

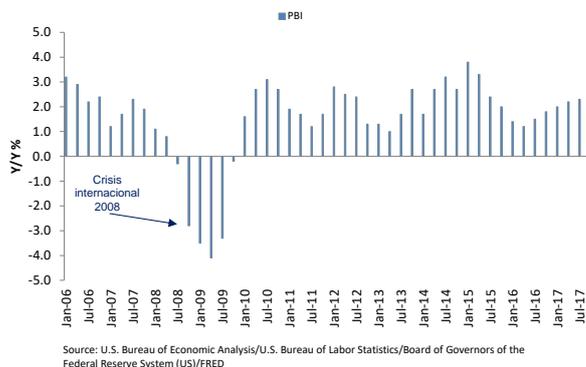
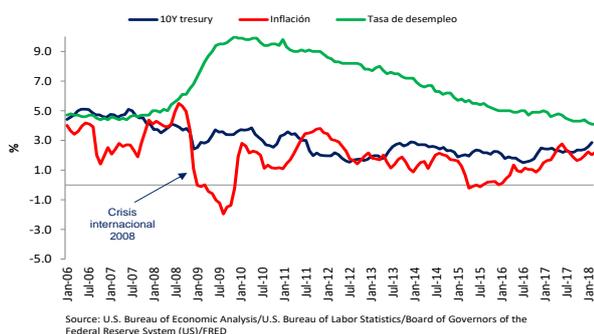
Martín Orta (martino@agvaolres.com.ar)

14/03/2018

**Bonos en dólares.**

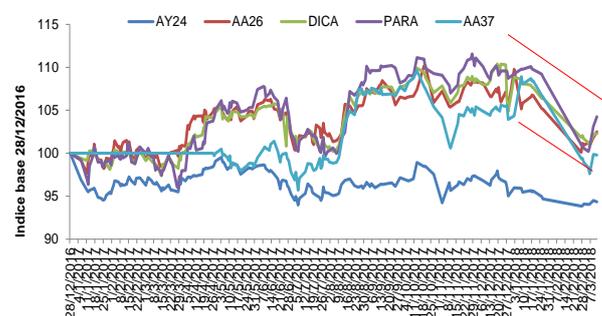
En esta oportunidad analizaremos el movimiento de la tasa de referencia de 10Y de EEUU y el comportamiento de los bonos en dólares Argentinos y la región.

Desde finales de Diciembre del 2017 se aceleró la suba de la tasa del treasury a 10Y de EEUU pasando de niveles de 2.4% a 2.8%, haciendo un pico en 2.95%. Este proceso tiene que ver con el avance de la economía norteamericana que muestra solidos números de crecimiento y tasas de desempleo alcanzando niveles de pleno empleo, pero fundamentalmente por el repunte de los números de inflación. La misma se mantuvo en términos anualizados por encima del 2% en los últimos 7 meses, siendo el 2% el techo que desea la FED.



En el mercado el consenso estima que este año la FED incrementará la Fed Fund Rate (tasa a la cual se financian los bancos) entre 3 y cuatro veces. La respuesta normal del mercado ante estas previsiones hizo que la tasa de referencia a 10Y subiera hasta tocar los 2.95%. En los últimos días esta se estabilizó en el rango de 2.8% y 2.9%, dando un respiro a los títulos de la región que.

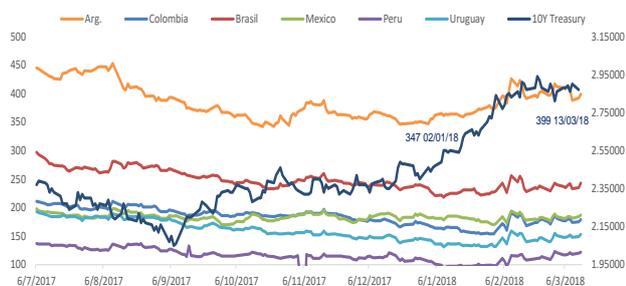
Estos movimientos en la tasa norteamericana sin duda repercuten en los rendimientos de los instrumentos de deuda de todo el mundo, sin ser nuestro país una excepción.



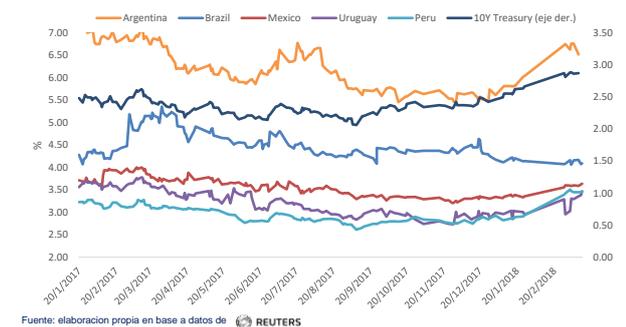
Se puede observar en el gráfico precedente como cayeron los precios de nuestros bonos y en los últimos días tuvieron un leve repunte con

la estabilización de la tasa de 10Y de los bonos del tesoro.

Pero el dato de color es el movimiento de los rendimientos de los títulos de la región con respecto a la Argentina. Localmente el riesgo país medido por el EMBI, índice que elabora el JP Morgan, se incrementó 52 puntos desde principios de año al 13/03/18 mientras en el resto de la región se mantuvo relativamente estable como se puede visualizar en gráfico.



A continuación también mostramos la evolución de las tasas de los bonos a 10 años de la región.

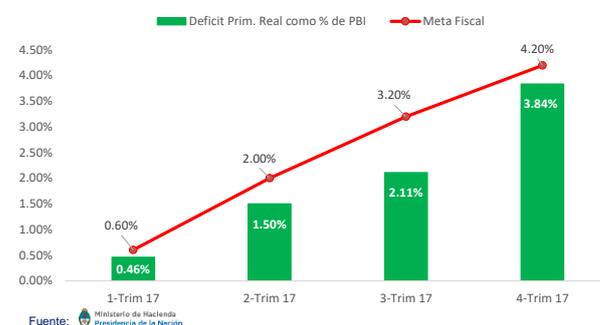


Sin dudas podemos inferir de estos gráficos que la evolución de los rendimientos de nuestros títulos depende casi enteramente en estos momentos de factores internos. Los más preocupantes son el déficit fiscal e inflación,

que a su vez termina teniendo efecto en el crecimiento económico y por último comienza a tener alguna importancia el déficit de cuenta corriente.

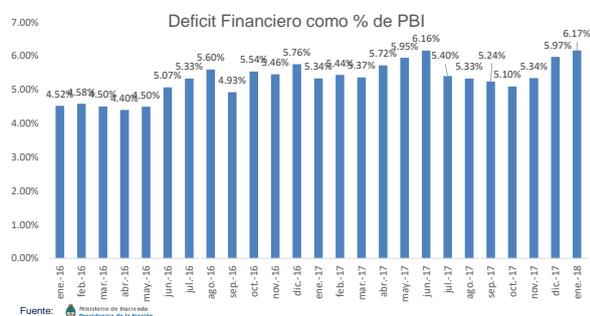
### Déficit Fiscal

El principal problema de la economía argentina hoy, es de que manera bajar el déficit fiscal con el menor impacto social posible. La política de ajuste gradual de los desequilibrios existentes hoy en la economía (tarifas, subsidios, gastos sociales) hace muy difícil la labor de reducir el déficit a niveles sustentables. Si bien el gobierno logró reducir el déficit primario y cumplir con sus metas.



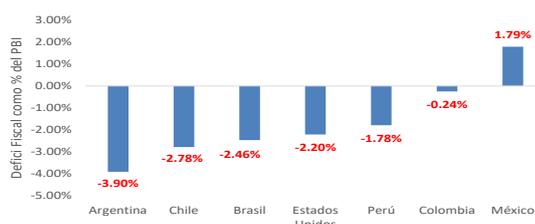
El financiamiento del mismo vía endeudamiento hace que el déficit financiero (el déficit total del estado teniendo en cuenta la carga de la deuda) no logre reducirse a niveles acordes de sustentabilidad PBI. Como se observa en el gráfico a continuación, a partir de Julio del 2017 el déficit financiero como % del PBI comienza a reducirse pero producto del crecimiento del PBI más que por una reducción del gasto. Más preocupante aún es que en el mes de enero este superó la barrera del 6%, registrándose

cargos de intereses por \$29.818 millones un 226,1% superior a enero del 2017.



La dificultad del gobierno en acelerar la reducción del déficit es un factor importante hoy tenido en cuenta por el mercado a la hora de valorar los instrumentos de deuda.

En el siguiente gráfico se puede apreciar el tamaño del déficit primario de Argentina con respecto al resto de la región y es una de las explicaciones de porque los rendimientos son más susceptibles a los movimientos de tasas de EEUU.



## Crecimiento

La grave situación del agro por la sequía en la cosecha de este año impactará en el crecimiento de la economía. Los analistas según el REM (Relevamiento de Expectativas de Mercado), que elabora el BCRA, ya estiman un crecimiento de 2.7% para el 2018 desde el 3.1% que estimaban en Octubre del 2017. Esta reducción hace más difícil licuar el déficit por crecimiento de la economía.

## Inflación

La inflación es otro de los problemas importantes a solucionar. Este año el gobierno debió realizar una conferencia de prensa en donde comunicó la modificación de las metas de inflación pasando de un 12% a un 15% para el año 2018. Según los analistas consultados por el REM en 2018 la inflación rondará el 19.8%.

Alcanzar una inflación del orden del 19% no es para desmerecer teniendo en cuenta los enormes ajustes tarifarios que restan por hacer y tratando de no generar problemas sociales. Muy importante van a ser las negociaciones sindicales por los ajustes salariales. El gobierno está intentando cerrar las paritarias en un 15%. En este sentido un punto a favor fue el acuerdo celebrado con el sindicato que nuclea a los empleados de comercio, uno de los más importantes por afiliados, en el 15%.



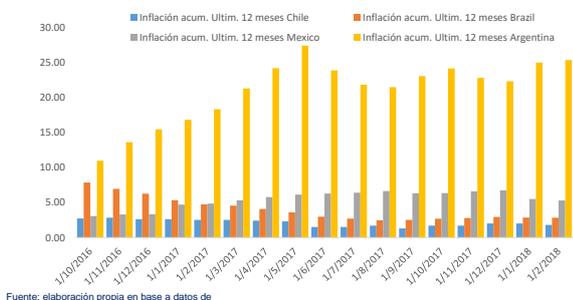
# AG

AMIRANTE GALITIS  
Alyc N° 141- CNV MIEMBROS MERVAL

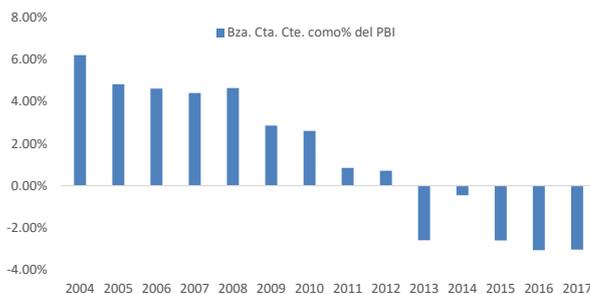
Reconquista 458 pisos 11 Capital Federal  
Tel+54-11-5272-6500

Un país con dos dígitos de inflación es inviable, por lo tanto es importantísimo lograr controlar esta variable. Es por este motivo que también, como mencionamos anteriormente, los rendimientos de los títulos locales son más castigados que los de la región.

En el siguiente gráfico se puede observar la inflación acumulada de los últimos 12 meses de los países de la región.



mayores niveles de déficit con respecto al PBI. Y creciendo. En el mes de enero del corriente año se alcanzó un déficit de usd -1.947 millones Vs. Usd -677, una variación del 188%.



### Conclusión:

En resumen ante la volatilidad de la tasa de referencia de Estados Unidos, Argentina va estar ampliamente afectada en la medida que no muestre signos fehacientes de estabilización del déficit fiscal e inflación principalmente.

A nuestro entender los bonos argentinos ajustaron en gran medida sus rendimientos y para aquellos inversores con aversión al riesgo y una visión positiva del país puede ser la oportunidad de posicionarse en bonos del tramo largo de la curva (DICA, AA37, AC17). Para quienes no deseen correr ningún sobre salto, sin duda tendrán que posicionarse en el tramo más corto de la curva de rendimientos (AO20).

Buen fin de semana.

Saludos,

Martín Orta

Producto de los ajustes tarifarios y la escalada del dólar en los meses de enero y febrero se puede observar en el gráfico precedente como se aceleró la inflación en dichos meses, sin dudas una mala noticia para el mercado.

### Cuenta corriente cambiaria

Si bien la cuenta corriente cambiaria no es aún un gran problema en comparación a las variables analizadas anteriormente, en los últimos meses comenzó a llamar un poco la atención. Esta cuenta nos muestra la generación genuina de divisas del país por su comercio internacional. Es importante evaluar la capacidad del país para hacer frente a la deuda en moneda extranjera. Observemos en el gráfico como hoy se encuentra en los



# AG

AMIRANTE GALITIS  
Alyc N° 141- CNV MIEMBROS Merval

Reconquista 458 pisos 11 Capital Federal  
Tel+54-11-5272-6500

Bono	Precio en Pesos	Precio en Dólares <sup>2</sup>	TIR	Cupon corriente <sup>1</sup>	Tasa Cupon	Cupon anual en dólares (c/100 nominales)	Pago de Renta	Pago de Amort.	Vencimiento	Var. Del precio ante cambio de un 1% en la TIR
BP18	1,885.00	92.77	27.78%	10.11%	Fija= 9,38%	\$ 9.38	Sem.	Vto.	14/9/2018	0.04%
BP21	2,250.00	110.73	5.61%	9.95%	Fija= 10,88%	\$ 10.88	Sem.	3 ctas. Anuales desde 2019	22/4/2021	0.16%
AA21	2,208.00	108.66	4.86%	6.49%	Fija= 6,88%	\$ 6.88	Sem.	Vto.	22/4/2021	0.27%
A2E2	1,601.67	78.82	5.23%	5.54%	Fija= 5,625%	\$ 5.63	Sem.	Vto.	26/1/2022	0.33%
AY24	2,360.10	116.15	4.81%	7.74%	Fija=8,75	\$ 8.75	Sem.	Sem.	7/5/2024	0.30%
AA25	2,070.00	101.87	5.93%	5.78%	Fija=5,75	\$ 5.75	Sem.	3 ctas anuales desde 04/2023, 04/2024, 04/2025	18/4/2025	0.48%
AA26	2,243.00	110.38	6.42%	6.98%	Fija=7,5	\$ 7.50	Sem.	Vto.	22/4/2026	0.58%
A2E7	1,386.73	68.24	6.73%	6.76%	Fija=6,875	\$ 6.88	Sem.	Vto.	22/1/2027	0.63%
DICA	3,152.50	155.14	7.20%	7.60%	Fija= 8,28%	\$ 11.61	Sem.	Sem. Desde 30/06/2024	31/12/2033	0.69%
DIA0	3,079.00	151.53	7.55%	7.79%	Fija= 8,28%	\$ 11.61	Sem.	Sem. Desde 30/06/2024	31/12/2033	0.68%
DICY	3,179.00	156.45	7.08%	7.54%	Fija= 8,28%	\$ 11.61	Sem.	Sem. Desde 30/06/2024	31/12/2033	0.70%
AA37	2,108.00	103.74	7.68%	7.58%	Fija=7,625	\$ 7.63	Sem.	3 ctas anuales desde 04/2035, 04/2036, 04/2037	18/4/2037	0.92%
PARA	1,366.00	67.22	7.76%	4.01%	Progresiva 2,5% - 5,25%	\$ 2.50	Sem.	Sem. Desde 30/06/2029	31/12/2038	1.04%
PARY	1,380.00	67.91	7.66%	3.97%	Progresiva 2,5% - 5,25%	\$ 2.50	Sem.	Sem. Desde 30/06/2029	31/12/2038	1.04%
PAA0	1,301.00	64.03	8.23%	4.23%	Progresiva 2,5% - 5,25%	\$ 2.50	Sem.	Sem. Desde 30/06/2029	31/12/2038	1.02%
AA46	2,078.00	102.26	7.84%	7.68%	Fija= 7,63%	\$ 7.63	Sem.	Vto.	22/4/2046	1.08%

1- Cupon Corriente= Cobro de intereses anual/precio del bono

2- Precio en dólares= precio en \$/precio dólar MEP publicado por Reuters

Este reporte fue elaborado con propósito puramente informativo. De las opiniones vertidas sobre predicciones de mercado de cualquier tipo no deben asumirse invitaciones ni sugerencias de comprar o vender activo alguno. La información en este reporte ha sido compilada de fuentes consideradas confiables y si bien se han tomado recaudos razonables no podemos garantizar plena ni parcial exactitud o exhaustividad de la información vertida ni de los resultados analíticos ni contables. Todas las opiniones y estimaciones incluidas en el reporte constituyen nuestro juicio al momento de salir este reporte y están sujetas a cambio sin previo aviso.