

# ARGENTINA: INFORME QUINCENAL CORPORATIVO

- **Alternativas de inversión ante la incertidumbre en el escenario cambiario.** En el contexto actual de incertidumbre en el mercado cambiario, creemos oportuno combinar una estrategia de tasa en pesos con una inversión en activos dolarizados. Específicamente, ofrecemos dos alternativas de inversión distintas con el propósito de lograr una atractiva diversificación del portafolio.
- **Expectativa de una baja en las tasas en pesos en el mediano plazo, luego de un posible arreglo con los holdouts y una corrección de los desequilibrios macroeconómicos.** Consideramos que un posible arreglo con los holdouts en conjunto con una corrección en los problemas macroeconómicos más significativos (déficit fiscal, inflación y presión del tipo de cambio) podría atraer un significativo flujo de capitales en el mediano plazo, facilitando la reducción de las tasas en pesos.

## **INVERSIÓN: Diversificación de la cartera ante la incertidumbre observada en el mercado cambiario.**

### **¿La vuelta del trade en pesos?**

El trade de pesos (vs. Dólares) tuvo su auge luego del cambio de gobierno dado por: (i) la expectativa de estabilidad de tipo de cambio luego de la devaluación inicial, (ii) el limitado potencial de suba de los bonos en dólares explicado por la fuerte suba y la falta de noticias respecto del caso contra los holdouts, y (iii) el atractivo de las tasas en pesos. Sin embargo, esto se revirtió a partir de la decisión del Banco Central de ir bajando las tasas en pesos (vía licitación de Lebacs) y ante la volatilidad del tipo de cambio. A partir de ello, la alternativa a dolarizar la cartera había vuelto a tomar relevancia ante la necesidad de cubrirse de una escalada del tipo de cambio – sobretodo, dada: (i) la impresión generalizada en el mercado de que la devaluación inicial “había quedado corta”, y (ii) la expectativa de cierta compresión adicional del spread de los bonos en dólares cuando las negociaciones continuaron avanzando (luego de un periodo de “stand-by”).

Sin embargo, hace ya dos semanas, la posición en tasas del BCRA se revirtió, y lo que pareció solo una señal inicial se reiteró esta semana. La autoridad monetaria decidió seguir aumentando las tasas (primero solo las de corto plazo pero luego toda la curva, “achatando” la curva de las Lebacs). Por un lado, esto lleva a un mayor atractivo de las inversiones en pesos pero por otro lado todavía no se vislumbra una estabilidad de tipo de cambio, que por el contrario se ha seguido depreciando a un ritmo acelerado (y llevando a la intervención del BCRA en el mercado spot). Sin embargo, esperamos que esta estabilidad llegue con el fuerte ingreso de capitales de darse el esperado (e inminente?) acuerdo con los holdouts y el consiguiente fuerte nivel de emisión (estimado por el gobierno en US\$15bn).

## ¿Cómo posicionarse entonces en este momento?

Planteamos las siguientes ideas de inversión:

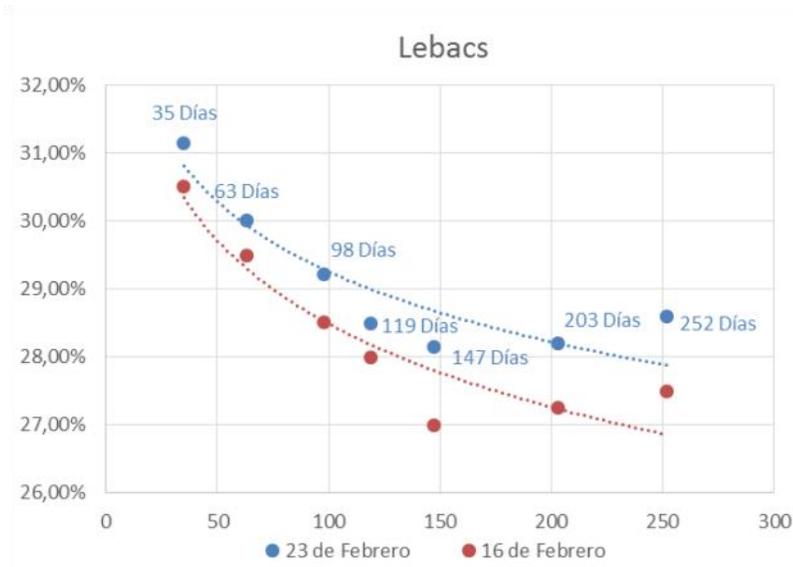
- 1) **Obtener una tasa en pesos mayor a la que ofrece una Lebac** mediante la Compra de un bono dólar-linked (BDC16) y la Venta de un Contrato Futuro de USD en el ROFEX (Abril 2017): rendimiento estimado en pesos de 37,8%
- 2) **Venta de bono en dólares – Compra de título Dólar-Linked**, obteniendo 320pbs de spread adicional.

**Obtener una tasa en pesos mayor a la ofrecida por una Lebac:** la estrategia consiste en comprar un bono dólar-linked de la Ciudad de Buenos Aires (por ejemplo el BDC16), el cual cotiza a ARS1.528 y a la vez vender un contrato futuro de moneda en el ROFEX (en este caso el contrato de Abril, cuyo valor es ARS/USD 15,94). De este modo, la estrategia permite cubrirse totalmente de la volatilidad que pueda tener el tipo de cambio desde hoy hasta abril, obteniendo además un atractivo rendimiento en pesos (39,4%). Luego de tener en cuenta la comisión cobrada para la operatoria en el ROFEX (0,25%), el rendimiento de **la estrategia asciende a 37,8%. La estrategia ofrece un retorno anualizado que resulta muy superior exhibido por alternativas similares como una Lebac.**

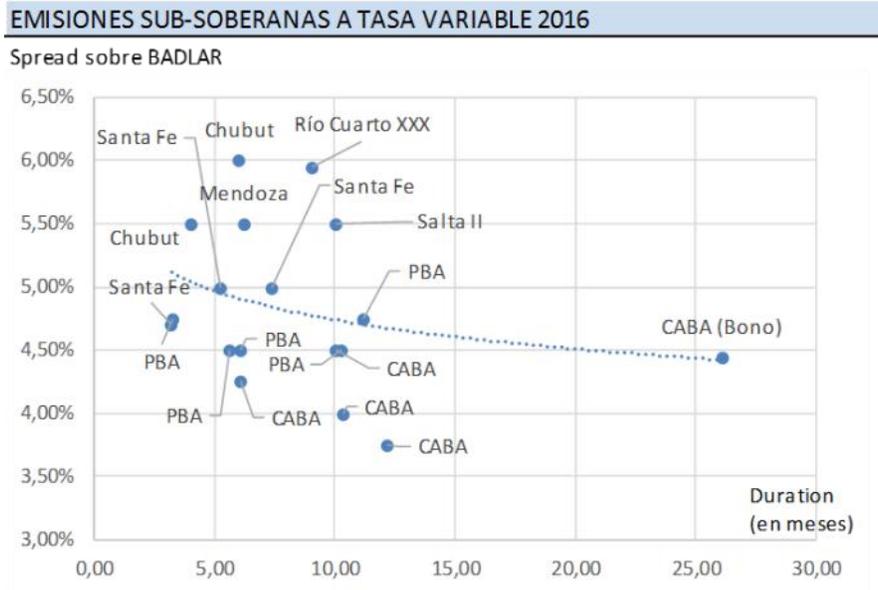
**Venta de bono en dólares – Compra de título Dólar-Linked:** la estrategia incluye la venta del Bonar 17 (Bonar X) y la compra del título dólar-linked soberano con vencimiento en febrero de (AF17). El objetivo radica en **aprovechar el diferencial de tasa existente entre los dos bonos, el cual se ubica en 320pbs** (Bonar X: 6,5% y AF17: 9,7%). Al no existir actualmente una restricción para acceder al mercado cambiario, los títulos dólar-linked y los bonos en dólares pasan a ser perfectamente comparables, ambos exhibiendo rendimientos “dolarizados”. Un potencial arreglo con los holdouts facilitaría la reducción de los rendimientos de los activos dolarizados. En este sentido, creemos que actualmente los títulos dólar-linked poseen un mayor margen de compresión de spreads que el de los títulos en dólares (como el Bonar X).

**FINANCIAMIENTO: Mejores costos de financiamiento en el mediano plazo ante un eventual arreglo con los holdouts y corrección de los desequilibrios macroeconómicos.**

Esta semana el BCRA convalidó una suba en todos los tramos de la curva de Lebac con el objetivo de volver atractivos los títulos en pesos frente al dólar y, de esa manera, disminuir el ritmo de depreciación de la moneda argentina frente a la estadounidense. La tasa a 35 días se ubicó en 31,15%, la de 63 días en 30%, la de 99 días en 29,20%, la de 119 días en 28,50%, la de 147 días en 28,15%, la de 203 días en 28,20% y la de 252 días en 28,60%. Cabe recordar que la semana pasada y luego de ocho semanas consecutivas de bajas en las tasas en pesos del BCRA, luego de conocerse la tasa de inflación del mes de enero (3,6% según el IPC Congreso, 52% anualizada), la autoridad monetaria había convalidado una suba leve en los tramos cortos y medios de la curva de Lebac con el propósito de lograr la metas de inflación de 20-25% anual y, además, renovar los vencimientos de las letras más cortas de las licitaciones anteriores.



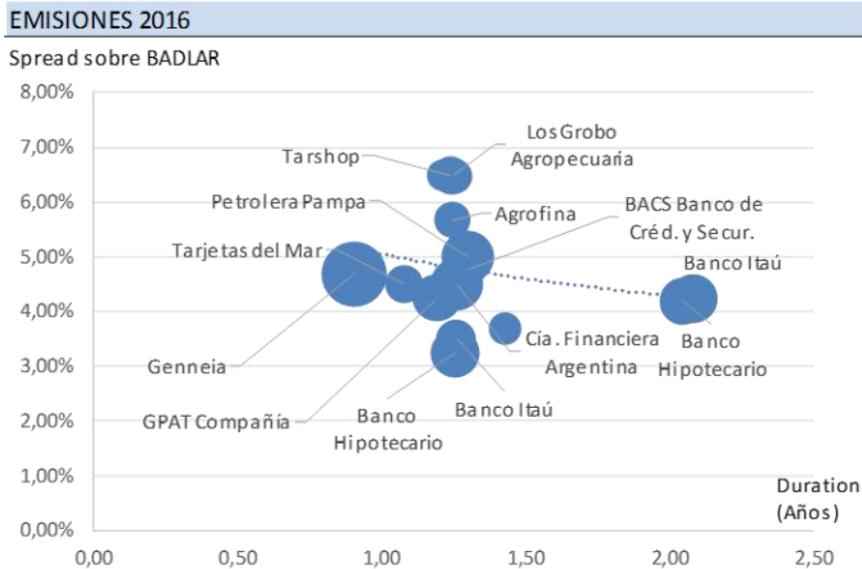
En lo que va del año 2016, se emitieron \$12.310 millones en títulos sub-soberanos, versus \$4.395 millones en obligaciones negociables y \$ 3.706 millones en títulos A de valores de deuda fiduciaria. De los \$12.310 millones mencionados anteriormente, \$5.467 millones pertenecen a emisiones sub-soberanas a tasa variable, de los cuales AR\$ 4.519 pertenecen a Letras de las provincias de Buenos Aires (PBA), Santa Fe, Salta, Chaco, Chubut y Mendoza, y las Ciudad Autónoma de Buenos Aires (CABA) y la Municipalidad de Río Cuarto. Los restantes \$948 millones corresponden a un bono de CABA a 48 meses.



Emisiones sub-soberanas a tasa variable de lo que va en el 2016.

En el gráfico se puede observar cómo, mientras que CABA y PBA en la gran mayoría de sus emisiones se financiaron a tasas por debajo de la curva, el restante de las emisiones sub-soberanas se encontraron por encima de ella.

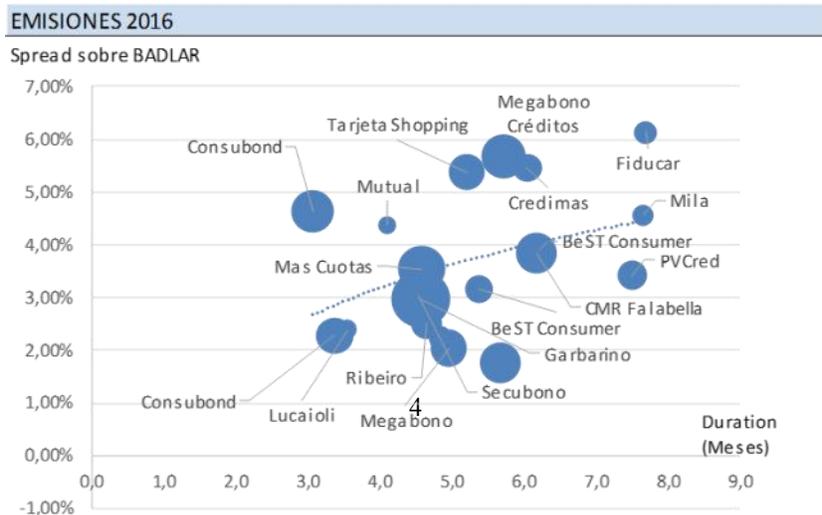
Con respecto a las obligaciones negociables, el spread sobre la tasa BADLAR promedio viene siendo de 4,60% con un plazo y duration medias de casi 24 meses y 1,45 años, respectivamente. Si se pondera las tasas individuales de cada emisión con sus respectivos montos adjudicados, la tasa da ligeramente inferior y se ubica en 4,45%.



Emisiones 2016 de obligaciones negociables desde el 26 de enero en adelante.

Es importante resaltar como tanto las curvas de títulos sub-soberanos como la de los corporativos se encuentran invertidas.

Por último, y con respecto a los valores de deuda fiduciaria de mayor seniority, el spread sobre la tasa BADLAR promedio en lo que va del año es de 3,55% con una duration media de 5,6 meses. De nuevo, si se pondera las tasas individuales de cada emisión con sus respectivos montos adjudicados, la tasa disminuye a 3%. El sector de mayor relevancia fue el de préstamos personales de cadenas de electrodomésticos.



Ahora bien, **un eventual arreglo con los holdouts generaría una expectativa positiva en el exterior que se podría traducirse en un mayor flujo de inversiones internacionales en el país y una posterior reducción en las tasas siempre y cuando se materialice una corrección en las variables macroeconómicas.** Específicamente, el Gobierno Nacional deberá solucionar desequilibrios macroeconómicos que involucran a la inflación, el tipo de cambio y el déficit fiscal. Creemos que **la posible entrada de capitales se dirigirá primero a emisiones sub-soberanas, luego a grandes corporativos y posteriormente a las PyMEs.** En este sentido, recomendamos a las empresas que aún no participan del mercado de capitales ir preparándose para una potencial emisión, ya que los costos de financiamiento tenderían a disminuir si el escenario macroeconómico de mediano plazo mejora considerablemente.

## DIRECTORES

---

### **Agustin Honig**

+54 11 4819-1761

ahonig@ad-cap.com.ar

### **Juan Martin Molinari**

+54 11 4819-1760

jmolinari@ad-cap.com.ar

## SALES & TRADING

---

### **Mariano Inchauspe**

+54 11 4819-1765

minchauspe@ad-cap.com.ar

### **Martín Cantale**

+54 11 4819-1767

mcantale@ad-cap.com.ar

### **Pablo Debernardi**

+54 11 4819-1773

pdebernardi@ad-cap.com.ar

### **Jorge Senderovsky**

+54 11 4819-0224

jsenderovsky@ad-cap.com.ar

### **Adriana López**

+54 11 4819-0223

adlopez@ad-cap.com.ar

### **Pablo Dalma**

+54 11 4819-1762

pdalma@ad-cap.com.ar

### **Agustin Rabinovich**

+54 11 4819-1764

arabinovich@ad-cap.com.ar

### **Santiago Masia**

+54 11 4819-1763

smasia@ad-cap.com.ar

### **Diego Aranda**

+54 11 4819 0225

daranda@ad-cap.com.ar

### **Facundo Gaviña**

+54 11 4819 0226

fgavina@ad-cap.com.ar

## CAPITAL MARKETS

---

### **Gonzalo Vallejos**

+54 11 4819-1769

gvallejos@ad-cap.com.ar

### **Fernando Lanus**

+54 11 4819-1772

flanus@ad-cap.com.ar

## RESEARCH & STRATEGY

---

### **Lorena Reich**

+54 11 4819-1770

lreich@ad-cap.com.ar

### **Tomas Chedrese**

+54 11 4819-1766

tchedrese@ad-cap.com.ar

### **Federico Ramos Taboada**

+54 11 4819-0216

framos@ad-cap.com.ar

## PORTFOLIO MANAGEMENT

---

### **Jorge Viñas**

+54 11 4819-1792

jvinas@convexity.com.ar

### **Matías Barbero**

+54 11 4819-0220

mbarbero@convexity.com.ar

### **Santiago Terra**

+54 11 4819-1790

sterra@convexity.com.ar

## CONTACTO

---

[informacion@ad-cap.com.ar](mailto:informacion@ad-cap.com.ar)

Juncal 1311 5º, (C1062ABO),

C.A.B.A. - Argentina

Este documento, y la información, opiniones, estimaciones y alternativas en él expresadas, han sido elaborados por ADCAP SECURITIES ARGENTINA S.A. para proveer a sus destinatarios de información general correspondiente a la fecha de emisión del documento y están sujetas a cambios sin previo aviso. ADCAP SECURITIES ARGENTINA S.A. no se responsabiliza ni se encuentra obligado a notificar tales cambios o actualizar los contenidos del presente. Este documento está dirigido únicamente al/los destinatario/s y se distribuye exclusivamente a efectos informativos.

Este documento no constituye un Prospecto o un Pricing Supplement, ni una oferta de venta, o una invitación a realizar ofertas de compra, de ninguno de los instrumentos y/o productos mencionados en el presente. En forma alguna este documento o su contenido constituyen la base para un contrato, compromiso o decisión de cualquier tipo.

Los instrumentos y productos mencionados en este documento pueden no ser autorizados para ser distribuidos públicamente por la Comisión Nacional de Valores en Argentina o el organismo de control equivalente en otro país.

Los contenidos de este documento se basan en información disponible de manera pública y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por ADCAP SECURITIES ARGENTINA S.A. y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía, ni expresa ni implícita, respecto de su precisión o integridad. ADCAP SECURITIES ARGENTINA S.A. no asume responsabilidad de ningún tipo por cualquier resultado negativo consecuencia del uso de este documento o su contenido.

El lector entiende y acepta que a través de esta publicación ADCAP SECURITIES ARGENTINA S.A. no provee ningún asesoramiento legal, contable, impositivo ni de inversión respecto a la conveniencia o rendimiento de los instrumentos y productos mencionados. Los instrumentos o inversiones a los que se refiere este documento pueden no ser apropiados para sus destinatarios, dados sus objetivos específicos de inversión, posiciones financieras o perfiles de riesgo, ya que estos no han sido tenidos en cuenta durante la preparación de este informe. Al momento de tomar una decisión sobre la inversión, los posibles inversores deben realizar sus propios estudios sobre los méritos y riesgos involucrados y obtener el asesoramiento especializado de acuerdo a sus respectivas necesidades.

Los inversores interesados en realizar una inversión deben tener presente que todos los instrumentos de inversión mencionados en el presente se encuentran regulados no sólo legalmente sino mediante documentos específicos aprobados por autoridades competentes (ejemplo: prospectos de emisión, avisos de suscripción, suplementos de precio, etc.), que deberían incluir información completa y precisa acerca del respectivo instrumento, y deben ser analizados por tales interesados y sus asesores profesionales de forma previa a la realización de una inversión.

Los inversores deberán estar advertidos que el desempeño observado por valores o instrumentos que se informan en el presente, o los resultados históricos de determinadas inversiones no garantizan su desempeño en el futuro. Los precios de mercado de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones podrían fluctuar en contra de los intereses de los inversores. La operatoria con instrumentos financieros requiere no sólo una vigilancia constante de la posición, sino también el pleno entendimiento de parte del inversor del riesgo de pérdida total de la inversión que podría enfrentar.

Las transacciones en futuros, opciones y valores de alto rendimiento pueden generar aún mayores riesgos que los habituales y no son apropiados para inversores no calificados. En el caso de algunas inversiones, las pérdidas potenciales podrían exceder las cantidades invertidas inicialmente y, en tales circunstancias, podría requerirse que los inversores aporten más dinero para compensar dichas pérdidas. Antes de emprender cualquier transacción con tales instrumentos, los inversores deberán estar al tanto de cómo ellos operan, así como de los derechos, obligaciones y riesgos implícitos tanto en ellos como en los activos subyacentes. Los inversores también deberán estar advertidos de que los mercados secundarios para los mencionados instrumentos pueden ser limitados o incluso no existir.

ADCAP SECURITIES ARGENTINA S.A. o cualquiera de sus accionistas, ejecutivos o empleados pueden proveer estrategias de compraventa, de inversión o comentarios del mercado, en forma oral o escrita, diferentes a las aquí expresadas. Bajo ninguna circunstancia podrá ser ADCAP SECURITIES ARGENTINA S.A. considerado responsable por el resultado de las inversiones que un inversor efectúe.

El contenido del presente es privado y confidencial. Consecuentemente, este documento no podrá ser reproducido en todo o en parte y no podrá ser entregado a cualquier otra persona sin el consentimiento previo por escrito de ADCAP SECURITIES ARGENTINA S.A. El no cumplimiento de estas restricciones puede quebrantar las leyes de la jurisdicción en la que dicha distribución o reproducción ocurriera.

**ADCAP SECURITIES ARGENTINA S.A. – Agente de Liquidación y Compensación Propio y Agente de Negociación N° 148, Inscripto ante la CNV. Agente del Mercado Abierto Electrónico N° 648. Agente del Mercado a Término de Rosario N° 323. Agente del Mercado de Valores de Buenos Aires N° 97.**