

# Fondo Renta Fija USD (datos al 30.01.2020)



[www.cycfondos.com.ar](http://www.cycfondos.com.ar)

# Contexto

- Al asumir el nuevo Gobierno, tenía dos caminos posibles. Un camino era la autarquía financiera. Esta opción consistía en ir por la heroica del 2002-2005, no pagar y darle bomba a la demanda interna, redirigir varios puntos del PBI desde acreedores a otros destinos mucho más redituables políticamente. Este camino, partiendo del equilibrio primario y externo, era una opción viable, por lo menos de corto plazo.
- El segundo camino consistía en intentar normalizar la situación de la deuda, la única forma de intentar crecer en un periodo de 4 años. Este parece ser el camino elegido, por ello las paridades de los bonos se sitúan en el 40%-50%, por arriba de los niveles de 2002 y 2003 (25%-35%). Para subir otro escalón, el mercado seguramente esperará que ofrece el Gobierno en la reestructuración.
- El Gobierno está en la dirección correcta en normalizar la deuda en pesos. Luego del inexplicable y tremendamente costoso reperfilamiento que rompió por completo el mercado de pesos, en las últimas semanas este comenzó lentamente a recomponerse.
- Donde el Gobierno no muestra ningún avance es en mostrar el programa económico. El Ministro, a mi entender, quiere presentar un “programa consistente” una vez que se arregle la situación de la deuda. Si no conocemos la política de financiamiento, no hay programa posible. Alguna carta debería mostrar para que los acreedores estén dispuestos a arreglar, lo que justamente quieren ver primero es un “programa consistente”.
- Hasta esta semana, la pasividad también era llamativa en el manejo de la deuda en dólares. En el día de ayer el Ministerio de Economía dio a conocer el “Cronograma de acciones para la gestión del Proceso de Restauración”

# “Cronograma de acciones para la gestión del Proceso de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública Externa”

pre-lanzamiento	21 de enero	<ul style="list-style-type: none"> <li>Conferencia del Sr. Ministro de Economía en la que se anuncia el envío al Congreso del Proyecto de Ley de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública Externa.</li> </ul>	3er y 4ta semana de febrero	<ul style="list-style-type: none"> <li>Selección de Agentes de Distribución y/o Asesores Financieros a partir de las propuestas recibidas.</li> <li>Firma de Carta de Contratación de los Agentes de Distribución y/o Asesores Financieros.</li> <li>Inicio de período de 10 días de reuniones e intercambio de visiones con tenedores de la deuda pública externa sobre la base de los lineamientos del Análisis de Sostenibilidad de la deuda pública de la República Argentina presentados por el Sr Ministro de Economía en el Honorable Congreso de la Nación.</li> <li>Elaboración de Informe en base a los comentarios de los tenedores de la deuda pública externa.</li> </ul>	
	28 de enero	<ul style="list-style-type: none"> <li>El Ministro de Economía y el Representante del Cono Sur nominado por la República Argentina ante el Directorio del FMI se reúnen con la Misión del FMI para la Argentina.</li> </ul>		1ra semana de marzo	<ul style="list-style-type: none"> <li>La República Argentina determina la estructura final de la Oferta con el objetivo de restaurar la sostenibilidad de la deuda pública externa.</li> <li>Instancia de preguntas y respuestas frecuentes de la Oferta distribuida a través de los Agentes de Distribución.</li> </ul>
	29 de enero	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cámara de Diputados de la Nación aprueba el Proyecto de Ley de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública Externa</li> </ul>			<ul style="list-style-type: none"> <li>Lanzamiento de la Oferta.</li> <li>Reuniones informativas sobre la Oferta (<i>Roadshow</i>) [2da y 3er semana de marzo].</li> </ul>
1ra semana de febrero	<ul style="list-style-type: none"> <li>La Unidad de Sostenibilidad de la Deuda Pública Externa, creada en el ámbito del Ministerio de Economía, realiza invitación formal a Agentes de Información, Asesores Financieros y Bancos Colocadores / Agentes de Distribución a presentar ofertas de asesoramiento y/o asistencia respecto del proceso contemplado en la Ley de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública Externa.</li> <li>Cámara de Senadores de la Nación trata el Proyecto de Ley de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública Externa.</li> <li>El Ministro de Economía se reúne con la Directora Gerente del FMI, Sra Kristalina Georgieva, en la ciudad de Roma.</li> </ul>	expiración / cierre y liquidación	3er y 4ta semana de marzo	<ul style="list-style-type: none"> <li>Expira el período de aceptación de la Oferta.</li> <li>Comunicado de Prensa anunciando los resultados de la Oferta.</li> <li>Preparación de la documentación necesaria para ejecutar la Oferta.</li> </ul>	
2da semana de febrero	<ul style="list-style-type: none"> <li>Selección de Agentes de Información a partir de las propuestas recibidas.</li> <li>Firma de Carta de Contratación del Agente de Información.</li> <li>El Gobierno argentino recibe a la Misión del FMI para Argentina en la ciudad de Buenos Aires (12 al 14 de febrero).</li> <li>El Sr. Ministro de Economía presenta los lineamientos del Análisis de Sostenibilidad de la deuda pública de la República Argentina en el Honorable Congreso de la Nación (12 al 17 de febrero).</li> </ul>				

# Reestructuración

- En la segunda semana de marzo se haría la oferta formal a los acreedores. Última semana de marzo se conocerían los resultados.
- El Ministro parece decidido a emprender una marcada baja en la carga de la deuda, pero los acreedores internacionales tienen antecedentes muy recientes donde la justicia norteamericana les falló a favor. Para normalizar la situación, el Gobierno deberá ofrecer algo aceptable.
- Pero al mismo tiempo, cualquier opción aceptable implica un costo fiscal futuro que obligará al Gobierno a mantener una firme conducta fiscal. Creo que hay punto de acuerdo en el cual el Gobierno consiga aliviar la carga de deuda y los tenedores puedan obtener un arreglo favorable, pero para esto debe cambiarse el enfoque, no centrarse en la quita sino en la capacidad de conseguir aire de corto plazo.
- Creo que parte del debate de la deuda/reestructuración está mal enfocado. Este gira en torno a “la quita y la futura carga de intereses”. Centrarse en una propuesta no aceptable sólo nos hundirá en más recesión. Cambiar quita por “aire, arreglo y abrir” el mercado.
- El equipo económico arrancó bien con el manejo de la deuda en pesos, pero esperemos que no tenga enfoque equivocado sobre la deuda en USD.

# Reestructuración

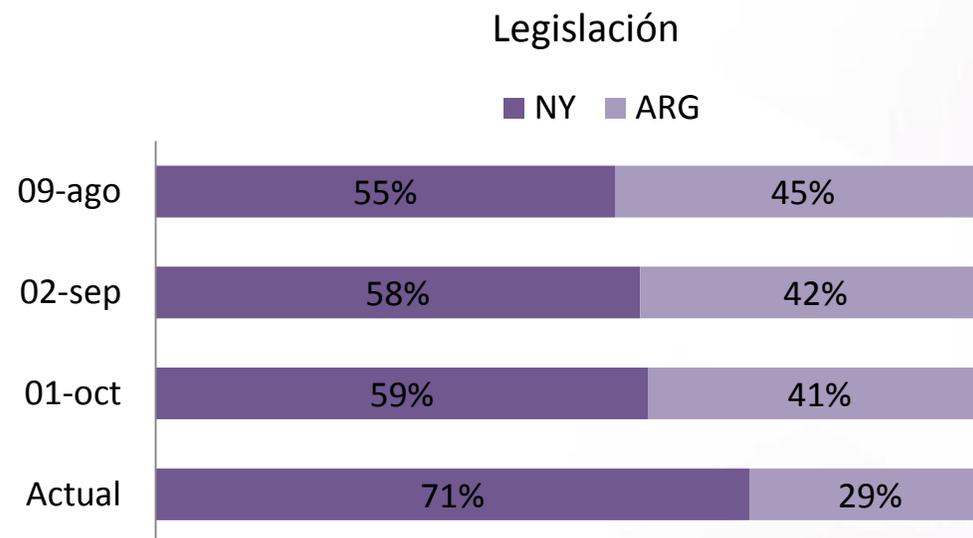
- La clave para la sostenibilidad no es el nivel, sino la capacidad de refinanciarse. El total de la deuda a negociar -bonos en USD a reestructurar en manos privadas- ronda los USD100.000 o un 25% del PBI. Este monto representa la mitad de la deuda total contra el sector privado.
- La otra mitad corresponde a deuda en pesos y a los compromisos en USD contra OOII. Si suponemos una exitosa quita del 40% en los bonos a reestructurar, la deuda contra privados pasaría del 50% al 40% del PBI (cálculo del ratio depende de PBI nominal y TCR, pero no es el punto acá).
- Una quita inaceptable por parte del sector privado no modifica el problema del nivel de deuda, nos condena a eternos litigios y nos saca del mercado por mucho tiempo. Enfocarse en la quita sólo traerá más problemas. Misma lectura con los intereses. Puedo bajar la carga de intereses del 3.5% al 2%, pero si el mercado sigue cerrado, tampoco voy a poder pagar el 2%.
- El “aire, arreglo y abrir” el mercado es la clave, tanto para el deudor como para acreedor. Una solución de este tipo creo que podría llevar a buen puerto, dejando margen para que los bonos recuperen (¿60%?) y el gobierno resuelva el tema del financiamiento por unos años.
- Creo que hay lugar para un punto de encuentro entre acreedores y deudores, para mantener un flujo de fondos aceptable por los tenedores y sostenibles para el Estado.
- Pero el acuerdo no será fácil y los riesgos de que se complique son muchos. Por ello, el fondo mantendrá una posición en Soberanos entre el 20% y 40% en el proceso, dependiendo de las perspectivas en la negociación y los paridades de los bonos.

# Cartera

- Creemos que el Gobierno tiene muchos incentivos para buscar un acuerdo con los tenedores y reducir los potenciales litigios de un default. Sin embargo, no hay que menospreciar la dificultad del proceso. Por ello, el Fondo será comprador en umbrales cercanos a los 40 puntos de paridad, pero será vendedor en umbrales cercanos a 50% durante el proceso de canje. La posición de largo plazo en bonos soberanos priorizará la ley Nueva York.
- Por otro lado, el fondo mantendrá su posición en bonos provinciales. El fondo cuenta con títulos de Córdoba, Neuquén, Santa Fe, Entre Ríos y Mendoza, provincias con finanzas públicas en orden y aire en lo que respecta a los vencimientos de capital. Tienen un buen porcentaje de ingresos propios en relación a las transferencias de la Nación. Los ratios de deuda son moderados en relación a sus ingresos y muy bajos todavía en relación a los PBI geográficos. Los precios se desplomaron con las PASO, pero las paridades comenzaron a recuperar. Consideramos que aún con estas paridades, los flujos de fondos de los bonos provinciales darán un buen impulso a la rentabilidad del Fondo.
- Las bonos corporativos en cartera corresponden a emisores con menores necesidades de roleo en el corto plazo, con lo cual tienen baja necesidad de colocar deuda en este contexto. Estos títulos presentaron una muy buena recuperación desde las PASO. Raghsa, CGC y CAPEX (25% del total del fondo), ya tienen paridades del 90%. El único emisor con problemas de solvencia es Vicentin, donde el Fondo tiene una moderada posición cercana al 3,5%. Lo mantendremos en cartera a la espera de la cosecha, donde la empresa intentará exportar (el Fideicomiso clase A se fondea contra un contrato de exportación de Glencore). Sus activos (puerto y crashing) son muy valiosos y una compra por parte de un exportador internacional también es probable.

## Cartera

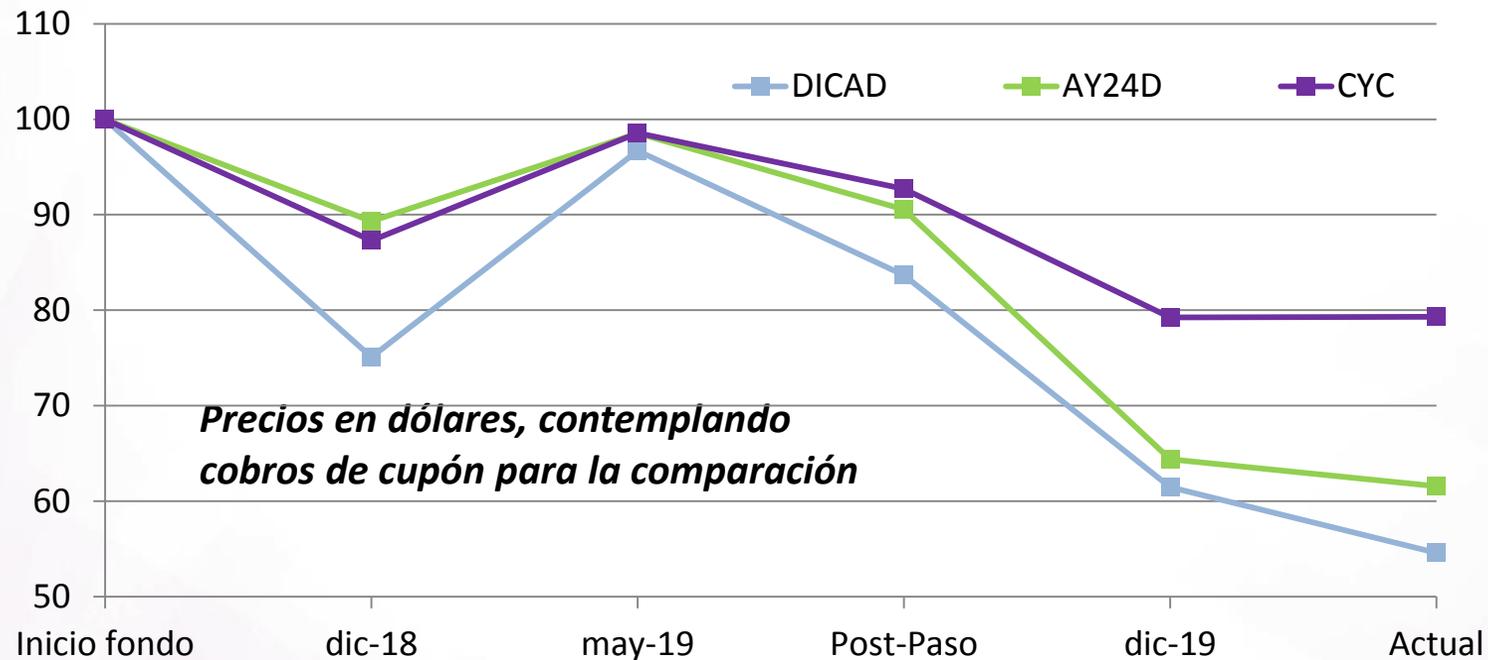
- En lo que respecta a los bonos soberanos, en las ultimas semanas el mercado dio oportunidad de cambiar legislación argentina por Nueva York sin multa.
- El Fondo vendió bonos legislación local para comprar bonos con legislación Nueva York, cambiando cantidades de nominales equivalentes.
- La gran carga de deuda para los próximos trimestres es mayormente local, mayor es la tentación a renegociar esa deuda por parte del nuevo Gobierno. Además, dado el (muy reciente) fallo de Griesa y las cláusulas de acción colectiva para los bonos legislación Nueva York, consideramos que hay mayores incentivos a un acuerdo entre partes. Están todos los caminos abiertos, es complejo estimar qué bonos quedarían mejor o peor posicionados en una eventual reestructuración. Dicho esto, nos sentimos más cómodos con legislación extranjera.



- Vale remarcar que de este 29% de bonos de ley Argentina, 19 puntos porcentuales son bonos soberanos, el resto son corporativos o provinciales.

# Desempeño

- El fondo nació en mayo del 2018, justo en el inicio de la crisis. La diversificación y el manejo activo del fondo, permitió que presente un desempeño relativo “menos malo” en relación a una cartera pasiva o la simple tenencia de bonos individuales. Consideramos que el manejo activo del fondo será muy importante en los próximos meses en un entorno extremadamente volátil.
- Con paciencia, dado el flujo futuro de atractivos cupones a cobrar en relación a las paridades actuales, consideramos que el fondo se recompondrá antes de lo pensado. Esto aún considerando una renegociación no tan amistosa en los bonos soberanos y poca recuperación en las paridades, el flujo de rentas en dólares provenientes de bonos corporativos y provinciales creemos que brindará una buena recuperación del fondo.



# Composición

## DATOS DE LA CARTERA

TIR	<b>25%</b>
Cupón Promedio	<b>7%</b>
Duration	<b>3,0</b>
Duration Modificada	<b>2,8</b>
Cantidad de Activos	<b>26</b>

## RETORNOS DEL FONDO

Último mes USD	<b>1%</b>
Último mes \$	<b>12,4%</b>
Desde lanzamiento USD	<b>-21%</b>
Desde lanzamiento \$	<b>165%</b>

## CARTERA

CAPX 2024	12%
AY24 2024	10%
RAGHSA 2024	7%
AC17 2117	7%
MENDOZA24	6%
CGC 2021	4%
AO20 2020	4%
A2E8	4%
VICENTIN 2020	4%
ARCOR 2023	4%
AEROAR 2027	4%
SANTA FE 2023	3%
BMACRO 2026	3%
TECPETROL 2022	3%
ENTRERIOS2025	3%
DÓLARES	3%
JOHN DEERE 2021	3%
DICA 2033	3%
PARA 2038	2%
NEUQUEN 2021	2%
PAMPA 2023	2%
CORDOBA 2026	2%
MASHER 2021	1%
PANAM 2021	1%
PARY	1%
PLZ LOGISTICA 2020	1%
CRESUD 2023	1%

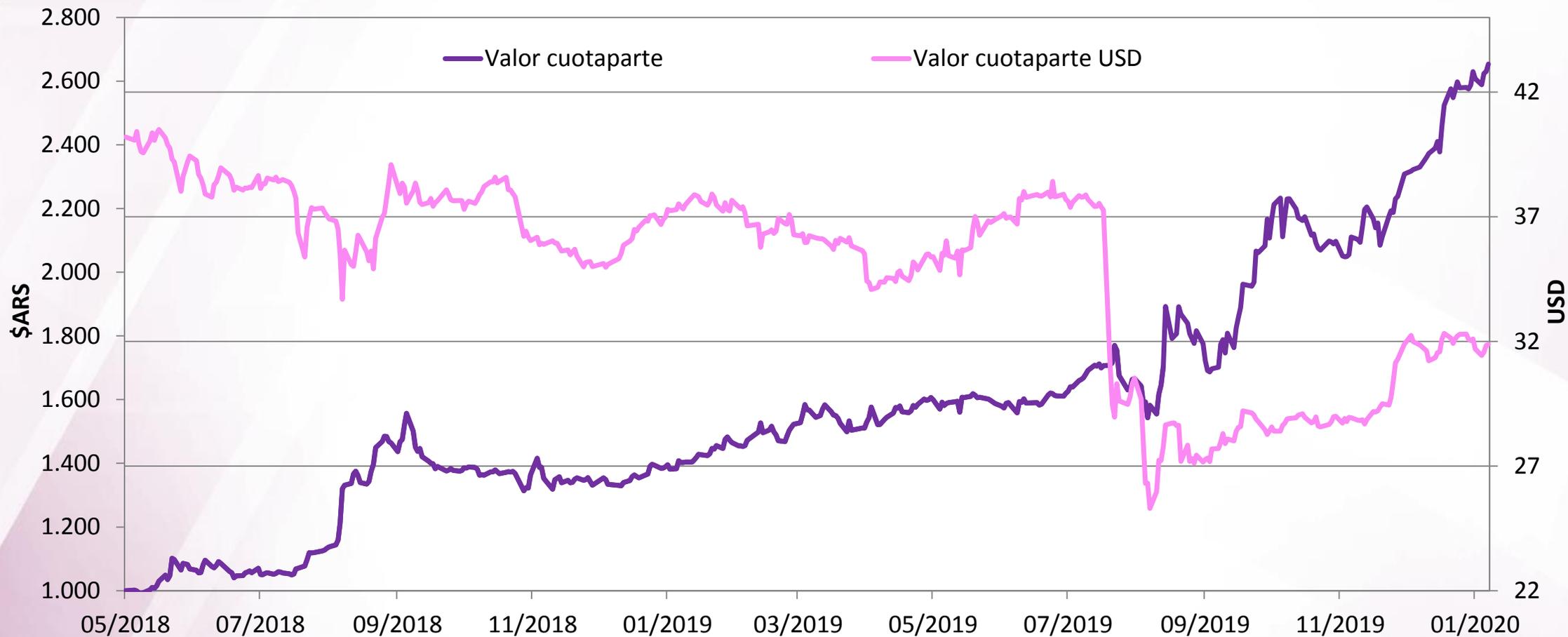
## EMISORES

Bonos Corporativos	50%
Bonos Soberanos	31%
Bonos Provinciales	16%
Liquidez	3%

## LEY

NY	71%
ARG	29%

# Evolución Cuotaparte



**Administrador:** CYC Administradora de Fondos S.A.

**Custodio:** Banco de Valores S.A.

**Fecha de lanzamiento:** 23/05/2018

**Moneda:** Pesos

**Perfil de Inversor:** Moderado

**Horizonte de inversión:** Mediano Plazo

**Plazo de pago:** 48hs

**Honorarios administración:** Clase A - 1% anual  
Clase B - 1% anual

**Honorarios custodio:** 0,22% anual + iva

**Patrimonio Neto:** \$ 304.393.627

**Valor de Cuotaparte:** \$ 2.653,43  
*c/1000*

- El fondo se suscribe y rescata en pesos, pero el 100% de los instrumentos son bonos en dólares.
- Tiene un año y medio de vida y por el momento un patrimonio neto de más de \$300 millones.
- Los honorarios anuales de gestión son del 1% que se devengan diariamente del valor de la cuota parte.
- No tiene comisiones de entrada/salida.
- No tiene mínimos.

# Buen fin de semana

