



Coyuntura y Perspectivas del Mercado Local

La Macroeconomía

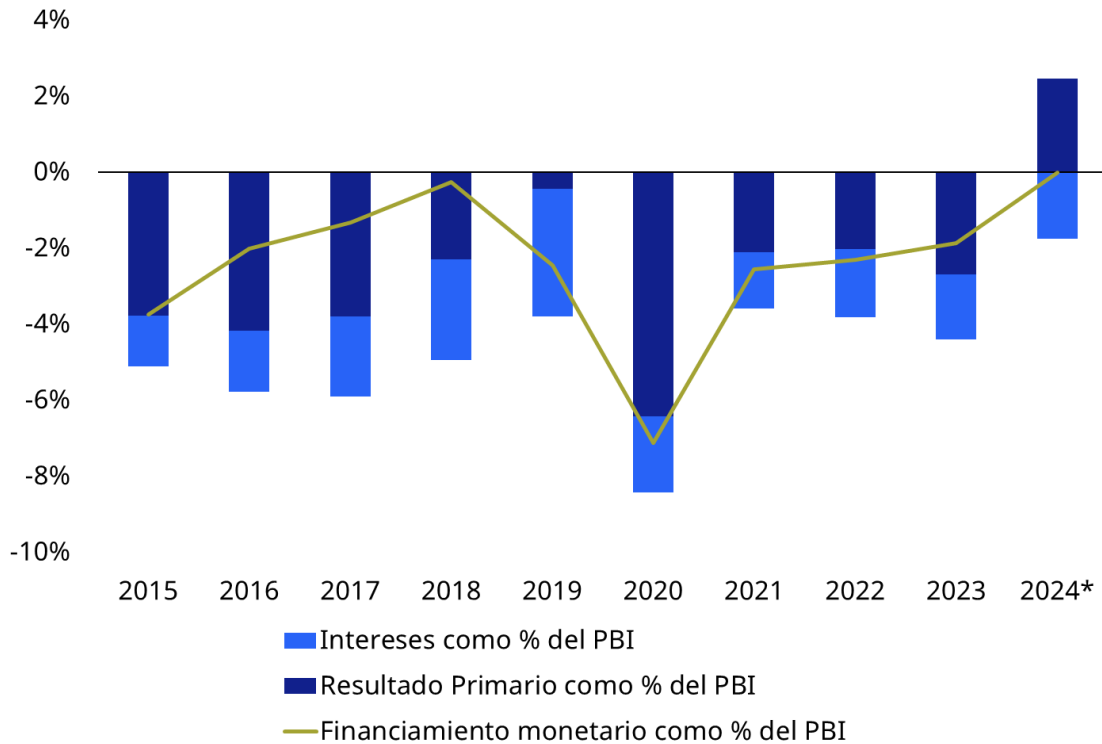
La economía del primer año de Milei

- **Herencia económica y política:** El punto de partida era caótico: reservas -10bn USD, inflación crucero al 12% mensual, brecha 150%-180%, demanda de dinero por el suelo, etc. A diferencia del traspaso de gobierno de dic-2015, ahora la recesión y la crisis ya estaba en marcha. Esto último resultó ser una gran ventaja política. Grandes correcciones sin romper contratos de deuda, gran merito del Gobierno.
- **Fiscal:** Lo fiscal es superlativo. El 2024 cerrará con superávit primario luego de 15 años. Sólo suponiendo superávit primario a partir del 2025, lograrlo de manera consistente es muy positivo. Dominancia fiscal explicaba gran parte de nuestro estancamiento y desorden nominal.
- **Micro:** Todas las políticas públicas orientadas a la simplificación de la economía o a hacerle más sencilla la vida al sector privado, son más que bienvenidas en el largo plazo.
- **Política monetaria:** No vemos como una cuestión fundamental la eliminación de pasivos remunerados, al final del día es un simple traspaso de deuda del BCRA al Tesoro. Lo principal en el esquema monetario es haber terminado con la monetización del déficit.
- **Régimen cambiario:** Donde vemos un desajuste es en el frente cambiario. En los últimos 3 meses, el blanqueo, el cepo y la credibilidad económica han generado un circulo virtuoso para el gobierno en materia de oferta de divisas, esto no parece muy sostenible.

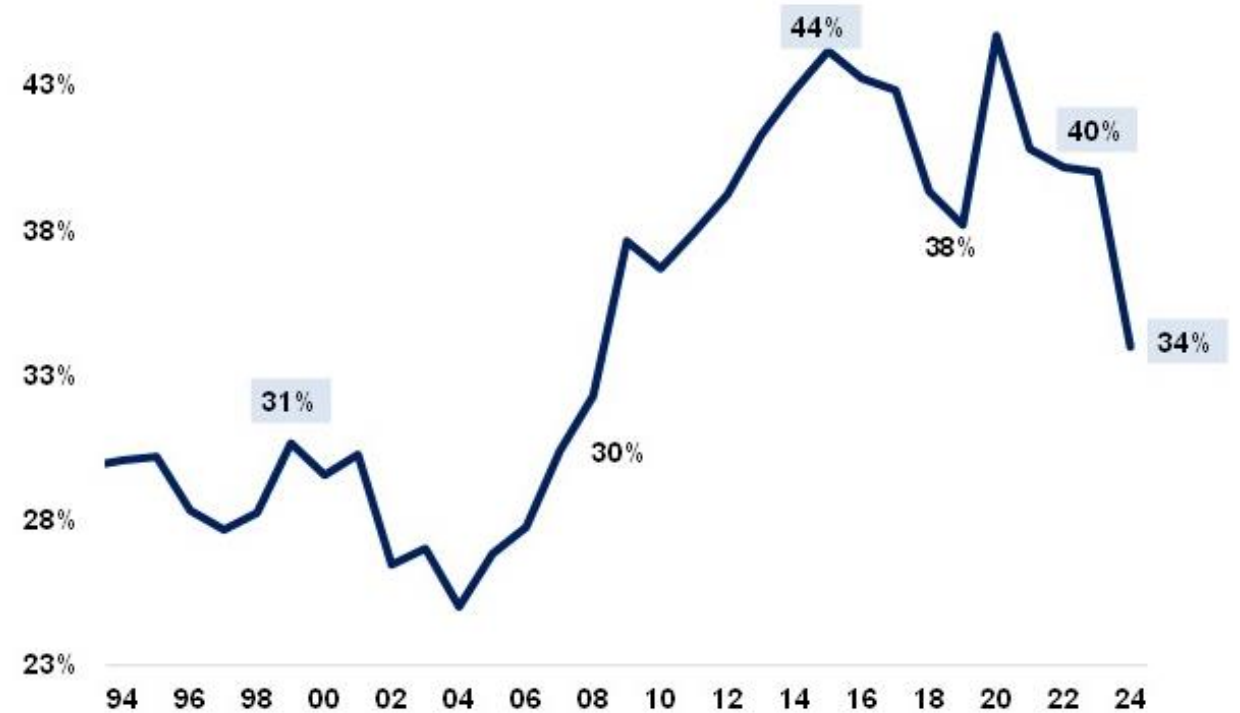
La sorprendente disciplina fiscal

En los primeros 10 meses del año, el Tesoro acumuló un superávit primario del 1,8% del PBI. El ajuste se explica prácticamente todos los componentes del gasto (cerca de -25% Nación y -20% Provincias). La buena noticia es que la recuperación de actividad permitirá que la recaudación vuelva a crecer en términos reales, facilitando la tarea del fisco. En 2024, el impuesto país compensó la recesión en materia de ingresos fiscales. En 2025 no estará ni el impuesto país, ni el blanqueo, ni la moratorio, ni el pago anticipado BBPP (cerca de 1,5% del PBI).

Equilibrio Primario y Financiero



Gasto Público: Nación + Provincias (% PBI; FMyA en base Mecon)



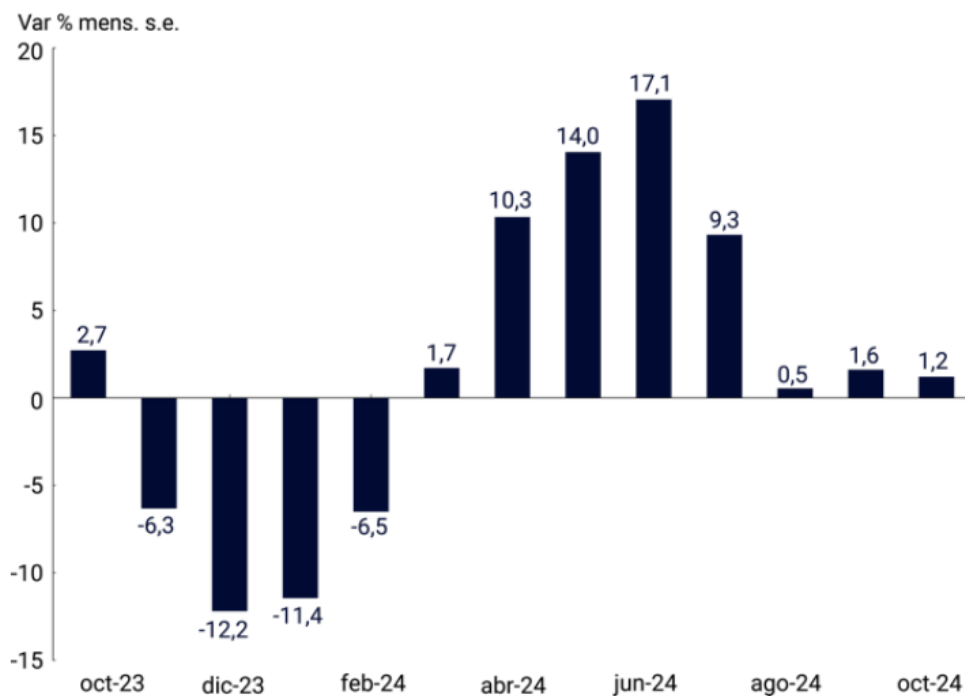
Fuente: Cucchiara Research en base a datos del BCRA y FMyA.

La política monetaria y la deuda en pesos

El BCRA ha eliminado sus pasivos remunerados, pero a costa de incrementar los pasivos del Tesoro. No vemos en este punto un factor relevante. La cuestión relevante para el saneamiento del Banco Central es terminar con la dominancia fiscal. La otra cuestión clave y positiva es el aumento de la demanda de dinero. Otro dato no mejor, es el bajo riesgo default para la deuda en pesos del Tesoro dado el superávit de caja, no menospreciar esto.

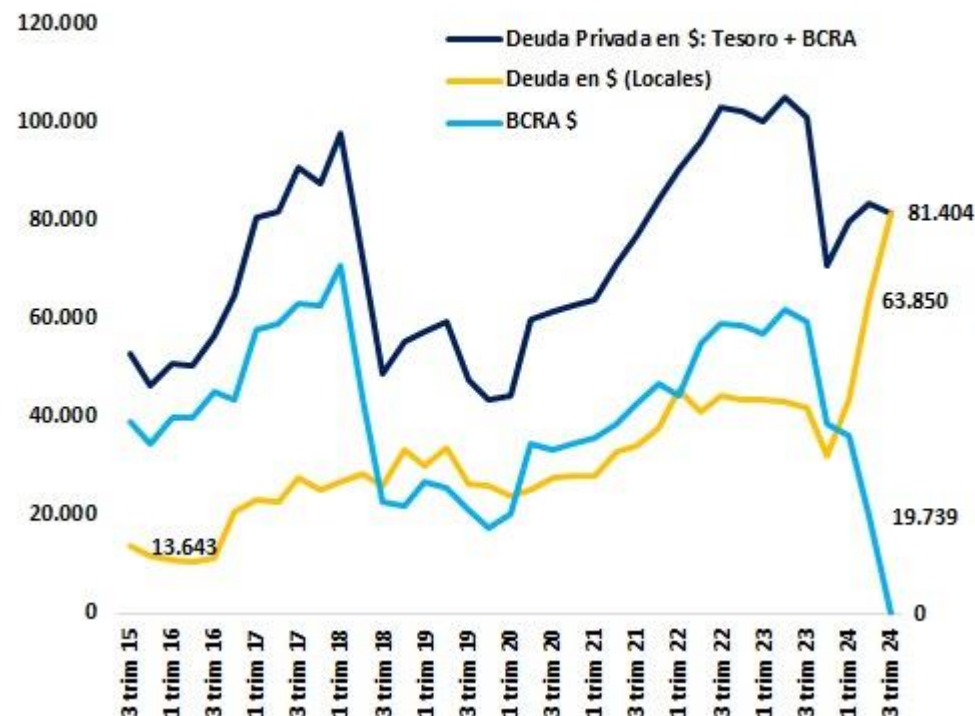
Gráfico 3.1.2 | Base Monetaria

A precios constantes y sin estacionalidad



Fuente: BCRA.

Deuda Privada en \$: Tesoro + BCRA
(en USDm; @fernandomarull en base a Mecon)

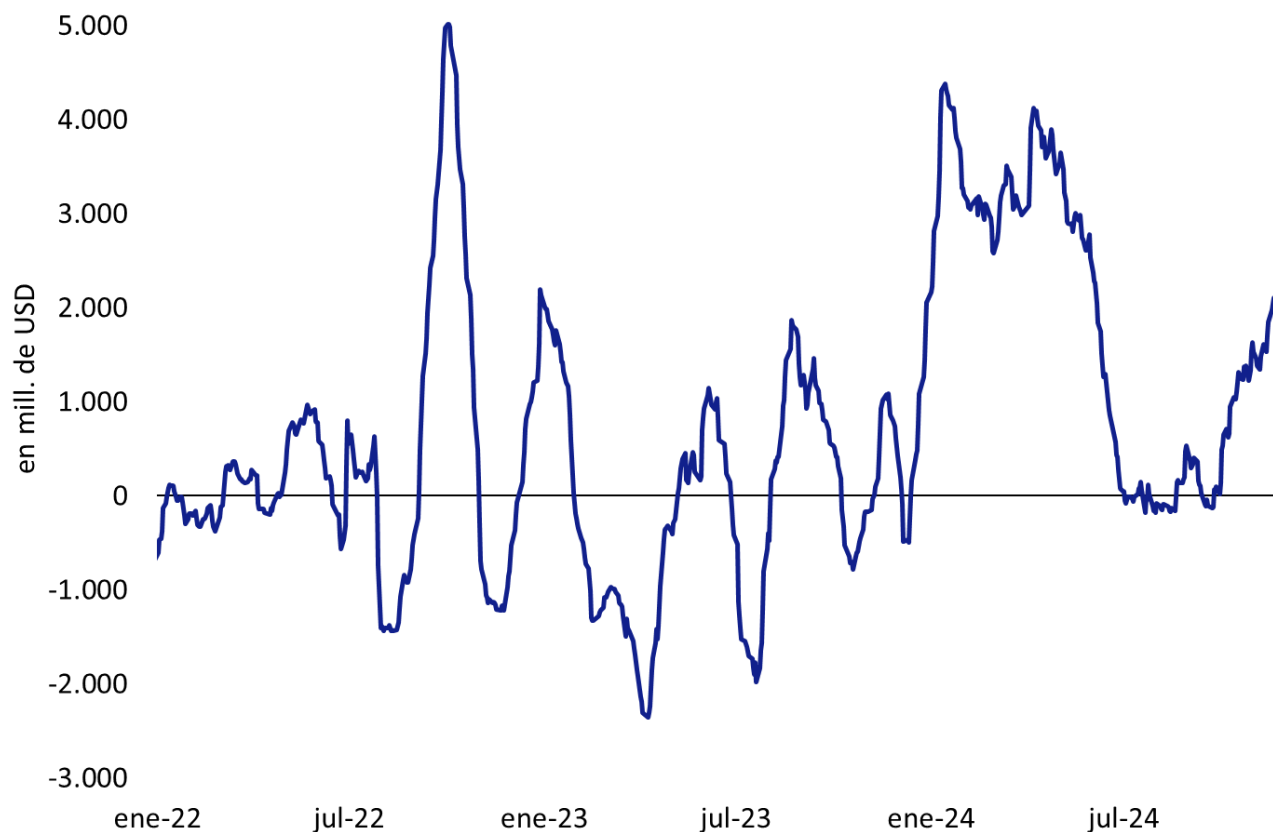


Fuente: BCRA y FMyA.

A pesar de las compras de divisas, las reservas netas siguen en terreno negativo

Buena noticia: El BCRA compró muchos dólares en una temporada generalmente compleja. Desde agosto compró cerca de USD 3.800 millones. La mala: entre pagos a OOII y la compra de USD por parte del Tesoro para los cupones de enero, no pudo acumular muchas reservas netas. El blanqueo sí incrementó las reservas brutas y la liquidez en USD del sistema financiero.

Compra neta de divisas (suma móvil ult. 22 ruedas)

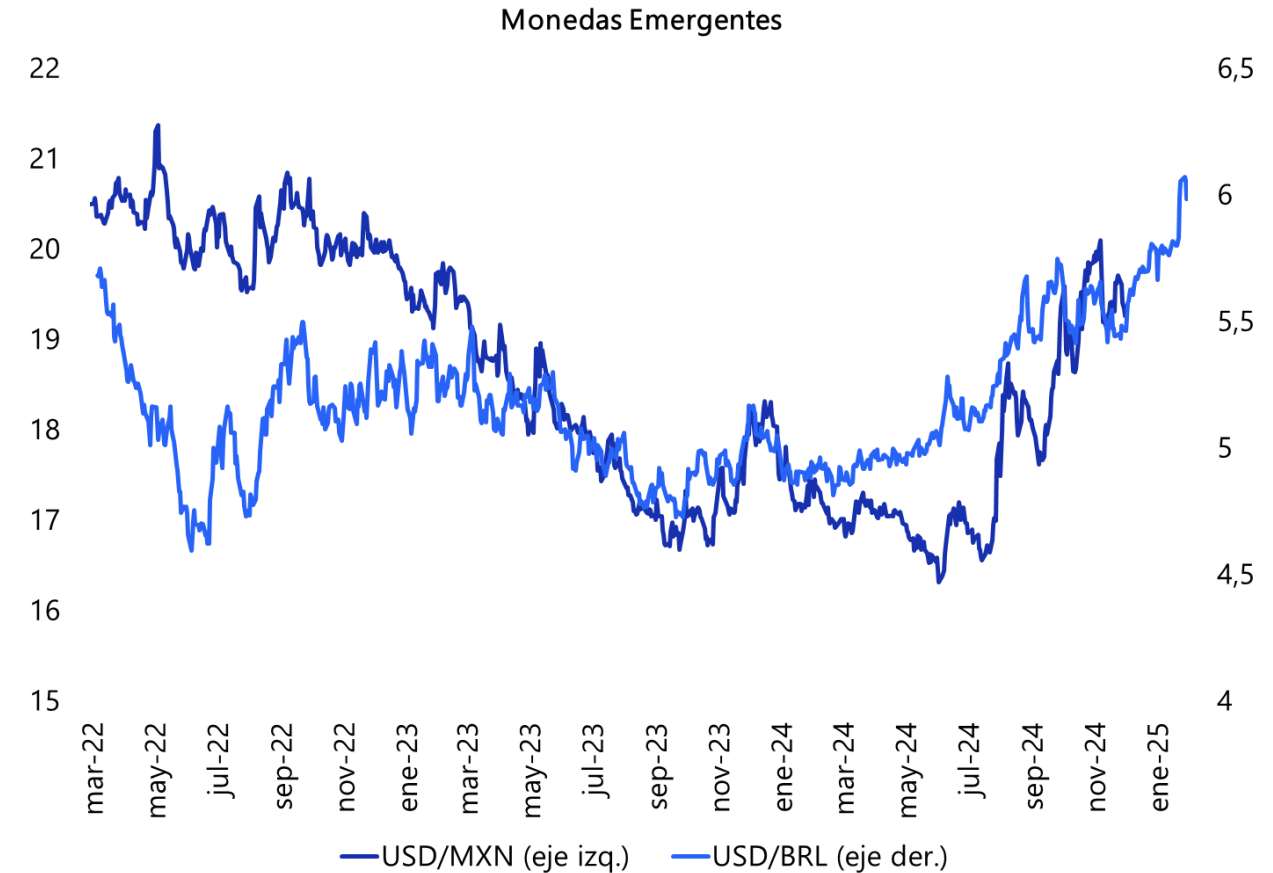
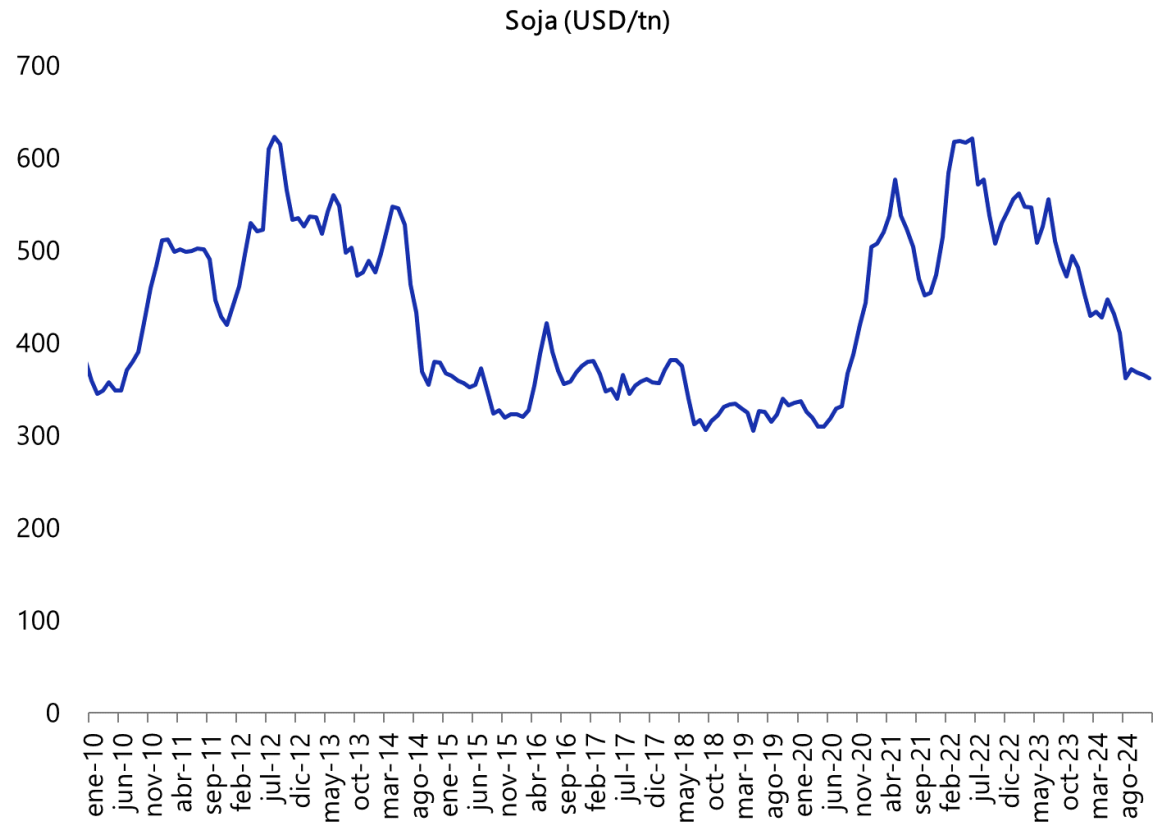


millones de USD	dic-21	dic-22	dic-23	feb-24	ago-24	dic-24
Reservas Brutas	41.500	39.007	23.073	28.300	27.500	30.200
Encajes	11.400	11.905	9.096	9.295	10.500	13.700
Swap China	20.400	18.705	18.182	18.182	18.200	17.906
BIS	3.157	3.100	3.100	1.310	-	-
Sedesa	1.900	1.900	1.900	1.900	1.900	1.900
Reservas Netas	4.643	3.397	- 9.205	- 2.387	- 3.100	- 3.306
DEG	2.450	2.790	-	900	900	20
Oro	3.520	3.550	4.096	4.050	4.900	5.300
Resto	- 1.327	- 2.943	- 13.301	- 7.337	- 8.900	- 8.626

Fuente: Cucchiara Research en base a datos del BCRA y FMyA.

Complejos meses en el escenario global, la Argentina resistió muy bien

Combo letal últimos meses: fortaleza del dólar a nivel internacional, suba de tasas en USA, baja del precio de la soja y devaluaciones del peso mexicano y el real. CCL/MEP bajaron a pesar del escenario global adverso.

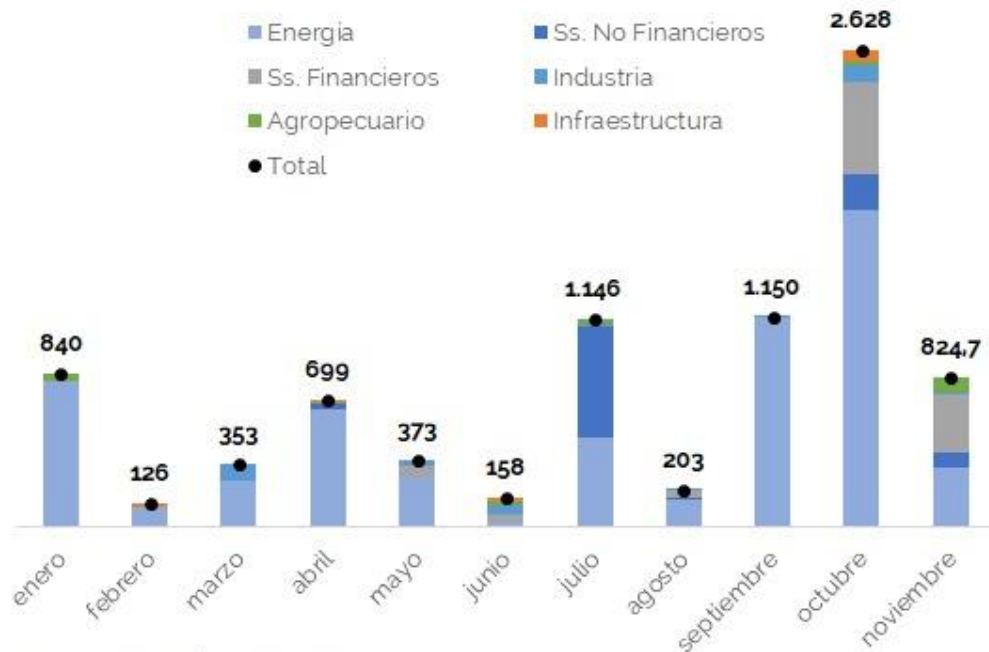


Fuente: Cucchiara Research en base a datos del FRED.

Sorpresivos meses de compras para el BCRA

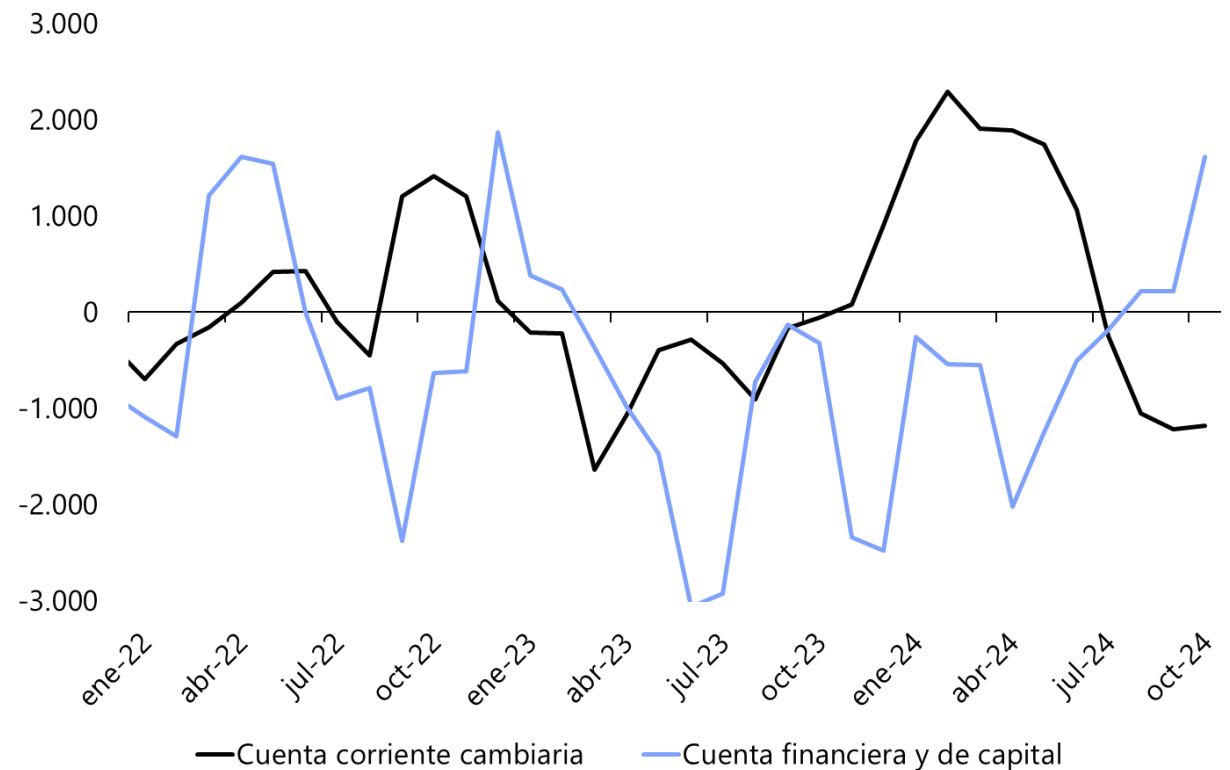
El desempeño MULC fue muy malo en junio y julio, el BCRA había tenido que vender divisas en meses estacionalmente buenos. Desde agosto los números son realmente muy buenos. Gracias al blanqueo, la credibilidad y el cepo saltó la oferta financiera de divisas, una suerte de círculo virtuoso para el BCRA donde puede recomprar reservas. Dos oferentes: emisiones de ON y prefi de exportaciones.

Colocaciones de ONs hard dollar por sectores
Año 2024. En millones U\$S



Fuente: Invecq en base a CNV

Cuenta corriente, financiera y de capital
(en millones de USD, media movil 3m)

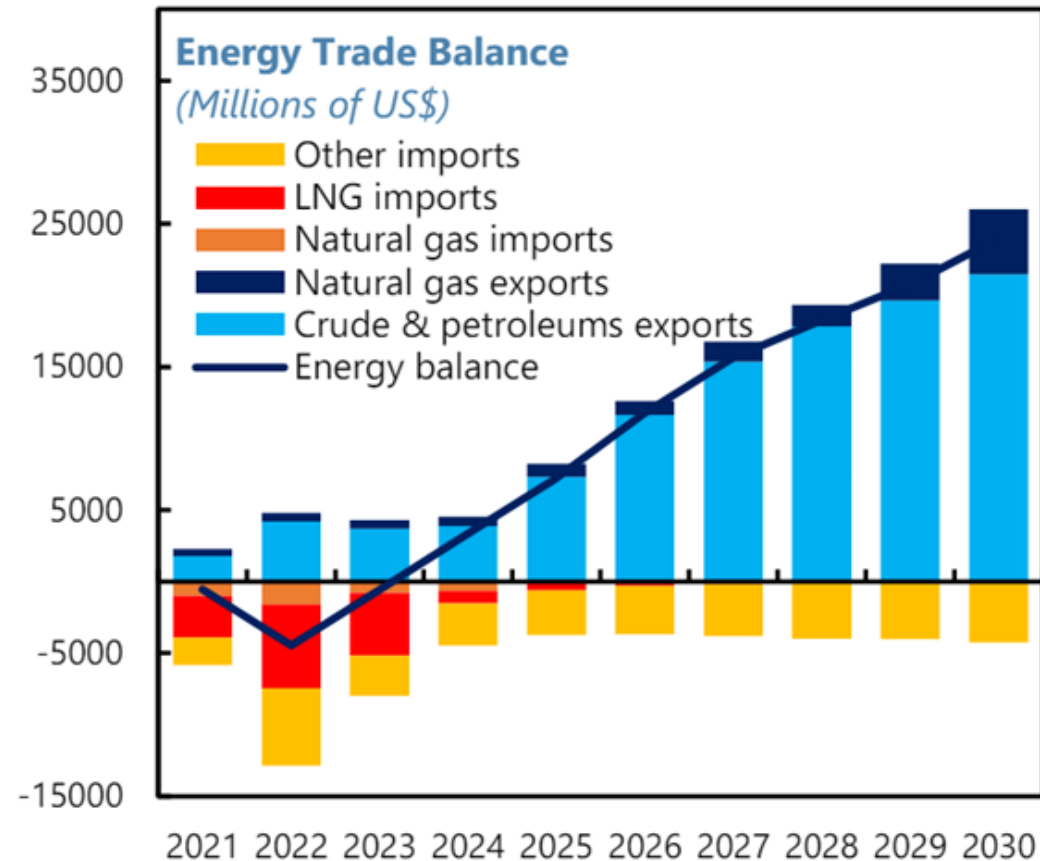


— Cuenta corriente cambiaria — Cuenta financiera y de capital

Fuente: Cucchiara Research en base a datos del BCRA y INVECO.

Vaca Muerta y la oferta de divisas

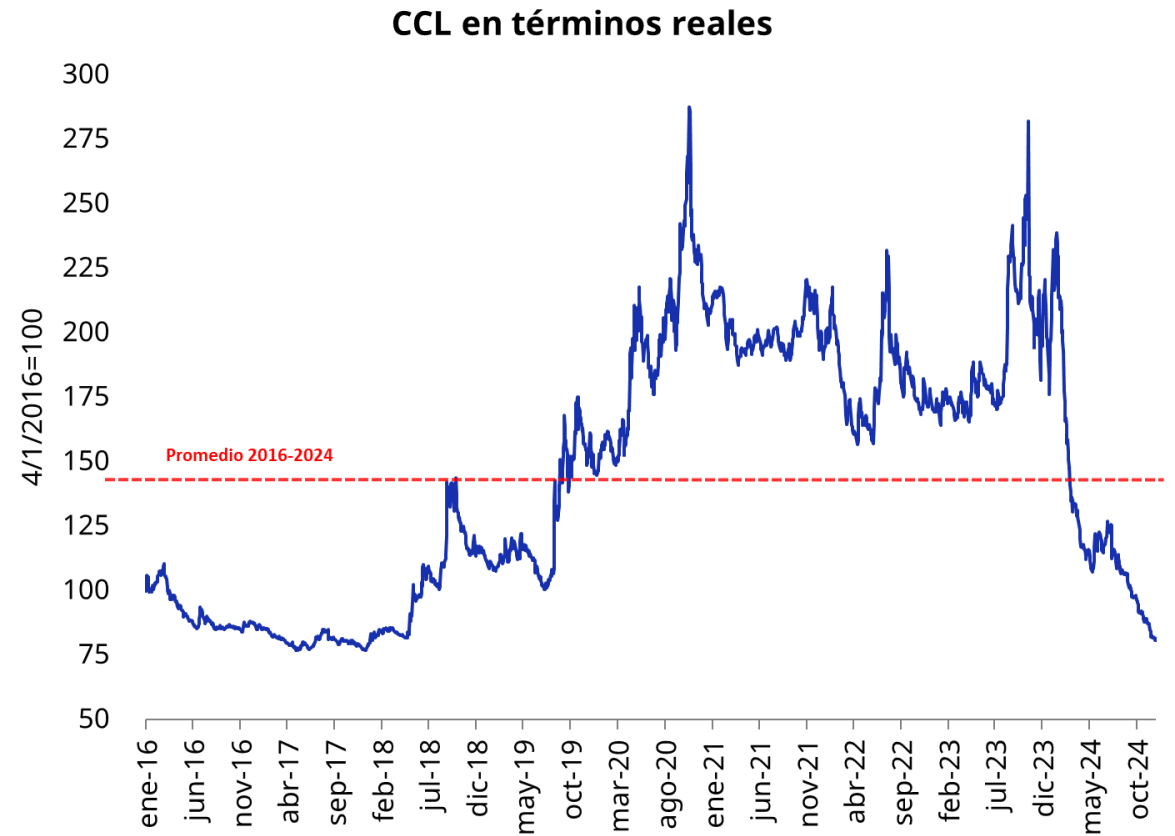
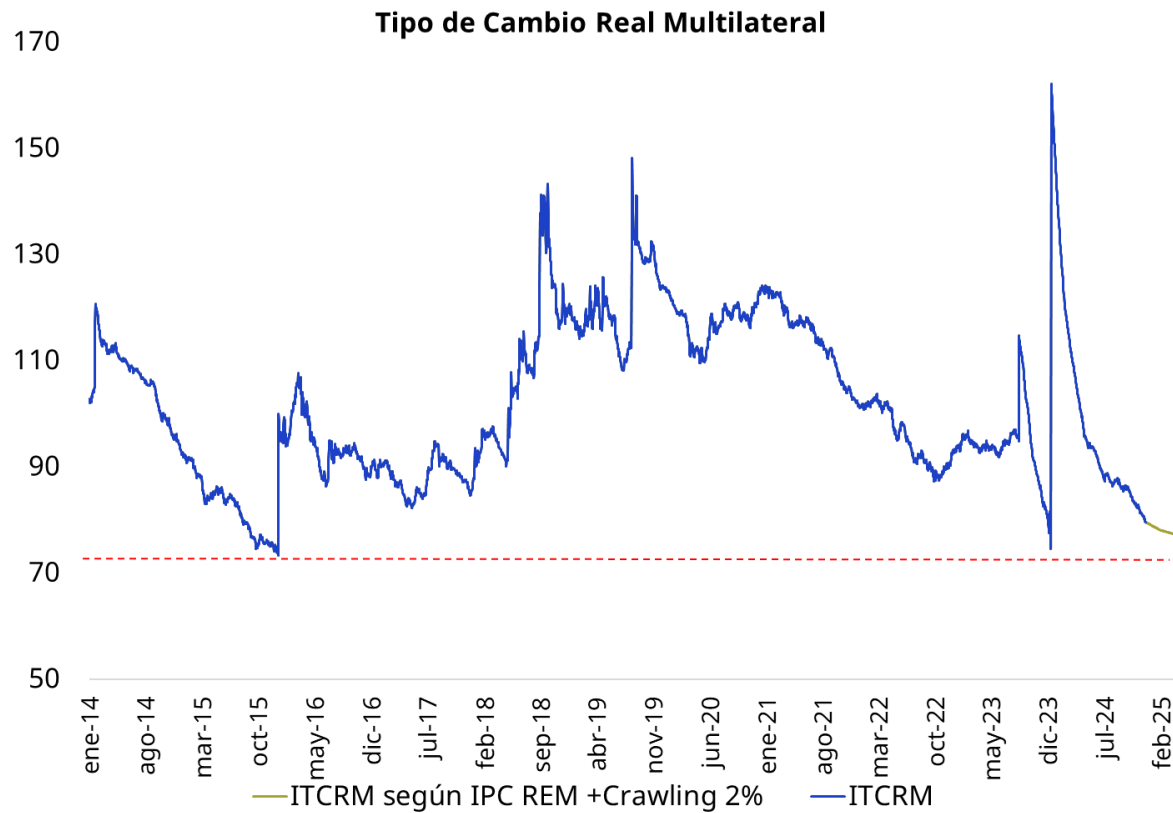
La nueva oferta de dólares que aportara Vaca Muerta es muy prometedora. En el mediano plazo, la minería podría brindar otra fuente importante de oferta de divisas. Sin embargo, no olvidar que el crecimiento economía trae aparejado un incremento natural de las importaciones, por ello no debe minimizarse el Tipo de Cambio Real. En 2017, el gobierno de Cambiemos cometió el error de creer que podía financiar un déficit de cuenta corriente del 4% o 5% del PBI.



Fuente: IMF Country Report No. 24/37.

El Gobierno recuperó la preciada tranquilidad cambiaria ¿podrá sostenerse?

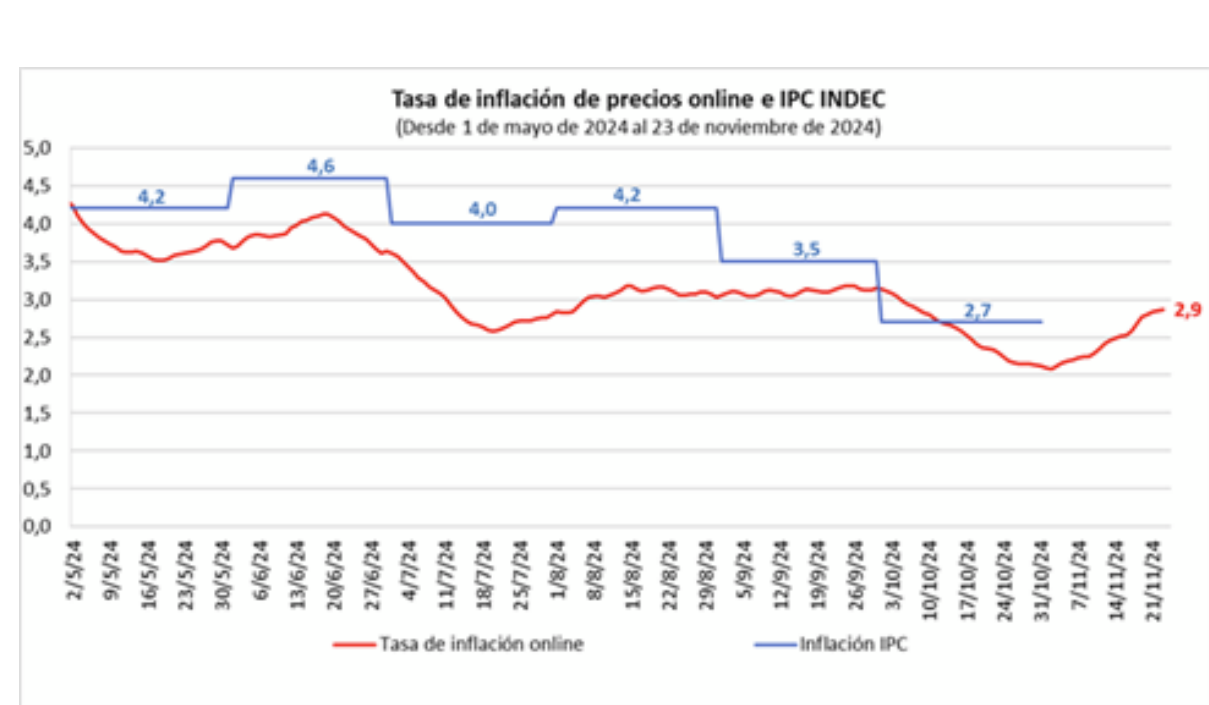
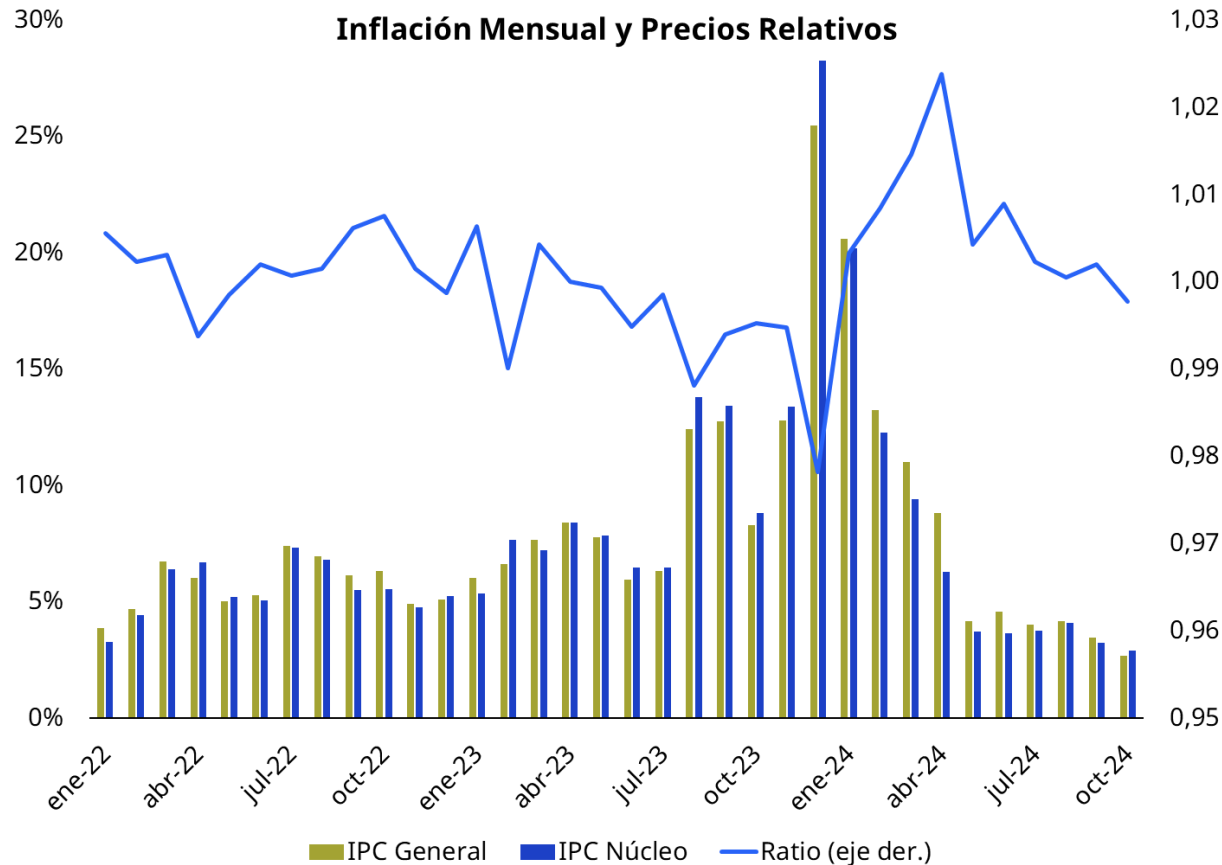
El Gobierno logró una gran calma, muy preciada, en los dólares libres. La gran pregunta es si podrá sostenerse. Como venimos mencionando, la pregunta “¿Sale bien o explota?” puede ser el ángulo equivocado. No minimizar la probabilidad de ocurrencia de los escenarios intermedios. Misma lectura para la salida del Cepo, quizás no haya una fecha X sino sea algo más en etapas. Dólar Blend no parece tener mucho sentido.



Fuente: Cucchiara Research en base a datos del BCRA y BBG.

La inflación trae muy buenas noticias, pero no minimizar la inercia que es persistente

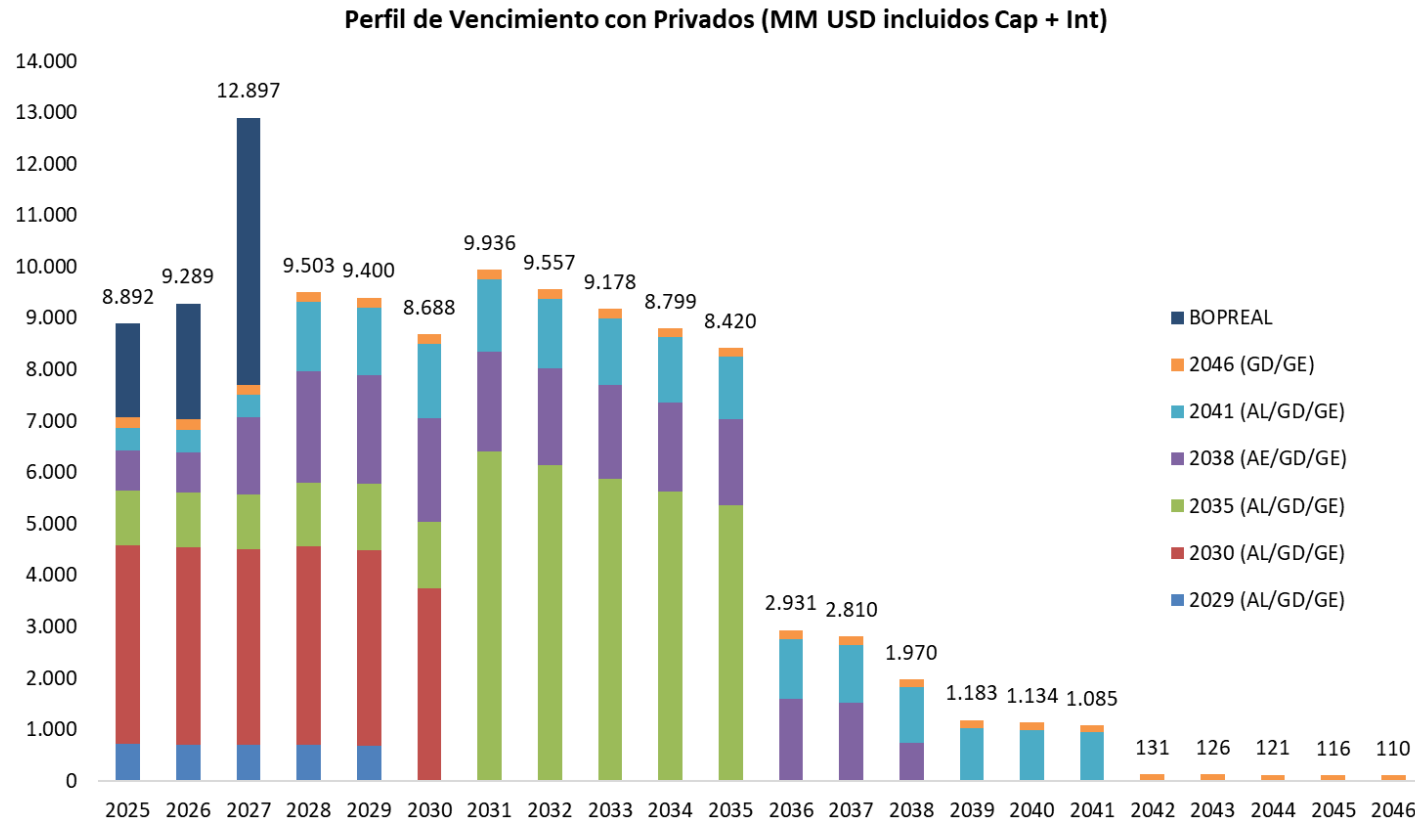
La baja en la inflación es para destacar, sobre todo porque dicho proceso se da en un entorno de cambios en los precios relativos. El crawling peg y la eliminación de la emisión fiscal son las claves. Sin embargo, no minimizar la inercia inflacionaria, los salarios vienen recuperando. Focalizarse sólo en la inflación puede generar problemas en el sector externo.



Fuente: Cucchiara Research en base a datos del INDEC y Pricestats.

Vencimiento de la deuda en dólares contra privados. Superávit? Repo? FMI? Rollover?

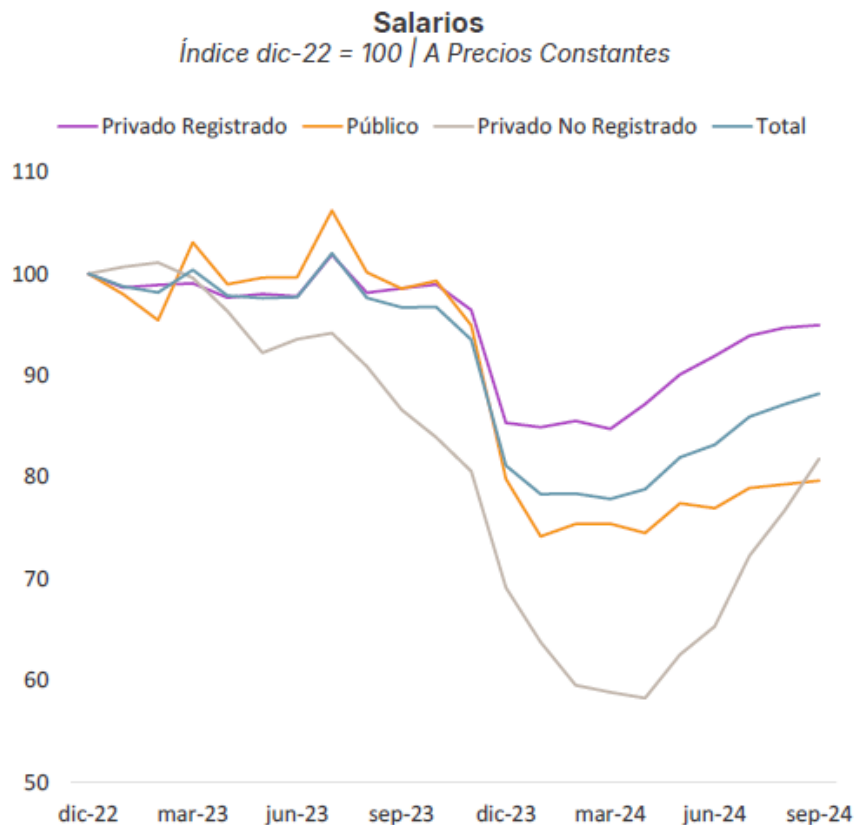
En 2025 y 2026 el país debería afrontar vencimientos contra el sector privado cercanos a los USD 9.000 millones para cada año. Difícil que el país pueda afrontar dichos pagos de contado de contado. El nivel del TCRM (reservas), junto con la disciplina fiscal y la gobernabilidad, son los principales fundamentos del costo crediticio y, por ende, demostraran cuál es la capacidad de roleo voluntario. El riesgo país se aproxima a niveles viables con el rollover, muy positivo.



Fuente: Cucchiara Research en base a datos del MECON.

La actividad

Luego de un duro golpe y una larga recesión, la recuperación ya es más generalizada, aunque algo lenta. Actividad será clave para las elecciones de medio término. La recesión este año será algo menor a la esperada. Las importaciones van a crecer con la recuperación.



Fuente: Banco Galicia en base a INDEC

Fuente: Econviews y Galicia Research.

Semáforo de actividad económica

Variaciones desestacionalizadas

		m/m	t/t	UD vs trim previo	
Producción industrial	sep.-24	2.5%	7.9%	6.2%	●
Producción de autos	oct.-24	0.9%	13.1%	-4.0%	●
Producción de acero	sep.-24	9.0%	8.0%	17.2%	●
Producción de pollos	sep.-24	-0.1%	5.5%	2.5%	●
Producción láctea	sep.-24	1.2%	4.2%	1.1%	●
Faena vacuna	oct.-24	-1.9%	3.8%	0.1%	●
Escrituras CABA	sep.-24	0.5%	13.4%	4.4%	●
Producción de Harina	sep.-24	-0.1%	1.2%	1.6%	●
Producción de petróleo	sep.-24	1.4%	4.6%	4.4%	●
Producción de gas	sep.-24	-1.0%	0.6%	-0.8%	●
Producción de cemento	oct.-24	-1.1%	0.3%	-2.0%	●
Construcción	sep.-24	2.4%	10.9%	2.7%	●
Venta de nafta	sep.-24	-0.5%	1.0%	-0.8%	●
Patentamiento de motos	oct.-24	1.3%	6.7%	5.5%	●
Consumo de electricidad	sep.-24	2.8%	2.9%	3.0%	●
Viajes en tren	sep.-24	1.8%	-5.4%	-3.0%	●
Importaciones CIF	sep.-24	26.7%	8.9%	22.4%	●
Exportaciones FOB	sep.-24	4.0%	-0.7%	2.9%	●
Préstamos en \$ al s.priv. (real)	oct.-24	7.1%	30.7%	16.5%	●
Recaudación IVA-DGI	oct.-24	5.0%	3.9%	1.8%	●
Empleo formal	ago.-24	0.2%	-0.2%	0.1%	●
EIL empleo	sep.-24	-0.1%	-0.4%	-0.2%	●
Confianza del consumidor	oct.-24	8.8%	7.2%	6.4%	●
Confianza en el gobierno	oct.-24	12.2%	-2.9%	3.1%	●

Fuente: Econviews en base a diversas fuentes

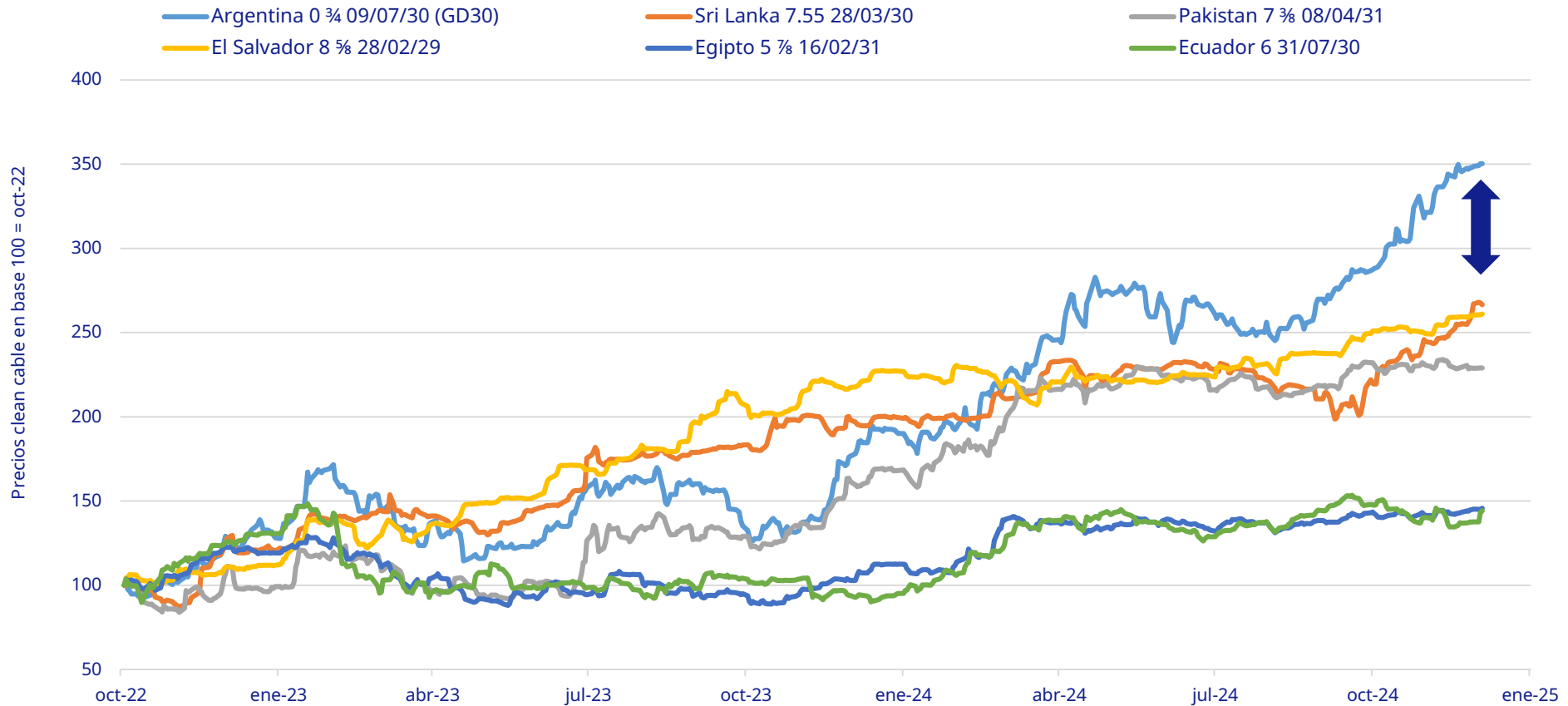
Nota: color de semáforo según UD vs trim previo

Los Mercados

Bonos Soberanos en dólares en perspectiva global

Espectacular rally. Baja de tasas y apetito por riesgo ayudó a emergentes pero la gran mejora macro explicó la performance del 2024.

GD30 vs. bonos soberanos emergentes de alto riesgo

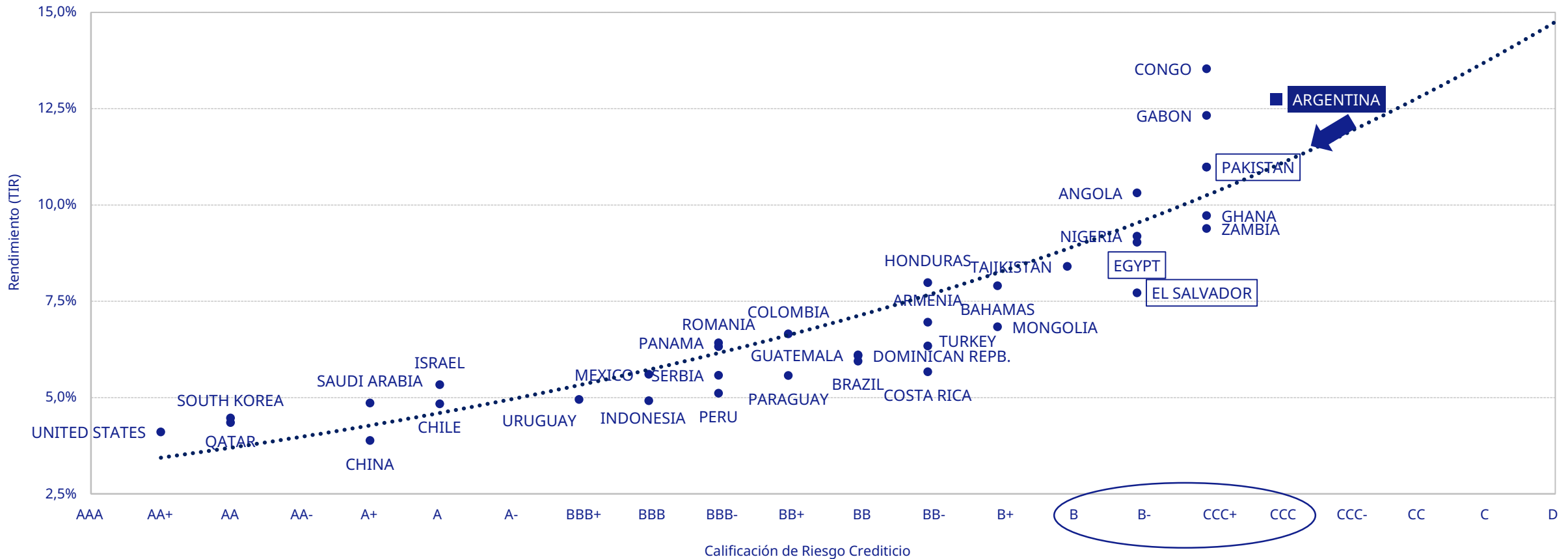


Fuente: Cucchiara Research en base a datos de BBG. Precios según clean cable al cierre del 4-dic.

Bonos Soberanos en dólares en perspectiva global

Si continua la mejora macro Argentina tiene más espacio para comprimir. Necesita una mejora de calificación. Variables a seguir monitoreando: acuerdo con el FMI, resultado fiscal, intervenciones del BCRA, y nivel de apoyo. Debilidades: cepo y reservas netas negativas.

Bonos Soberanos Globales en USD (vencimiento ~2030)



Fuente: Cucchiara Research en base a datos de BBG. Rendimientos calculados según precios clean cable al cierre del 4-dic.

¿Dónde posicionarse si se busca mayor comprensión?

Después de la suba, somos conservadores. Iríamos por la parte larga de la curva. Preferido GD41, bono de menor paridad, más defensivo ante un escenario adverso (canje voluntario). Con indenture 2005 y buen *current yield*. Bopreales con costo de canje resultan poco atractivos.

Valor actual	Bopreales				
	BPY26	BPOA7	BPOB7	BPOC7	BPOD7
Precio Dirty MEP	USD 93,6	USD 97,4	USD 92,3	USD 88,3	USD 88,8
TIR	8,9%	13,6%	11,8%	11,2%	10,4%

Estructura de Intereses

Cupón anual	3,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Interés Corrido	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5
Current Yield	3,2%	5,2%	5,4%	5,7%	5,7%

Cobros en USD hasta el 1-jun-25

Interés	USD 1,5	USD 2,5	USD 2,5	USD 2,5	USD 2,5
Amortización	-	USD 100,0	-	-	-
Total	USD 1,5	USD 102,5	USD 2,5	USD 2,5	USD 2,5

Simulación curva plana TIR 10% el 1-Jun-25

Precio Dirty	USD 95,3	-	USD 96,3	USD 92,3	USD 91,3
---------------------	----------	---	----------	----------	----------

Retorno Total al 1-Jun-25

USD c/100 vn	USD 3,2	USD 5,1	USD 6,5	USD 6,5	USD 5,0
Retorno %	3,4%	5,2%	7,1%	7,3%	5,7%

Valor actual	Globales Ley NY					
	GD29	GD30	GD35	GD38	GD41	GD46
Precio Dirty MEP	USD 80,7	USD 73,4	USD 66,5	USD 71,2	USD 62,2	USD 67,0
TIR	11,5%	12,0%	11,6%	11,6%	11,3%	11,1%

Estructura de Intereses

Cupón anual	1,0%	0,8%	4,1%	5,0%	3,5%	4,1%
Interés Corrido	0,4	0,3	1,7	2,0	1,4	1,7
Current Yield	1,2%	1,0%	6,4%	7,2%	5,8%	6,3%

Cobros en USD hasta el 1-jun-25

Interés	USD 0,5	USD 0,4	USD 2,1	USD 2,5	USD 1,8	USD 2,1
Amortización	USD 10,0	USD 8,0	-	-	-	USD 2,3
Total	USD 10,5	USD 8,4	USD 2,1	USD 2,5	USD 1,8	USD 4,3

Simulación curva plana TIR 10% el 1-Jun-25

Precio Dirty MEP	USD 76,2	USD 71,7	USD 74,3	USD 78,5	USD 68,7	USD 70,4
-------------------------	----------	----------	----------	----------	----------	----------

Retorno Total al 1-Jun-25

USD c/100 vn	USD 6,0	USD 6,7	USD 9,9	USD 9,8	USD 8,2	USD 7,7
Retorno %	7,4%	9,2%	14,9%	13,8%	13,2%	11,5%

Bonos Corporativos en dólares

Emisores de deuda privada con muy buena posición financiera. Muy bajos niveles de apalancamiento contra comparables de la región. Acceso al MLC para pago de deuda durante años de control de cambios y brecha generó un muy bajo costo de endeudamiento.

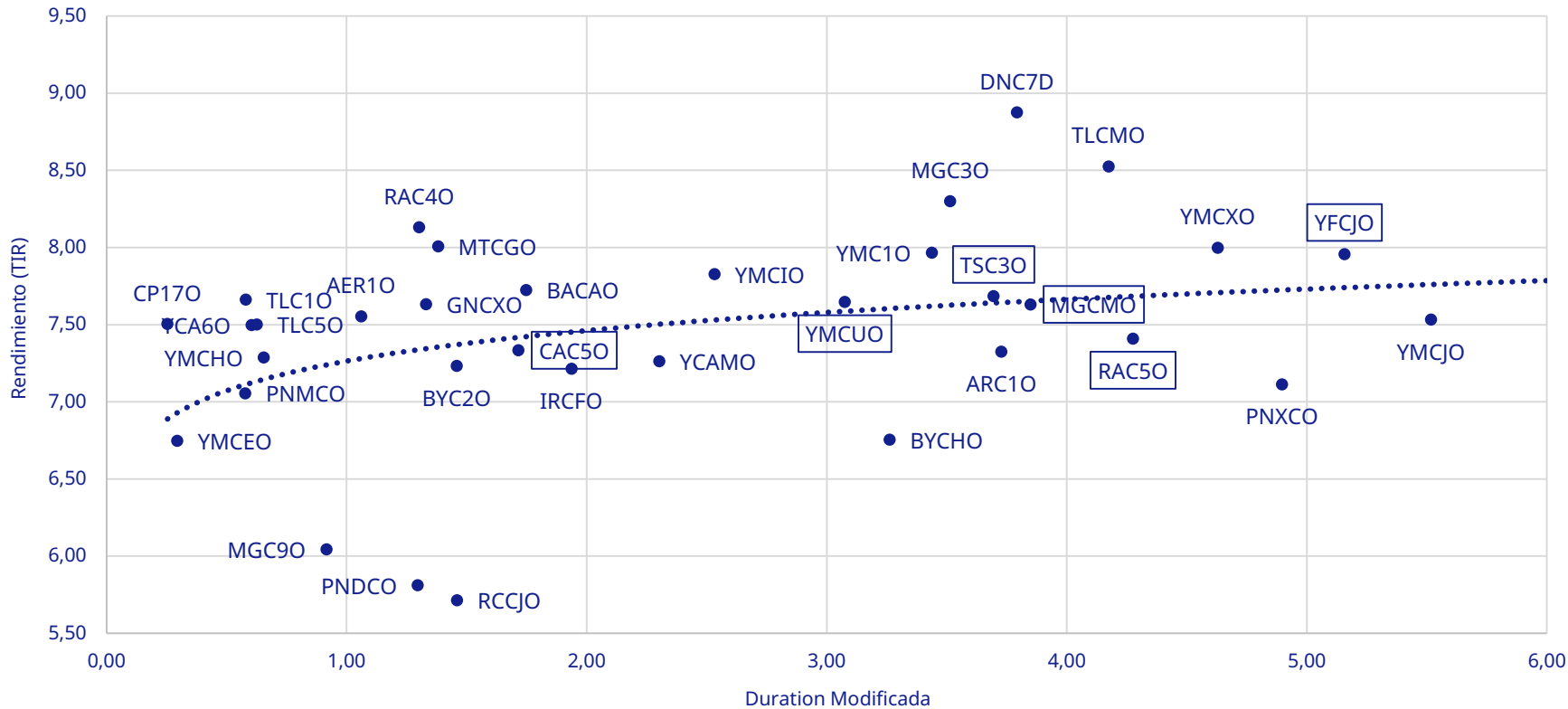
EE.CC	2Q24											
USD Mill.	CAPEX	CGC	PAMPA	YPF	GENNEIA	TECO	RAGHSA	PAE	ARCOR	AA2000	TGS	YPF LUZ
EBITDA (LTM o Est.)	142	416	763	4.457	243	1.125	70	1.771	447	370	408	330
Deuda Financiera Total	402	1.379	1.605	9.208	881	2.631	251	1.820	786	611	576	1.019
Caja y Equivalente	27	311	914	1.399	226	426	110	641	273	184	629	260
Deuda Neta	375	1.067	691	7.809	655	2.205	140	1.178	513	427	-53	759
Intereses (LTM)	20	41	157	612	45	346	10	197	42	52	31	56
Net Leverage (LTM)	2,6	2,6	0,9	1,8	2,7	2,0	2,0	0,7	1,1	1,2	-0,1	2,3
Interest Coverage (LTM)	7,0	10,2	4,9	7,3	5,4	3,2	6,7	9,0	10,7	7,1	13,1	5,9
DN/ Patrimonio Neto	0,9	2,1	0,2	0,7	1,7	0,4	0,2	0,2	0,5	0,4	0,0	0,6
Escenario Estrés												
Net Leverage (LTM)	2,6	2,3	1,9	2,5	4,5	2,6	3,2	0,7	1,1	1,3	-0,1	2,3
Interest Coverage (LTM)	7,0	8,7	3,2	5,1	3,4	2,2	4,1	9,0	10,7	6,7	13,1	5,9
Deudas Financieras												
Total USD mill.	400	1.379	1.605	9.208	881	2.699	250	1.849	786	611	576	1.019
2024	1	85	112	854	87	456	-	259	86	26	72	135
2025	47	217	298	1.876	113	906	-	596	305	89	7	230
2026	148	587	162	1.345	244	847	10	261	44	64	3	482
Otros	204	490	1033	5133	437	490	239	733	351	432	494	172

Fuente: Cucchiara Research en base a datos de Estados de Resultados al cierre del 2Q2024.

Bonos Corporativos en dólares

Excelente desempeño últimos años un país con fuertes desequilibrios. Obligaciones negociables comprimiendo riesgo, efecto baja de riesgo país y blanqueo. Con tan bajos spreads nos gustan sólo los emisores de calidad. Atención al costo del canje a la hora de operar con MEP.

Bonos Corporativos Argentina en USD Ley NY



Nuestros preferidos Ley NY:

- Capex 9,25% 2028 (CAC50)
- YPF 9,5% 2031 (YMCUO)
- TGS 8,5% 2031 (TSC3O)
- Pampa 7,95% 2031 (MGCMP)
- Raghsa 8,25% 2030 (RAC5O)
- YPF Luz 7,875% 2032 (YFCJO)

Últimas emisiones Ley Argentina:

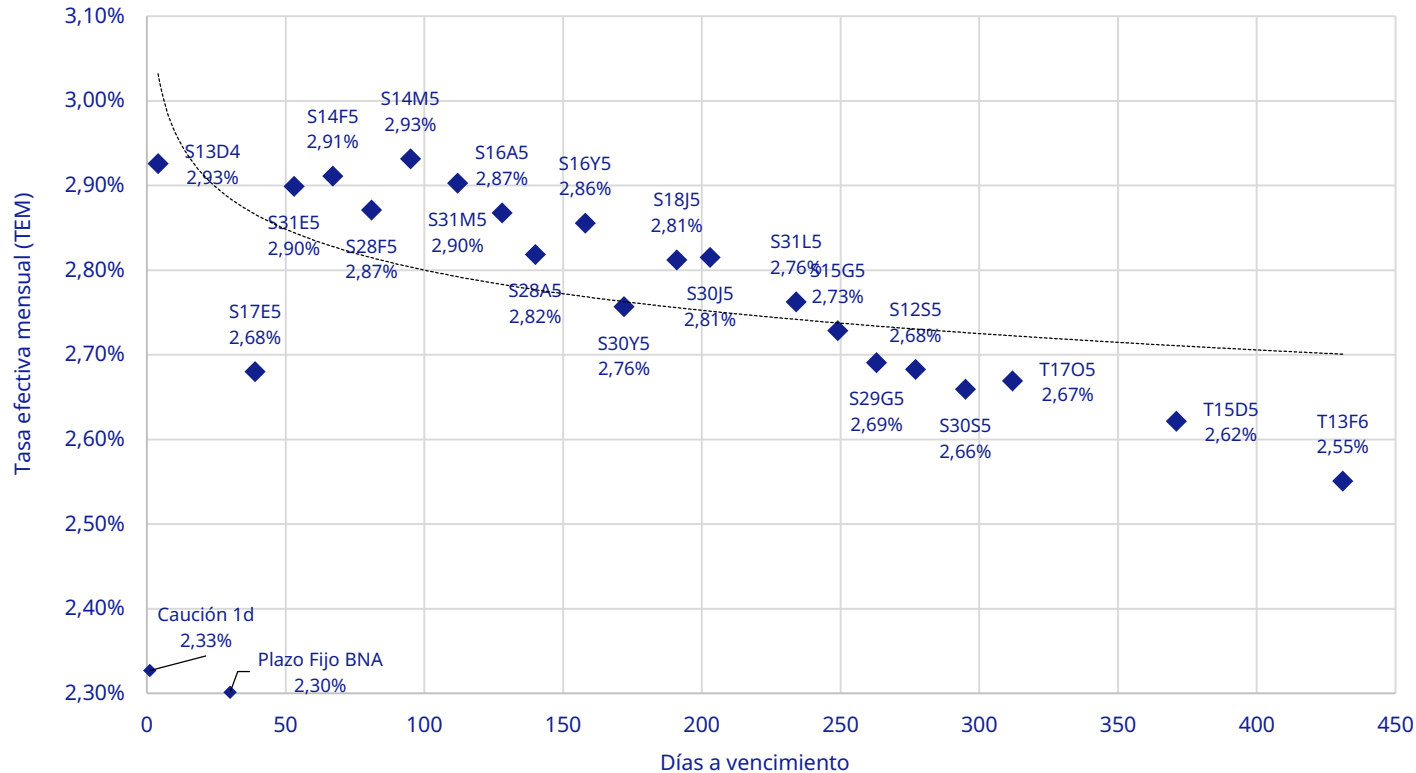
- PAE 7,25% 2031
- Plaza Logística 7,00% 2028
- Cresud 7,00% 2028
- Telecom 7,00% 2028
- PAE 6,25% 2028
- YPF Luz 6,75% 2028
- Minera Exar 8,00% 2027
- YPF Luz 5,25% 2026
- Banco Galicia 4,25% 2025
- Banco Supervielle 4,70% 2025

Fuente: Cucchiara Research en base a datos de BBG. Rendimientos según precios clean cable al cierre del 5-dic.

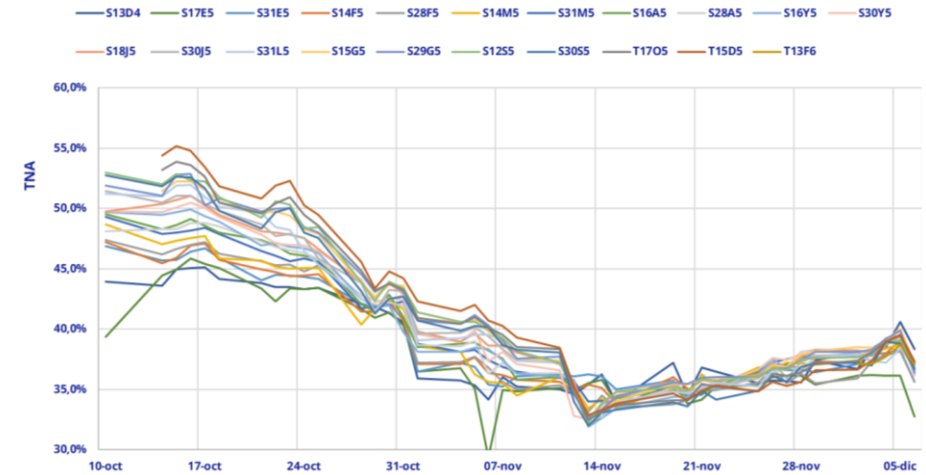
Inversiones en pesos: Letras del Tesoro

Instrumento estrella para el "carry". Baja de tasas del BCRA, caída de la inflación y expectativas de REM a la baja, generaron grandes ganancias para tenedores. Sigue operando a tasa real positiva. TEM superiores a Caución, PF y MM. Con superávit no hay riesgo de crédito.

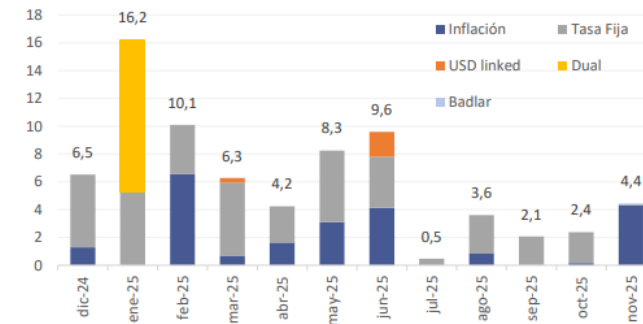
Curva de Lecaps y Boncaps del Tesoro



Evolución de rendimientos (TNA) y calendario de licitaciones



Vencimientos mensuales en Pesos del Tesoro, por tipo de título (serie mensual, en billones de ARS)



Diciembre

Dom	Lun	Mar	Mie	Jue	Vie	Sab
1	2	3	4	5	6	7
8	9	10	11	12	13	14
15	16	17	18	19	20	21
22	23	24	25	26	27	28
29	30	31				

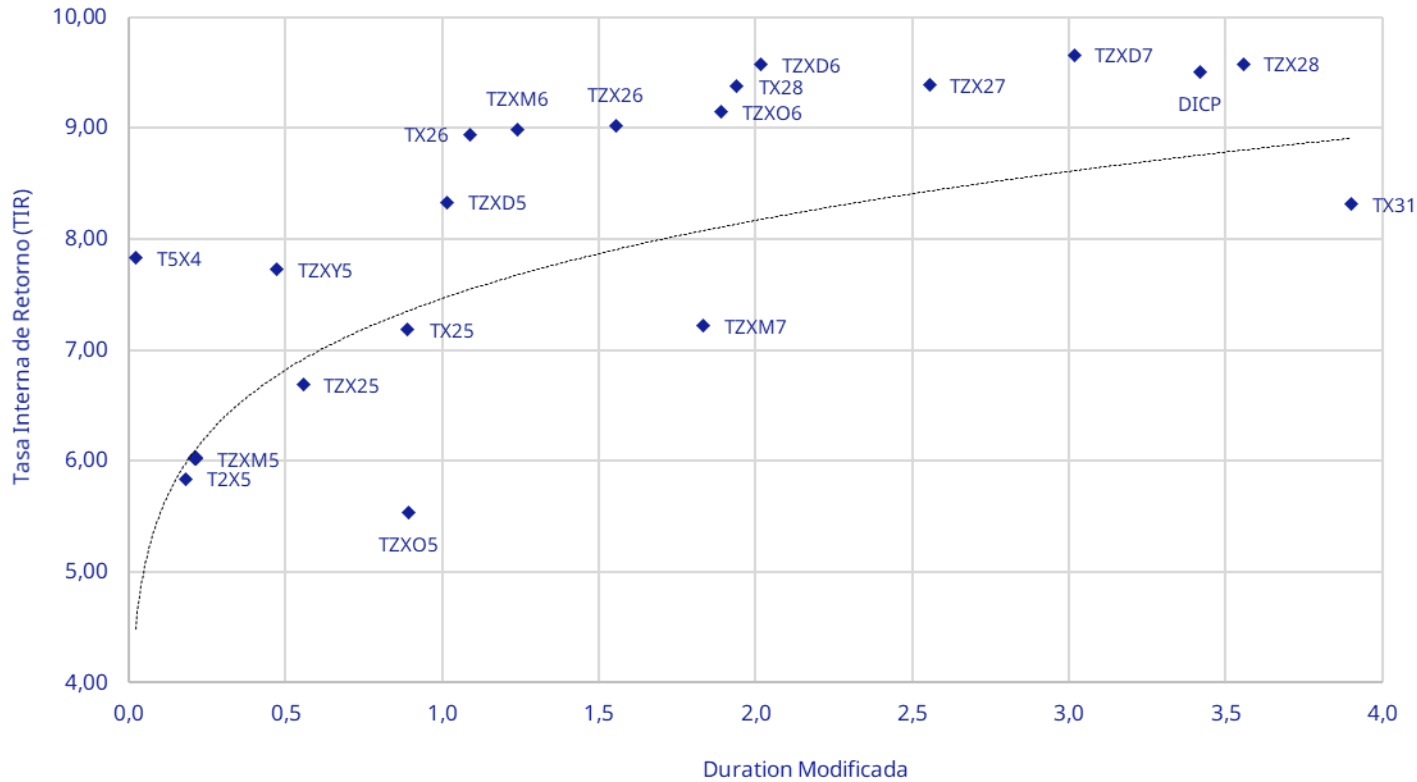
Fuente: Cucchiara Research en base a datos de Reuters y 1816. Rendimientos según precios en pesos en BYMA t+1 durante la rueda del 6-dic.

Fuente: 1816. Vencimientos CER y USD linked calculados a precios de hoy. Cálculos a la fecha de pago efectiva (ejemplo: TDJ24 se paga en julio, no junio, porque 30J es domingo).

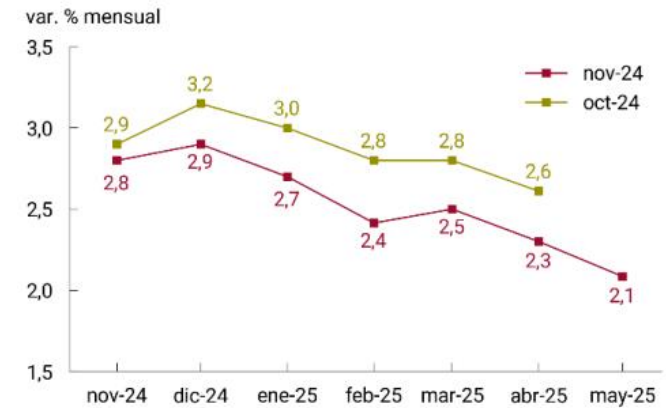
Inversiones en pesos: Bonos ajustables por CER

Para los más precavidos, posicionarse en Boncer es ideal. Break-even muy optimista, 2,3% hasta may-25, 1,5% en entre jun25 y oct25 y del 1,3% a partir de nov-25. Tasas se mantienen muy positivas. Atractivos los títulos con duration ≈1y para obtener buena cobertura CER.

Curva de Bonos ajustables por CER

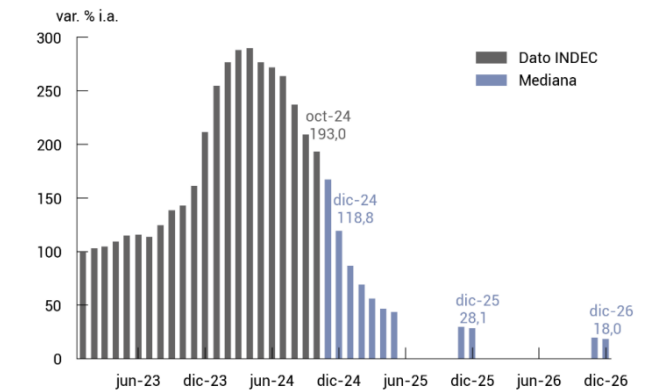


Expectativas de Inflación mensual (REM BCRA nov-24)



Fuente: REM - BCRA (nov-24).

Gráfico 1.3 | Expectativas de inflación interanual – IPC Nivel General



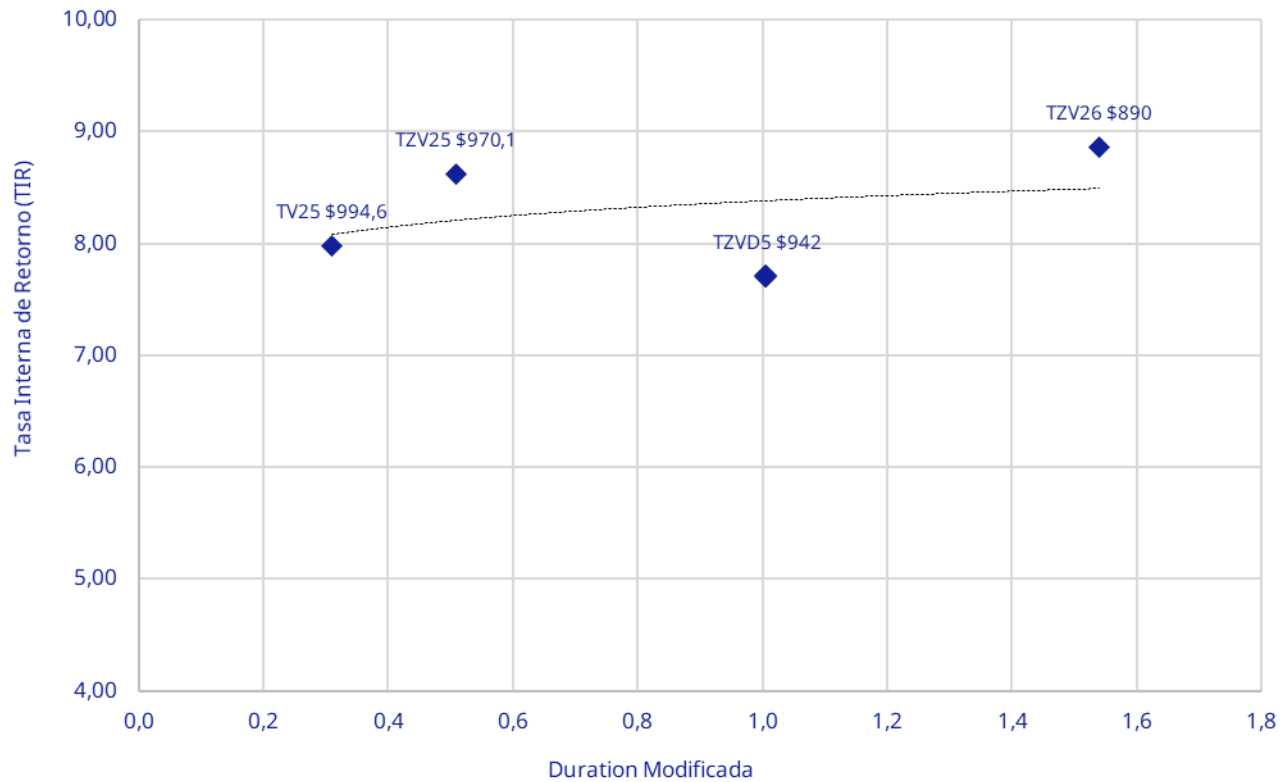
Fuente: REM - BCRA (nov-24) e INDEC.

Fuente: BCRA y Cucchiara Research en base a datos de Reuters. Rendimientos calculados según precios en pesos en BYMA t+1 durante la rueda del 6-dic.

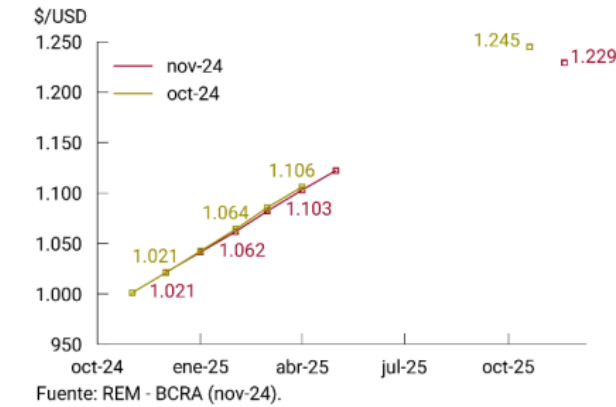
Opciones en pesos. Cobertura del tipo de cambio oficial.

Pobre demanda por cobertura de TC oficial. Crawling del 2% muy firme y con expectativa de baja. Último REM proyectó devaluación del 22,4% en 2025 (apreciación). TC dic-25 \$1250. Cobertura Rofex más eficiente (bajo costo TEM compra futuro + garantía ganando TEM Lecaps).

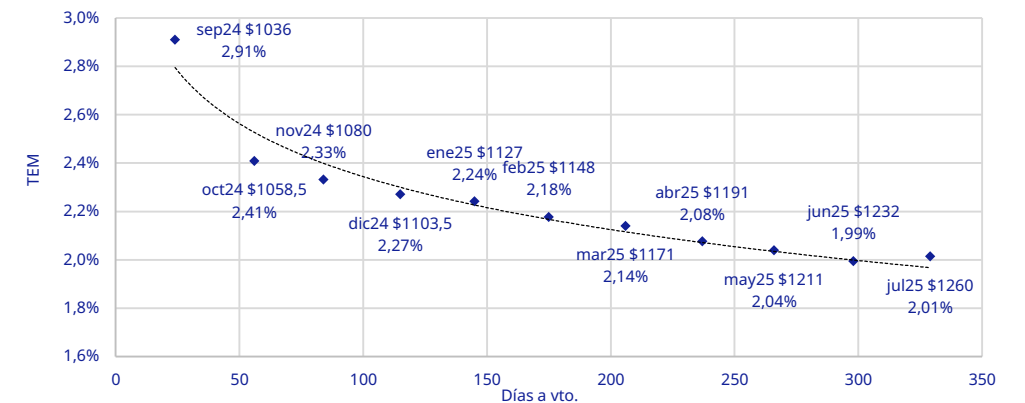
Curva de Bonos Dollar Linked



Expectativas de Devaluación mensual (REM BCRA nov-24)



Curva de Futuros de dólar Rofex (TEM)



Fuente: Cucchiara Research en base a datos de Reuters. Rendimientos calculados según precios en pesos en BYMA t+1 durante la rueda del 6-dic.

Merval en dólares

Nuevos fundamentos macro impactan en revaluación de las compañías argentinas. Espectacular rally, Merval en dólares en máximo histórico nominal. Sectores con las mejores perspectivas: Producción de petróleo y gas y toda la cadena de generación energética. Bancos acompañan la caída del riesgo país con excelente performance, pero implican mayor exposición al programa económico actual.

Merval en dólar cable (nominal) desde 2012 hasta la actualidad



Rendimiento 2024 (YTD) en dólar cable del Merval vs. Indices Sectoriales (Financiero y Energía)



Fuente: BBG.

¡Muchas Gracias!

Research

Juan José Battaglia	juan@cucchiara.com.ar
Ian Weber	ian@cucchiara.com.ar
Manuel Carvalho Ochoa	manuel@cucchiara.com.ar
Tomás Mangino	tomasmandino@cucchiara.com.ar

Trading Desk

Mariano Battaglia	mariano@cucchiara.com.ar
Ignacio Juri	Ignacio@cucchiara.com.ar
Juan Ortiz de Guinea	juanortizdeguinea@cucchiara.com.ar
Lucas Puccio	lucas@cucchiara.com.ar
Julián Bidovec	julian@cucchiara.com.ar
Félix Lafiandra	felix@cucchiara.com.ar
Gustavo Chiarino	gustavochiarino@sekoia.com.uy
Tomás Ramos	tomas@cucchiara.com.ar
Felipe Laborda	felipe@cucchiara.com.ar
Marco Cucchiara	marco@cucchiara.com.ar
Matías Pini Hunter	matiashunter@cucchiara.com.ar
Ignacio Machain	imachain@cucchiara.com.ar