



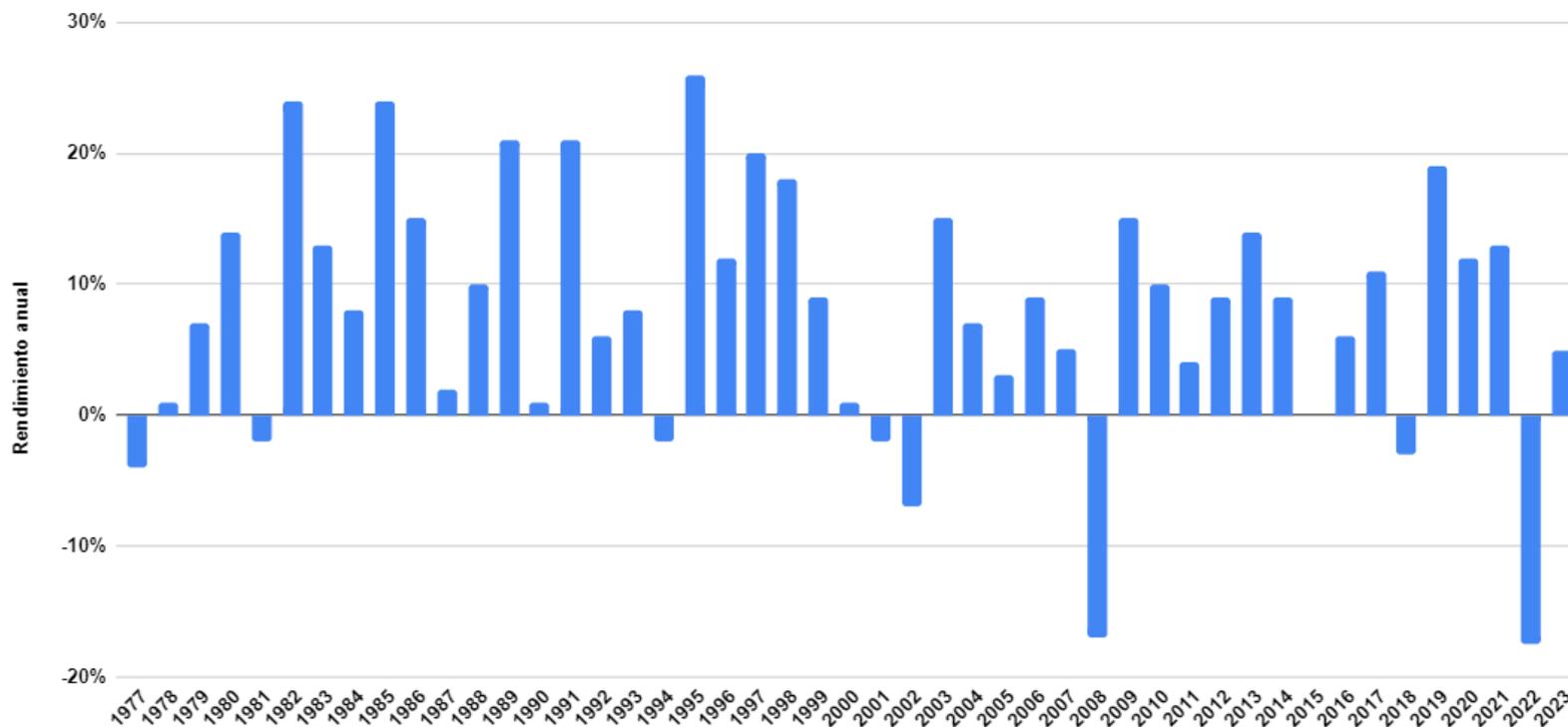
# Charla sobre Coyuntura y Perspectivas del Mercado Internacional

## 16.02.2023

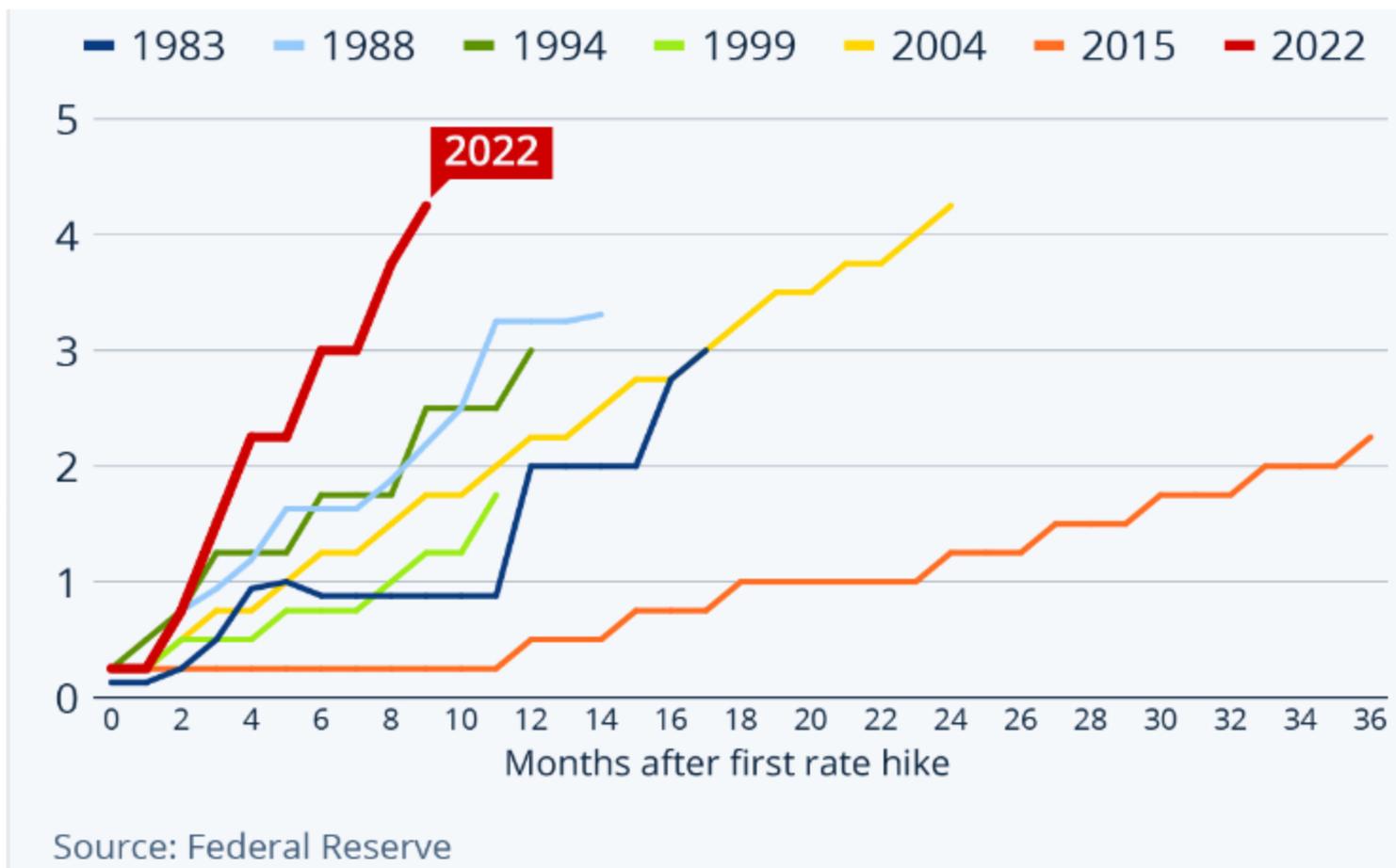
[juan@cucchiara.com.ar](mailto:juan@cucchiara.com.ar)  
[ian@cucchiara.com.ar](mailto:ian@cucchiara.com.ar)  
[manuel@cucchiara.com.ar](mailto:manuel@cucchiara.com.ar)  
[tomasmingino@cucchiara.com.ar](mailto:tomasmingino@cucchiara.com.ar)

**Durísimo año para los mercados.** Los bonos no han sido soporte frente a la caída de los mercados accionarios. La abrupta suba de tasas junto con niveles de paridades/valuaciones iniciales provocaron una caída durísima en la renta fija/variable internacional. El final del 2022 y el inicio del 2023 mostraron una buena recuperación.

**Rendimiento anual Cartera 50% S&P500 50% Bonos EEUU**

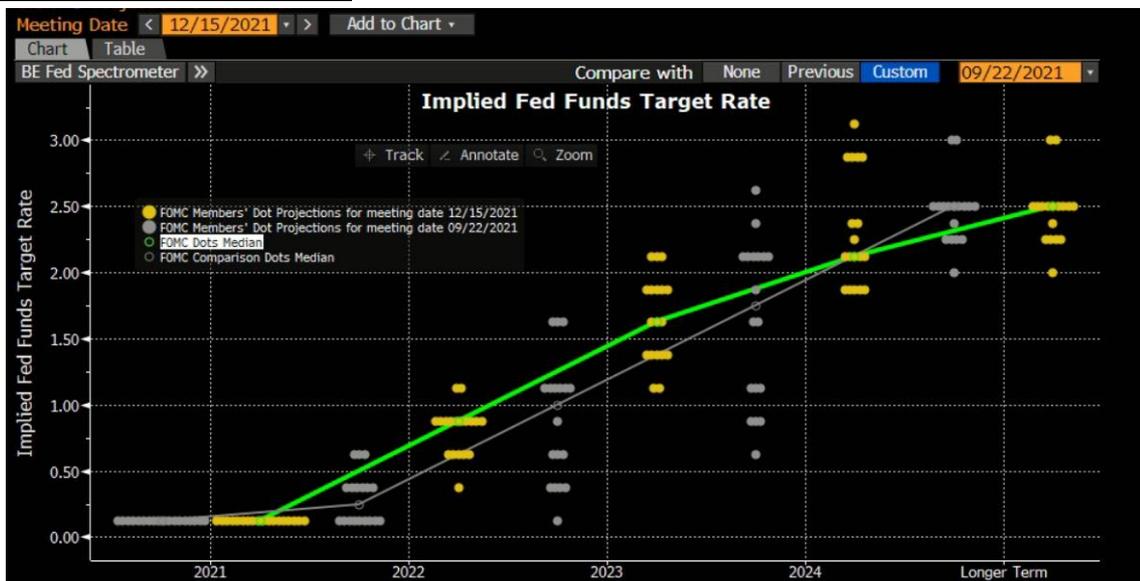
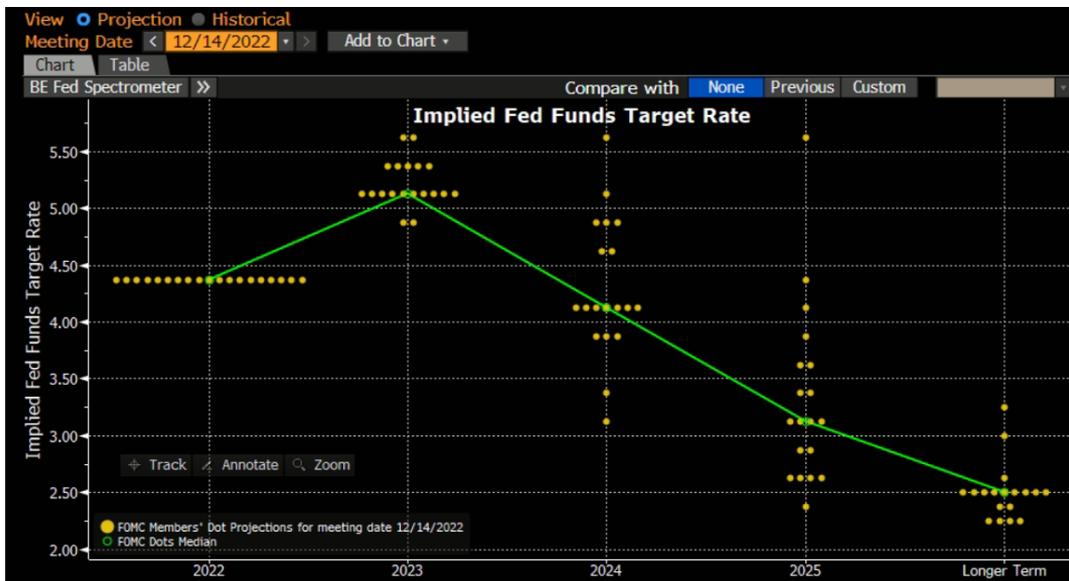


## La suba de tasas y las valuaciones previas. La velocidad y magnitud de la suba de tasas de 2022 tiene pocos precedentes, fuerte golpe a los activos en todas sus clases.



# ¿Qué espera la FED y el Mercado?

El Dot Plot de la Reserva Federal es sólo una referencia y, por lo general, bastante mala. El mercado espera dos subas de 0,25. Sólo como dato de color, en la última reunión del 2021 la FED proyectaba una tasa de referencia para fines del 2022 del 0.875%.



**La dinámica inflacionaria.** Indicadores, en la mayoría de los casos, muestran un descenso de la inflación. Los últimos tres meses parecen mostrar un punto de inflexión, muy correlacionado con el punto de inflexión del mercado.

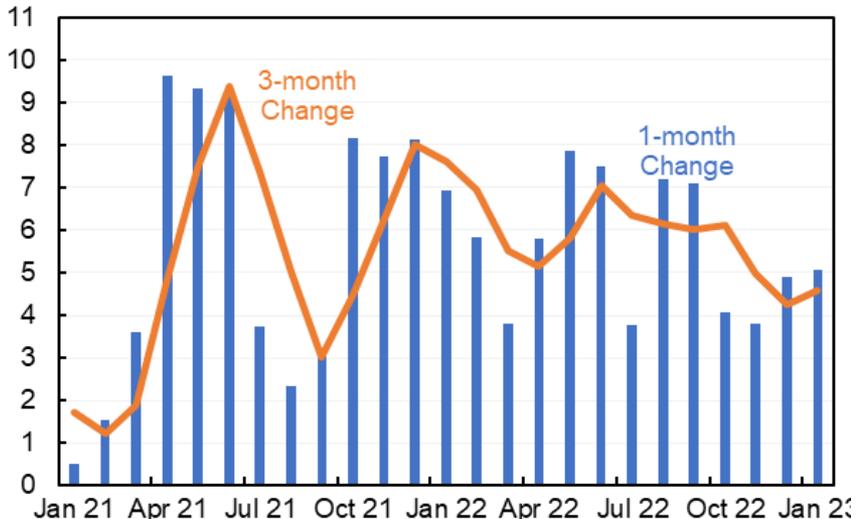
**CPI Inflation for January 2023, Annual Rate**

	1-month	3-month	6-month	12-month
Overall	6.4	3.5	4.1	6.3
Core	5.1	4.6	5.3	5.5
Core ex Shelter and Used Cars	4.3	3.7	4.7	5.4
Core with Private New Rent Indices for Shelter	1.8	1.1	2.2	4.4

Note: Private new rent indices are Zillow Observed Rent Index and Apartment List National Rent Index. Apartment List seasonally adjusted using Macrobond.  
Source: Bureau of Labor Statistics; Zillow; Apartment List; Macrobond; author's calculations.

**Core CPI Inflation**

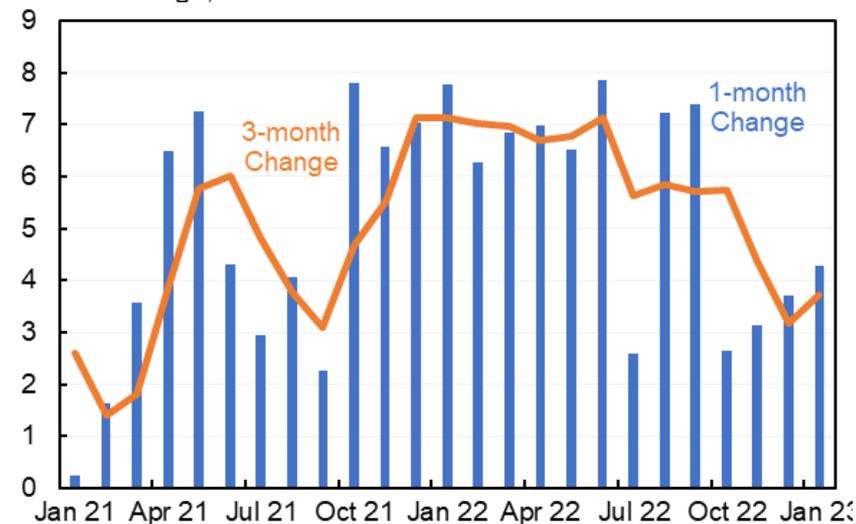
Percent Change, Annual Rate



Source: Bureau of Labor Statistics via Macrobond; author's calculations.

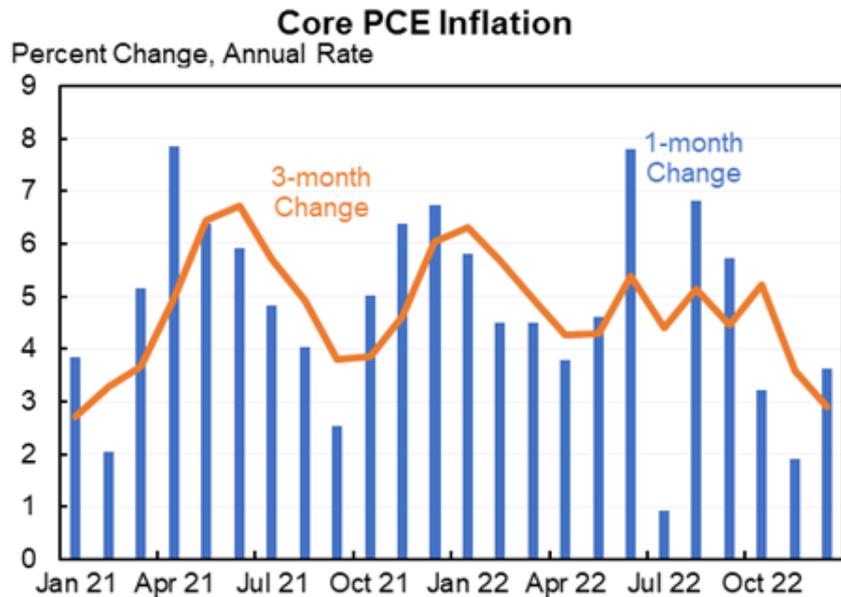
**Core CPI Inflation ex Shelter and Used Vehicles**

Percent Change, Annual Rate

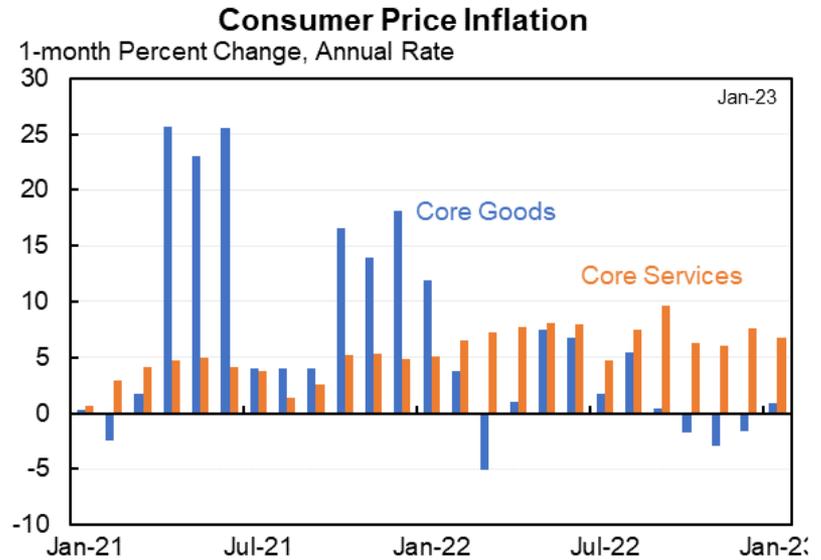


Source: Bureau of Labor Statistics via Macrobond; author's calculations.

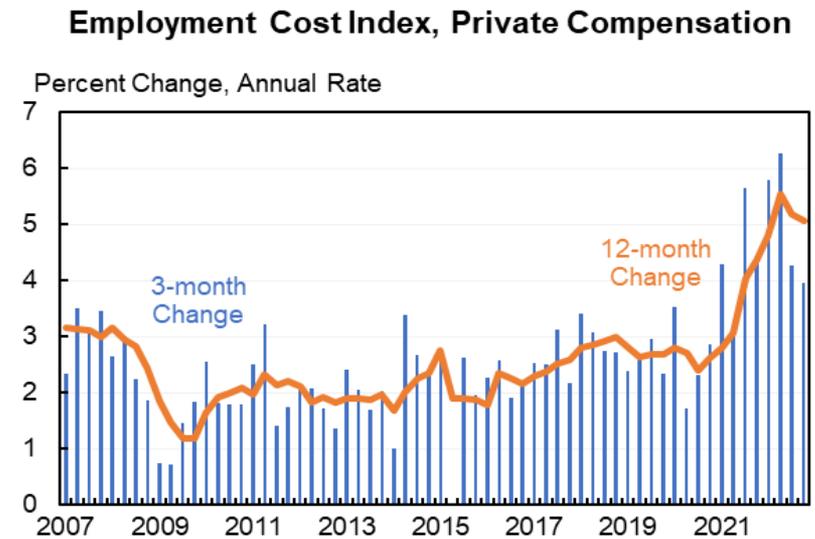
**El objetivo de la FED (PCE) y el mayor desafío (salarios).** Si bien todavía el dato anualizado de los últimos 3 meses se ubica alto, el descenso en los últimos meses es alentador. La gran incógnita es la fortaleza del mercado laboral, que mantiene altos los costos laborales y la inflación en servicios.



Source: Bureau of Economic Analysis via Macrobond; author's calculations.

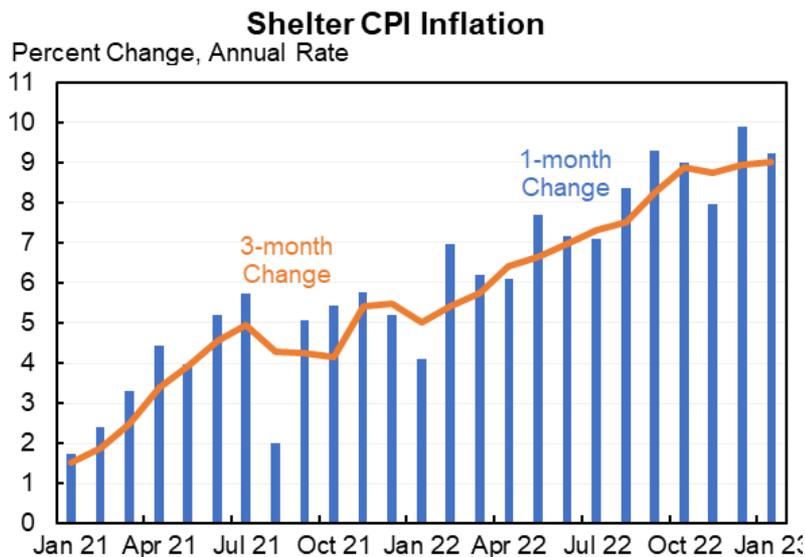


Source: Bureau of Labor Statistics; Macrobond; author's calculations.



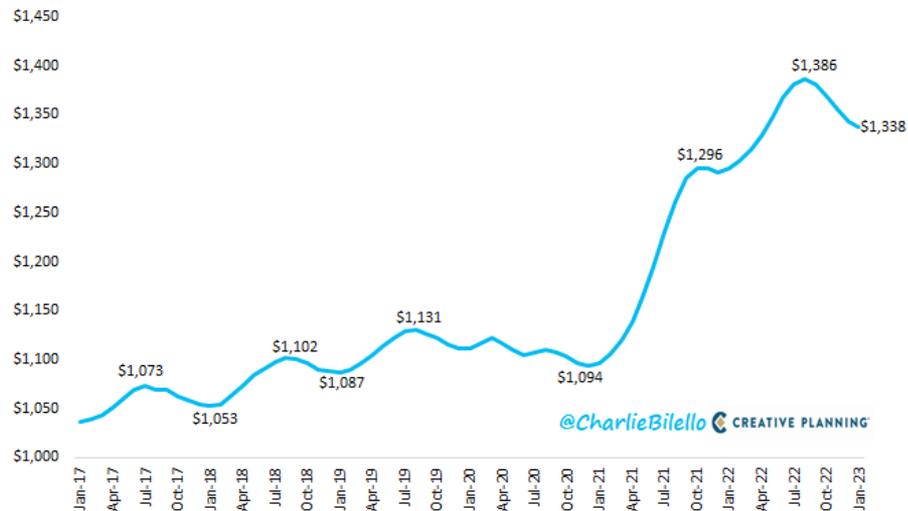
Source: Bureau of Labor Statistics; Macrobond; author's calculations.

**La ponderación del componente vivienda.** Cerca de 1/3 del índice es explicado por el componente shelter. Este componente corresponde principalmente a los alquileres y las rentas equivalentes en el caso de propietarios. La medición mide un promedio de los últimos doce meses, algo parecido a una media móvil.

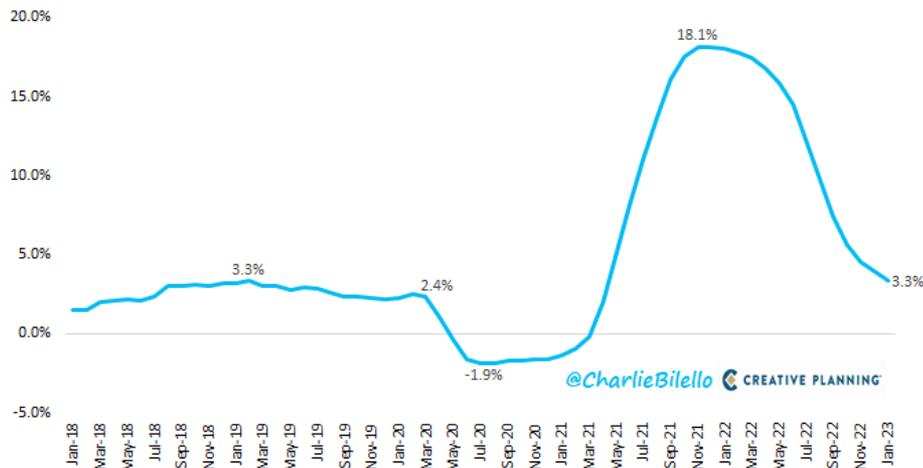


Source: Bureau of Labor Statistics via Macrobond; author's calculations.

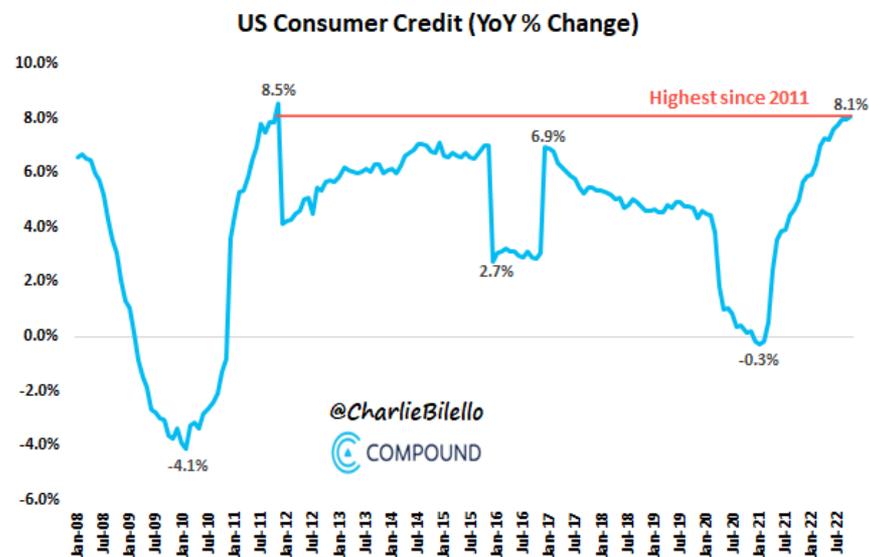
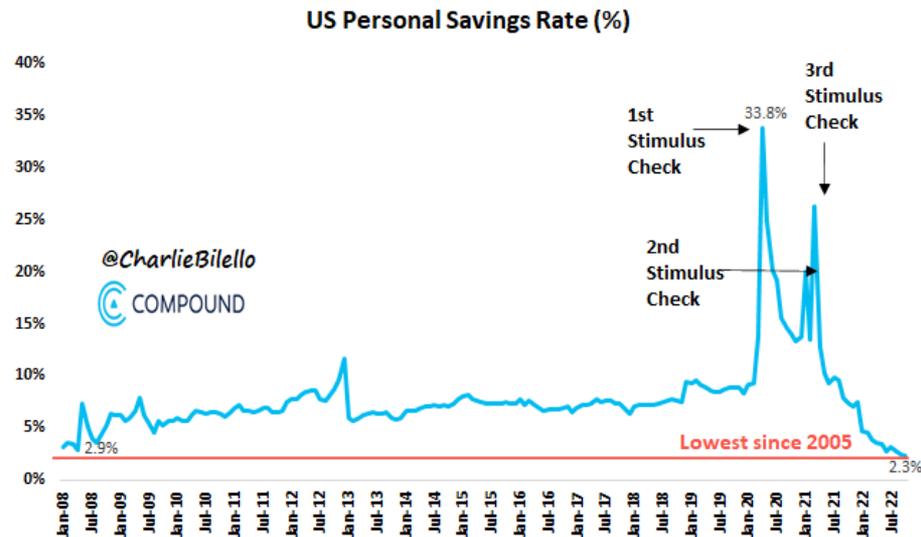
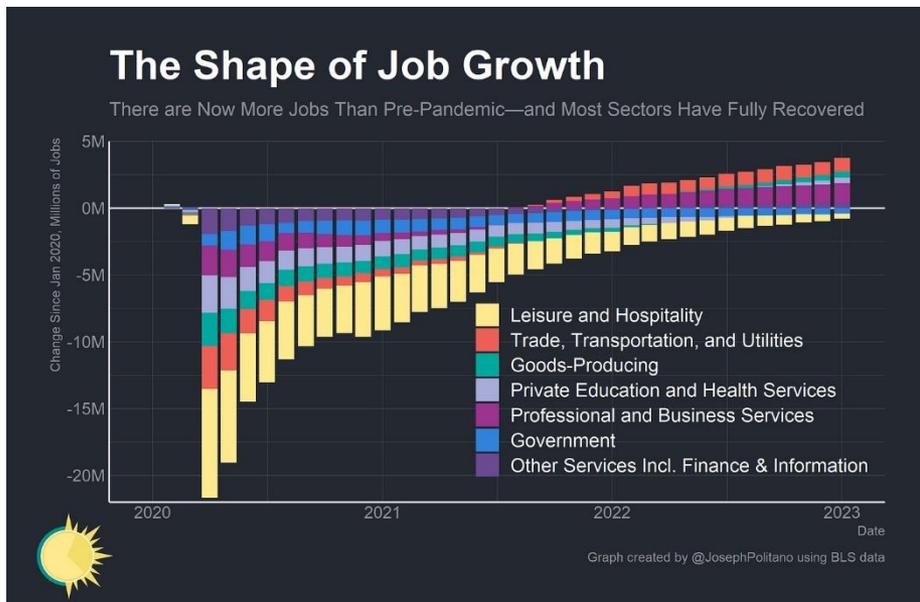
**U.S. Monthly Rent (National Average)**  
Data via ApartmentList through Jan 2023



**U.S. Monthly Rent (National Average), YoY % Change**  
Data via ApartmentList through Jan 2023



**El mercado laboral y la actividad.** El empleo muy firme, para sorpresa de muchos dada la suba de tasas. Cambios en el mercado laboral: Menor participación y mayor rotación. Esperamos que el consumo se modere dada la caída en la tasa de ahorro, el apalancamiento de las familias y la suba de tasas.

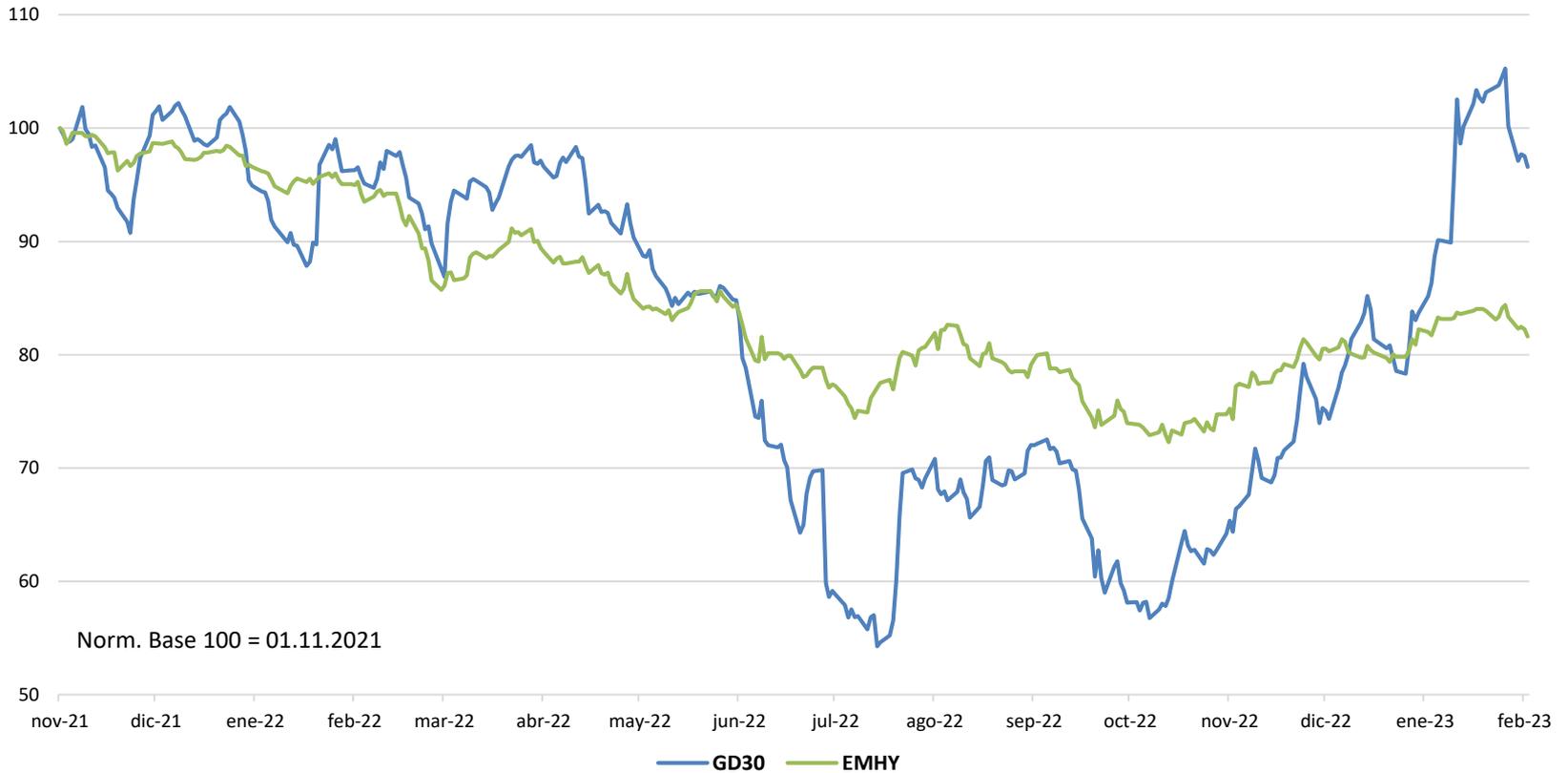


**Renta Fija.** Los bonos tuvieron un año para el olvido. Pero desde octubre de 2022 se nota un claro punto de inflexión. Creemos que el rebote ya pasó en su mayoría. Ahora invertir sólo para renta de mediano plazo. Todavía consideramos que es un buen momento para reforzar las carteras de bonos.

ETF	Nombre	Sector	Variación 31.12.21 hasta 21.10.22	Variación 21.10.22 hasta 15.02.2023
LQD	ISHARES IBOXX IN	Grado de Inversión USA	-24,93%	8%
HYG	ISHARES IBOXX HI	Alto Rendimiento USA	-16,69%	3%
IEI	ISHARES 3-7 YEAR	Treasuries 3-7 años	-12,31%	2%
TLT	ISHARES 20+ YEAR	Treasuries +20 años	-37,13%	11%
CEMB	ISHARES JP MORGAN	Grado de inversión Emerg.	-21,22%	8%
HYEM	V/E EMRG MKT H/Y	Alto Rendimiento Emerg.	-25,97%	11%
EMB	ISHARES JP MORGAN	Soberanos Emerg.	-28,53%	10%

# Soberanos Distressed (alto riesgo, nuestra categoría). En las ultimas semanas algo mejor que los comparables de nuestra liga.

## Retornos Soberanos Argentinos Vs. High Yield Emergentes



**Múltiplos y valuaciones a niveles razonables.** Dentro de la generalidad de los índices, hay interesantes valuaciones. El gran interrogante es cómo vendrán las ventas y ganancias en esta compleja coyuntura.

**Precio sobre Ganancias (P/E) S&P500**

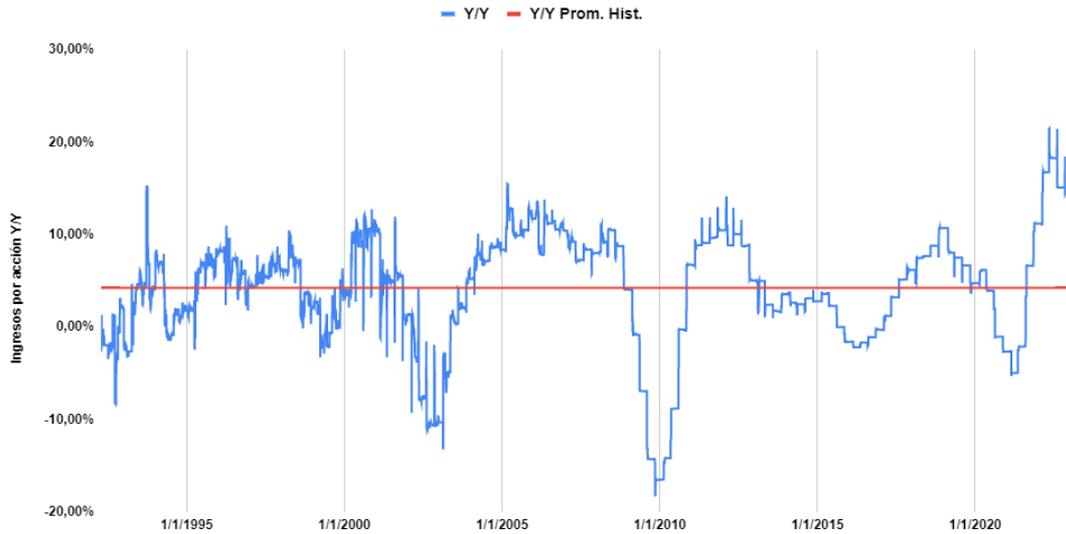


**EV/EBITDA S&P500**

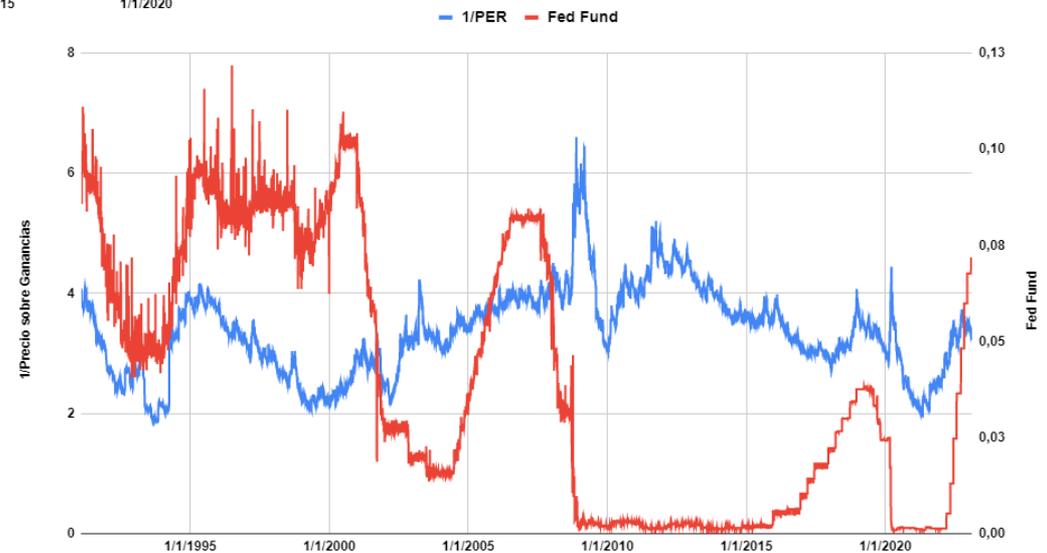


**Valuaciones.** Fuerte correlación entre la tasa Fed Fund y los retornos por beneficios (1/PER). Los P/E lucen razonables dado el nivel de tasas y las expectativas de resultados. Valorar activos con una tasa libre de riesgo del 0% no es lo mismo que hacerlo con una tasa del 5%.

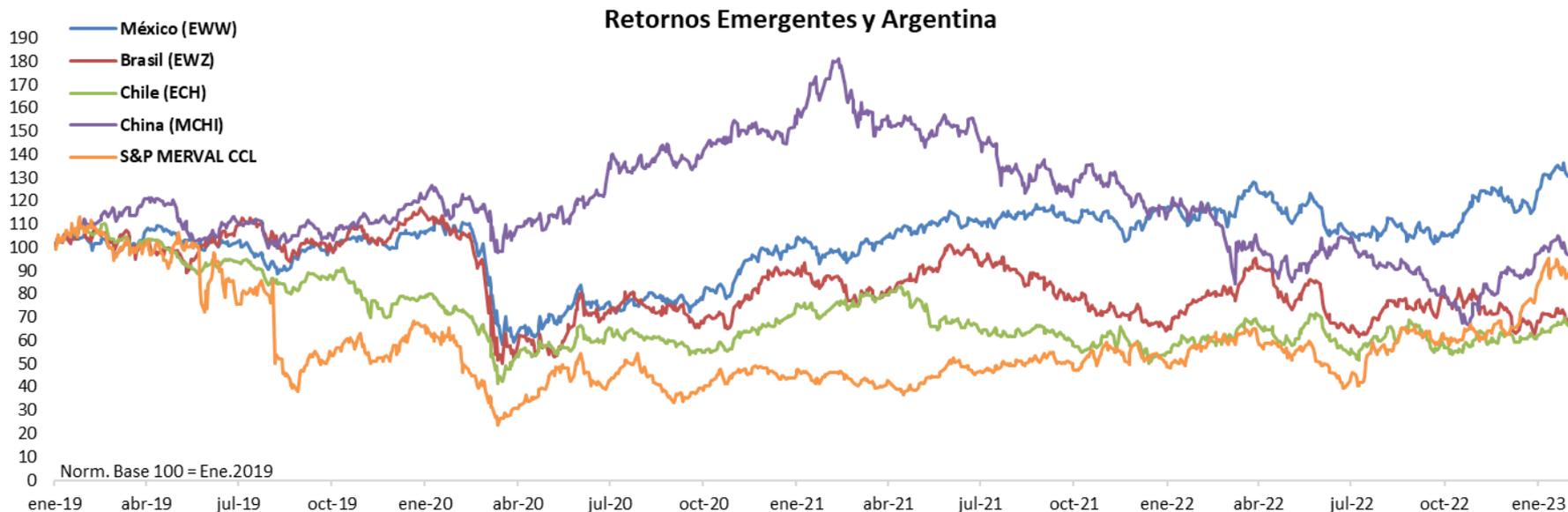
Ingresos por Acción % Y/Y S&P500



1/Precio sobre Ganancias S&P500 vs Fed Fund



**Dólar a nivel global.** Luego de un gran rally en 2022, el dólar comenzó a debilitarse a nivel global (menor spread de tasas, baja de incertidumbre y situación energética en Europa). Esto juega a favor de los balances de las empresas americanas. También beneficia los mercados emergentes, sobre todo vía el canal de los precios de las materias primas. La reapertura China también será beneficiosa para la región.

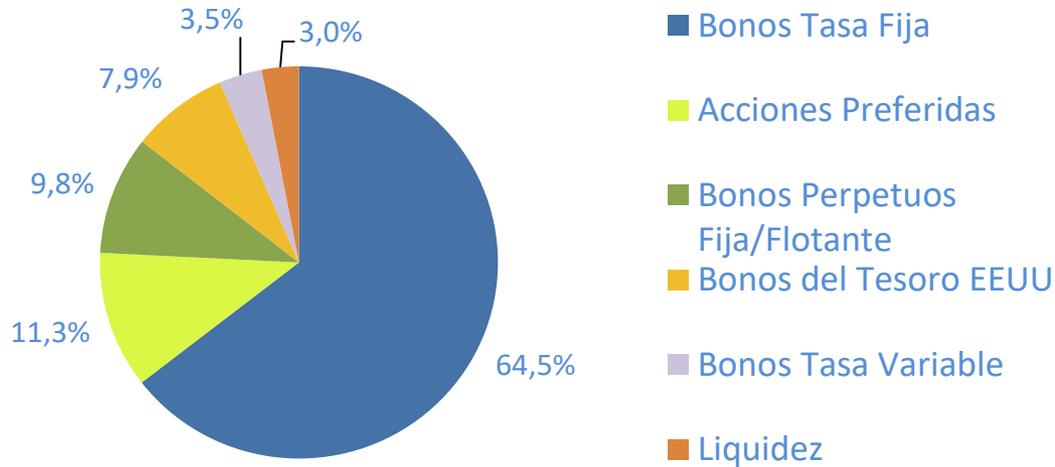


# Nuestros Fondos

# CYC Renta Global.

## Composición de cartera.

### TIPOS DE ACTIVO



UBICACIÓN	%
EEUU	44,2%
España	6,5%
Reino Unido	3,5%
Desarrollados	54,1%

Brasil	22,0%
Mexico	11,9%
Colombia	4,6%
Indonesia	4,5%
Ucrania	1,6%
Otros	1,2%
Emergentes	45,9%

### DATOS DE CARTERA

Patrimonio Neto (mill.)	USD 27
TIR	7,0%
Duration (vto.)	5,10y
Cupón Promedio	4,96%
Paridad Promedio	91,2%
Cantidad Activos	36

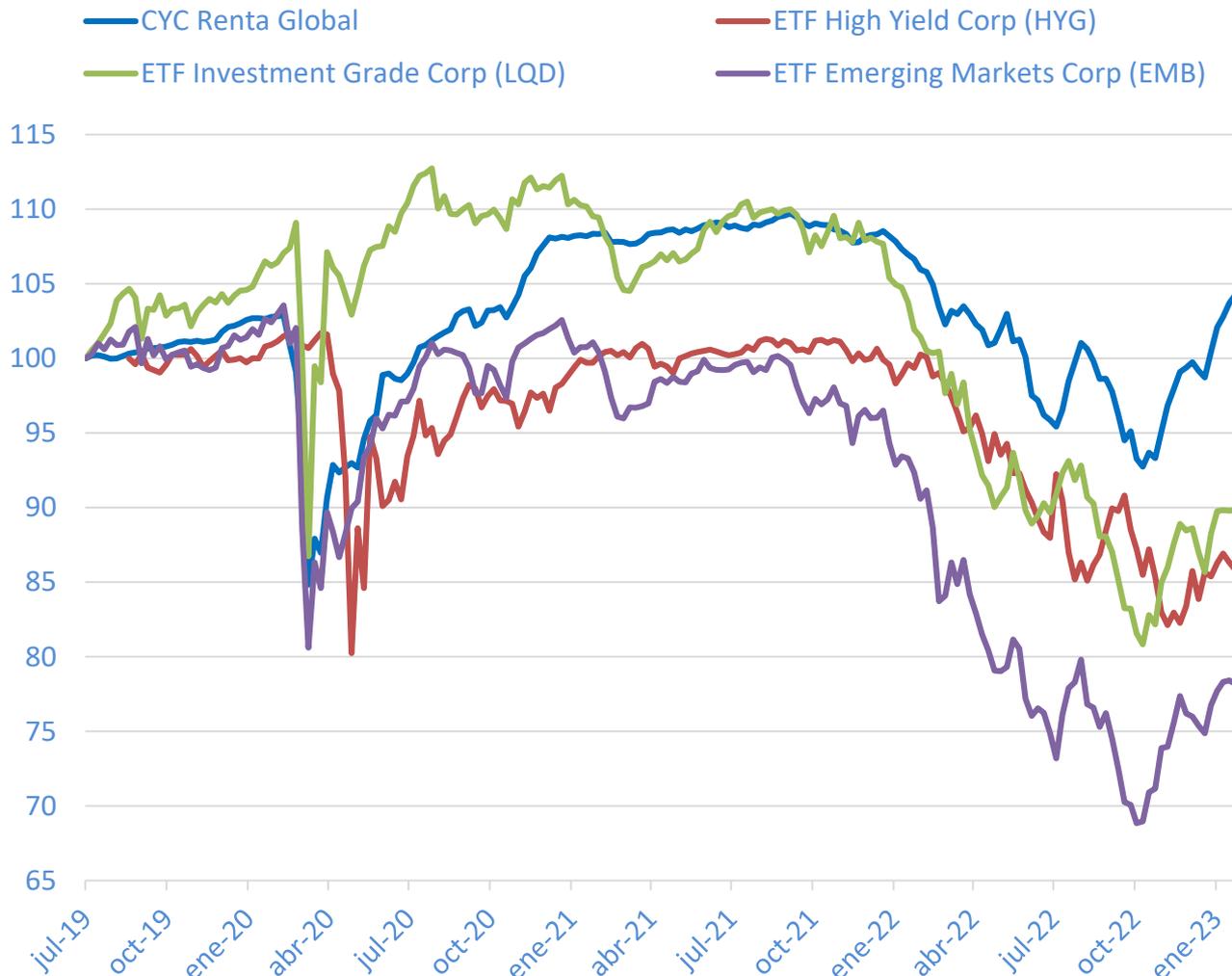
### PRINCIPALES TENENCIAS

	%
KB HOME 4,8% 2029	7,4%
CYDSA 6,25% 2027	7,3%
BBVASM 6,125% PERP	6,5%
MELI 3,125% 2031	6,0%
NEXA 5,375% 2027	5,5%
GEOPARK 5,5% 2027	4,6%
DELTA DUNIA 7,75% 2026	4,5%
DAVITA 4,625% 2030	4,1%
JBSSBZ 3,75% 2031	4,1%
CENT 4,125% 2030	3,8%

# CYC Renta Global.

Valor de cuotaparte (NAV).

## EVOLUCIÓN DE LA CUOTAPARTE



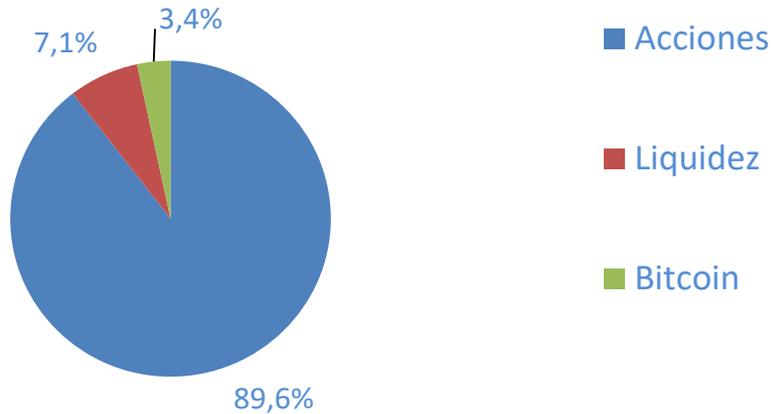
## PERFORMANCE

Rendimiento d/lanzamiento	4,0%
Rendimiento d/lanzamiento (anualizado)	1,1%
Rendimiento 2020	5,7%
Rendimiento 2021	0,5%
Rendimiento 2022	-9,0%
Rendimiento 2023 (YTD)	5,3%
Desvío estándar d/lanzamiento	8,4%
Índice de Sharpe	-0,33

# CYC Acciones Globales.

Composición de cartera.

## TIPOS DE ACTIVO



## PRINCIPALES TENENCIAS

	%
Meta Plataforms	11,1%
Euro Stoxx Banks ETF	9,9%
Microsoft	9,7%
Ternium	8,7%
Berkshire Hathaway	7,1%
Liquidez	7,1%
JP Morgan	6,7%
IS MSCI China ETF	6,5%
IS MSCI Brazil ETF	5,9%
ARK Innovation ETF	5,9%
Mercado Libre	4,9%
US Global Jets ETF	4,4%
MSCI Chile ETF	3,9%

## DATOS DE CARTERA

Patrimonio Neto (mill.)	USD 5,2
Beta Índice SPX	0,99
Beta Índice ACWI	1,18
Cantidad Activos	16

## UBICACIÓN

	%
Desarrollados	57,2%
Emergentes	39,4%
Bitcoin	3,4%

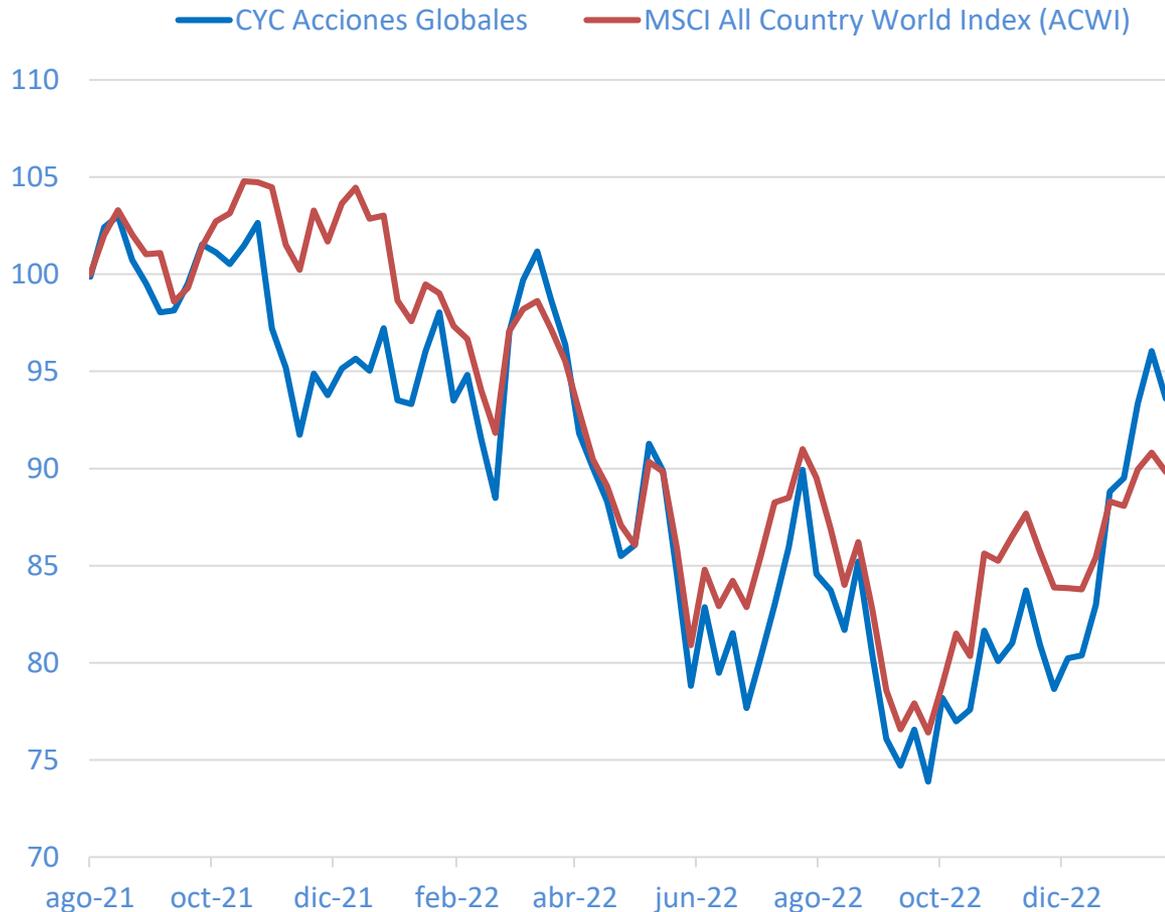
## SECTORES

	%
Tecnología	34,1%
Financiero	23,7%
Varios	16,3%
Energía	11,1%
Liquidez	7,1%
Industria	4,4%
Bitcoin	3,4%

# CYC Acciones Globales.

Valor de cuotaparte (NAV).

## EVOLUCIÓN DE LA CUOTAPARTE



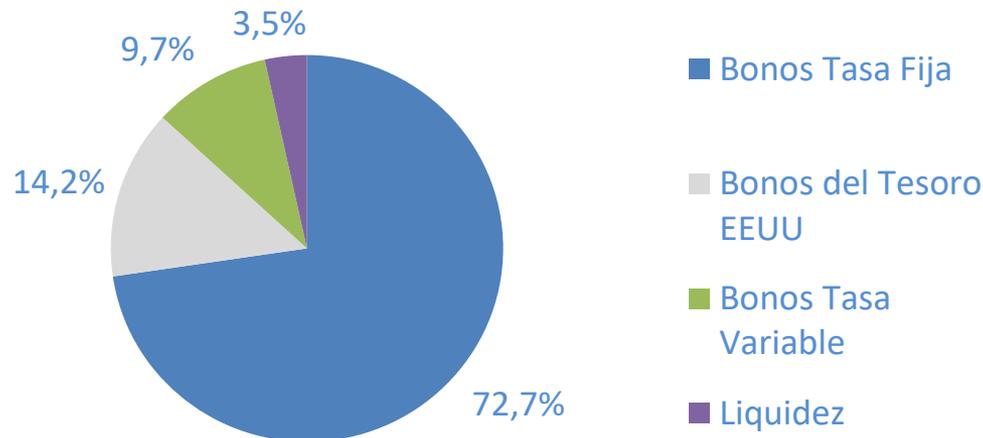
## PERFORMANCE

Rendimiento d/lanzamiento	-6,3%
Rendimiento d/lanzamiento (anualizado)	-4,3%
Rendimiento 2021	-4,2%
Rendimiento 2022	-16,0%
Rendimiento 2023	16,4%
Desvío estándar d/lanzamiento	24,8%
Índice de Sharpe	-0,35
Alpha de Jensen	4,7%
Tracking Error	13,0%
Information Ratio	0,20

# CYC Renta Fija Argentina.

Composición de cartera.

## TIPOS DE ACTIVO



## TENENCIAS

Tenencia	%
TGS 6,75% 2025	13,3%
Capex 6,875% 2024	11,7%
Aeropuertos Arg 2000 8.5% 2031	11,5%
Raghsa 8,5% 2027	9,6%
BMA 6,75% 2026	7,8%
Raghsa 7,25% 2024	6,8%
US T Bill 20/04/23	6,7%
YPF 4% 2026	6,1%
US T Bill 13/07/23	4,2%
US T Bill 05/10/23	3,6%
Pampa Energía 9,125% 2029	3,4%
US T Bill 20/04/23	3,4%
YPF 4% 2026	3,1%

## DATOS DE CARTERA

Patrimonio Neto (mill.)	USD 5,5
TIR	9,3%
Duration (vto.)	2,4y
Cupón Promedio	6,3%
Paridad Promedio	92%
Cantidad Activos	19

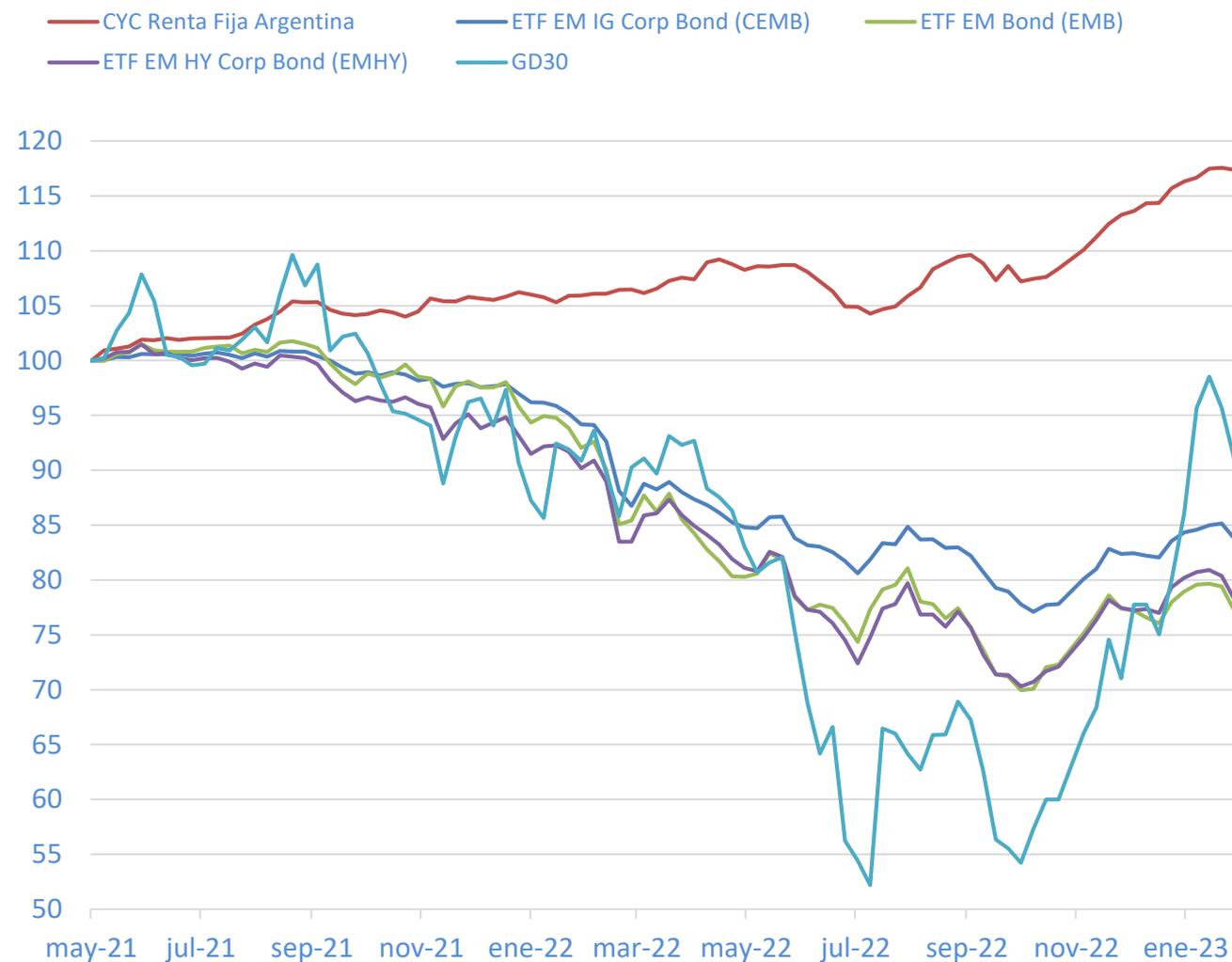
## SECTORES

Sector	%
Real Estate	17,4%
Energía	17,0%
Transp. Energía	15,8%
Bonos del Tesoro EEUU	14,2%
Transporte	10,2%
Financiero	9,7%
Serv. Públicos	9,0%
Liquidez	3,5%
Comunicaciones	2,7%
Consumo Masivo	0,5%

# CYC Renta Fija Argentina.

Valor de cuotaparte (NAV).

## EVOLUCIÓN DE LA CUOTAPARTE

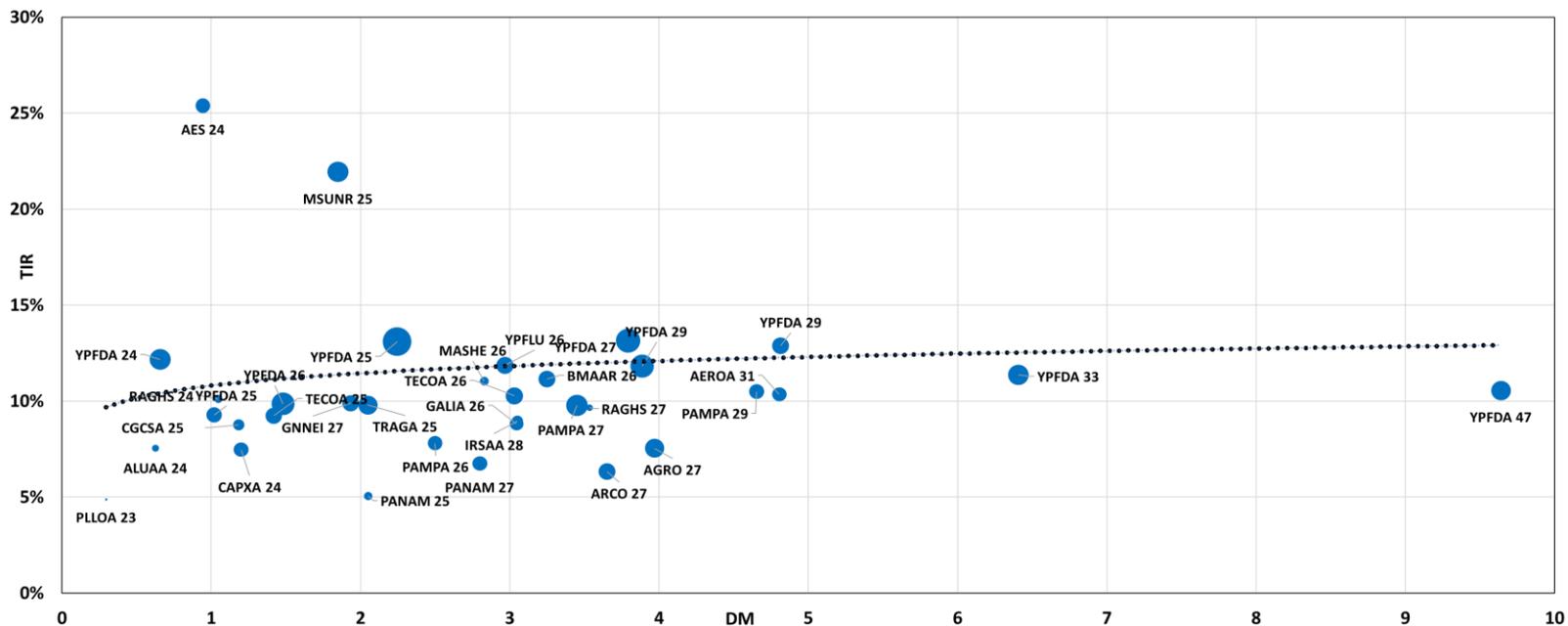


## PERFORMANCE

Rendimiento d/lanzamiento	17,4%
Rendimiento d/lanzamiento (anualizado)	9,9%
Rendimiento 2021	5,9%
Rendimiento 2022	8,1%
Rendimiento 2023 (YTD)	1,5%
Desvío estándar d/lanzamiento	4,2%
Índice de Sharpe	1,29

# CYC Renta Fija Argentina. Apalancamiento y Curva de Corporativos Argentinos

3Q22												
USD Mill.	CAPEX	CGC	PAMPA	PAE	AA2000	TGS	YPF	ALUAR	ARCOR	GNNEIA	TECO	RAGHSA
EBITDA (LTM o Est.)	208	289	840	1.849	280	466	4.804	478	405	228	1.392	65
Deuda total	272	706	1.612	2.705	737	513	6.985	313	755	724	2.715	287
Caja y Eq.	15	209	685	275	148	485	1.535	237	214	127	266	153
Deuda Neta	257	497	927	2.430	588	28	5.450	76	540	597	2.449	134
Intereses (LTM)	25	58	140	267	79	28	526	16	161	66	311	11
Net Leverage (LTM)	1,2	1,7	1,1	1,3	2,1	0,1	1,1	0,2	1,3	2,6	1,8	2,1
Interest Coverage (LTM)	8,4	5,0	6,0	6,9	3,5	16,9	9	29,3	2,5	3,5	4,5	6,0
DFN/Patrimonio Neto	0,8	1,2	0,4	0,4	0,7	0,0	0,5	0,1	0,6	2,0	0,5	0,3
Escenario Estrés												
Net Leverage (LTM)	1,7	2,5	1,3	1,8	1,8	0,9	2,0	0,2	2,0	5,5	2,8	3,0
Interest Coverage (LTM)	6,2	3,0	3,6	4,5	3,3	9,9	5	23,2	1,5	1,8	2,4	4,1
Deudas Financieras												
Total USD mill.	272	708	1.612	2.705	737	513	6.985	314	754	724	2.715	287
2022	-	18	12	62	-	-	52	8	12	37	90	-
2023	-	162	202	217	76	-	941	68	137	175	613	-
2024	272	140	235	347	42	-	967	67	38	115	510	60
Otros	-	388	1.163	2.079	619	513	5.025	170	567	397	1.502	227





# Muchas Gracias!

## Mesa

Mariano Battaglia [mariano@sekoia.com.uy](mailto:mariano@sekoia.com.uy)  
Ignacio Juri [ignacio@cucchiara.com.ar](mailto:ignacio@cucchiara.com.ar)  
Juan Ortiz de Guinea [juanortizdeguinea@cucchiara.com.ar](mailto:juanortizdeguinea@cucchiara.com.ar)  
Lucas Puccio [lucas@cucchiara.com.ar](mailto:lucas@cucchiara.com.ar)  
Julian Bidovec [julian@cucchiara.com.ar](mailto:julian@cucchiara.com.ar)  
Félix Lafiandra [felix@cucchiara.com.ar](mailto:felix@cucchiara.com.ar)  
Gustavo Chiarino [gustavochiarino@sekoia.com.uy](mailto:gustavochiarino@sekoia.com.uy)  
Tomás Ramos [tomás@cucchiara.com.ar](mailto:tomás@cucchiara.com.ar)  
Felipe Laborda [felipe@cucchiara.com.ar](mailto:felipe@cucchiara.com.ar)  
Marco Cucchiara [marco@cucchiara.com.ar](mailto:marco@cucchiara.com.ar)

## Research

Juan José Battaglia [juan@cucchiara.com.ar](mailto:juan@cucchiara.com.ar)  
Ian Weber [ian@cucchiara.com.ar](mailto:ian@cucchiara.com.ar)  
Manuel Carvalho Ochoa [manuel@cucchiara.com.ar](mailto:manuel@cucchiara.com.ar)  
Tomás Mangino [tomasmangino@cucchiara.com.ar](mailto:tomasmangino@cucchiara.com.ar)