

Charla sobre Coyuntura y Perspectivas del Mercado Local

05.08.2022

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

Los anuncios ^{1/2}

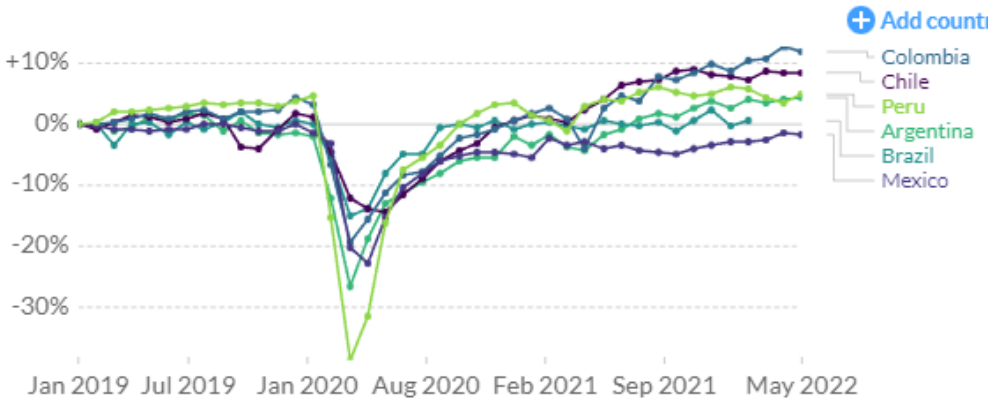
- Si todo lo anunciado hubiera sido acompañado de alguna medida cambiaria, aunque sea un “parche” del estilo tipo de cambio diferencial para el agro por 90 días o desdoblamiento para servicios y dólar financiero, nos hubiera dejado la buena impresión de intentar cambiar un poco la dirección. **Pero sin medida cambiaría tiene gusto a muy poco.**
- **Surgen dos escenarios cambiarios:** ¿veremos alguna medida cambiaria estos días por parte del BCRA? o ¿irán viendo si con estas medidas se calma un poco la cosa y, de no lograrlo, ahí aplican medidas cambiarias? Parece más probable la segunda, creo que una muy mala decisión, perdería el empujón inicial de expectativas positivas.
- **Expectativas:** El lado más positivo del discurso. Busca mucha más racionalidad en el discurso, dejar de buscar culpas afuera y hacerse cargo de la situación.
- **Política Fiscal.** Respetar el acuerdo con el FMI y lograr el déficit primario del 2.5% para el 2022. Congelamiento en la planta del sector público, control programas sociales y mayor control en los organismos descentralizados buena señal. En el corto plazo, el grueso del ajuste viene por el lado de las tarifas. Control generalizado del gasto corriente (nominal) también ayuda en un contexto de incremento en la tasa de inflación (ingresos fiscales crecientes).

Los anuncios 2/2

- **Tarifas:** Muchas imprecisiones para dar cálculos de ahorro fiscal, seguramente tendremos más detalles en los próximos días de los especialistas. Ajuste en subsidios parece más importante que el supuesto ajuste del equipo de energía que responde a CFK. Todavía un gran interrogante ¿0.75% del producto? Para cumplir con el 2.5% es lo mínimo que se necesita. ¿Reducción del 50% del subsidio para consumos menores a 400kw y cero subsidios a partir de entonces? ¿Esquema similar para gas y agua?
- **Política Monetaria:** Anunció que no se utilizarán más adelantos transitorios en lo que resta del año. Esto parece una expresión de deseo más que una realidad, sobre todo para fines de año.
- **Canje voluntario:** Deuda de corto plazo (90 días) por un bono al 2023 con supuesta “frutilla” de pagar el mayor entre CER y USD Link (atractivo para el mercado de pesos encepado). La supuesta 60% de adhesión no se aclaró si es con sector público o no está incluido (intuimos que está el sector público adentro, que alcanzaría dicho umbral por sí solo).
- **Reservas:** Promesas por todos lados. Promesa de adelantamiento de exportaciones por USD 5.000 millones de agro, minería y otros, usando depósitos dólar link. Promesas de préstamos por USD 1.200 millones de OOI, USD 750 millones de la CAF y varios ofrecimientos de REPO con garantía contra bonos.
- **Falta equipo:** Sin vice ministro de economía ni cambios en la secretaria de energía.

Los desequilibrios macro, tarde o temprano, se pagan. Fuerte recuperación de la actividad post pandemia, en línea con la región. Sin embargo, en los últimos meses la economía ya se estaba estancando. El shock cambiario y el freno importador reciente afectarán fuertemente el nivel de actividad. El desempeño de largo plazo es desolador.

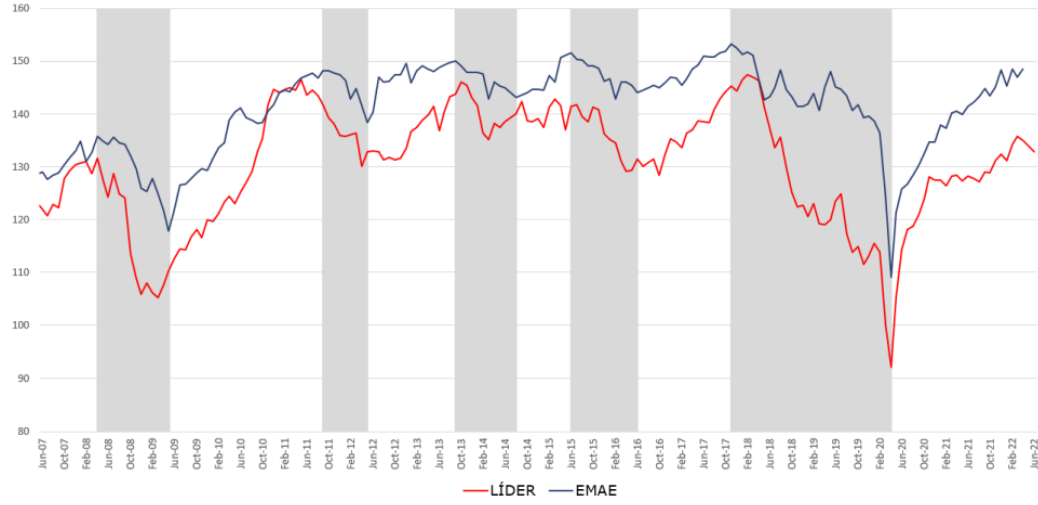
Monthly Gross Domestic Product Estimate
Seasonally Adjusted



Monthly Gross Domestic Product Estimate
Seasonally Adjusted



Series Desestacionalizadas

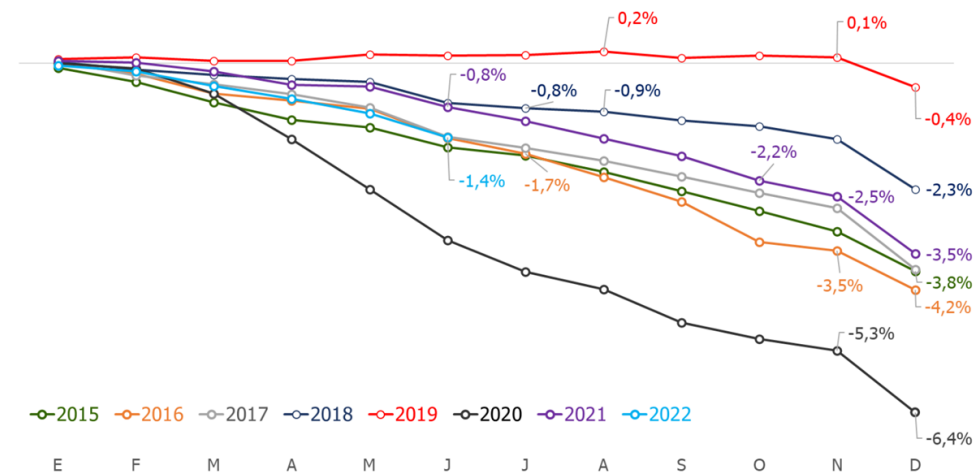


Fuente: UTDT y Alphacast.

Se requiere un profundo cambio en la política fiscal. Sin financiamiento externo y sin margen para seguir monetizando, no queda otra que bajar el agujero de caja.

RTDO PRIMARIO SPNNF ACUMULADO SIN DEG, AP. EXT

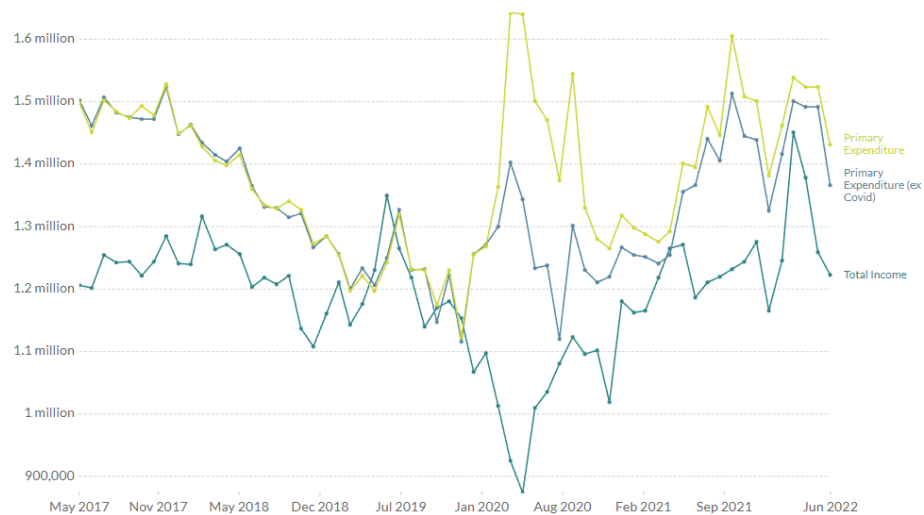
% PIB - 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 y 2022 - Primeros seis meses.



Fuente: Elaborado en base INDEC y Ministerio de Hacienda.

Fiscal - Argentina - Total Income vs Primary Expenditure

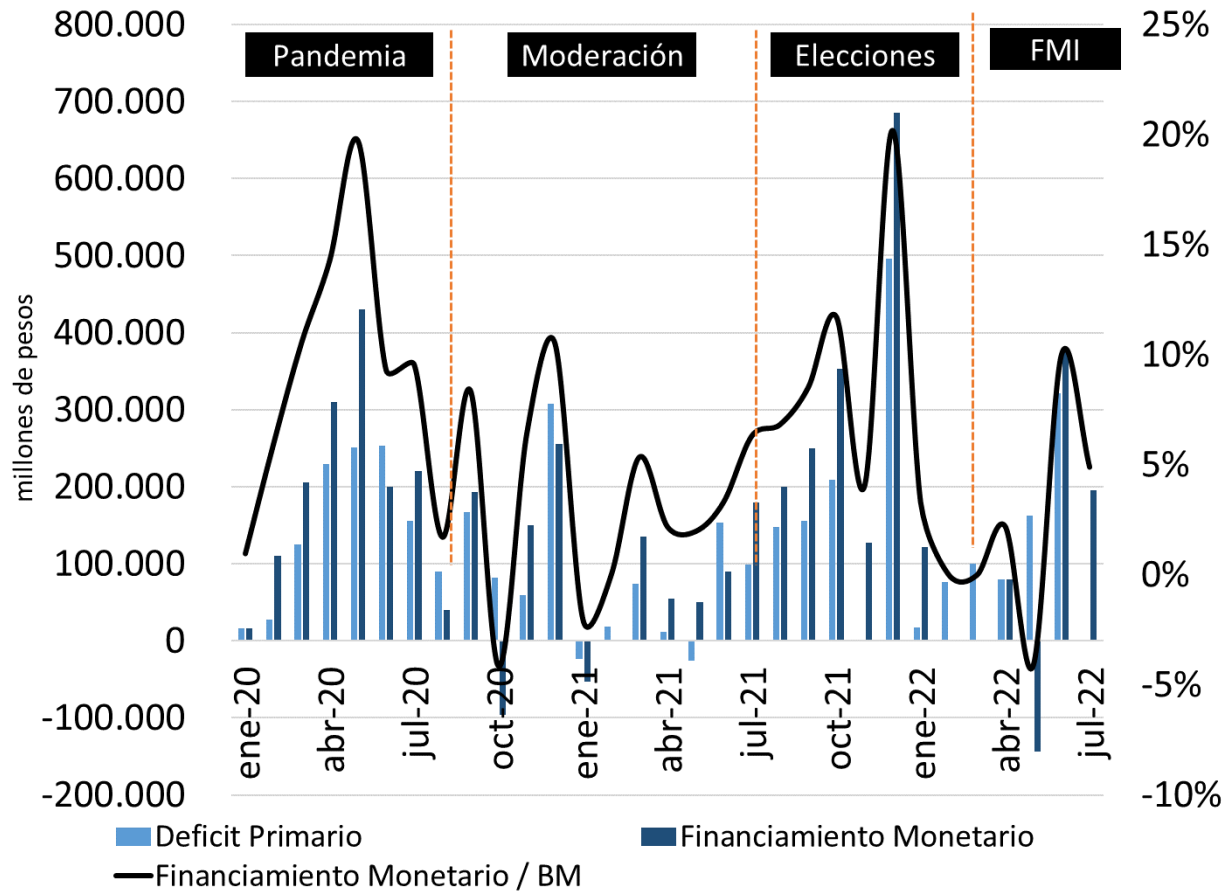
Constant prices, seasonally adjusted.



Source: Fiscal - Argentina - MECON - IMIG - Monthly

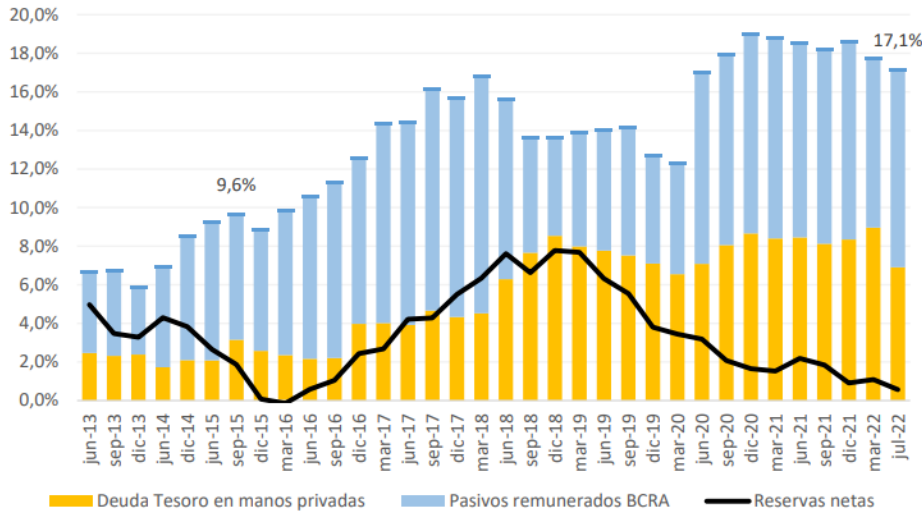
Powered by alphacast.io

Desequilibrios atados al frente fiscal. Sin financiamiento vía endeudamiento y con altísima inercia inflacionaria, el déficit de caja condiciona el orden macroeconómico. El FMI impone para 2022 un déficit fiscal primario de 2,5% y una monetización máxima del 1% del mismo. Gran expectativas ahora con Massa sobre el cumplimiento de las metas.



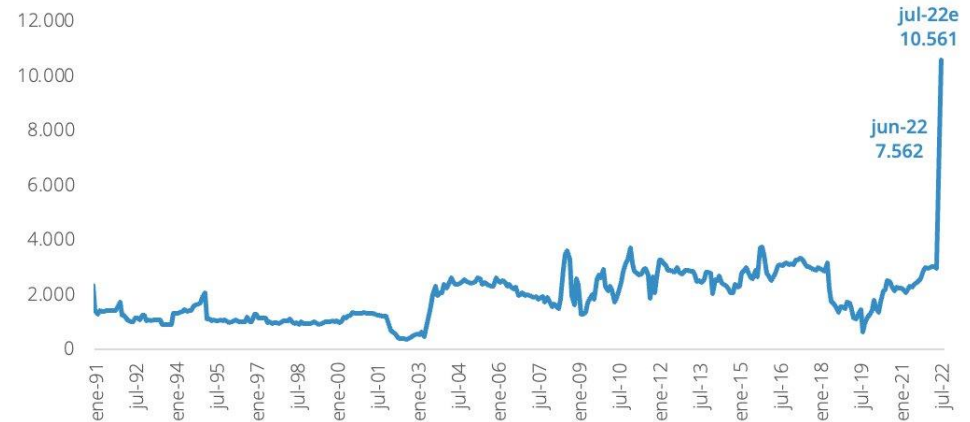
Depuración de la deuda indexada. Pánico de los tenedores de deuda en pesos indexada le permitió al BCRA comprar bonos a menor paridad y esterilizar luego vía leliqs. Cambió deuda indexada por deuda licuable y se adelantó la corrida mucho antes de las elecciones. Los inversores privados remanentes son en su inmensa mayoría institucionales, lo que facilitaría el roleo futuro de deuda del Tesoro en moneda local. Costo: más presión sobre la brecha cambiaria.

Deuda en Pesos del Tesoro en manos privadas + pasivos remunerados del BCRA (en % del PBI)



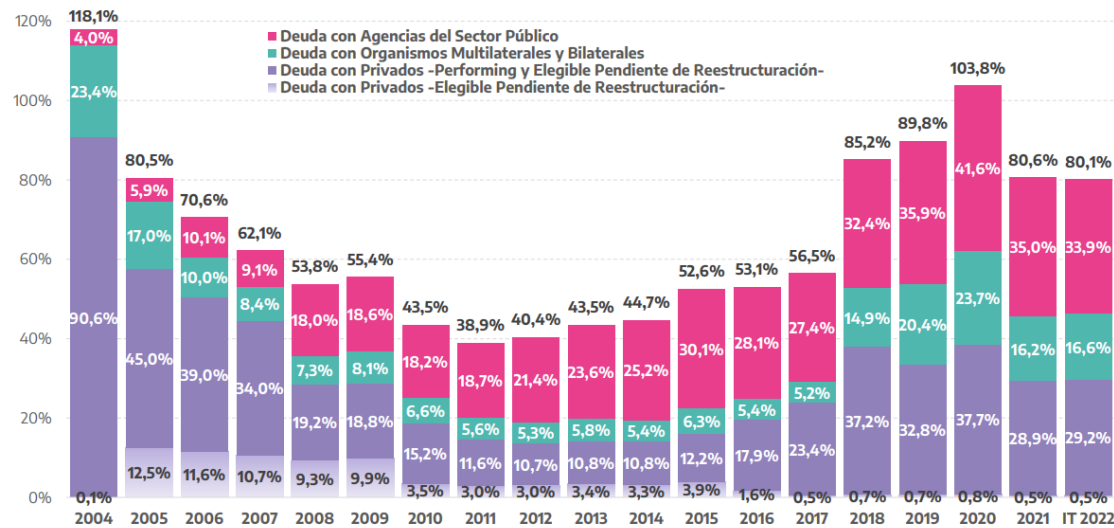
Fuente: 1816 en base a Mecon y BCRA

Títulos públicos en pesos en manos del BCRA
USD millones

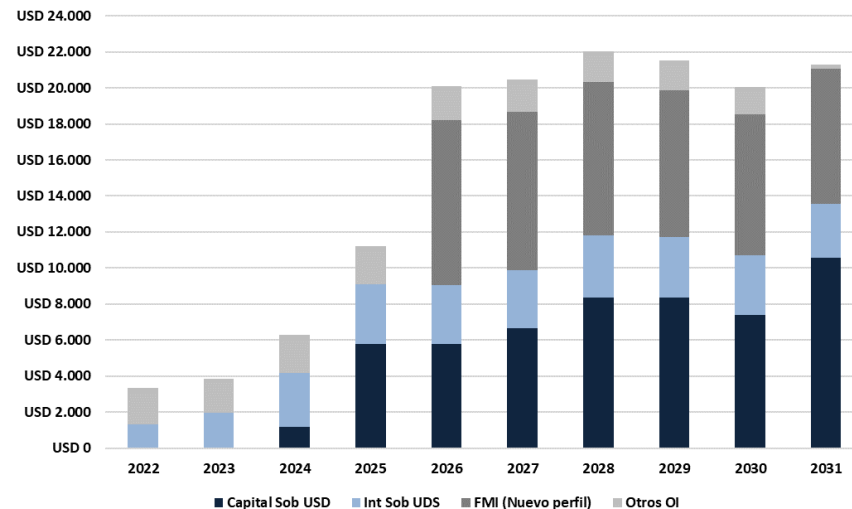


Fuente: MindY-Economics en base a BCRA

Foto de la deuda. La gestión actual incrementó la deuda atada al CER y USD Link y sobre todo deuda del BCRA. La deuda neta del Tesoro se incrementó en torno a los USD 13/15 mil millones. El nivel de deuda no fue, no es y no será el problema. Problema de flujos, no de stocks.



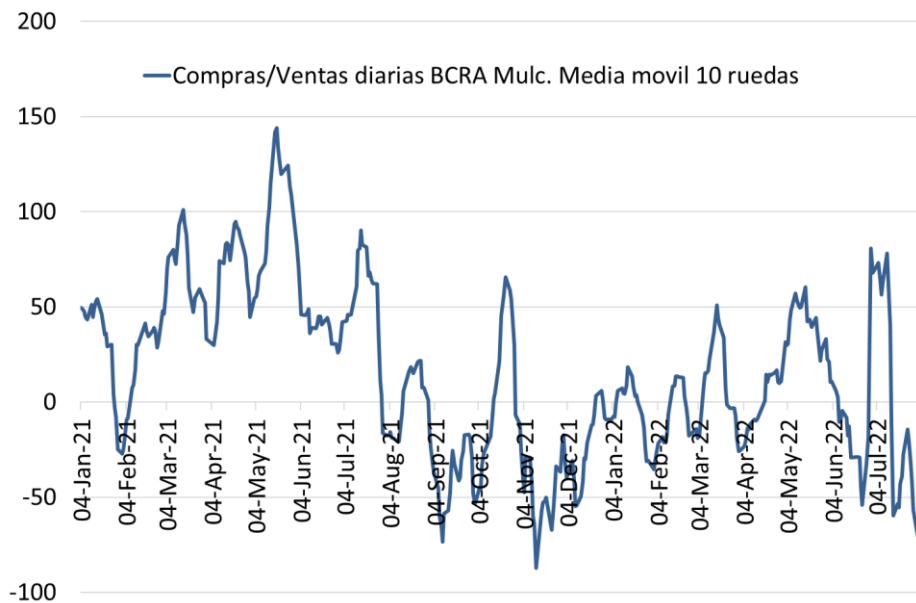
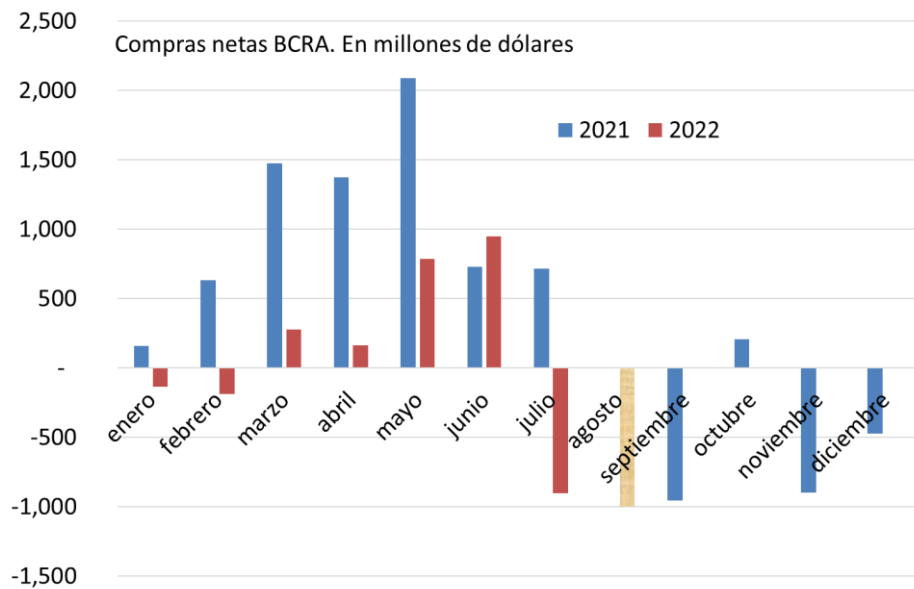
Pagos de Capital mas Int. por Bonos Soberanos en USD y Organismos Internacionales (Nuevo Perfil FMI)



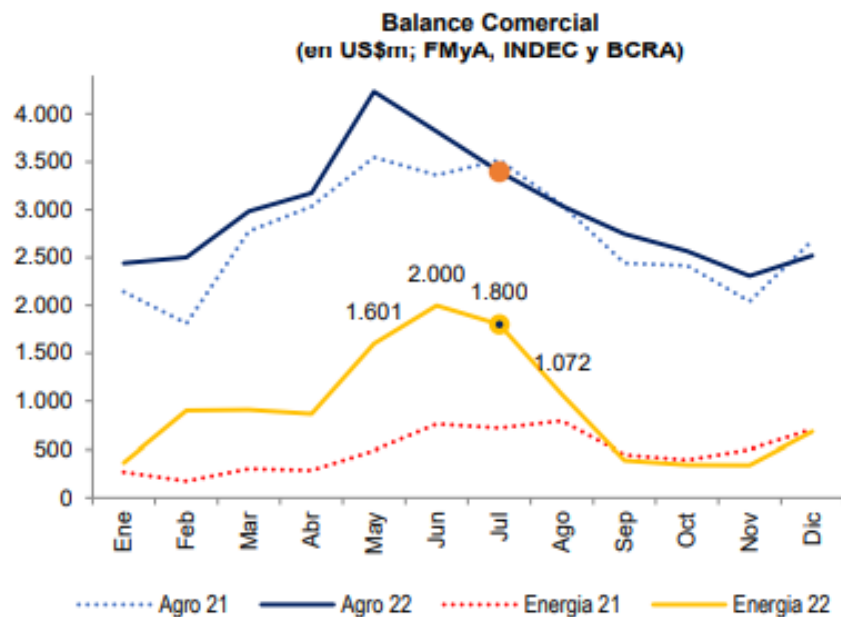
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Mecon e Informe de Deuda Pública Mecon.

El Balance del BCRA. El deterioro es brutal. El balance sólo podrá mejorar con salto cambiario (mejorar cobertura de reservas) y corrección fiscal (moderar la monetización). Dinámica actual tiene poca vida

millones de USD	May-21	Sep-21	Dec-21	Jul-22
Reservas Brutas	40,880	45,700	41,500	37,750
Encajes	10,270	11,550	11,400	11,450
Swap China	20,249	20,150	20,400	19,259
BIS	3,160	3,157	3,157	3,100
Sedesa	1,900	1,900	1,900	1,900
Reservas Netas	5,301	8,943	4,643	2,041
DEG	700	4,715	2,450	5,500
Oro	3,600	3,620	3,520	3,400
Resto	1,001	608	- 1,327	- 6,859
millones de pesos	May-21	Sep-21	Dec-21	Jul-22
Base Monetaria	2,538,706	2,920,000	3,136,142	4,200,000
Leliq+Lebacs+Pas	3,555,000	4,110,000	4,650,000	7,000,000
Pasivos	6,093,706	7,030,000	7,786,142	11,200,000



BCRA ante un flujo complicado por delante. El Agro entra en la etapa estacionalmente más débil en materia de liquidación. Pero la energía va a ayudar, las importaciones en su mayoría se encuentran pagadas. Clave que baje la brecha y disminuya la expectativa de devaluación. ¿¿USD 5.000 millones del agro???

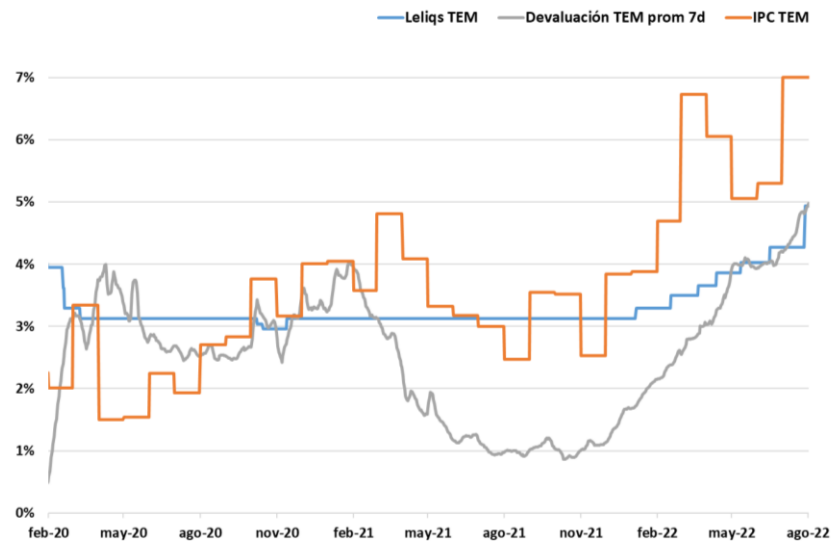


El Crawling Peg no va más. Tasa de interés por debajo de la tasa de devaluación y tasa de devaluación por debajo de la tasa de inflación no cierra por ningún lado. Menos aún con brecha cambiaria. Costos de el salto discreto: descontrol inflacionario. Problemas de segundo orden: emisión por posición vendida de BCRA y costo de energía.

Saldo de Cta Cte trimestral, eje derecho. ITCRM eje izquierdo



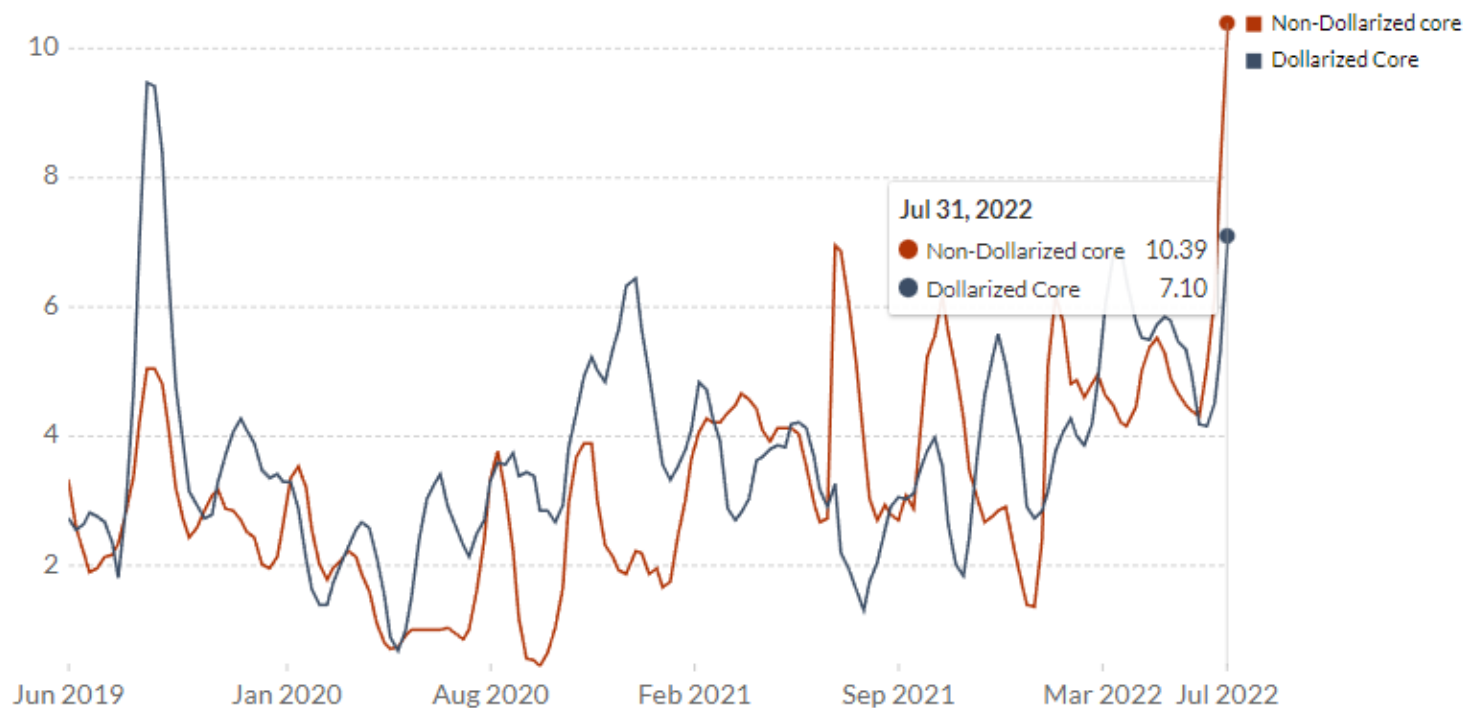
Evolución TC, Inflación y Tasa de pol. monetaria (Leliqs)



Fuente: Alphacast y elaboración propia en base a datos del BCRA.

Régimen de Alta Inflación sin devaluación ni ajuste de tarifas. Un ajuste cambiario aislado, sin un plan integral, podría llevarnos a cualquier lado. Pánico del oficialismo ante una devaluación.

Argentina High Frequency CPI - Dollarized & Non-Dollarized core - 4 weeks Mov. Av.



Source: Consolidado data High Frequency Argentina

▶ Apr 26, 2013

Powered by alphacast.io

○ Jul 31, 2022

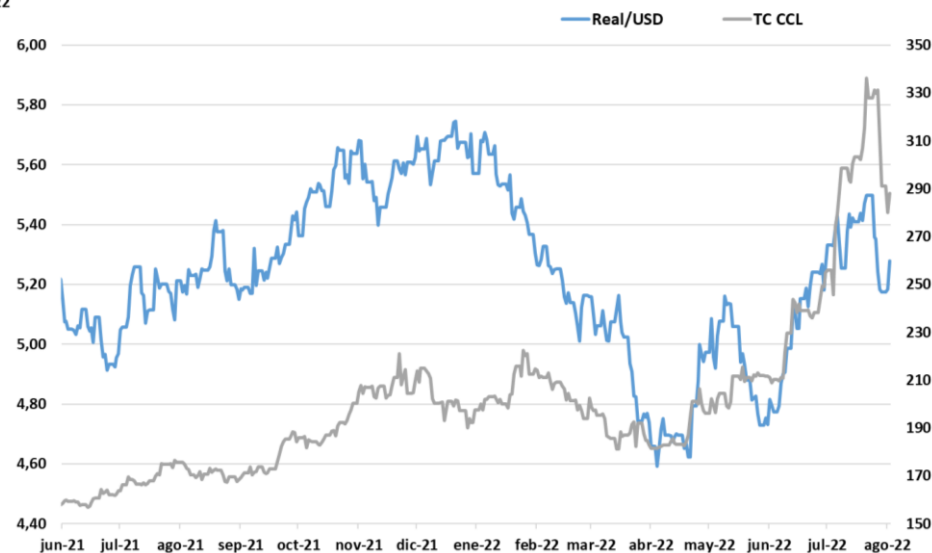
El Mercado

El dólar libre. Mirar pasivos monetarios, tasas y expectativas a nivel local. Pero ampliar el foco mirando flujos emergentes, fundamentalmente el real en Brasil.

Evolución TC CCL y Tasa de pol. monetaria (Leliqs)



Evolución TC CCL y Real brasileño en dólares



Fuente: Elaboración propia en base a datos BCRA y Bloomberg.

¿Oportunidad de compra? Pérdidas y ganancias lucen a priori asimétricas contemplando escenarios posibles. Reducida paridad es buena cobertura frente a un potencial nuevo canje. Sin lectura de los rendimientos.

Bono	Cupón 2023	Fecha Prox Cpn	Current Yields							
			2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
GD29	1,000	9/1/2023	4,18	4,18	4,18	4,18	4,18	4,18	4,18	0,00
GD30	0,500	9/1/2023	2,09	3,14	3,14	3,14	3,14	7,33	7,33	7,33
GD35	1,500	9/1/2023	6,77	16,35	18,61	18,61	18,61	21,43	22,56	22,56
GD38	3,875	9/1/2023	13,67	15,00	17,64	17,64	17,64	17,64	17,64	17,64
GD41	3,500	9/1/2023	13,24	13,24	13,24	13,24	13,24	13,24	13,24	18,45
GD46	1,500	9/1/2023	6,59	15,92	18,11	18,11	18,11	19,21	21,96	21,96
AL29	1,000	9/1/2023	4,44	4,44	4,44	4,44	4,44	4,44	4,44	0,00
AL30	0,500	9/1/2023	2,23	3,35	3,35	3,35	3,35	7,81	7,81	7,81
AL35	1,500	9/1/2023	8,60	20,78	23,65	23,65	23,65	27,23	28,66	28,66
AE38	3,875	9/1/2023	17,74	19,46	22,89	22,89	22,89	22,89	22,89	22,89
AL41	3,500	9/1/2023	16,02	16,02	16,02	16,02	16,02	16,02	16,02	22,32

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	23,20	21,66	22,00	27,00	26,00	25,00	24,00	22,54	29,80	27,37	24,75
TIR actual	44,15%	43,27%	27,12%	28,63%	24,35%	41,28%	39,50%	26,64%	26,20%	23,27%	26,76%

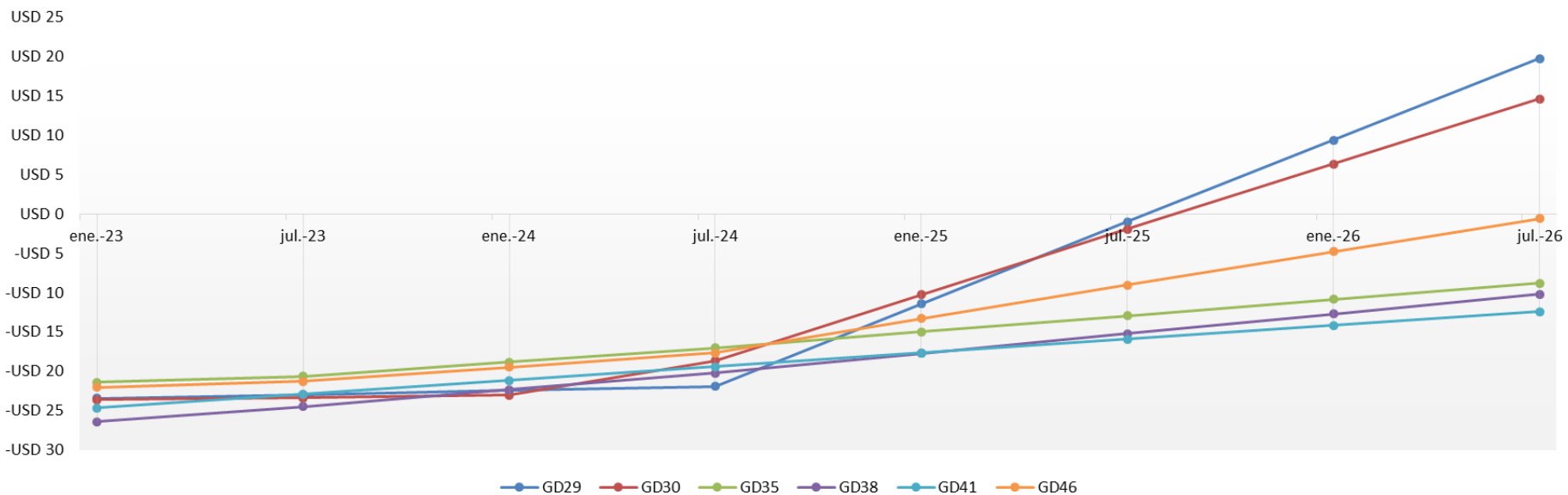
*Precios USD MEP BYMA 48hs.

Simulación de rendimientos obtenidos tras cambios de TIR

TIR	AL29	AL30	AL35	AE38	AL41	GD29	GD30	GD35	GD38	GD41	GD46
	30%	48%	47%	-13%	-5%	-21%	38%	33%	-15%	-14%	-25%
26%	68%	68%	6%	11%	-7%	56%	51%	3%	1%	-12%	3%
22%	92%	92%	31%	33%	12%	78%	73%	28%	20%	7%	23%
18%	119%	122%	67%	62%	39%	104%	100%	63%	47%	32%	51%

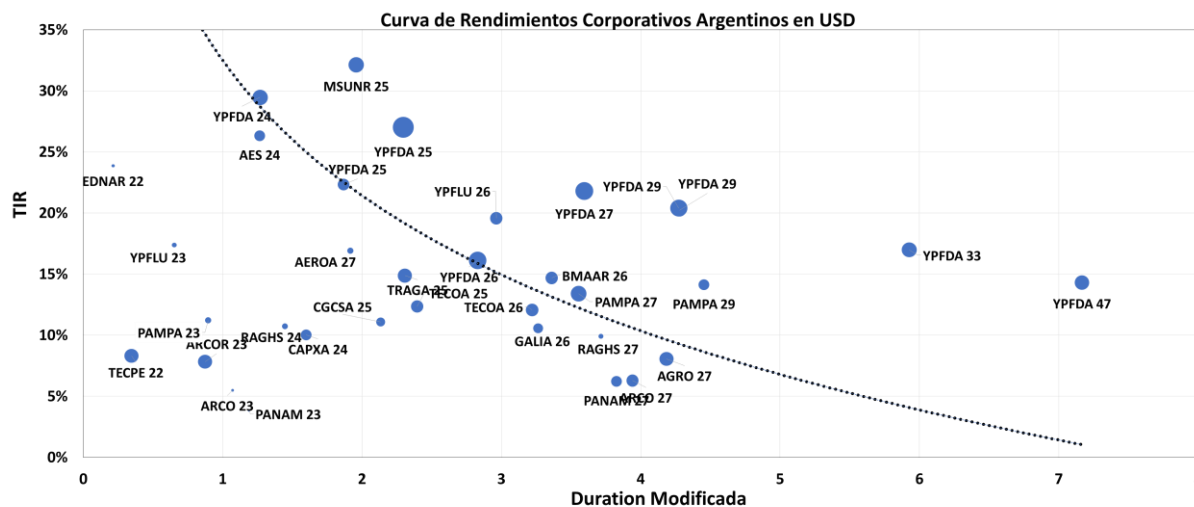
Bajo cupón pero alta renta corriente. Las paridades son tan bajas que cada año performing que pasa deja un precio de compra muy bajo al considerar los cupones.

Recupero de la inversión por pago de Cupón + Amortización



Bonos Corporativos USD. Una resistencia corporativa llamativa para un país en agonía y con la renta fija global desplomándose. Priorizando siempre la calidad. Malos políticos pero grandes CFOs. Van perdiendo atractivo considerando los rendimientos del exterior.

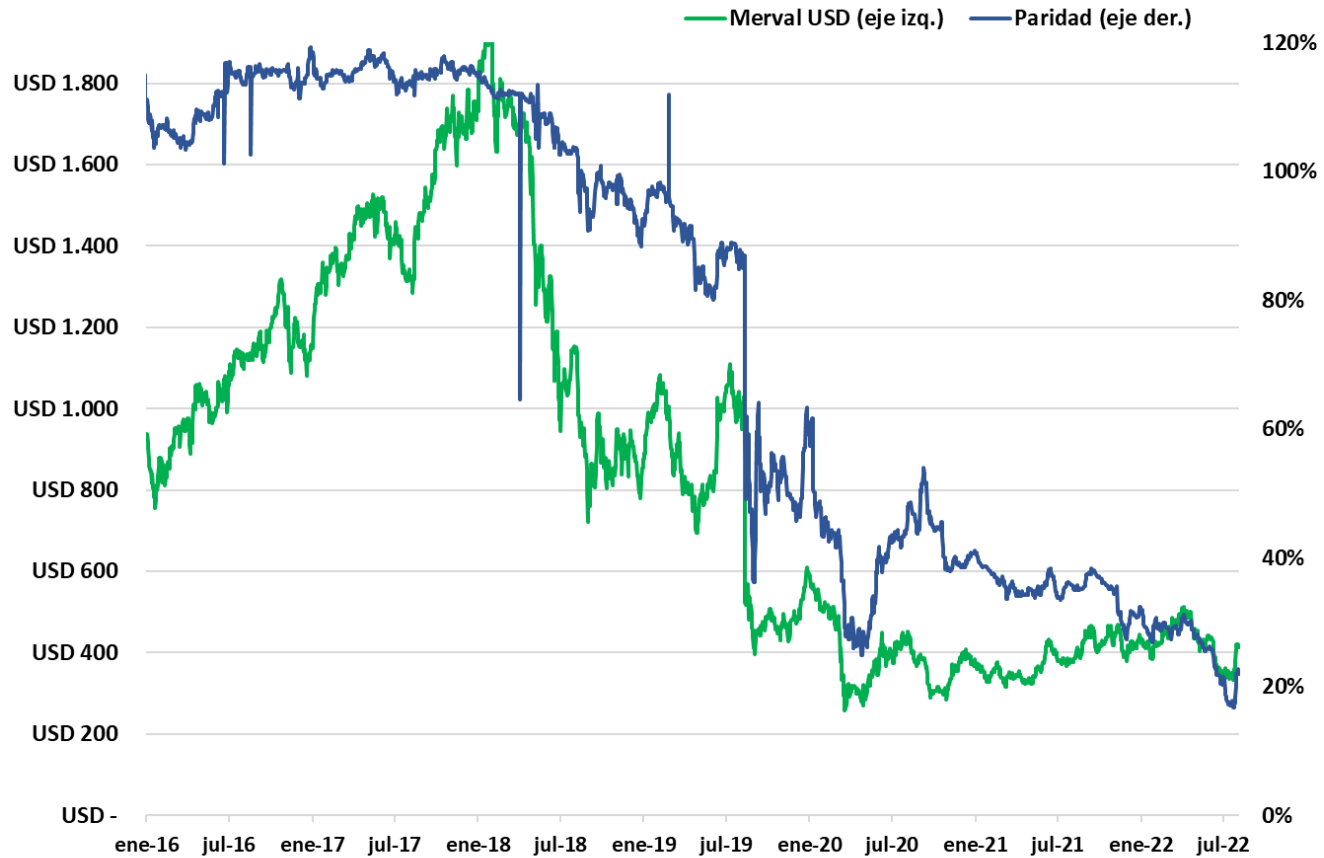
1Q22									
USD Mill.	CAPEX	CGC	PAMPA	TGS	YPF	ALUAR	ARCOR	TECO	RAGHSA 1
EBITDA (LTM o Est.)	186	319	968	484	4.044	379	342	1.437	65
Deuda total	248	575	1.452	536	7.241	263	786	2.689	157
Caja y Eq.	98	186	607	492	1.329	58	191	420	35
Deuda Neta	151	389	845	44	5.912	205	595	2.269	122
Intereses (LTM)	28	37	156	41	666	14	129	318	12
Net Leverage (LTM)	0,8	1,2	0,9	0,1	1,5	0,5	1,7	1,6	1,9
Interest Coverage (LTM)	6,6	8,6	6,2	11,9	6,1	27	2,7	4,5	5,4
DFN/Patrimonio Neto	0,4	1,2	0,4	0,0	0,7	0,2	0,7	0,4	0,3
Escenario Estrés									
Net Leverage (LTM)	1,2	0,9	1,7	0,7	2,4	0,6	2,6	2,6	3,5
Interest Coverage (LTM)	4,6	5,3	3,9	7,2	3,6	22	1,9	2,5	2,9
Deudas Financieras									
Total USD mill.	248	575	1.381	470	7.102	244	853	2.659	157
2022	-	105	19	-	273	21	277	453	-
2023	-	162	425	-	952	118	548	544	-
2024	248	140	8	-	1.011	30	-	483	95
Otros	-	168	929	470	4.866	76	28	1.179	62



Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros y datos Bloomberg.

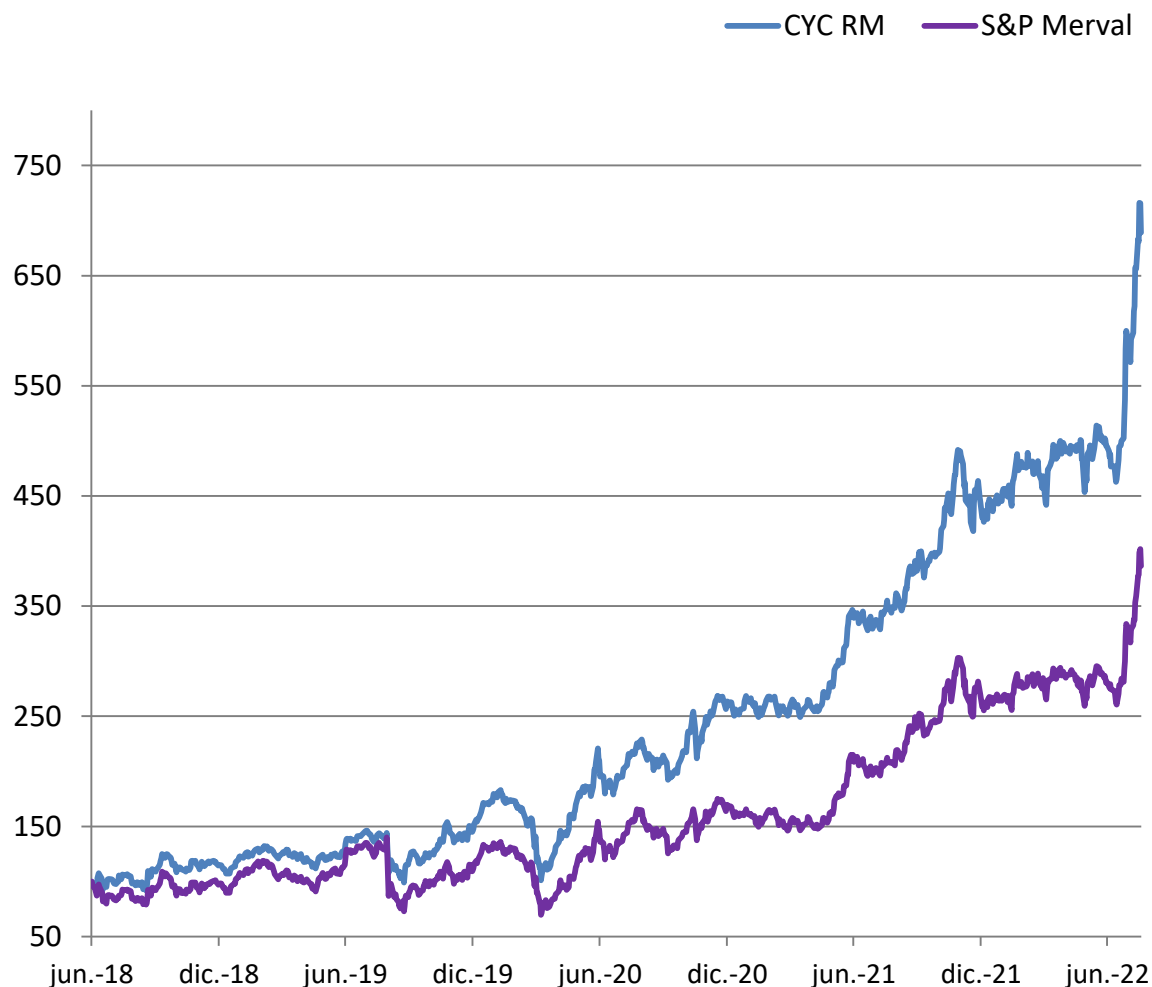
Valuaciones relativas de los activos domésticos. Precios relativos y refugios de valor ante diversos escenarios. Acciones locales vs Bonos Soberanos.

Merval en USD y Paridad de Bonos AY24/AL30



Fondos locales

Fondo CYC Renta Mixta.



Patrimonio \$1.207.278.000.-

Retornos

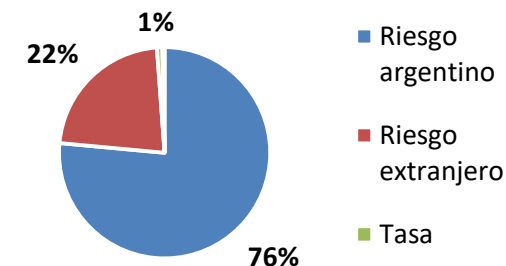
CYC RM desde inicio (11/06/18)	589,1%
S&P Merval desde inicio (11/06/18)	286,5%
CYC RM desde inicio (anualizado)	142,5%
S&P Merval desde inicio (anualizado)	69,3%
CYC RM últimos 30 días	39,1%
S&P Merval últimos 30 días	39,0%

Riesgo (Desvío Estándar)

CYC RM desde inicio (anualizado)	37,7%
S&P Merval desde inicio (anualizado)	46,7%

Principales Tenencias

TXAR	11,4%
ALUA	10,4%
LOMA	8,4%
TGSU2	7,4%
CAPX	7,4%
CEPU	5,8%
BMA	5,1%
BYMA	4,6%
PAMP	4,5%
META	4,5%
BBAR	4,5%



Fondo CYC Pesos Renta Fija.

Patrimonio \$533.616.000.-

Retornos

CYC PRF desde inicio (12/05/21)	63,7%
Badlar desde inicio (12/05/21)	59,4%
CYC PRF desde inicio (anualizado)	52,2%
Badlar desde inicio (anualizado)	48,9%
CYC PRF últimos 30 días	12,4%
Badlar últimos 30 días	4,3%

Riesgo (Desvío Estándar)

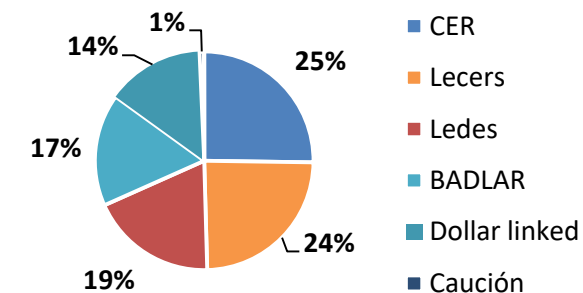
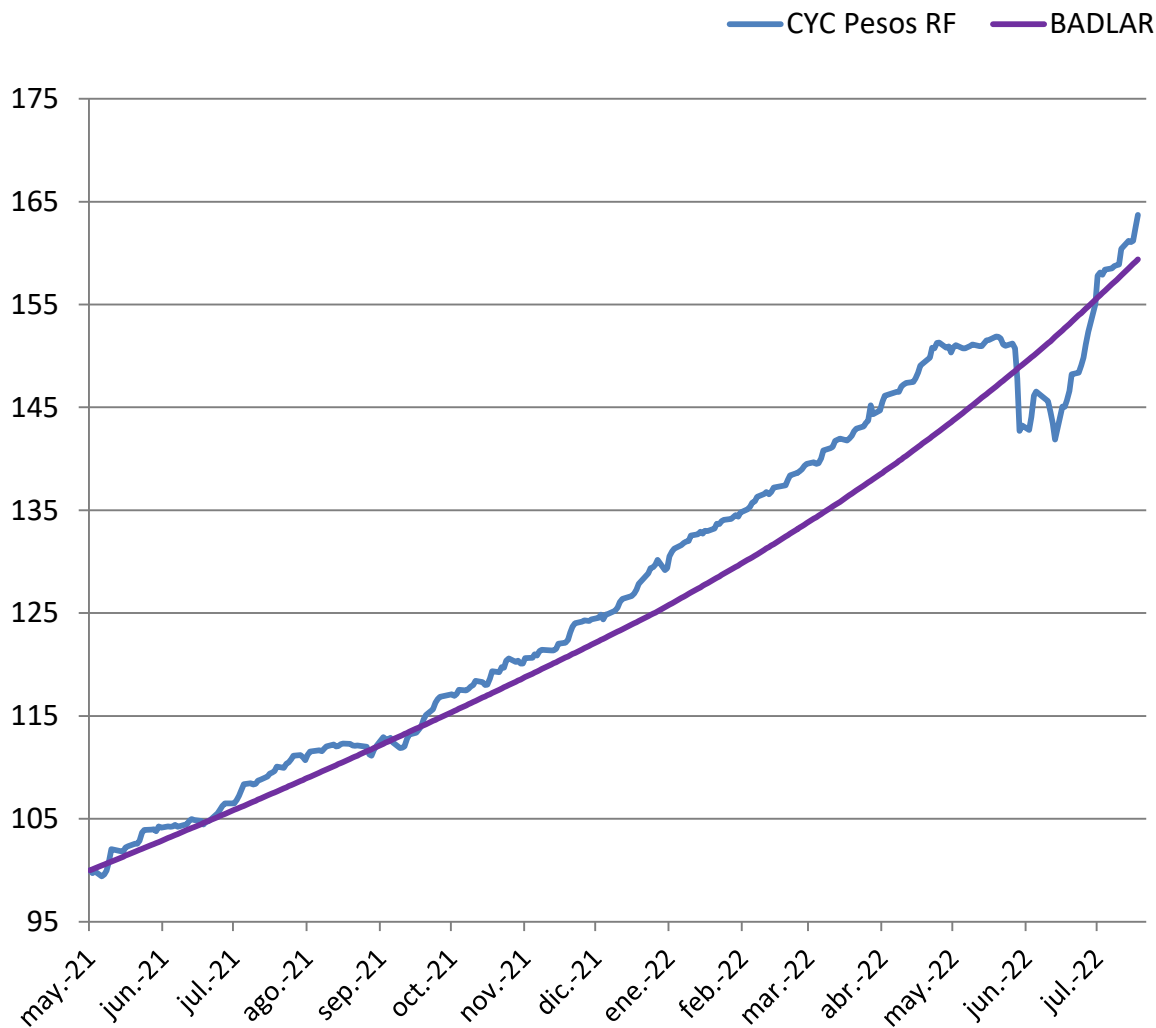
CYC PRF desde inicio (anualizado)	6,9%
-----------------------------------	------

Datos técnicos

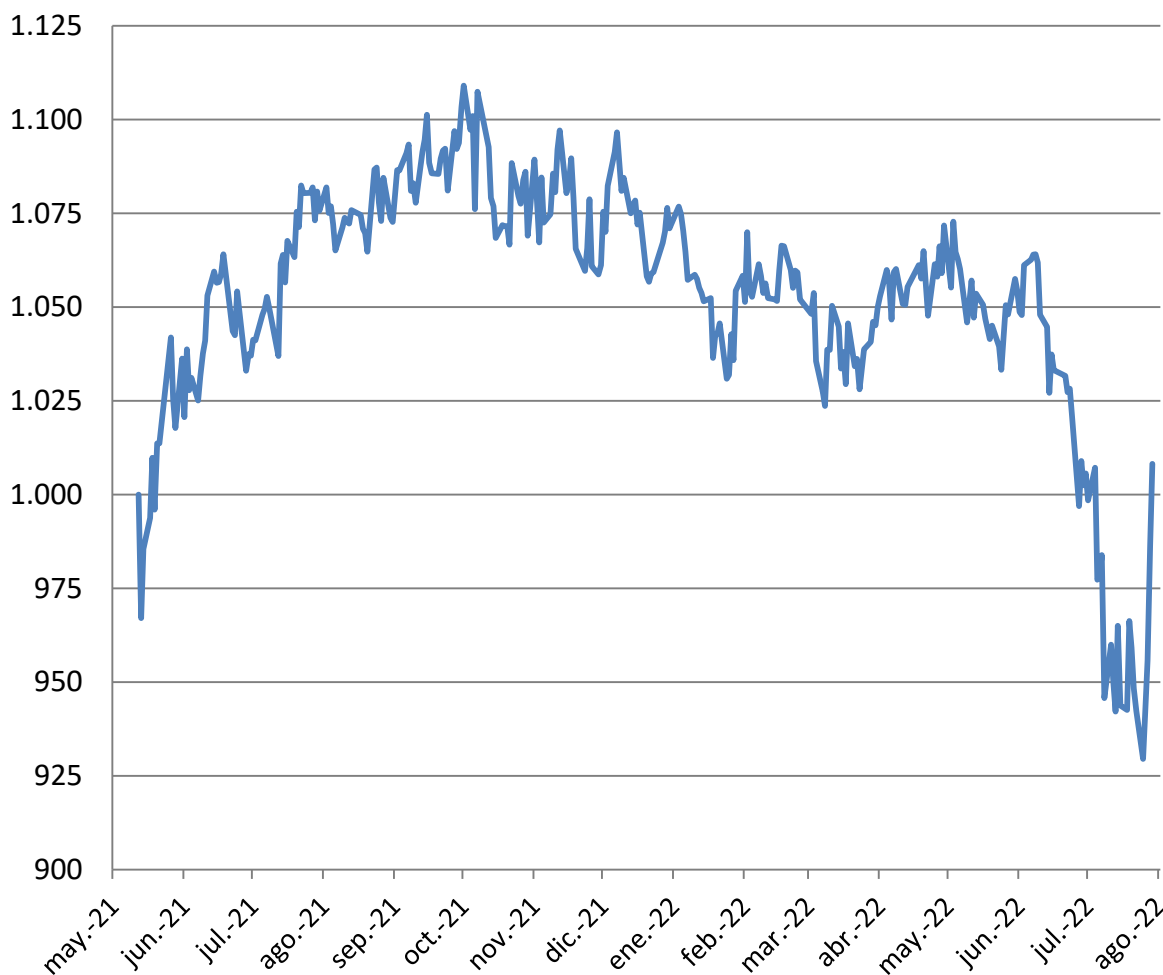
TIR	64,1%
Duration	0,7y

Principales Tenencias

LEDES AGO22	15,0%
BONTE 2023 CER 1.4%	11,6%
LE CER FEB23	10,8%
BONTE 2024 CER 1.5%	9,9%
BONTE D. LINKED NOV22	9,8%
LE CER ENE23	8,5%
BSAS 2025 BADLAR +375	6,4%
CABA 2024 BADLAR	5,5%



Fondo CYC Dólares Renta Fija.



Patrimonio USD 3.848.000.-

Retornos

CYC DRF desde inicio (12/05/21)	0,8%
CYC DRF desde inicio (anualizado)	0,7%
CYC DRF últimos 30 días	0,1%

Riesgo (Desvío Estándar)

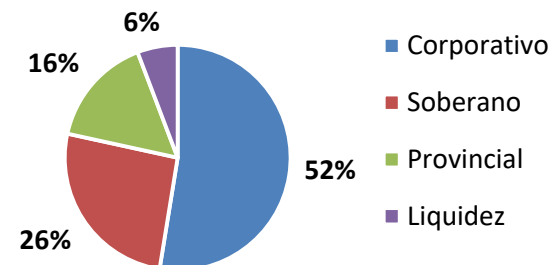
CYC DRF desde inicio (anualizado)	15,8%
-----------------------------------	-------

Datos técnicos

TIR	17,8%
Duration	3,3y

Principales Tenencias

GD35	12,5%
CAPEX 2024	11,7%
MENDOZA 2029	10,6%
RAGHSA 2027	9,2%
TGS 2025	7,3%
RAGHSA 2024	7,1%
LIQUIDEZ USD	5,8%
AEROPUERTOS ARG 2031	5,5%
YPF 2026	4,1%
ENTRE RÍOS 2028	3,8%





Muchas gracias por participar!

