

Charla sobre Coyuntura y Perspectivas del Mercado Local

16.12.2021

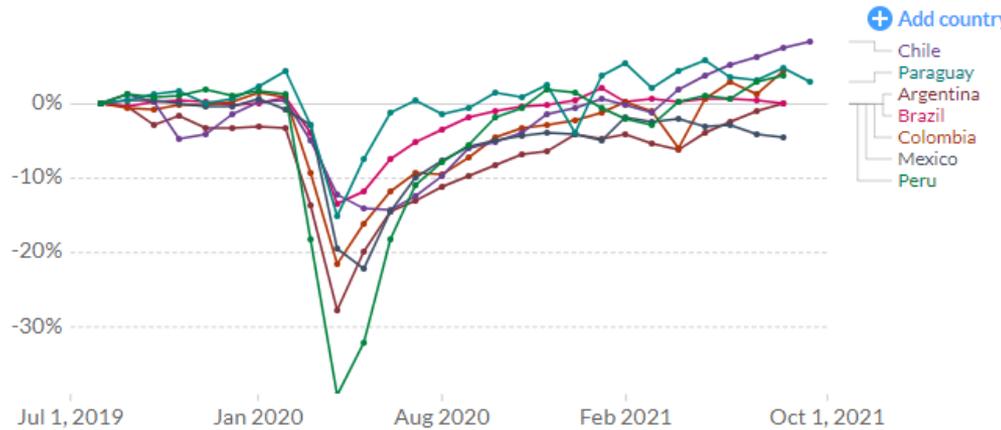
juan@cucchiara.com.ar
ian@cucchiara.com.ar
manuel@cucchiara.com.ar

La Macro

Actividad. Marcada recuperación en el nivel de actividad, en sintonía con el comportamiento regional. Factor atraso cambiario y tarifario en actividad. La desazón de largo plazo.

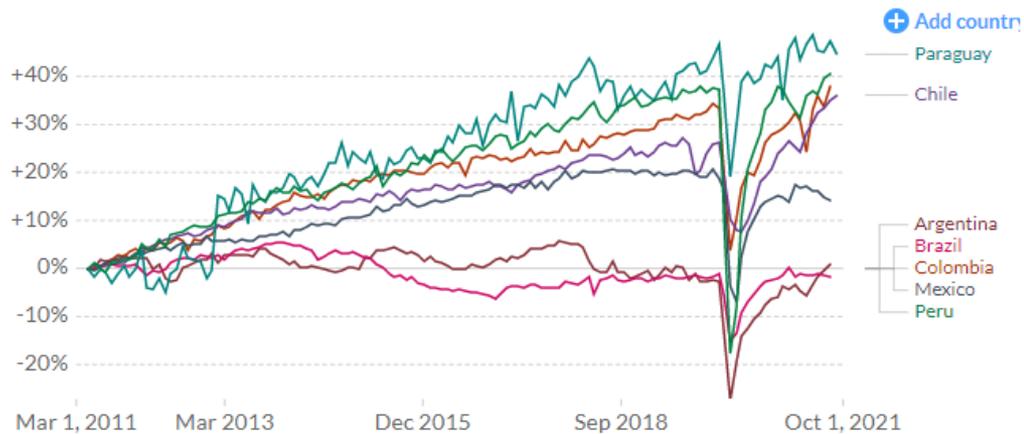
Latin America - Monthly GDP

(relative change from dic-2009)



Latin America - Monthly GDP

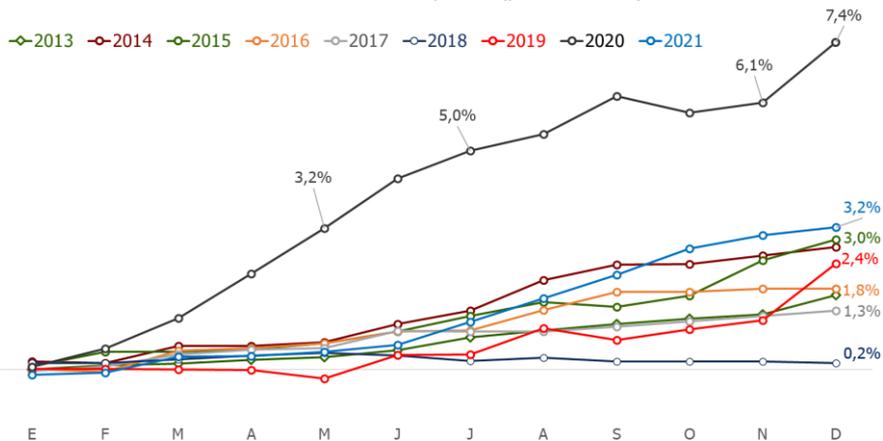
(relative change from dic-2009)



Cierre Fiscal. Ayudado por rebote, impuesto riqueza, retenciones y cierta moderación el 2021 arrancó con buenos números. Las elecciones tiraron todo por la borda para cerrar con un agujero fiscal cercano al 4%. Modo eleccionario a toda maquina. Gasto indexado clave para adelante.

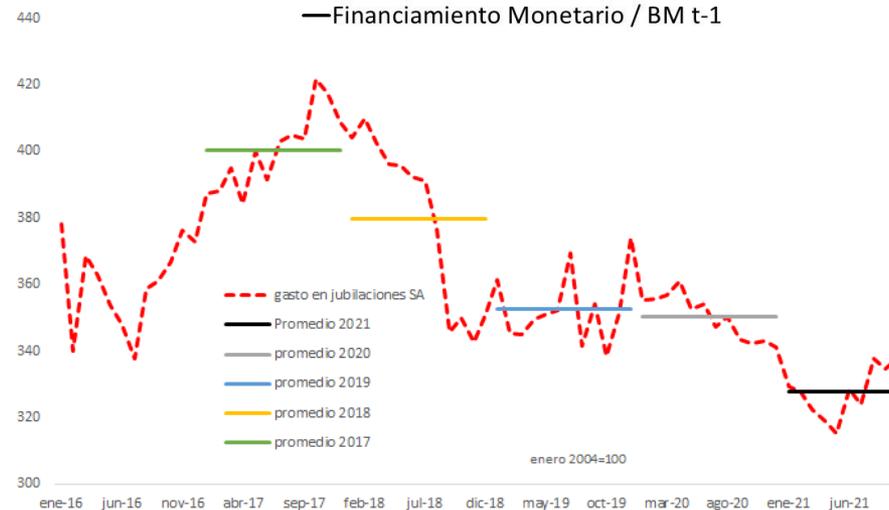
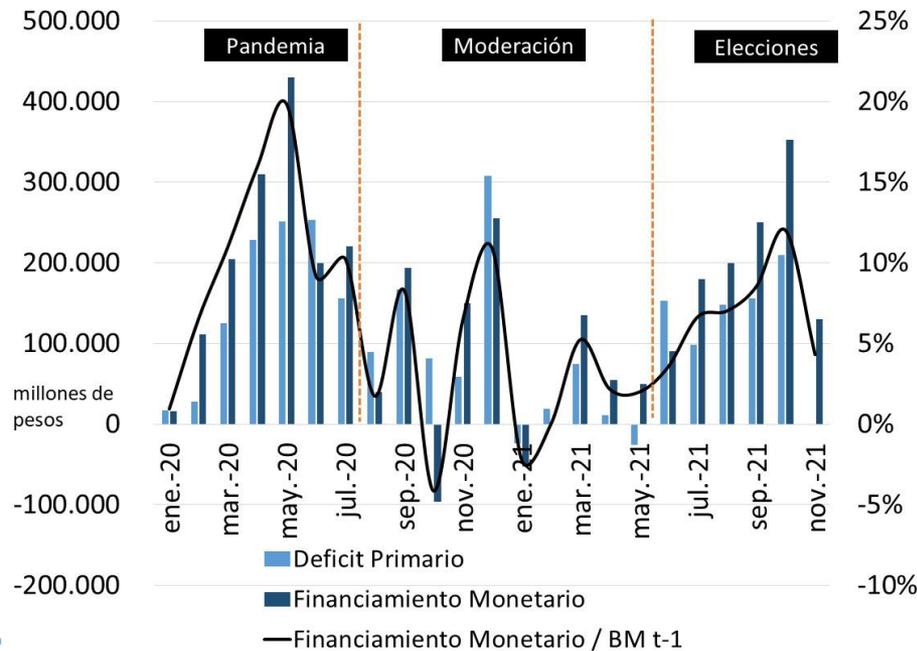
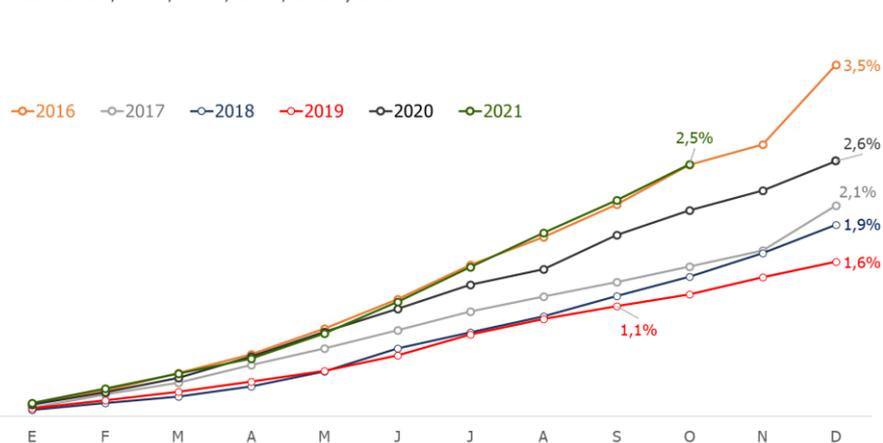
FINANCIAMIENTO MONETARIO NETO AL TESORO

% PIB - Acumulados anuales desde 2013 a 2020 y 2021 (parcial al 3/12)



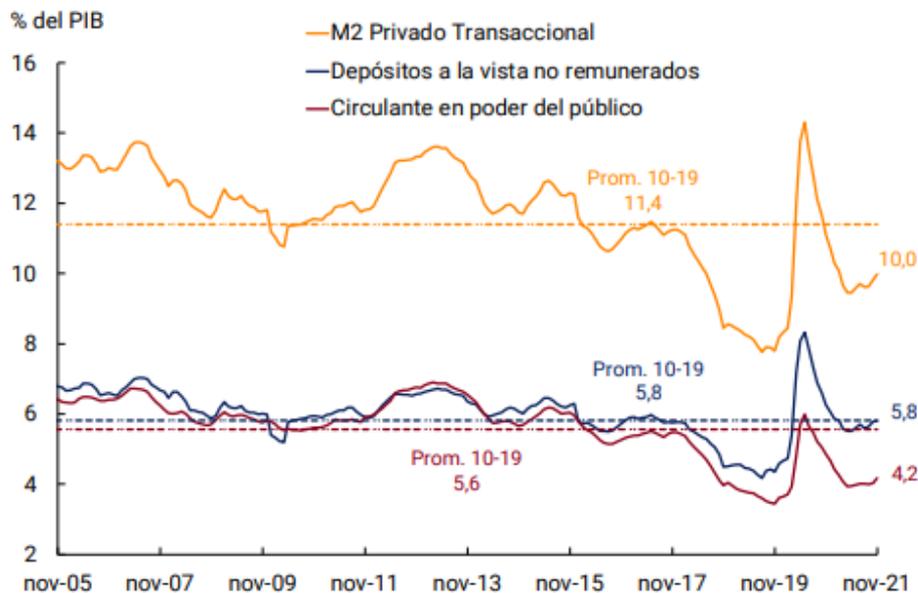
EVOLUCIÓN DE LOS SUBSIDIOS ECONÓMICOS

% PIB - 2016, 2017, 2018, 2019, 2020 y 2021

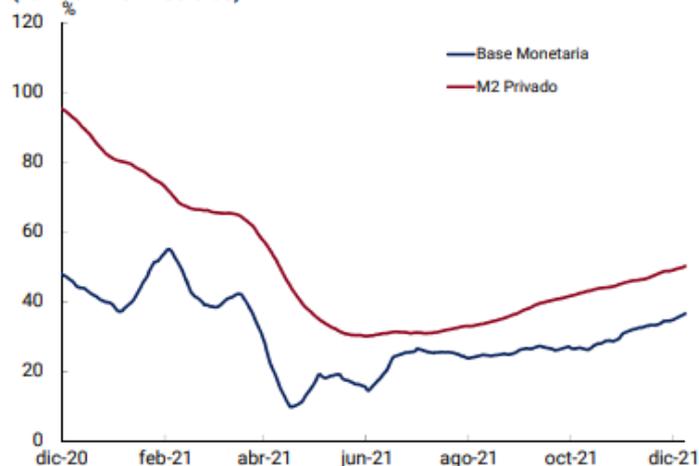


Plano Monetario. Thomas Sargent dijo algo así como “La inflación persistentemente elevada es siempre y en todo lugar un fenómeno fiscal, dónde el banco central es su cómplice monetario”. También acuñó la frase “aritmética monetaria desagradable”. La foto no es el gran problema, la dinámica sí.

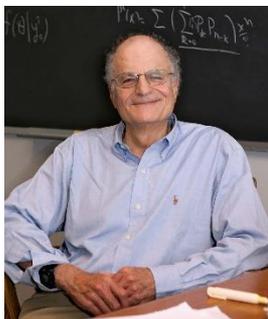
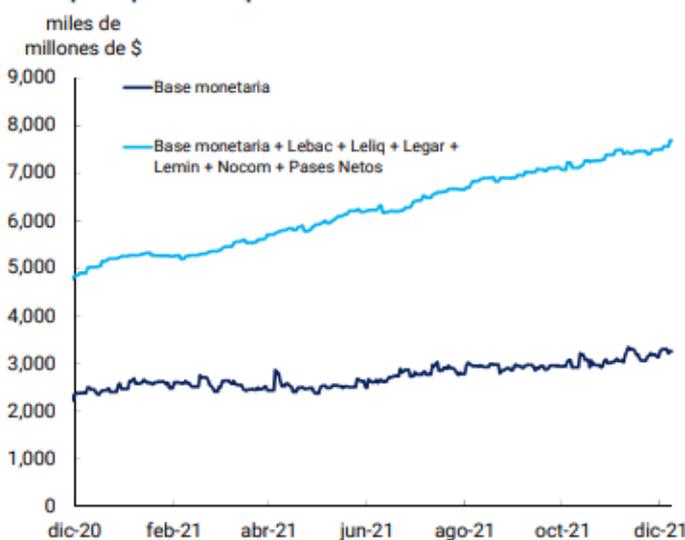
Gráfico 2.2 | M2 privado transaccional en términos del PIB



Agregados Monetarios en Pesos (var. i.a. Prom. 30 días)



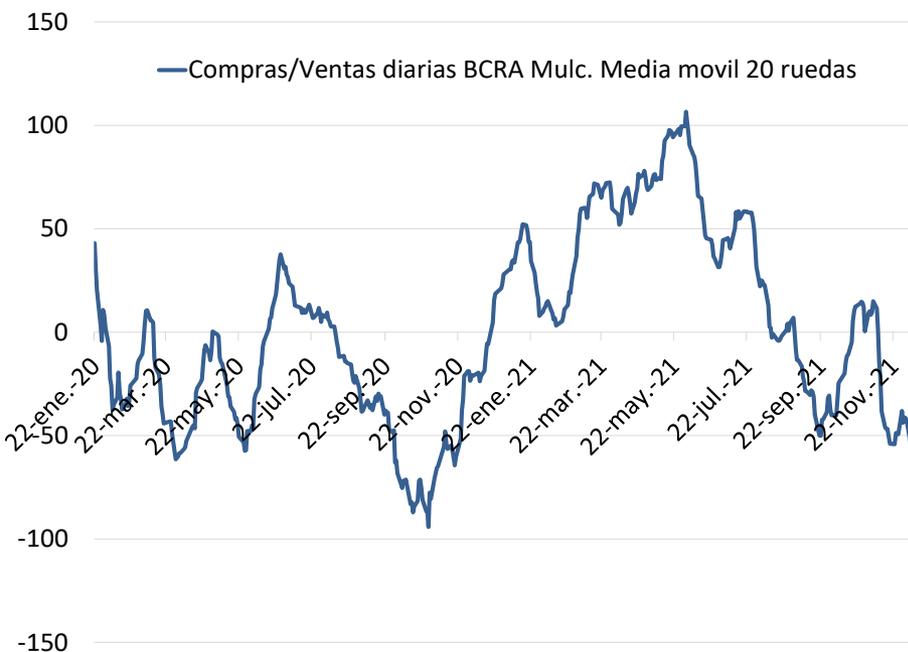
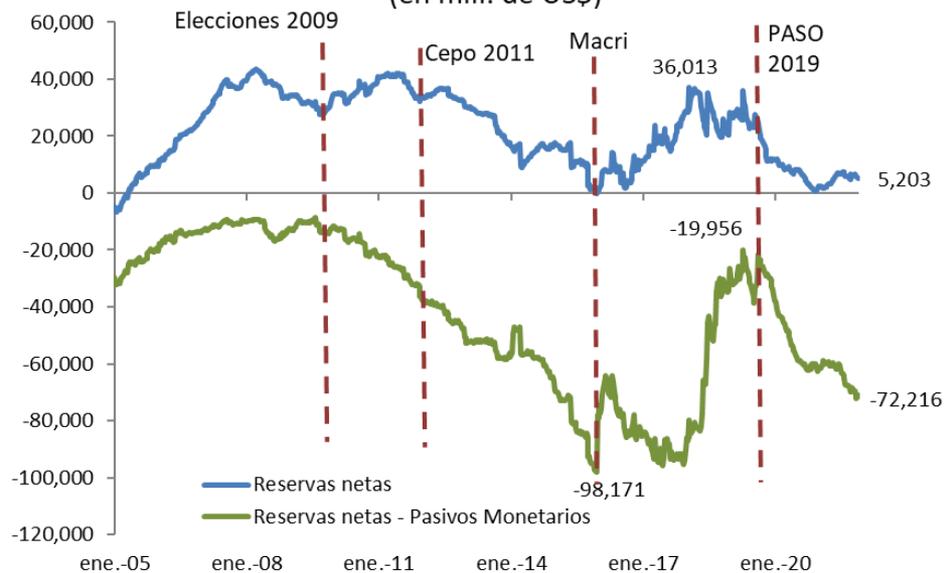
Principales pasivos en pesos del BCRA



Un BCRA contando monedas. Muy endeble posición de Reservas con próximos pagos al FMI en diciembre, enero y febrero. Pago de intereses de bonos en enero. Desembolsos totales USD 3.600. Factor estacionalidad clave.

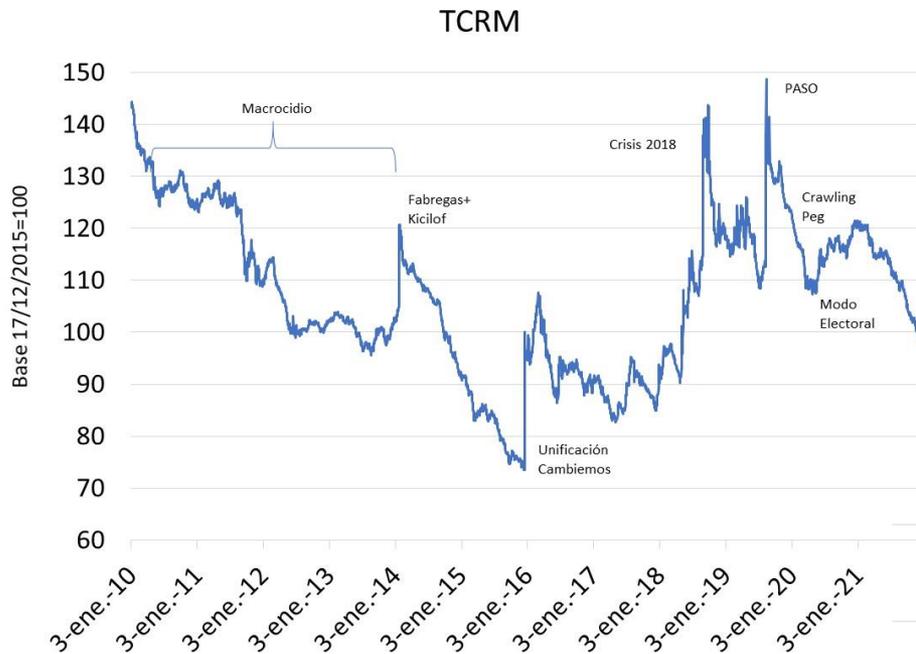
millones de USD	ago-19	sep-20	may-21	sep-21	dic-21
Reservas Brutas	66.300	42.500	40.880	45.700	41.500
Encajes	15.950	12.000	10.270	11.550	11.400
Swap China	18.200	19.000	20.249	20.150	20.400
BIS	2.670	3.162	3.160	3.157	3.157
Reservas Netas	29.480	8.338	7.201	10.843	6.543
DEG	2.770	2.860	700	4.715	2.450
Oro	2.980	3.900	3.600	3.620	3.520
Resto	23.730	1.578	2.901	2.508	573

Reservas netas y netas sin leliq/lebac y BM
(en mill. de US\$)



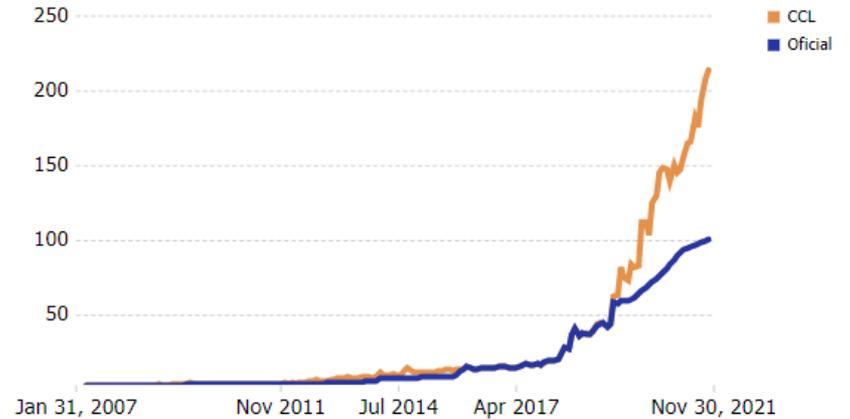
La ecuación que no cierra. Tasa de interés, tasa de devaluación y tasa de inflación.

Cierra menos todavía con una brecha mayor al 100%. El FMI pedirá un cambio en este punto.

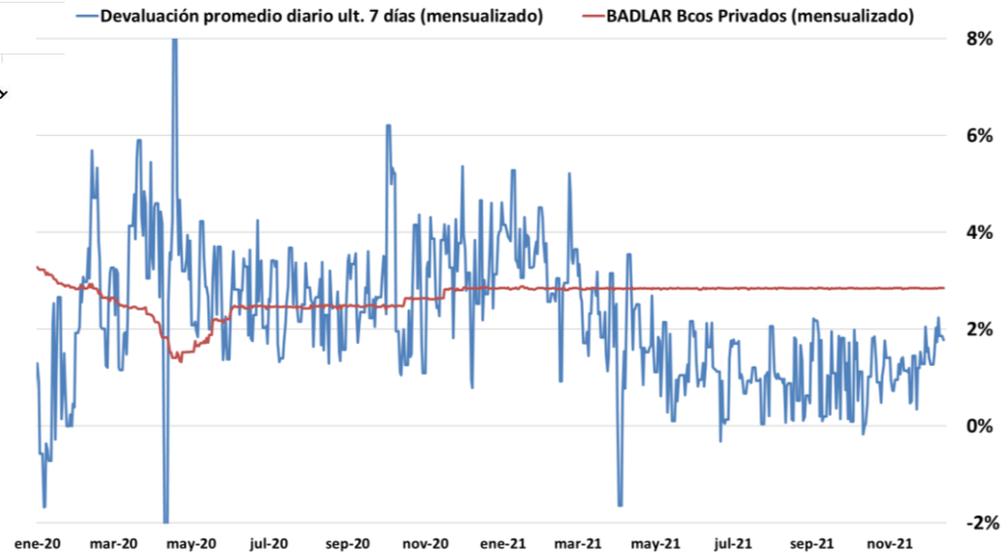


Tipo de cambio oficial y contado con liqui

AR\$ por US\$, último día del mes



BADLAR y ritmo de devaluación mensual desde 2020



Deuda. Hay que hacer las cosas muy mal para dejar de pagar los intereses de los bonos en dólares antes del 2025. FMI y Club de Paris clave la negociación. Mercado de deuda en pesos no se le puede pedir mucho más por el momento. Mayor déficit de caja mayor impuesto inflacionario.

Perfil de Deuda Soberana con Privados

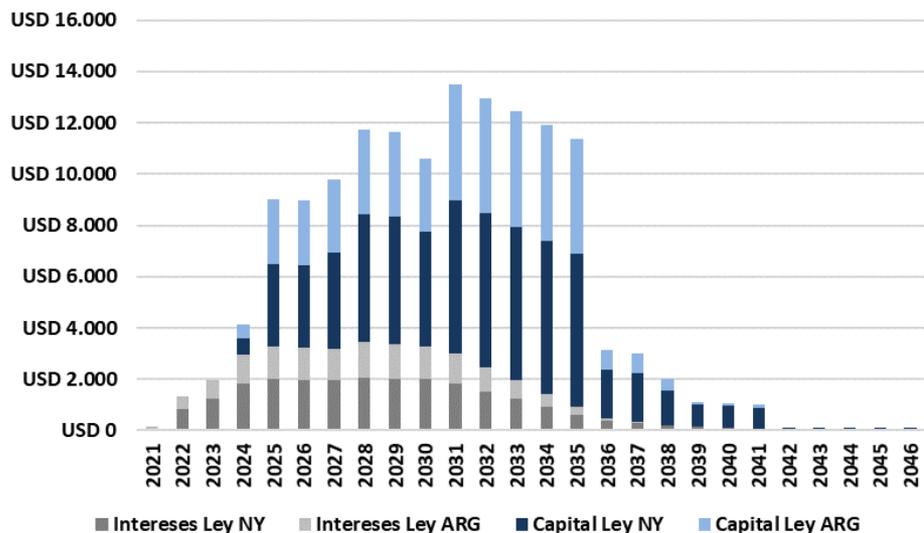
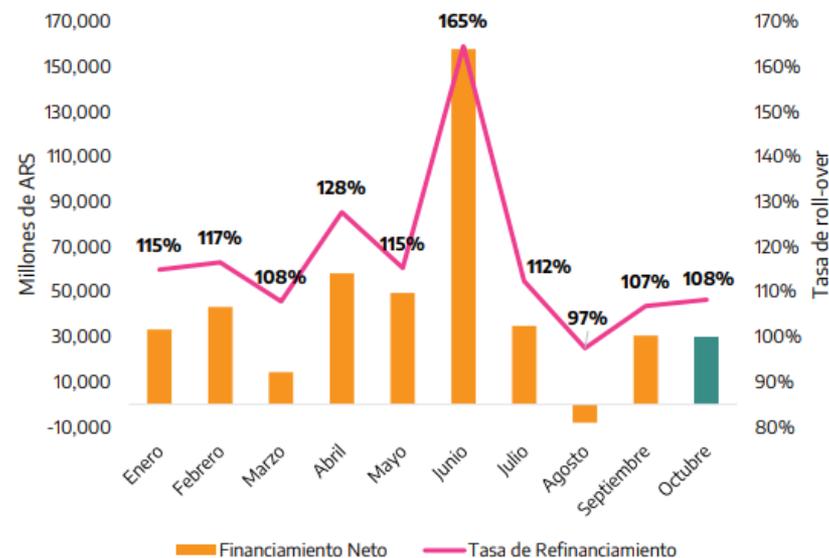


Gráfico 2. Financiamiento neto y tasa de refinanciamiento



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Mecon Secretaria de Finanzas.

Pensando en lo que viene.

- Un potencial Rodrigazo implica no sólo tener el **escenario A** sino también una mala cosecha.
- El **escenario B** y el **escenario C** en principio no deberían diferir mucho en cuanto a métricas cuantitativas.
- En ambos casos las correcciones no dejarán bajar la inflación en el corto plazo.
- Sin embargo, en términos reputación y de expectativas son bien diferentes.
- El **escenario B** serían buenos parches hasta el 2023 para que ambas partes eviten default.
- El **escenario C** sería similar a Temer en Brasil, haciendo gran parte de los deberes previo al 2023.

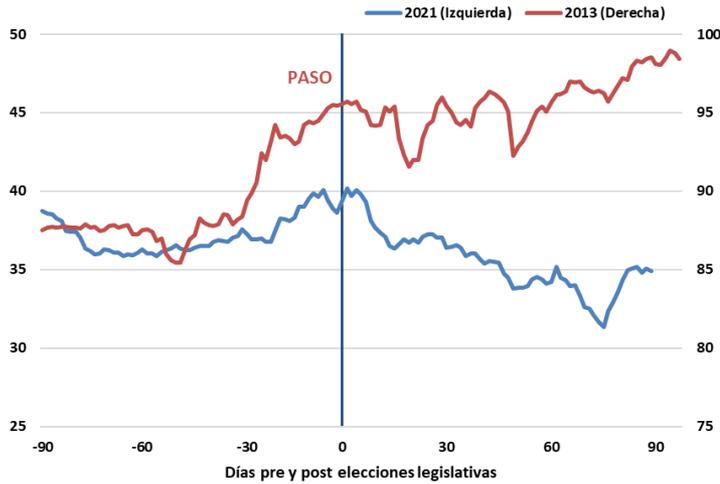
	Acuerdo FMI	Política Fiscal	Política Monetaria	Política Cambiaria	Inflación	Largo plazo	Institucionalidad
Escenario A	Sin acuerdo	Sin grandes cambios frente 2021	Total dominancia fiscal	Mayores restricciones y brecha	Caminando por la cornisa	Destruyendo el crecimiento potencial	Otro gran golpe
Escenario B	Stand by Agreement	Lenta convergencia fiscal	Paulatino ordenamiento monetario	Menores restricciones y brecha	Necesidad de impuesto inflacionario	Construyendo un puente al 2023	Leve recuperación
Escenario C	Extended Fund Facility	Lenta convergencia fiscal	Paulatino ordenamiento monetario	Menores restricciones y brecha	Necesidad de impuesto inflacionario	Reformas	Fuerte recuperación

El Mercado

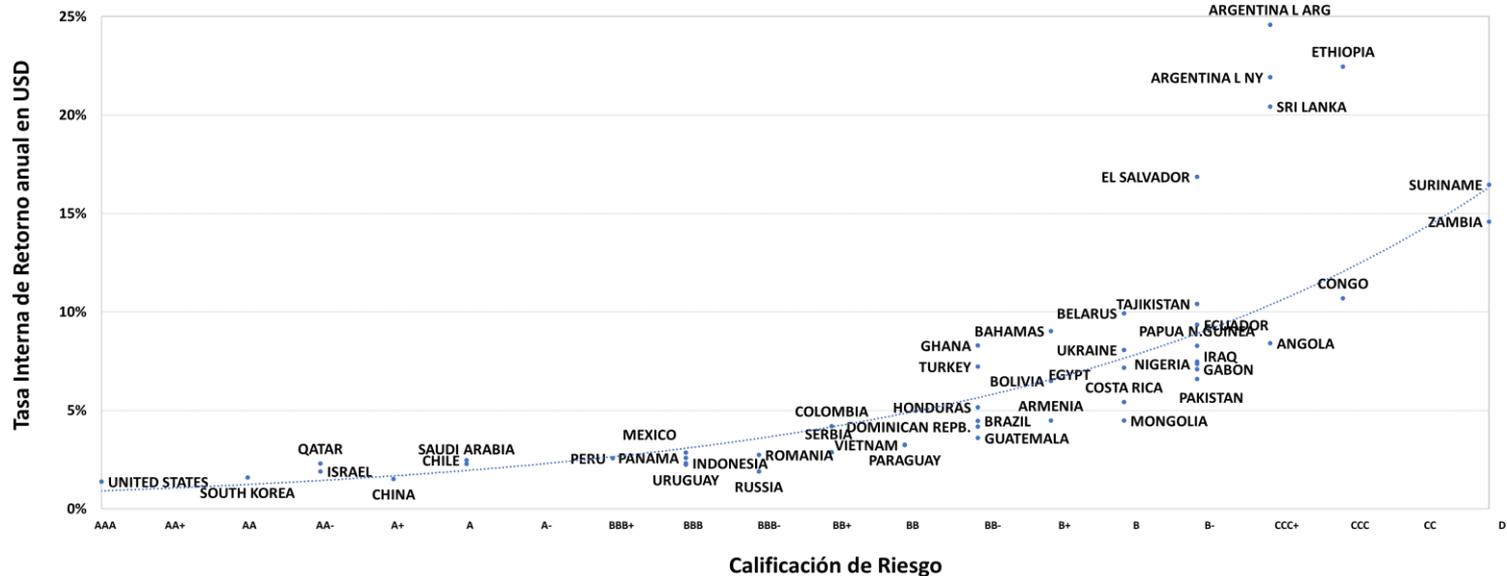
Renta Fija Soberana USD.

Este resultado de las PASO tuvo un efecto en precios bajista, todo lo contrario a las PASO 2013. Mayores desafíos y menor confianza del mercado. Curva soberana descuenta en sus precios un escenario macro muy malo.

Bonos Soberanos Argentinos en Dólares (paridad)



Rendimientos Bonos Soberanos a 10 años



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg, Reuters y BCRA

Renta Fija Soberana USD. Eligiendo entre bonos soberanos. Donde posicionarse dependiendo los escenarios.

Simulación de precios tras cambios de TIR

	Ley Argentina (USD)					Ley NY (USD)					
	AL29	AL30	AL35	AE38	AL41	GD29	GD30	GD35	GD38	GD41	GD46
Precio actual	36,50	33,46	32,80	37,80	36,20	36,60	36,90	33,50	37,50	34,50	32,60
TIR actual	24,16%	24,42%	18,31%	19,18%	16,88%	24,09%	21,95%	18,00%	19,33%	17,65%	18,80%

Simulación de rendimientos obtenidos tras cambios de TIR

TIR	AL29	AL30	AL35	AE38	AL41	GD29	GD30	GD35	GD38	GD41	GD46
	18%	27%	30%	2%	7%	-7%	27%	18%	0%	8%	-2%
16%	38%	42%	17%	20%	6%	37%	28%	14%	21%	11%	18%
14%	50%	55%	35%	35%	21%	49%	40%	32%	36%	27%	35%
12%	63%	70%	57%	55%	40%	63%	54%	54%	56%	46%	55%

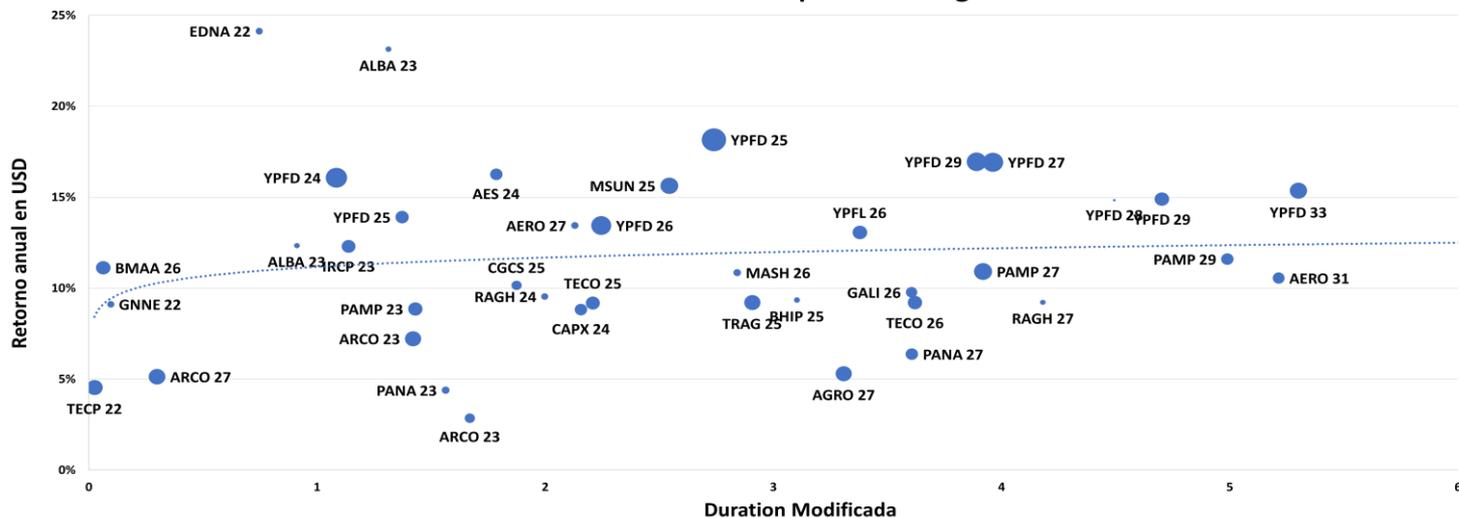
Bono	Cupón 2022	Fecha Prox Cpn	Current Yields									
			2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
GD29	1,000	09/01/2022	2,76	2,76	2,76	2,76	2,76	2,76	2,76	2,76	0,00	
GD30	0,500	09/01/2022	1,43	1,43	2,15	2,15	2,15	2,15	5,01	5,01	5,01	
GD35	1,125	09/01/2022	3,53	4,70	11,36	12,93	12,93	12,93	14,89	15,67	15,67	
GD38	2,000	09/01/2022	5,28	10,24	11,23	13,21	13,21	13,21	13,21	13,21	13,21	
GD41	2,500	09/01/2022	7,01	9,81	9,81	9,81	9,81	9,81	9,81	9,81	13,67	
GD46	1,125	09/01/2022	3,46	4,61	11,14	12,67	12,67	12,67	13,44	15,36	15,36	
AL29	1,000	09/01/2022	2,99	2,99	2,99	2,99	2,99	2,99	2,99	2,99	0,00	
AL30	0,500	09/01/2022	1,59	1,59	2,38	2,38	2,38	2,38	5,55	5,55	5,55	
AL35	1,125	09/01/2022	3,71	4,95	11,95	13,60	13,60	13,60	15,66	16,49	16,49	
AE38	2,000	09/01/2022	5,84	11,32	12,42	14,61	14,61	14,61	14,61	14,61	14,61	
AL41	2,500	09/01/2022	7,50	10,51	10,51	10,51	10,51	10,51	10,51	10,51	14,63	

Bonos Corporativos USD. Una resistencia corporativa llamativa para un país en agonía.

Priorizando siempre la calidad.

	3Q21											
USD Mill.	CAPEX 1Q22	CGC	PAMPA	PAE	TECPETROL	TGS	YPF	ALUAR	ARCOR	MASHER	TECO	RAGHSA
EBITDA (LTM o Est.)	134	319	875	1.198	820	426	3.188	277	304	45	1.178	66
Deuda total	265	592	1.424	2.806	727	522	7.482	297	791	197	2.519	156
Caja y Eq.	119	338	507	408	371	344	1.176	105	228	27	256	60
Deuda Neta	145	255	917	2.399	356	178	6.306	192	564	169	2.263	96
Intereses (LTM)	18	56	165	331	49	26	680	15	125	27	275	11,7
Net Leverage (LTM)	1,1	0,8	1,0	2,0	0,4	0,4	2,0	0,7	1,9	3,7	1,9	1,4
Interest Coverage (LTM)	7,3	5,7	5,3	3,6	16,8	16,5	4,7	18,5	2,4	1,6	4,3	5,7
DFN/Patrimonio Neto	0,5	0,8	0,5	0,4	0,5	0,2	0,8	0,3	0,8	0,8	0,5	0,3
Total ON's USD mill.	254	592	1.416	928	504	479	7.363	185	523	154	2.245	156
2021	-	93	-	65	-	-	200	-	-	-	-	-
2022	-	104	98	80	498	-	826	50	5	-	500	-
2023	-	160	390	205	7	-	791	110	510	12	206	-
Otros	254	235	929	579	-	479	5.546	25	8	142	1.539	156

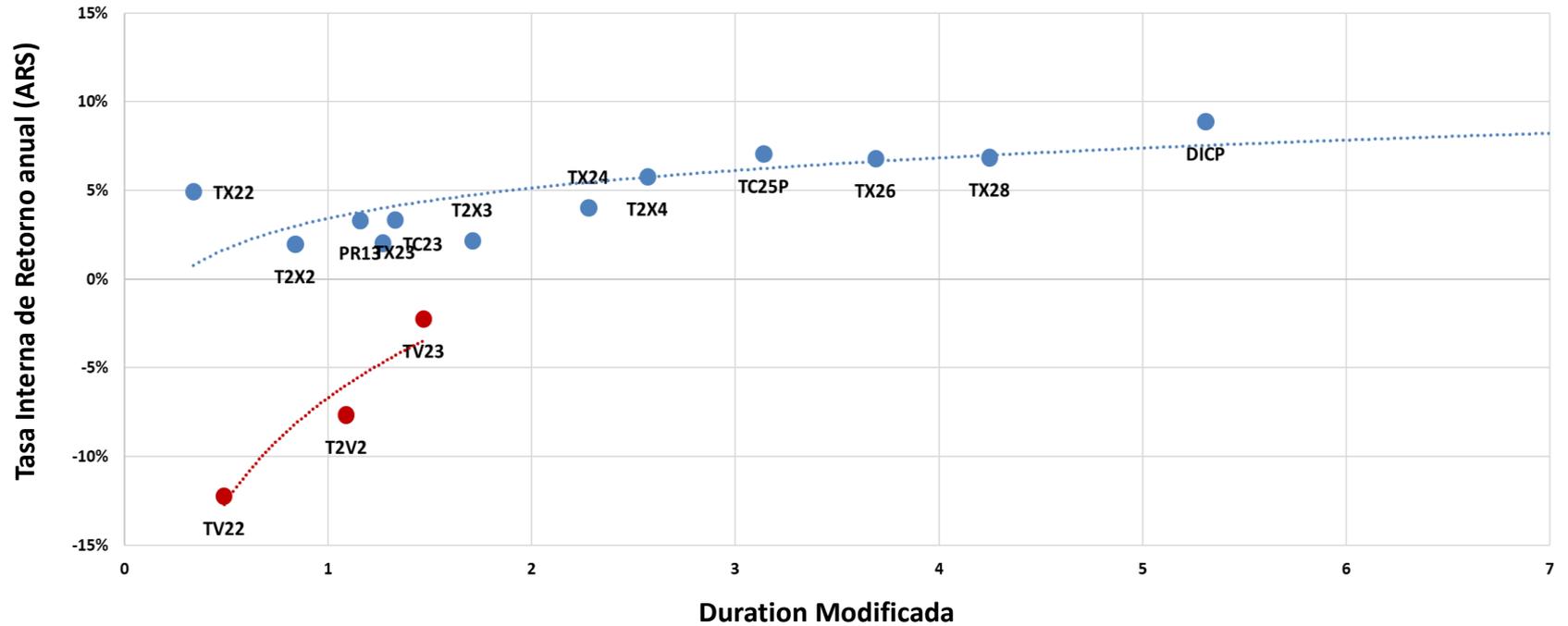
Curva de Rendimientos Corporativos Argentinos en USD



Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros y Bloomberg

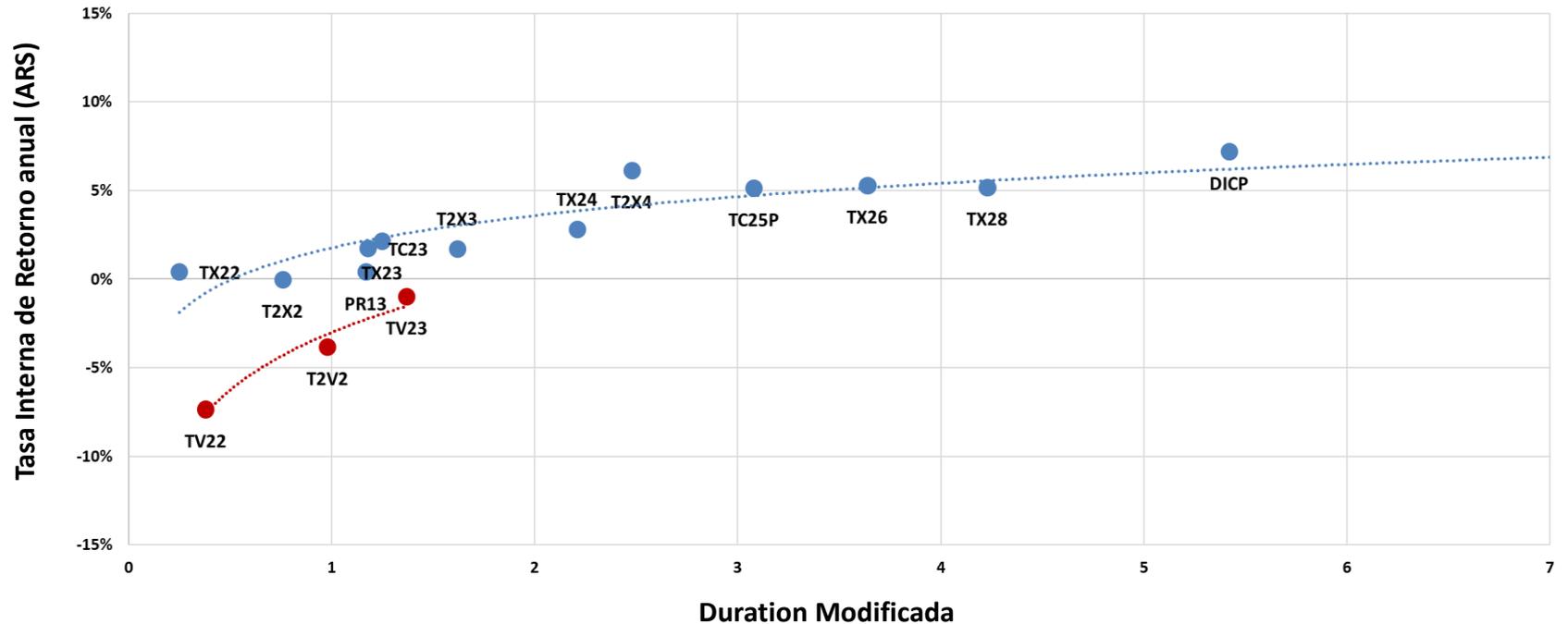
Inflación y Devaluación Esperada. El mercado cubriéndose de un salto cambiario previo a las elecciones.

Rendimientos bonos CER y Dollar Linked Soberanos (10/11/21)



Inflación y Devaluación Esperada. El mercado cubriéndose más de un crawling peg pasadas las elecciones.

Rendimientos bonos CER y Dollar Linked Soberanos (13/12/21)



Renta Variable.

Simple reflejo de los gráficos de largo plazo. En el corto correlaciona con Emerging y Brasil. Pero desde el subsuelo.

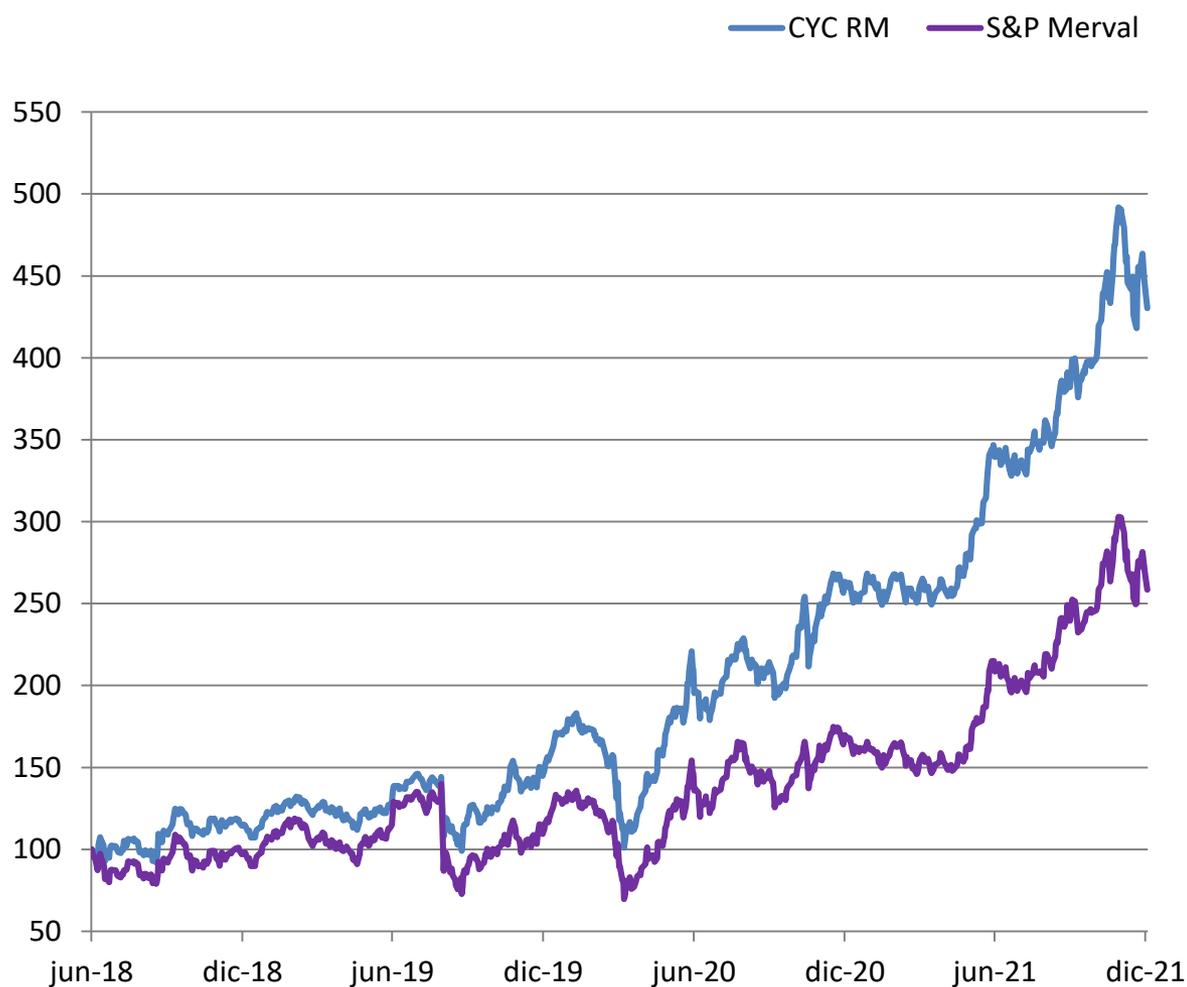
Merval Histórico en USD CCL (2001-actualidad)



Rendimiento Merval en USD CCL vs. Emergentes y Brasil desde Paso ago-19



Fondo CYC Renta Mixta.



Retornos

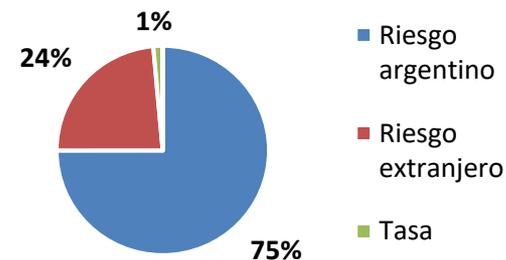
CYC RM desde inicio (11/06/18)	330,4%
S&P Merval desde inicio (11/06/18)	158,5%
CYC RM últimos 30 días	-10,2%
S&P Merval últimos 30 días	-11,9%

Riesgo (Desvío Estándar)

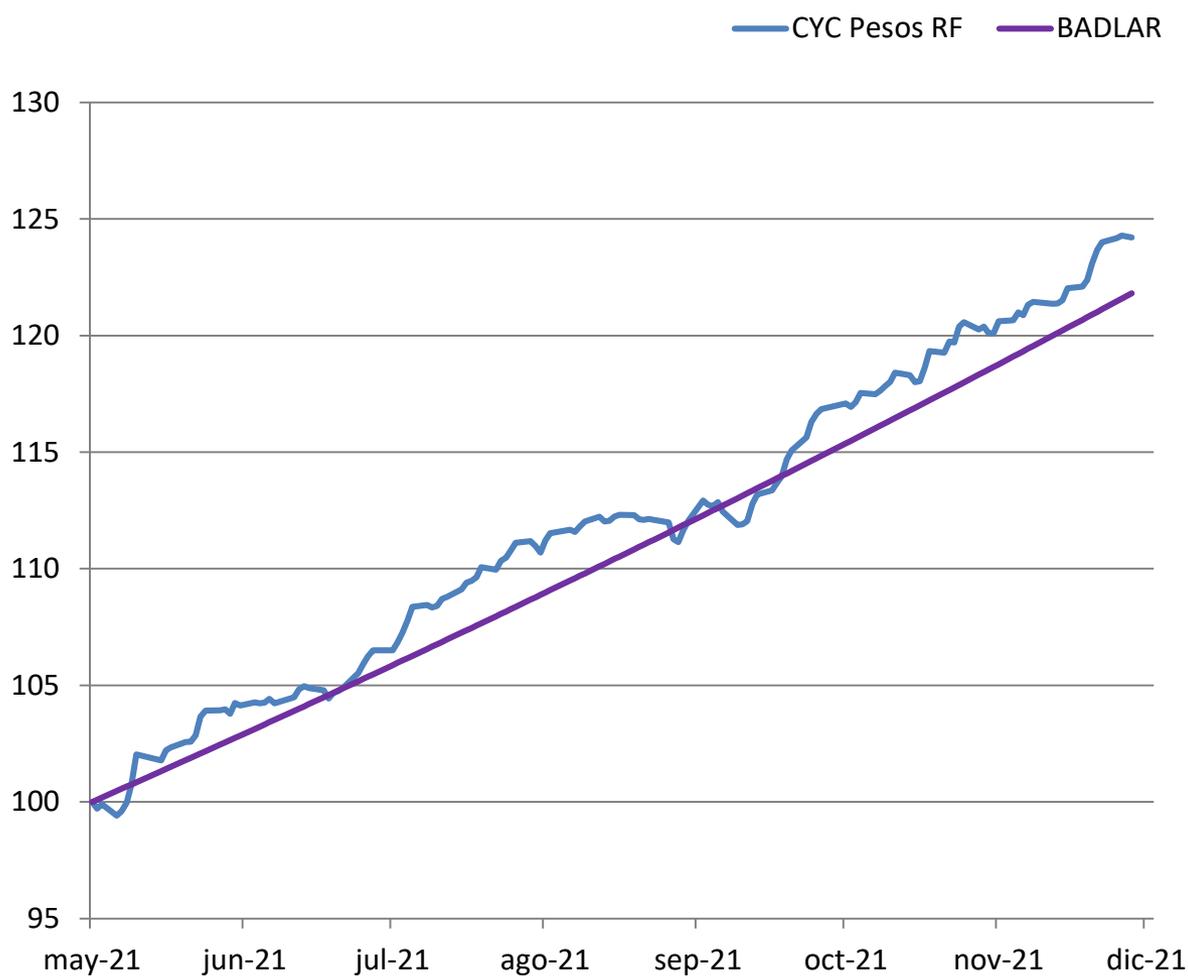
CYC RM desde inicio	38,8%
S&P Merval desde inicio	48,9%

Principales Tenencias

TXAR	12,7%
ALUA	8,4%
LOMA	7,2%
BYMA	6,5%
TGSU2	5,8%
PAMP	5,4%
CEPU	5,4%
BMA	5,0%



Fondo CYC Pesos Renta Fija.



Retornos (anualizados)

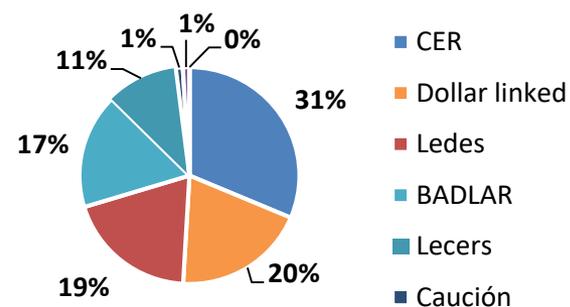
CYC PRF desde inicio (12/05/21)	41,6%
Badlar desde inicio (12/05/21)	37,8%

Riesgo (Desvío Estándar)

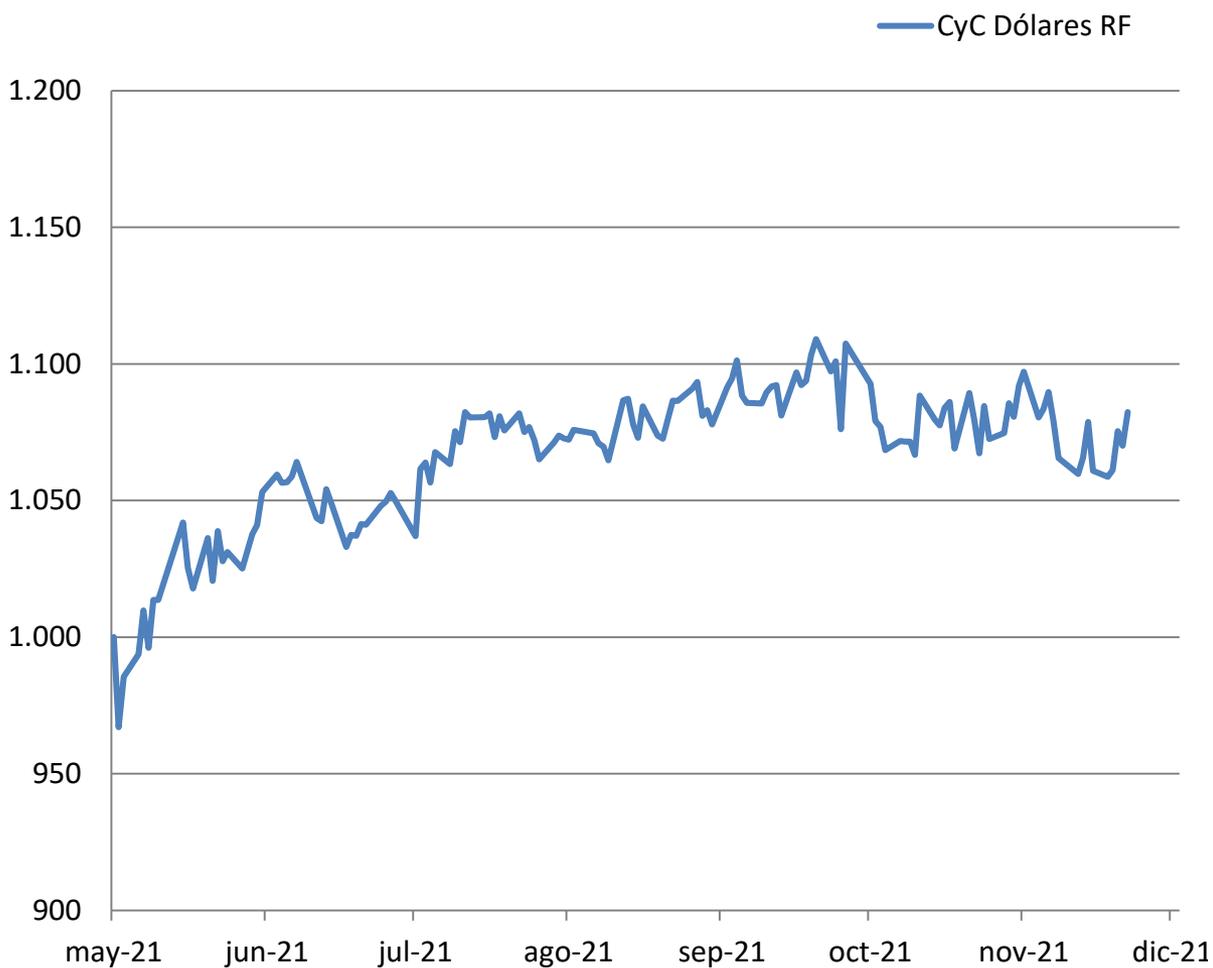
CYC PRF desde inicio	4,4%
S&P Merval desde inicio	3,1%

Principales Tenencias

LEDES DIC21	19,4%
BONTE 2022 CER 1.2%	15,4%
BONTE 2024 CER 1.5%	11,1%
BONTE D. LINKED Abr-22	10,8%
BSAS 2025 BADLAR +375	8,7%
BONTE D. LINKED Nov-22	7,8%
CABA 2024 BADLAR	5,1%
BONTE 2026 CER 2%	4,8%



Fondo CYC Dólares Renta Fija.



Retornos

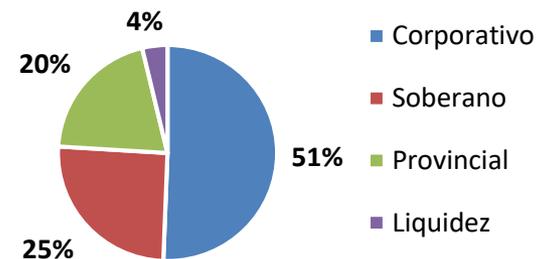
CYC DRF desde inicio (12/05/21)	7,5%
CYC DRF desde inicio (anualizado)	12,6%
CYC DRF últimos 30 días	-0,8%

Riesgo (Desvío Estándar)

CYC DRF desde inicio	15,8%
----------------------	-------

Principales Tenencias

GD35	14,7%
CAPEX 2024	12,9%
MENDOZA 2029	11,7%
RAGSHA 2027	9,4%
AA2000 2031	6,3%
RAGSHA 2024	4,9%
CGC 2025	4,6%
SANTA FE 2023	4,0%



Posicionamiento en Activos Locales.

	Bonos Soberanos	Bonos Corporativos	Acciones	Activos en moneda domestica	Ponderación Argentina en Cartera
Escenario A	Sólo para el largo plazo. Elegir menor paridad	Ir a maxima calidad crediticia. Paciencia, las paridades pueden bajar	Riesgo licuación	Riesgo licuación. Mínimo según necesidades de caja	Muy baja
Escenario B	Sólo para el mediano plazo. Elegir menor paridad o cupones	Los vemos estables, los cupones son atractivos	Atractivas en el mediano plazo, pero elecciones 2023 serán fundamentales.	Sólo lo que demande la hoja de balance y necesidades de caja	Baja
Escenario C	Bonos más cortos son la apuesta	Buscar los de menor paridad, siempre con calidad crediticia	Suba potencial muy atractiva	Atractivas dado el nivel del TCR CCL.	Media



Felices Fiestas!!!

