%	8,75	0,84	3,16	2,77	266	02/12/2016	02/06/2017	950	0,1%	6,7%	NY
BONAR X (2017)	104,22	104,42	102,6%	7,00	0,71	3,66	3,40	319	17/10/2016	17/04/2017	6.938	0,3%	8,5%	AR
ARGENT 19	105,85	106,25	104,5%	6,25	2,50	3,98	3,84	315	22/10/2016	22/04/2019	2.750			NY
ARGENT 21	107,75	108,00	106,2%	6,88	4,00	5,02	4,96	390	22/10/2016	22/04/2021	4.500			NY
BONAR 24	116,52	116,82	114,8%	8,75	5,69	5,46	5,40	426	07/11/2016	07/05/2024	6.360	0,3%		AR
ARGENT 26	109,00	109,30	107,3%	7,50	6,88	6,25	6,21	467	22/10/2016	22/04/2026	6.500			NY
DISC USD ARL	113,50	114,50	114,0%	8,28	8,00	6,66	6,55	497	31/12/2016	31/12/2033	4.901	1,1%	12,8%	AR
DISC USD NYL	113,25	114,25	113,7%	8,28	7,99	6,69	6,58	500	31/12/2016	31/12/2033	3.966	0,8%	11,4%	NY
PAR USD ARL	67,00	70,00	68,0%	2,50	13,66	6,98	6,62	512	30/09/2016	31/12/2038	1.230	-0,7%	15,5%	AR
PAR USD NYL	68,00	68,75	67,9%	2,50	13,72	6,86	6,77	500	30/09/2016	31/12/2038	5.297	1,5%	14,0%	NY
ARGENT 46	108,45	108,85	106,8%	7,63	12,11	6,95	6,92	466	22/10/2016	22/04/2046	2.750			NY
<b>Bonos USD-linked</b>														
Bonad 2016	1377,11	1469,33	96,4%	1,75	0,29	29,68	4,76		28/10/2016	28/10/2016	983	1328,2%		AR
Bonad 2018	1435,05	1435,05	96,6%	2,40	1,67	4,64	4,64		18/09/2016	18/03/2018	654	0,6%		AR
<b>Bonos ajustables por BADLAR</b>														
Bonar 2017	103,50	103,63	103,6%	28,46	0,50	27,33	27,09	s/Badlar	28/09/2016	28/03/2017	126	0,7%	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	109,39	109,39						#N/A Field Not Appl	12/07/2016		0	0,0%		AR
BONAC 01/09/2016	102,10	102,10						30/09/2016	30/09/2016	616	0,6%		AR	
<b>Bonos ajustables por CER</b>														
BOGAR 18	121,75	122,25	102,8%	2,00	0,81	-1,95	-2,46	-158	04/08/2016	04/02/2018	1.551	1,0%	10,9%	AR
PRO 13	398,00	400,00	100,3%	2,00	3,65	1,63	1,50	171	15/08/2016	15/03/2024	625	0,3%		AR
DISC ARS	664,50	666,50	120,3%	5,83	9,32	3,48	3,44	299	31/12/2016	31/12/2033	4.448	2,5%	17,0%	AR
PAR ARS	316,00	319,00	72,8%	1,18	17,69	3,76	3,69	287	30/09/2016	31/12/2038	1.205	4,5%	4,3%	AR
<b>Unidades ligadas al PBI</b>														
Cupon USD - Ley NY.	10,60	10,70							15/12/2016		17.000	-1,6%	18,9%	NY
Cupon USD - Ley Arg.	10,40	10,70							15/12/2016		3.100	-2,1%	17,1%	AR
Cupon EUR	10,35	10,55							15/12/2016		20.994	-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	
<b>High grade</b>													
Petrobras 2017	Oil&Gas	USD	B+ / BB / B3	102,60	102,60	5,88	0,79	2,64	2,64	215	-401	15/05/2017	300
YPF 2017	Oil&Gas	USD	- / - / -	97,63	98,88	1,29	0,78	4,71	3,08	428	-194	30/04/2017	89
Arcor 2017	Food	USD	- / B+ / B1	101,00	102,50	7,25	1,21	35,65	-16,82	3.534	2900	09/11/2017	149
YPF 2018	Oil&Gas	USD	- / B / B3	108,00	108,00	8,88	2,16	5,30	5,30	452	-135	19/12/2018	862
PAE 2021	Oil&Gas	USD	- / B+ / B1	102,00	103,00	7,88	3,89	7,37	7,12	628	72	07/05/2021	500
YPF 2024	Oil&Gas	USD	- / B / B3	107,25	108,00	8,75	5,50	7,49	7,37	597	84	04/04/2024	1.325
YPF 2028	Oil&Gas	USD	NR / B / -	106,00	106,00	10,00	7,01	9,17	9,17	750	252	02/11/2028	15
<b>High Yield</b>													
Transener 2016	Electric	USD	CCC / WD / -	101,00	101,00	8,88	0,39	6,28	6,28	591	-38	15/12/2016	53
B. Macro 2017	Banks	USD	- / B / B3	101,63	101,63	8,50	0,50	5,35	5,35	495	-131	01/02/2017	106
TGS 2017	Pipelines	USD	B- / WD / B3	101,90	101,90	7,88	0,78	5,45	5,45	497	-120	14/05/2017	123
HPDA 2017	Utilities	USD	B- / B / -	99,35	99,35	8,50	0,49	9,77	9,77	937	312	02/02/2017	75
Galicia 2017	Diversified Finan	USD	- / B / -	102,00	102,00	9,00	0,49	5,07	5,07	467	-159	28/01/2017	67
Galicia 2018	Banks	USD	B- / - / B3	101,75	103,25	8,75	1,61	7,67	6,78	602	102	04/05/2018	300
CAPEX 2018	Electric	USD	B- / B / -	100,63	102,25	10,00	1,43	9,56	8,49	851	291	10/03/2018	200
Galicia 2019	Banks	USD	- / - / Caa1	100,00	101,00	16,00	2,05	15,95	15,47	1.517	930	01/01/2019	218
	Electric	USD	/ /	105,00	105,00	9,75	4,57	8,69	8,69	736	204	25/10/2022	176
IRSA 2020	Real Estate	USD	B- / B / -	110,50	110,50	11,50	3,22	8,36	8,36	735	171	20/07/2020	71
IMPSPA 2020	Metal Fabricate/I	USD	NR / NR / -	5,90	5,90	10,38	0,92	158,78	158,78	15.775	15213	30/09/2020	390
B. Macro 2036	Banks	USD	- / CCC / Caa3	100,50	102,00	9,75	0,40	8,10	7,95	805	145	18/12/2036	149
<b>Bonos provinciales</b>													
Cordoba 2017	Provincial	USD	B- / - / B3	107,50	109,00	12,38	0,97	5,11	3,75	457	-155	17/08/2017	396
PBA Disc 2017	Provincial	USD	B- / - / B3	102,50	104,00	9,25	0,70	5,72	3,70	358	-93	15/04/2017	65
CABA 2017	Municipal	USD	B- / B / B3	103,65	104,81	9,95	0,58	3,89	2,05	345	-276	01/03/2017	175
Mendoza 2018	Provincial	USD	B- / - / B3	97,00	99,00	5,50	1,92	7,04	6,01	778	39	04/09/2018	58
PBA 2018	Provincial	USD	B- / - / B3	109,00	110,00	9,38	1,90	4,91	4,45	421	-174	14/09/2018	475
Chubut 2020	Provincial	USD	- / - / Ba3	101,50	103,00	7,75	3,37	7,31	6,88	632	66	01/07/2020	46
PBA 2021	Provincial	USD	B- / - / B3	112,75	113,75	10,88	3,45	7,50	7,25	582	84	26/01/2021	750
PBA 2021	Provincial	USD	/ /	111,50	112,50	9,95	3,87	7,12	6,89	584	47	09/06/2021	900
CABA 2021	Municipal	USD	B- / B / B3	112,30	112,96	8,95	3,67	5,85	5,69	419	-80	19/02/2021	500
Neuquen 2021	Provincial	USD	B- / - / -	102,50	104,50	7,88	3,89	7,25	6,76	600	60	26/04/2021	48
Salta 2022	Provincial	USD	B- / B / -	106,43	108,25	9,50	4,36	8,07	7,69	618	142	16/03/2022	125
PBA 2024	Provincial	USD	/ /	110,62	111,46	9,13	5,43	7,29	7,15	576	64	16/03/2024	1.250
Mendoza 2024	Provincial	USD	/ /	103,50	105,00	8,38	5,64	7,77	7,52	630	112	19/05/2024	500
PBA Par 2028	Provincial	USD	B- / - / B3	114,75	116,75	9,63	7,16	7,69	7,46	602	104	18/04/2028	400
Neuquen 2028	Provincial	USD	/ /	107,00	108,50	8,63	7,42	7,72	7,53	603	106	12/05/2028	349
PBA Par 2035	Provincial	USD	B- / - / B3	74,50	75,50	4,00	11,91	6,34	6,23	590	-31	15/05/2035	446