



Análisis sobre la Coyuntura Macro Local y resumen CYC Pesos Renta Fija

Superávit fiscal sostenible y desmonetización del déficit, objetivos cumplidos

En esta oportunidad, debido a las importantes novedades recientes en materia monetaria, queremos aprovechar la ocasión para **resumir la actual coyuntura económica** y así fundamentar nuestra estrategia vigente en CYC Pesos Renta Fija.

El **gobierno comunicó en los últimos días el inicio de lo que denominó “la fase 2”**. Una nueva etapa de “emisión cero” que plantea el cierre de todas las canillas de emisión del BCRA fijando la cantidad de dinero. **¿Pero en qué consistió entonces “la fase 1”?** “La fase 1” se fundamentó en el principal giro de política económica de la nueva gestión, **revisar las cuentas públicas para alcanzar un superávit fiscal que elimine la monetización del déficit**. El gobierno estableció una fuerte ancla fiscal para iniciar el proceso de desinflación. En esta etapa el gobierno utilizó su capital político para **dejar de lado la búsqueda de una recuperación económica**, profundizando la recesión que se había acelerado a finales del 2023. Para acompañar esta política, el gobierno avanzó en el **saneamiento del Banco Central**. En diciembre, el BCRA operaba con reservas netas de USD -10.500 Millones, 23 billones de pesos en Pases y Leliqs emitidos y una tasa de política monetaria del 133% TNA que alimentaba la emisión endógena.

La fuerte devaluación al inicio de la gestión dio lugar a un **proceso de acumulación de reservas y una reversión de la balanza comercial**. Acompañado por un crawling-peg al 2% TEM, el nuevo TC fomentó la liquidación de exportaciones y derrumbó el apetito por importaciones. Asimismo, **el pago en cuotas para importaciones y los BOPREAL**, beneficiaron a la dinámica de las reservas.

En lo fiscal, los datos que fueron llegando fueron muy positivos. A pesar de la caída en de la recaudación por la dura recesión, el **gobierno mantuvo superávit primario y financiero en cada uno de los primeros seis meses del año** (algo que no se veía desde 2008). Con un inusual apoyo ciudadano (y no tanto político) realizó un fuerte achicamiento en los gastos. **La baja se dio mayormente en jubilaciones y pensiones**, pero también en otras fuentes importantes de erogaciones como la **obra pública, los subsidios a la energía y el transporte**, los gastos de funcionamiento y las transferencias a provincias y universidades. Por el lado de los ingresos, gracias al cepo, el **impuesto PAIS** fue el único ingreso que no cayó en términos reales en el primer semestre.

Buenos datos de inflación, brecha y dificultosa ancla cambiaria

Con el correr de los meses, aprovechando la continuidad de las restricciones cambiarias, el **BCRA fue licuando sus pasivos remunerados** (y a los tenedores de pesos) con tasas en pesos altamente negativas. En este contexto la tasa de política monetaria pasó del 100% en diciembre al 40% TNA actual. Asimismo, la emisión de las Lecaps a partir de marzo de este año, permitió el **comienzo de la migración de la deuda del BCRA hacía el Tesoro**. Esto se dio mayormente en un llamativo **contexto de calma cambiaria de los dólares financieros**. Luego del espectacular rally del dólar durante la incertidumbre electoral y los inicios de la nueva gestión, la brecha CCL-mayorista, se mantuvo controlada, operando en promedio en torno al 20% hasta mediados de mayo.

Durante el mismo periodo los **datos de inflación fueron sorprendiendo a la baja**. Luego del fegonazo inflacionario de diciembre, la aceleración de precios fue mermando paulatinamente. En mayo el IPC alcanzó el 4,2% (el más bajo desde ene-22) y en junio el 4,6%, **siempre debajo de las expectativas sondeadas por el REM**. Lo positivo es que la baja llegó con correcciones en regulados, que implicaban una importante distorsión en los precios relativos y mayores costos fiscales. **La inflación núcleo de mayo y junio alcanzó el 3,7%**. En otro buen dato, el IPIM (mayoristas) de junio arrojó una variación mensual del 2,7%, la más baja desde diciembre 2021. El BCRA ya espera para julio un IPC general del 3,7% y **algunas consultoras estiman una inflación núcleo cercana al 2,5%**.

Pero no todas las variables parecen estar tan controladas. Como planteamos en informes anteriores, **creemos que el punto débil del actual programa económico radica en su política cambiaria**. En las primeras semanas de julio el mercado comenzó a pricear una necesaria corrección del tipo de cambio oficial demandó dólares y cobertura. **La acumulación de la inflación hasta la fecha generó una fuerte apreciación** del tipo de cambio, en un **contexto global de apreciación del dólar** y depreciación de las monedas emergentes. El **encarecimiento de los productos argentinos preocupa** y no parece ser conducente con los niveles de productividad locales, muy afectados por la aún muy alta carga impositiva. En este contexto, a inicios del mes **los dólares financieros tuvieron un importante salto que llevó a la brecha a casi el 60%**, nivel que no se veía desde inicios del año.

Estancamiento en las compras del BCRA e intervención en el CCL

El apetito por el dólar también fue influenciado por una **dinámica de acumulación de reservas que se estancó a partir de junio**. El mes pasado el BCRA vendió USD 47 millones y solo pudo comprar 227 USD en lo que va de julio. A partir de mayo, **se flexibilizaron los pagos por importaciones (menores plazos)** y, por estacionalidad, se inició el periodo de importación de energía. A su vez, la continuación del “dólar blend” para las exportaciones en la que se pierde el 20% de las divisas (no van al MLC) y la **caída de los precios internacionales del agro** en torno a los -25% i. a. no estuvieron ayudando. **Las reservas netas volvieron a terreno negativo**, y tras pagos de la deuda (bonos) y a organismos multilaterales, estos días operaron en torno a los USD -2.500 millones.

En medio del alza de los tipos de cambio financieros, **el BCRA anunció que intervendrá en los dólares financieros** con ventas de dólares para retirar los pesos emitidos como resultado de los dólares adquiridos por compras netas en el MLC. **La entidad monetaria busca cerrar la emisión por compra de divisas**, pero en rigor, buscará utilizar esta herramienta para frenar la escalada de la brecha cambiaria y **forzar los tipos de cambio financiero a la baja**. El comunicado es retroactivo, es decir el BCRA tomará como crédito para intervenir **todas las compras realizadas desde mayo de este año**, obteniendo como resultado a su favor la diferencia entre los tipos de cambio.

La **noticia es negativa para la acumulación de reservas y pone en duda la capacidad de pago de la deuda soberana**. En respuesta, el gobierno anunció la **compra de USD 1.500 millones por parte del Tesoro y su transferencia a una cuenta en EEUU** para asegurar el pago de intereses de los bonos de enero próximo. Asimismo, el presidente **adelantó informalmente que el gobierno tiene cerrados contratos de repo con bancos** para el pago de toda la deuda a vencer en 2025. De todas formas, el comienzo de la intervención **desconcertó al mercado y se reflejó en el precio de los bonos**. La semana pasada **el riesgo país llegó a trepar en los casi 1.600 puntos**.

La nueva “Fase 2”, emisión cero y el peso como un bien escaso

Ahora bien, para calmar el ansia cambiaria y dar mayor certidumbre de los pasos a seguir de su plan económico, el gobierno comunicó recientemente el inicio de su “fase 2”. En esta etapa el **BCRA fijará la cantidad de pesos** de la base monetaria amplia que permanecerá constante, de manera de que en un futuro esquema de competencia de monedas, **el peso sea la “moneda escasa”**.

Para cerrar una de las canillas de emisión pendientes el **Tesoro implementará la operación de un nuevo instrumento** de administración de liquidez para el sistema bancario, las **Letras Fiscales de Liquidez (LeFi)**. Las LeFi migrarán los pasivos remunerados del BCRA a deuda del Tesoro Nacional. Las nuevas letras devengarán intereses diariamente a la tasa de política monetaria informada por el BCRA. Lo relevante es que **el pago de los intereses para la absorción de pesos de los bancos no se haría más con emisión del BCRA, sino con superávit fiscal del Tesoro**. Se cierra entonces la fuente de emisión que significaba la potencial no renovación de los Pases o Leliqs. El mecanismo funcionará sin inconvenientes mientras el Tesoro pueda rolear su deuda en moneda local. **Mientras siga la disciplina fiscal no vemos problemas con el rollover de la deuda en pesos**.

En línea con este planteo, en la misma semana, **el BCRA negoció la rescisión de contratos por opciones de liquidez (puts)** que habían sido emitidos en favor de los bancos tenedores de bonos del Tesoro. Solo queda un remanente del 22% de los puts americanos en circulación, lo que **aminora otra fuente de potencial expansión monetaria**.

La escasez de la moneda no necesariamente vaya a implicar una demanda de la misma. Sin embargo, hay dos buenos indicadores que el BCRA destacó en su último comunicado sobre la **recuperación de la demanda de dinero**. Desde abril se observó un **incremento real y sin estacionalidad del circulante** en manos del público y de la base monetaria, y **los préstamos bancarios** tanto en pesos (en términos reales) como en dólares al sector privado están creciendo desde finales de 2023. El gobierno espera un **proceso virtuoso de expansión real de la demanda de dinero** a través del crédito.

Próximos desafíos del programa

El equipo económico entiende que un **salto cambiario pondría en riesgo su principal objetivo político**, y generaría un salto en el índice de precios. El problema es que difícilmente el tipo de cambio de los dólares financieros puedan converger completamente a la baja. El ritmo de devaluación esta varios puntos por debajo del IPC y más allá de que la inflación nucleo esta tendiendo a derrumbarse, **aún quedan tarifas pendientes de sincerar**. Por otro lado, **el actual TCRM ya alcanza valores de apreciación previos a la devaluación de diciembre**. Con los bajos niveles de actividad actuales esta es otra llamada de atención para el ancla cambiaria del 2%.

Por el lado del superávit fiscal, **el desafío de los próximos meses vendrá en los gastos en energía, ya que existen pagos pendientes de CAMMESA** y aumenta el consumo del periodo invernal. Asimismo, por el lado de los ingresos, si el gobierno quiere avanzar con una baja del impuesto PAIS en septiembre del 17,5% al 7,5%, **necesitará un impulso de la actividad que ayude a compensar la caída de los ingresos tributarios**.

Todavía las señales de mejora en la actividad son pocas y muy incipientes. **El EMAE de mayo cerró con crecimiento desestacionalizado m/m del 1,3%**, pero con mucha incidencia del sector agropecuario por la mejora post-sequía. Según el INDEC, las ventas en supermercados cayeron en mayo un 9,7% i. a. , mientras que el consumo en mayoristas se hundió un 13,3%. Sin embargo, **en la variación mensual desestacionalizada, tanto en las ventas en supermercados como en mayoristas subieron 3,9% y 1,7%**, respectivamente, dando señales de que el consumo hizo piso en abril. La señal de recuperación tendrá que venir de la mano de la **industria, el comercio y la construcción que continúan muy deprimidos**.

El **mercado seguirá atento a los avances del ansiado levantamiento de las restricciones cambiarias**, que considerando las medidas de flexibilización informadas por el BCRA estos días, irá llegando en cuotas.

Introducción CYC Pesos Renta Fija

Tipo de fondo	Renta Fija
Moneda	Pesos
Plazo de rescate	24hs.
Horizonte	Mediano Plazo
Perfil	Moderado
Benchmark	BADLAR Bcos. Privados (BCRA)
Fecha de lanzamiento	12/05/2021
Patrimonio Neto	\$ 4.267.559.000.-
Valor de Cuotaparte c/1000	\$ 10.465,45.-

CYC Pesos Renta Fija: Perfil y objetivos

Las restricciones cambiarias que continúan vigentes en suma a un contexto volátil y de transición para la moneda local, obliga a empresas y ahorristas a **buscar activamente opciones de inversión en pesos que protejan su tenencia de pesos**. Todo ello en el marco de una economía con inflación, que por el bien del reordenamiento macro ha comenzado un proceso desinflacionario.

Las tasas de referencia del BCRA todavía operan en terreno negativo. Sin embargo, **existen instrumentos del Tesoro en pesos que ofrecen opciones de inversión y cobertura** que con niveles de volatilidad tolerables y que brindan la obtención de un rendimiento que minimiza las pérdidas que genera la licuación y/o hasta permite obtener una ganancia de capital en el mediano o corto plazo.

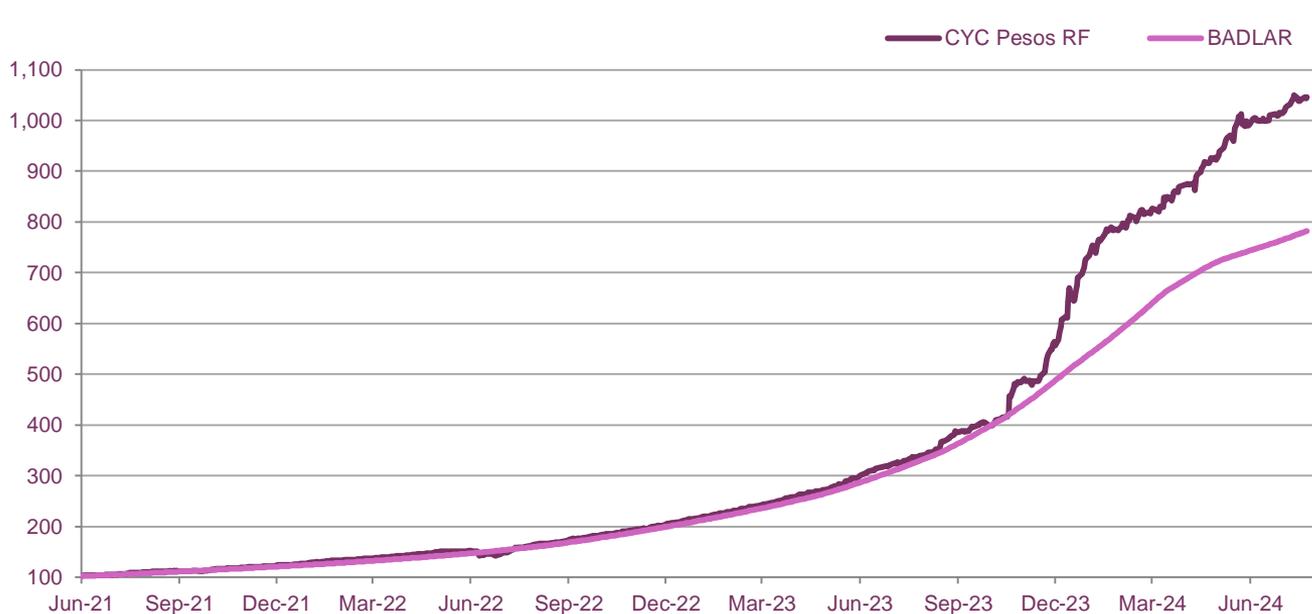
CYC Pesos Renta Fija busca la revalorización de su cuotaparte mediante la apreciación del capital y las rentas de instrumentos de renta fija emitidos en el país exclusivamente en pesos. El fondo tiene como objetivo superar los rendimientos que brinda el plazo fijo tradicional, medido a través de la tasa BADLAR de bancos privados.

Mediante un manejo activo de cartera, **CYC Pesos Renta Fija intenta adecuarse y anticiparse a los cambios de contexto que afectan el desenvolvimiento de nuestra moneda local**. Dado que esta compuesto mayormente por títulos con oferta pública el fondo tiene cierta volatilidad de precio. Sin embargo, a contraposición de un instrumento a plazo, CYC Pesos Renta Fija otorga **disponibilidad de los fondos invertidos en solo 24hs hábiles**.

Cabe aclarar que el fondo no busca proteger el ahorro en el largo plazo, ni tampoco tiene como objetivo mantener el poder de compra sea en pesos o en moneda dura, sino que **busca ser una alternativa superadora a la del plazo fijo tradicional, con activos altamente líquidos y un mayor rendimiento en el mediano plazo**.

CYC Pesos Renta Fija: Evolución de la cuotaparte y rendimientos

Gracias a la gestión activa del portafolio y la adecuación ante los cambiantes contextos para la moneda loca, **el fondo logro superar su benchmark casi en todo momento desde su lanzamiento**. Por su composición de cartera diversificada CYC Pesos Renta Fija acumuló un **rendimiento superior al que se hubiera obtenido renovando posiciones en plazo fijo**.



Rendimientos

desde inicio (26/10/22)	946,5%
desde inicio (TEA)	108,2%
acumulado 2024	44,2%
acumulado 2024 (TNA)	77,6%
últimos 365 días (TNA)	210,7%
últimos 270 días (TNA)	155,7%
últimos 180 días (TNA)	67,4%
últimos 90 días (TNA)	52,5%
últimos 60 días (TNA)	32,0%
últimos 30 días (TNA)	40,7%

Desvío Estándar

desde inicio (anualizado)	11,2%
---------------------------	-------

CYC Pesos Renta Fija: Rendimientos mensuales vs. benchmark

Debido a la aceleración inflacionaria y el gran salto cambiario, **los rendimientos de los títulos CER y dollar linked tuvieron rendimientos extraordinarios para finales del año 2023.** El fondo supero a la tasa BADLAR en más de 8.000 puntos básicos.

	ene-23	feb-23	mar-23	abr-23	may-23	jun-23	jul-23	ago-23	sep-23	oct-23	nov-23	dic-23	2023
CYC PRF	5.8%	5.6%	6.6%	5.6%	9.4%	7.9%	6.0%	12.9%	3.7%	22.0%	15.6%	28.8%	235.0%
BADLAR	6.2%	5.4%	6.1%	5.7%	8.3%	7.7%	8.0%	9.0%	9.2%	10.8%	10.8%	9.8%	153.4%
Pts. Básicos	-35	22	52	-17	117	21	-194	397	-549	1117	484	1897	8154

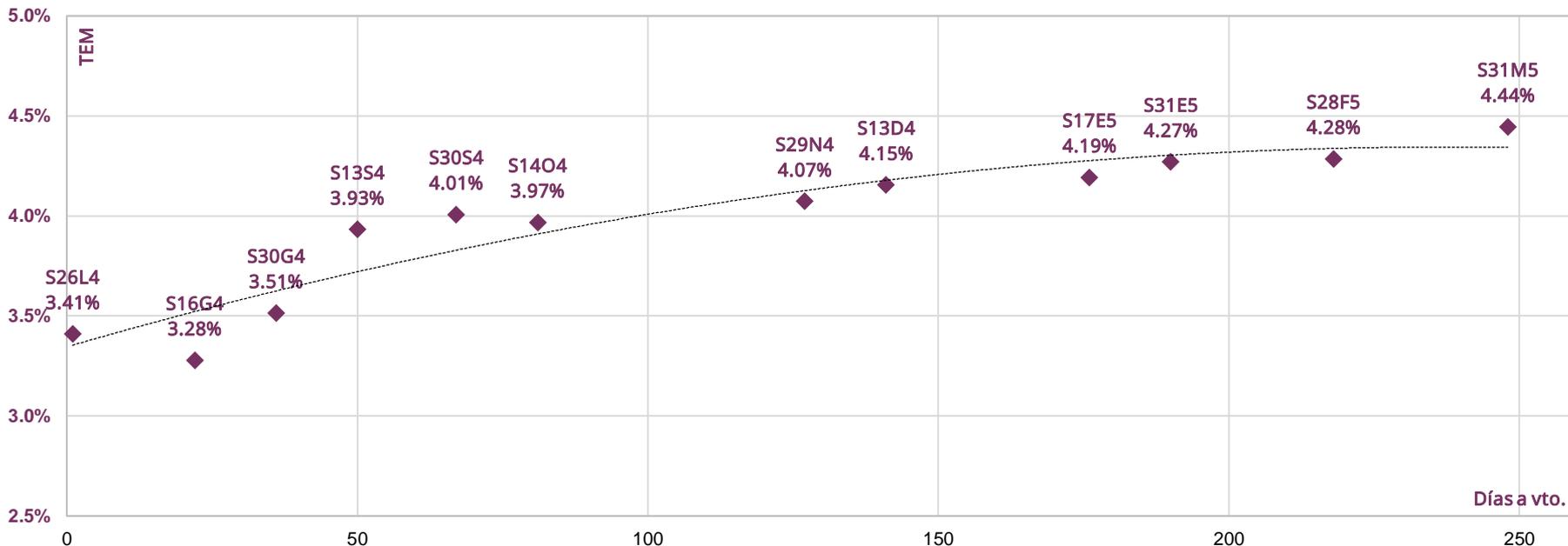
	ene-24	feb-24	mar-24	abr-24	may-24	jun-24	jul-24	2024
CYC PRF	8.7%	4.3%	5.7%	5.9%	7.7%	2.3%	3.0%	44.2%
BADLAR	10.1%	8.8%	6.5%	6.0%	3.1%	2.6%	2.6%	46.7%
Pts. Básicos	-134	-443	-77	-9	460	-26	39	-249

El año 2024 viene siendo un año desafiante para los instrumentos en pesos. La continuación del cepo generó sobredemanda. A su vez, el apetito por cobertura inflacionaria y cambiaria deprimió los rendimientos de los instrumentos, que operaron casi todo el año a tasas altamente negativas. **La inflación fue consolidándose a la baja, el crawling-peg continuó al 2% TEM y las tasas de política monetaria del BCRA se achicaron muy rápidamente, todo para sorpresa del mercado.** El regreso de una curva a tasa fija con las Lecaps dio más certidumbre y fue muy positivo para la gestión de la liquidez de los fondos y empresas.

Para el **segundo semestre, creemos que los instrumentos en pesos debería recuperar terreno.** Para incentivar el traspaso de la deuda del BCRA al Tesoro las Lecaps se mantienen a tasas atractivas ayudadas en cada licitación del Tesoro. La curva CER ya brinda rendimientos positivos en toda su curva y no es esperable que el BCRA modifique las tasas de referencia en el corto plazo.

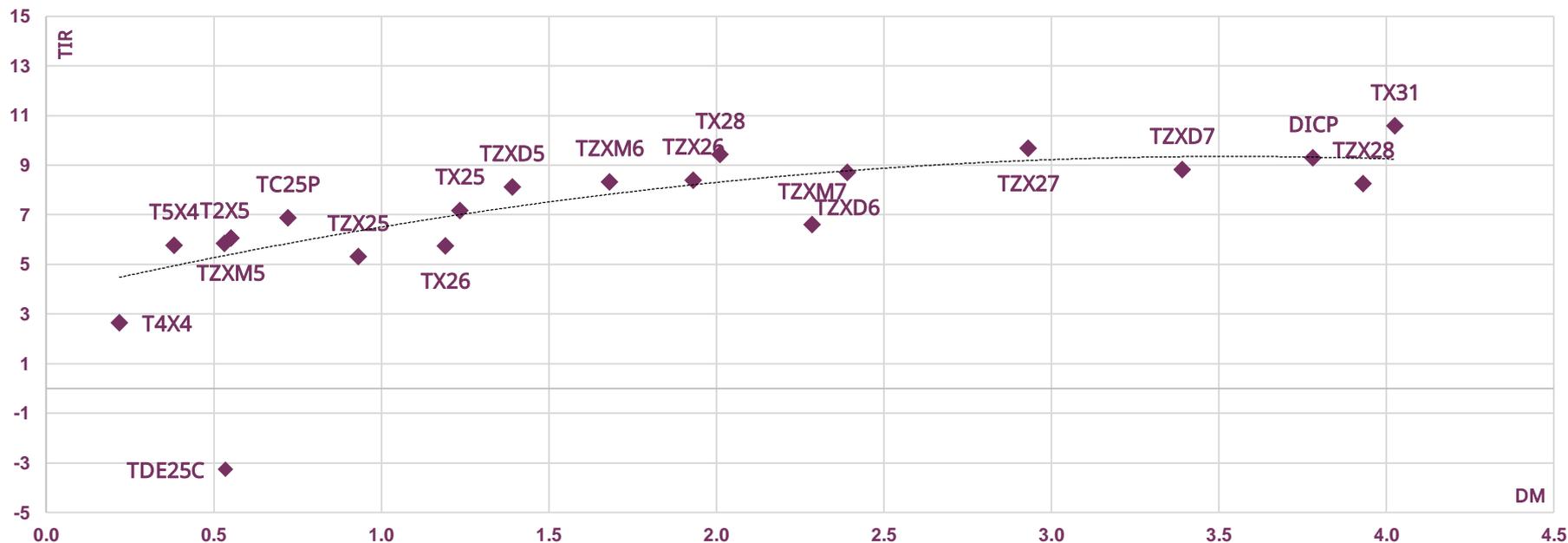
Instrumentos en Pesos: Letras de Capitalización del Tesoro

En los últimos meses el gobierno avanzó en su estrategia de trasladar deuda del BCRA hacia el Tesoro emitiendo títulos a tasa fija de corto plazo atractivos para bancos y fondos. **Los nuevos instrumentos de alta liquidez que otorgaron rendimientos superiores vs. las tasas remuneradas del BCRA.** La TEM superior al 4% de la parte media luce atractiva ante las expectativas de inflación a la baja.



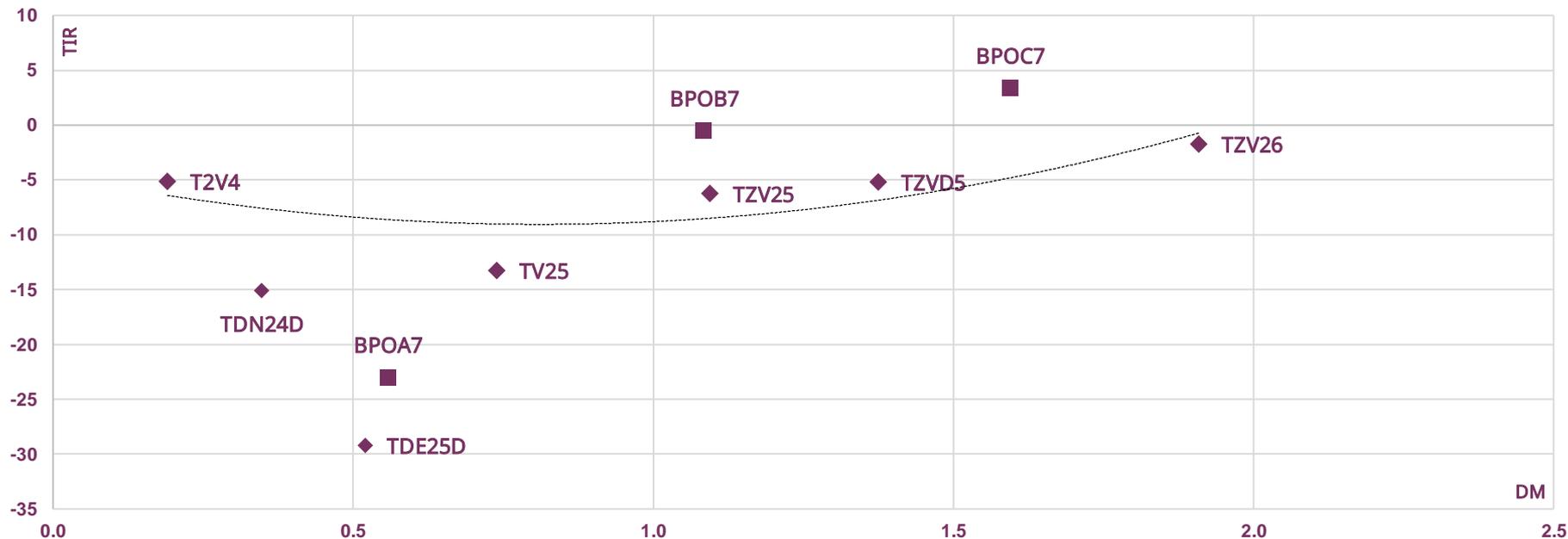
Instrumentos en Pesos: Bonos ajustables por CER

Los títulos CER tuvieron una floja performance el último mes debido a los buenos datos de baja de inflación. Las expectativas del REM del IPC y la inflación break-even valuadas en CER-Lecaps fueron mermando. A los nuevos precios los rendimientos de los bonos CER se tornaron muy positivos. **Oportunidad de compra en toda la curva para la obtención de tasas de interés reales positivas.**



Instrumentos en Pesos: Bonos Dollar Linked

Los DL se mantienen en tasas negativas esperando aceleración del crawling-peg o un salto cambiario tras una salida del cepo. Cobertura más costosa para títulos de finales 2024/inicios 2025. Solo atractivos para aquellos menos optimistas con el programa económico y el ancla cambiaria vigente. BOPREAL serie 1 con puts dollar-linked de mayor riesgo de pago pero más atractivos.



CYC Pesos Renta Fija: Estrategia actual y composición de cartera

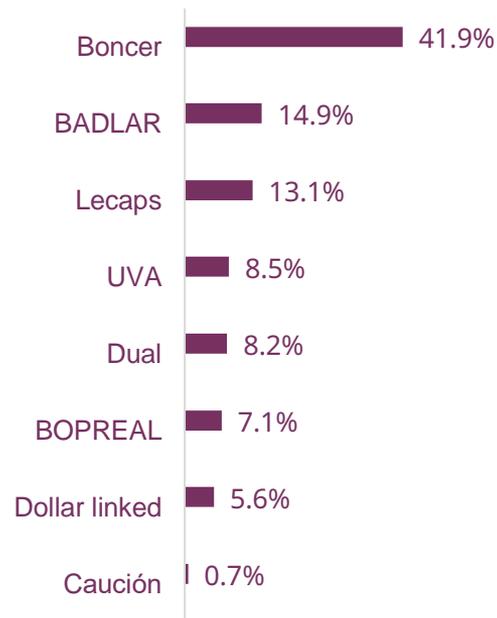
Priorizamos la tenencia en títulos CER de corto y mediano plazo, que pricean una inflación a la baja para los próximos meses. Estos títulos operan con rendimientos positivos lo que permitirá obtener un rendimiento por encima de la inflación en el mediano plazo.

A su vez, **nos posicionamos en ajustables a tasa BADLAR** ya que, en este contexto de brecha y ruido en los dólares financieros no esperamos una baja en las tasas de referencia.

En menor medida, para **achicar la volatilidad**, nos posicionamos en **Lecaps**, de alta liquidez con TEM cada vez más cercanas al ritmo del IPC y en bonos **corporativos ajustables por UVA** de corto plazo que devengan diariamente el valor del UVA.

Mantenemos casi el **14% entre instrumentos dollar linked y duales** como cobertura a la evolución del tipo de cambio oficial. Asimismo, **incorporamos recientemente bonos BOPREAL**, con altos rendimientos en dólares y como hedge del tipo de cambio libre.

Utilizando la última proyección REM del BCRA **el rendimiento de fondo tiene una TIR del 62%**. Asimismo, la **cartera posee una duration aproximada de 7,5 meses**.



La TIR del Fondo considera para su cálculo: la inflación proyectada en base a REM (BCRA) para los bonos CER y duales (por mayor pago actual); la tasa BADLAR vigente para los bonos BADLAR; y la devaluación proyectada en base a REM (BCRA) para los bonos dollar linked y BOPREAL (a fecha de próximo put). Último REM utilizado para el cálculo: jun-24.

CYC Pesos Renta Fija: Tenencias

TÍTULOS

BONCER FEB25	11.1%	LECAP 13SEP24	3.3%
BONCER MAR25	7.5%	BONCER JUL24	3.0%
BONCER OCT24	7.0%	DUAL ENE25	3.0%
BOPREAL S1A 27	6.4%	CRESUD 0% 26	2.5%
BONCER DIC24	6.1%	VISTA OIL 0% 27	2.5%
LECAP 30SEP24	5.9%	BONCER NOV26	2.2%
BSAS BADLAR 25	5.4%	BONCER MAR26	1.7%
DUAL AGO24	5.2%	BONCER NOV25	1.5%
IRSA BADLAR 25	5.0%	BONCER JUN25	1.1%
CMF BADLAR 24	4.4%	BOPREAL S3 26	0.7%
EDEMSA UVA 5% 25	4.4%	CAUCION ARS	0.7%
PL LOG UVA 2.49% 27	4.2%	TELECOM 1% 28	0.6%
LECAP 17ENE25	3.8%	BONCER DIC25	0.5%

EMISORES

SOBERANO	70.3%
CORPORATIVO	23.6%
SUBSOBERANOS	5.4%
CAUCIÓN	0.7%

AÑO DE VENCIMIENTO

2024	35.8%
2025	39.0%
2026	11.6%
2027	13.1%
2028	0.6%

CYC Pesos Renta Fija: Información general

Inversión mínima	\$ 1.000.-
Custodio	Banco de Valores S.A.
Honorario de gestión	Clase U - 1% anual
Honorario de custodia	0,15% anual + IVA
Nro. Inscripción CNV	1.189
ISIN	ARBVAL6223E2
Código Caja de Valores	23.897
Ticker Bloomberg	CYCPRFU AR
FIGI Bloomberg	BBG01LSCF2M0
Calificación de Riesgo	A+(rf)

Preguntas frecuentes

- El fondo no paga rentas ni amortizaciones en forma directa a los cuotapartistas, todos los cobros se reinvierten en el mismo patrimonio.
- Los honorarios anuales de gestión son del 1%. Los mismos se devengan diariamente y se descuentan del valor de la cuotaparte.
- No existen comisiones de entrada ni de salida para los inversores.
- Los rescates se liquidan en 24hs hábiles y quedan disponibles en la cuenta comitente del inversor.
- La suscripción y el rescate del fondo por medio de ACDI esta exceptuado del pago del impuesto a los débitos y créditos.

¡Muchas Gracias!

