



Centro de Estudios Económicos Argentina XXI

Informe Financiero Mensual

Mayo 2022

Durante el mes de mayo se pudo ver un comportamiento bastante dispar en los distintos mercados bursátiles, tanto a nivel global como a nivel nacional. Lo primero que resalta en el análisis es el cierre del tipo de cambio bursátil, tanto del dólar MEP como del CCL. Si bien durante el mes, y como veremos más detalladamente a continuación, se vio una volatilidad en el precio de la moneda internacional negociada en los mercados nacionales e internacionales, el precio de cierre fue muy cercano a los valores del mes de abril. En el caso del dólar MEP cerró con un valor de \$207,93 lo cual implicó un aumento del 1,09%.

Por su parte el CCL cerró en un valor de \$209,64 lo cual implica un aumento del 0.50%. Lo que salta a la vista respecto a lo sucedido durante este mes respecto de lo sucedido con el tipo de cambio oficial. Mientras que el precio en el mercado bursátil tuvo subas cercanas al 1%, la devaluación del peso en el Mercado Libre y Único de Cambio (MULC) fue del 4,13%. Este valor tan dispar entre uno y otro no solo implica una reducción de la brecha cambiaria, la cual cuando se contabilizan los impuestos extra dentro del valor del tipo de cambio oficial es prácticamente nula, sino que también habla de un atraso en el valor real de la divisa norteamericana. En un mercado donde el precio del dólar permanece prácticamente estable pero la inflación crece a un ritmo superior al 6%, habla de un atraso del tipo de cambio real y una estabilidad que difícilmente pueda mantenerse sin recurrir a intervenciones.

En lo referido a los mercados de renta fija, el mes de mayo reportó pérdidas tanto en los activos emitidos en moneda extranjera, como en los activos en moneda nacional. Los primeros se vieron fuertemente perjudicados por una nueva suba del Riesgo País, el cual se ubicó en valores de 1893 bp, lo que equivale a un aumento del 5,46% respecto al cierre de abril. Esta suba sin lugar a dudas tuvo un impacto negativo en el precio de los bonos que se encuentran denominados en moneda extranjera, en donde se observaron pérdidas de entre el 3,9% al 8,88% a excepción del GD38D que tuvo un leve incremento de precio.

En lo que respecta a los bonos emitidos en moneda nacional, la situación no fue mejor ni siquiera para aquellos que ajustan capital según el índice inflacionario. Los bonos CER tuvieron pérdidas de entre el 1,4% y 5% principalmente impulsados por el desarme de cartera de estos bonos de los principales fondos de inversión del mercado. Este desarme plantea el interrogante de si los principales jugadores del mercado encuentran ya difícil de financiar estos niveles de deuda que está contrayendo el Estado nacional, capacidad de pago que se ve fuertemente dificultada por el crecimiento acelerado de la tasa de inflación. O si por el contrario lo que el mercado observa es justamente un atraso del tipo de cambio que no puede ser sostenido en los próximos meses, lo cual implicaría que va a ser importante prestar atención a bonos dólar linked o similares.

Mientras que los mercados de renta fija nacional no tuvieron el mejor de los meses durante mayo, el mercado de renta variable continúa su tendencia alcista de hace unos meses. Este nuevo incrementó, que puede estar hablando de un nuevo ciclo bullish de las acciones argentinas, contrasta con lo que continúa pasando en los Estados Unidos. Mientras que el índice Merval, medido tanto en moneda nacional como en la divisa norteamericana, mostró nuevamente un incremento, las principales bolsas de Estados Unidos continúan su caída. Tal y como venimos observando en los meses previos, la baja del NASDAQ es mayor a la del S&P 500, lo cual implica que las empresas tecnológicas que cotizan en el primero de los índices están sufriendo pérdidas de valor más importantes que el promedio general que conforma el segundo índice. Tal es así que se puede observar empresas dedicadas a las ventas minoritas, como el caso de Coca Cola, incrementar su valor en un escenario de

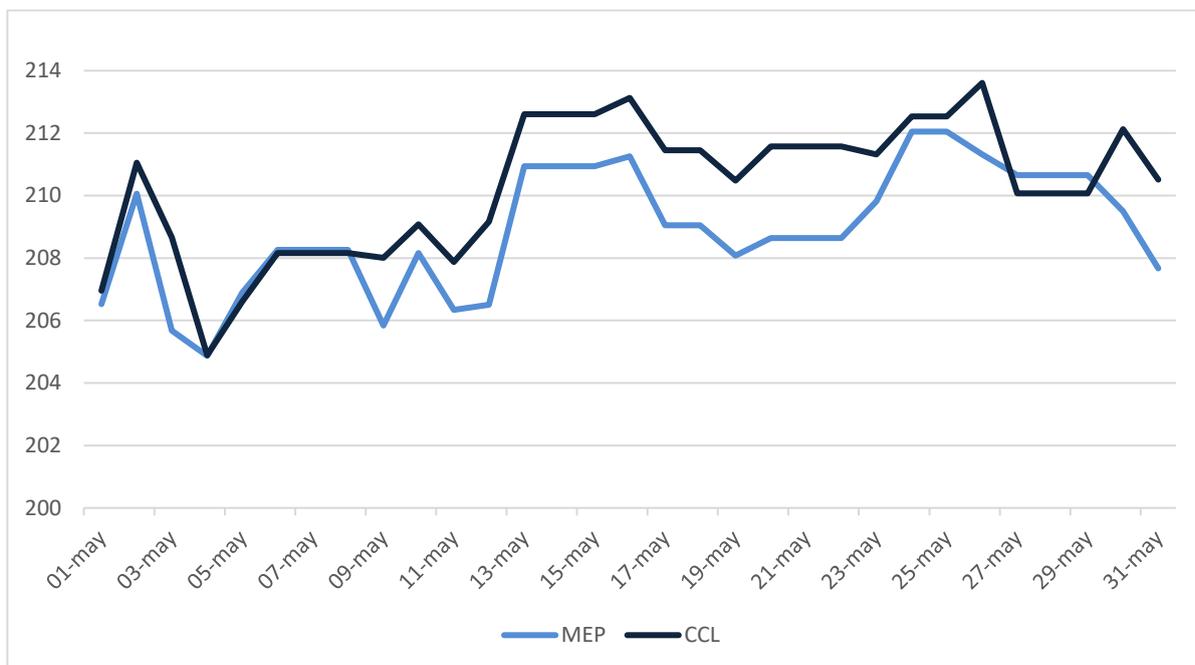
aumento de las tasas de inflación y resguardo de parte del público inversor de este país en este tipo de empresas apuntadas al público retail. Volviendo al caso nacional, de la totalidad de empresas que conforman el panel líder del Merval, solamente cinco papeles mostraron rendimientos negativos. Si bien las pérdidas de las empresas con las tres peores performances estuvieron por encima del 5,25%, el hecho de que las restantes 16 acciones hayan mostrado ganancias explica el aumento en los valores del índice en su conjunto.

Para concluir esta introducción, es importante señalar lo que viene aconteciendo en el mercado de criptomonedas. En el mes de Mayo se vio un duro golpe para los activos digitales cuando el valor de LUNA, la criptomoneda de la red Terra sufrió un fuerte desplome del precio que terminó dejándola en valores cercanos a USD 0 y la necesidad del management de la empresa de relanzar el activo. Este suceso tuvo implicancias negativas sobre muchas de las restantes monedas digitales que también sufrieron fuertes pérdidas, aunque no de tales proporciones. Así por ejemplo, Bitcoin cerró el mes en valores de USD 29727 mientras que Ethereum lo hizo en valores de USD 1792,29.

Dólar MEP y CCL

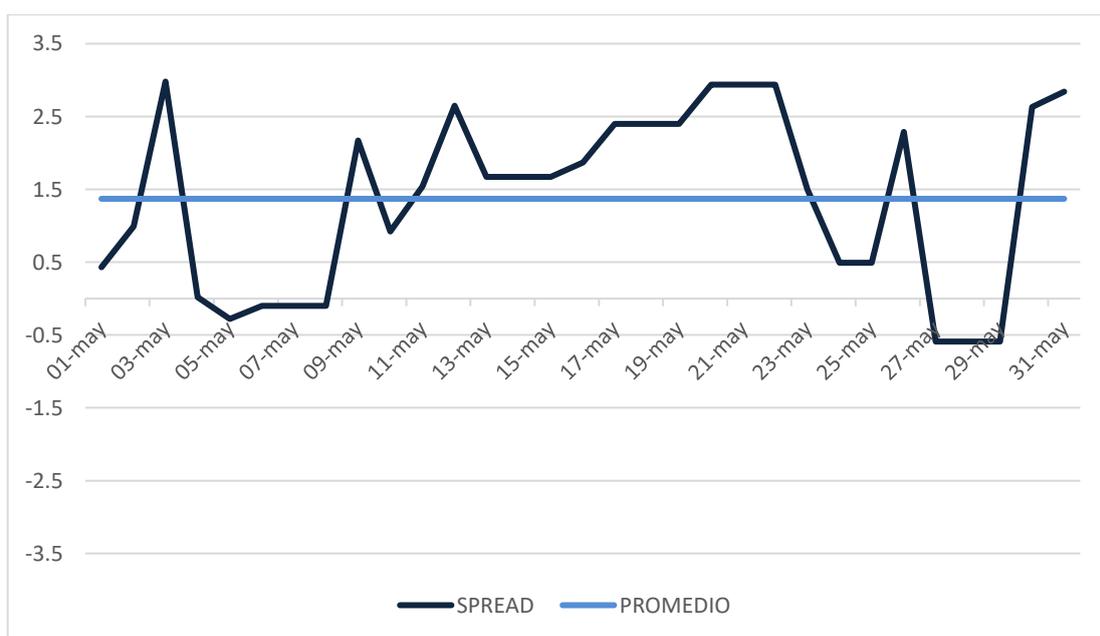
Al analizar lo sucedido en los mercados donde se negocia moneda extranjera a partir de la operación con instrumentos financieros, lo primero que deseamos destacar es la relativa estabilidad de precios que terminamos observando cuando comparamos los cierres de mes. Si bien a lo largo del mes de Mayo, tanto el dólar MEP como el CCL sufrieron variaciones de precios, podemos observar que las mismas se ubicaron entre la franja de los \$204 y los \$214 para ambas monedas. Este spread de tan solo \$10 entre el valor máximo alcanzado y el menor, indica que el mes transcurrido fue uno de relativa estabilidad. Otro de los aspectos que saltan a la vista cuando analizamos lo sucedido, viene de la comparación de la suba de precio del dólar MEP y el CCL con respecto al dólar oficial negociado en el MULC. Mientras que en ambos casos el dólar bursátil finalizó en incrementos del 1,09% para el MEP y 0,50% para el CCL, el dólar oficial tuvo un aumento de precio del 4,13%. Este incremento muy superior al experimentado en los mercados más libres, no sólo implica una reducción de la brecha cambiaria, sino que cuando contabilizamos los impuestos que se cobran a la compra de divisa en el MULC, vemos que la brecha es prácticamente nula.

Tal como se puede observar en el siguiente gráfico, el precio de las dos cotizaciones estuvo bastante estable moviéndose levemente por encima o por debajo del promedio del mes. Si bien es cierto que en los primeros días se observó una caída en el valor tanto del dólar MEP como del CCL, rápidamente se recuperaron los valores de ambos precios. Sin lugar a dudas llama la atención la relativa estabilidad del tipo de cambio en mercados que gozan de una libertad bastante mayor a la que se puede observar en, paradójicamente, el Mercado Único y Libre de Cambio. Sin dudas, que el precio de la divisa norteamericana negociada a partir de instrumentos financieros se mantenga en valores que no sufrió modificaciones sustanciales en los últimos meses, en los que las tasas de inflación se ubicaron por sobre el 6% mensual, es algo que debe observarse. La pregunta sobre hasta qué punto es sostenible un dólar en torno a los \$200 cuando estamos hablando de que en lo que va del año la tasa de inflación superó el 30% y que poder de fuego tiene el gobierno para mantenerlo en esos niveles.



Fuente: Elaboración del CEEA XXI en base a precios publicados por Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA)

Por el lado del spread entre las dos monedas, otra cosa que se pudo observar a lo largo del mes de Mayo fue la volatilidad del mismo. El mes anterior observamos que, con excepción de los primeros y los últimos días del mes, el spread entre los dos precios del dólar bursátil estuvo muy cercanos a los \$0,5 en favor de uno u otro. Por lo que se puede observar de lo ocurrido en el mes de Mayo, esta tendencia no se mantuvo. En primer lugar porque cuando uno observa el promedio de la brecha, encuentra que el mismo se ubicó en torno a los \$1,37. Por otro lado, por la variación que se puede observar del spread por sobre y por debajo de ese promedio, tal como se puede ver en el siguiente gráfico. El hecho de que los dos precios no estén arbitrados con un spread responde en parte a la poca estabilidad que muestra el mercado argentino, sobre todo en un precio tan importante como el dólar.



Fuente: Elaboración del CEEA XXI en base a precios publicados por Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA)

Para finalizar esta sección, y a modo de presentar una nueva sección, nos gustaría reflejar los precios de los contratos de dólar futuro abiertos en el mercado de referencia argentino Matba Rofex. Esta información nos permitirá observar las expectativas que tiene el mercado para el tipo de cambio hacia adelante y poder comparar la evolución de esos precios conforme vayan transcurriendo los informes. Como el lector podrá recordar, los contratos de dólar futuro en argentina se realizan sobre la base del tipo de cambio oficial publicado por la resolución A3500 del Banco Central de la República Argentina. Los contratos de moneda en nuestro país se realizan sobre una base de 1000 unidades monetarias de la divisa que se quiere negociar. En la siguiente tabla se muestran los contratos abiertos por el mercado de Rosario, así como el precio que se negocia para el dólar.

Contrato	Ajuste
DLR062022	\$ 125,42
DLR072022	\$ 130,91
DLR082022	\$ 137,52
DLR092022	\$ 143,67
DLR102022	\$ 150,05
DLR112022	\$ 156,35
DLR122022	\$ 162,56
DLR012023	\$ 169,39
DLR022023	\$ 175,50
DLR032023	\$ 182,00
DLR042023	\$ 187,50

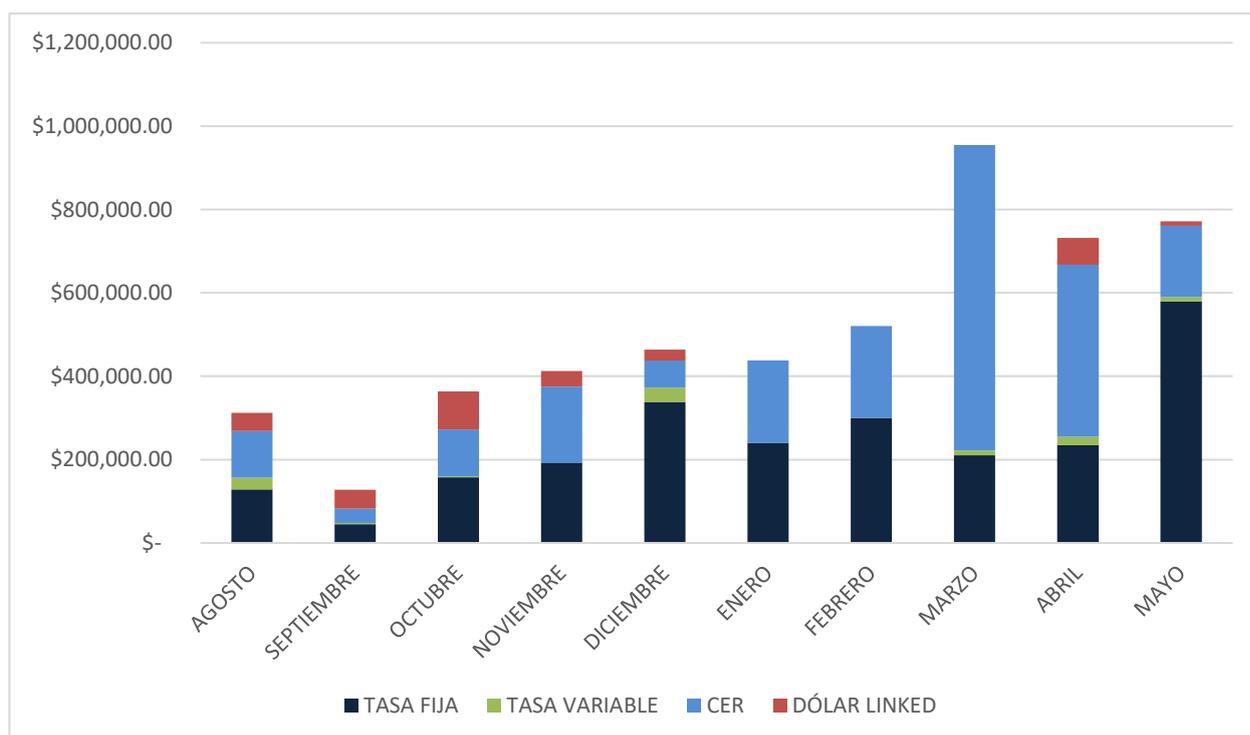
Lo que se puede observar respecto a comparar los precios negociados en el mercado de futuros para los siguientes meses del año es una diferencia que ronda entre los 4,2% y los 5,05% entre los distintos meses. Lo cual nos habla de que el mercado espera que el ritmo de devaluación del peso respecto al dólar llevado adelante por el BCRA, continúe siendo similar al que se observó en los meses anteriores.

Mercados de Renta Fija

En lo respectivo al mercado de renta fija podemos observar dos hechos bien diferenciados que hablan. Por un lado de la fuerte necesidad de financiación que aún tiene un gobierno que no logra acomodar las variables macroeconómicas y que no obtiene financiamiento externo a tasas razonables. Por otro, el castigo que dio el mercado no solo a los bonos emitidos en moneda internacional, cosa que ya venía sucediendo, sino ahora también a los activos en moneda local y sobre todo a aquellos que ajustan por CER.

Concentrándonos en primer lugar en lo sucedido en el mercado primario de renta fija, la noticia más importante fue la emisión y fuerte aceptación por parte del mercado de un bono en pesos a tasa fija y con vencimiento en 2027, el TY27P. Debemos mencionar que en primera instancia la licitación del tesoro nacional representaba un desafío importante al gobierno, ya que debía renovar un stock de algo más de \$730.000 Millones, algo que finalmente no solo consiguió sino que también logro acrecentar en unos 30.000 Millones extra. En esta oportunidad, y al igual que en los meses anteriores, el ministerio de economía realizó únicamente dos llamados a licitación. Los mismos fueron realizados con fecha 19/05 y 27/05 respectivamente. En cada una de las oportunidades se realizó la convocatoria a suscribir activos de renta fija, activos de renta variable y letras cuyo capital ajusta por

CER. Sin lugar a duda lo más relevante fue la colocación de un bono en pesos a tasa fija que finalmente cortó con un valor del 43,25% con vencimiento el año 2027. El TY27P, tal como se denomina el instrumento, fue lo que permitió al tesoro nacional poder rollear el stock de deuda que había acumulado, en tanto el instrumento representó el 60,4% del total de la emisión. Mientras que el ministerio de economía logró colocar un total de \$771.620 MM el bono en cuestión fue equivalente a un monto de \$446.053 MM. Esto permitió modificar sustancialmente el perfil de deuda que el gobierno pudo colocar, en tanto disminuyó fuertemente el stock de activos que ajustan por CER en favor de aquellos papeles que pagan una tasa de interés fija. Ahora bien, la posibilidad de poder alcanzar el mencionado porcentaje de aceptación del instrumento, se debió principalmente a la posibilidad que otorgó el BCRA de integrar encajes con estos títulos. Ante este beneficio, en el cual los bancos pueden entregar parte del dinero inmovilizado en el BCRA a tasa nula en forma de un bono que genera más de un 40% de interés al año, se puede comprender el importante monto que se pudo adjudicar. Tal como se ve a continuación, sin embargo, el perfil de la deuda queda seriamente comprometida de cara a los meses siguientes. Como se puede observar, si no fuera por la emisión de este activo el gobierno se hubiese visto en graves problemas de renovar la deuda emitida y la caída de la demanda de los instrumentos atados al CER hace dudar de la confianza del mercado en que el Estado va a poder hacer frente a la renovación de estas obligaciones a tasas de inflación cada vez más elevadas.



Fuente: Elaboración propia en base a información publicada en el boletín oficial del ministerio de economía de la nación.

La fuerte caída del stock de títulos ajustados al índice de precios en un escenario donde la rentabilidad de los mismos debería aumentar debido a las altas tasas de inflación, sumado al hecho de que como veremos más adelante el precio de estos papeles en el mercado secundario cayó, sin dudas que enciende alarmas de preocupación. Que los bancos hayan decidido usar parte de la liquidez en colocar el saldo en este bono para integrarlo como encaje no es de extrañar, lo que llama la atención es que el resto de los agentes grandes

hayan decidido no participar de la adquisición de nuevas LECER.

En lo que respecta al mercado secundario de renta fija, por primera vez en mucho tiempo se puede observar una caída generalizada de los precios, tanto de los activos emitidos en moneda extranjera como los que cotizan en moneda nacional. En lo que respecta al primero de los dos mercados, antes de comenzar el análisis sobre los precios es importante entender qué sucedió con el riesgo país. Nuevamente el indicador presentó una suba respecto al cierre del mes pasado fuertemente considerable. Mientras que al cierre de Abril, el riesgo país se ubicaba en los 1795 bp, para el último día de Mayo el valor de cierre fue de 1893 bp. Esto equivale a un aumento del 5,46% entre un mes y otro, un valor considerable si se lo compara con el comportamiento de los meses anteriores. Esto sin lugar a dudas tuvo un impacto negativo en la cotización de los bonos emitidos en moneda norteamericana los cuales, a excepción del GD38D, mostraron rendimientos negativos. Mientras que este bono cerró con un valor de USD 37,0 lo que equivale a una suba del 0,27%, los otros dos globales tuvieron pérdidas del 6,58% para el GD30D y 3,90% para el GD35D.

Peor performance tuvieron los Bonos Argentinos en dólares. Así vemos rendimientos negativos muy superiores para el AL29D con una caída del 7,07%, el AL30D con una baja del 8,88% y finalmente los AL35D y A141D con pérdidas del 5,93% y 5,39% respectivamente. Estas caídas, impulsadas por la suba del riesgo país, dejaron a los bonos argentinos cotizando con Tasas Internas de Retorno que rondan los 35% lo cual es una cifra descomunadamente alta si se la compara con las TIR de los bonos del resto de los países de la región. Que el mercado pida un 35% de retorno en moneda dura para los bonos nacionales habla de las muy malas expectativas que los mercados tienen por un lado de la posibilidad de que Argentina pueda hacer frente a la deuda cuando estos títulos empiecen a pagar cupones, y por otro a que se pueda observar en el corto plazo un crecimiento que le permita al país pagar esta deuda.

En línea con esto, vemos que por primera vez los bonos emitidos en moneda local y que ajustan por índice de precios, tuvieron pérdidas. Lo preocupante de esto es el fuerte desarme de estos papeles en las carteras de los principales fondos comunes del país ante la baja de los activos. Todo esto en un contexto de una suba acelerada de la inflación. En ese sentido podemos ver que el precio de cierre del mes de Mayo del TX23 fue de \$237,3 lo que implica una caída del 2,1%. Con respecto a los papeles TX24 y TX26, podemos ver un valor de cierre de \$220,1 y \$180,25 que es equivalente a una caída de 1,43% y 4,96% respectivamente. Ver el dato de inflación del mes próximo va a ser clave para observar el devenir del precio de estos instrumentos.

Mercado de Renta Variable.

En el otro extremo de lo sucedido con los bonos encontramos al mercado de renta variable nacional que nuevamente cosecha una suba. Mientras que el mercado de renta fija argentino sufría pérdidas tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, el índice Merval continuó el sendero de crecimiento que venimos señalando desde hace ya unos meses. En contra partida y como veremos más adelante, los mercados de renta variable de Estados Unidos continúan la baja que comenzara meses atrás. Como mencionáramos en el informe previo, se había observado una leve caída en el panel líder del Merval que estimábamos correspondía a una toma de ganancia por parte de los inversores. En efecto y ante la nueva suba del valor del índice encontramos que está sana depuración puede

permitir a futuro una tendencia favorable al ciclo alcista. El mes de mayo encontramos al índice Merval cerrando el período en un valor de 91775,17 bp, lo cual implica un aumento del 2,44% respecto al mes anterior. Si por otro lado consideramos el índice medido en moneda dura, podemos ver que el valor del Merval en dólares fue de 437,78 bp lo cual equivale a un crecimiento del 1,94%. Es importante ver en las próximas ruedas que ocurre, para ver si el precio puede romper la resistencia que está marcada en el siguiente gráfico, lo que podría dar más fuerza a esta tendencia y permitir hablar de un nuevo ciclo como el que se observa desde principio del 2021 y hasta finales del mismo. Lo que es prometedor es que el precio testeó la media de 200 ruedas y volvió a subir, algo que nos habla de que en caso de darse un ciclo bajista aun no es con fuerza.



Fuente: TradingView.

Analizando dentro del índice y como mencionamos en la introducción del presente informe, tan solo cinco papeles tuvieron rendimiento negativo cerrado Mayo. Estos cinco papeles fueron Telecom Argentina (TECO2) que tuvo un precio de cierre de \$216 lo cual representa una caída del 8,28% siendo la más pronunciada. Seguida en segunda instancia por Cresud (CRES) con un valor de cierre de \$145,10 lo que representa una pérdida del 6,39% del valor. Luego encontramos a Ternium Argentina (TXAR) con un precio de cierre de \$117 lo que representa un rendimiento negativo del 5,26%. Finalmente encontramos a Aluar (ALUA) y Cablevisión (CVH) con precios de cierre de \$91 y \$694,5 respectivamente. Estos papeles tuvieron rendimientos negativos de 3,19% y 0,79%. Entre los papeles con mejor performance del mes de Mayo encontramos a Transener, con un precio de cierre de \$60 lo que equivale a una ganancia del 16,5%. En segundo lugar tenemos a Pampa Energía, con un precio de cierre de \$197,5 que es una suba de 10,68%. Finalmente se ubica Central Puerto con un precio de cierre de \$82 y un incremento de 6,77%.

En contrapartida a lo observado en el mercado argentino, podemos ver que durante el mes de mayo el mercado norteamericano continuó con su caída. Nuevamente el índice NASDAQ de las principales empresas tecnológicas de Estados Unidos y el mundo, lideró la baja en relación al índice norteamericano representativo. Mientras que el S&P 500 se ubicó en un valor de cierre para el mes de 410,54 bp lo que equivale a una caída del 1,40% el NASDAQ perdió más del doble. Este índice cerró Mayo con un valor de 306,2 bp lo que representa una pérdida mensual del 3,96% que se suma a las pérdidas que venimos mostrando en los informes previos. A diferencia de lo sucedido con el Índice Merval,

el S&P 500 sí rompió a la baja desde hace unas semanas la media de 200 ruedas. En estos últimos días, como se puede observar, la media de corto plazo cortó a la de largo, con lo cual es posible ver una recuperación en las próximas ruedas. Sin embargo va a ser interesante poder ver qué pasa cuando el precio testee la media de largo plazo para vislumbrar una tendencia de más largo plazo.



Fuente: TradingView.

El resto de las principales bolsas del mundo, a excepción del mercado parisino, cerraron en valores por sobre los observados en el mes de abril. Por su parte, el CAC tuvo un valor de cierre de 6468,30 bp lo que representa una caída del 1,0%. Dentro de las bolsas que tuvieron ganancia, el papel más modesto fue ocupado por el índice londinense (FTSE) que cerró en 7607,66 bp, lo que representa una modesta suba del 0,84%. En Europa continental mejores resultados tuvieron la bolsa alemana y la española con cierres en los 14388,35 bp y 8851,5 bp respectivamente. Estos valores indican ganancias del 2,06% y 3,11% respectivamente. Por otro lado, en lo que respecta a Brasil, principal socio comercial de nuestro país, el BOVESPA se ubicó en los 111.350,51 bp que representa una suba de 3,22%. Evidentemente el crecimiento económico del país limítrofe en suma con la estabilidad macroeconómica que poseen se está sobreponiendo al primer impacto negativo sobre la posibilidad de la vuelta del PT al poder. Evidentemente la vuelta de Lula Da Silva a la presidencia de Brasil es algo que no agrada a los mercados, pero la cercanía de Jair Bolsonaro con el ex presidente es algo que permite mantener la suba de las empresas brasileras.

Mercados de Criptomonedas

Para concluir, lo que respecta al mercado de criptomonedas, la principal noticia fue la virtual quiebra de la moneda digital LUNA. Este activo, criptomoneda de la red TERRA sufrió una profunda baja que lo dejó en valores cercanos a los USD 0 tras la insolvencia de una stable coin que operaba en la red de blockchain de esta empresa. El resto del ecosistema cripto se vio fuertemente influido por este suceso, así como por los continuos problemas de la red de ETHEREUM para migrar de pruebas de validación. En este escenario el Bitcoin, principal activo de este ecosistema cerró el mes de Mayo con valores de USD 29727, lo que representa una caída del 21,25%. Por su parte ETHER cerró el mes en los USD 1729,20 que equivale a una caída de 35,63%. El activo de Binance, una de las principales billeteras virtuales del mundo, mostró caídas del 15,11% dejando al BNB en valores de USD 320,56. En particular, la red Binance se vio fuertemente cuestionada

cuando suspendió la cotización de LUNA ante la estrepitosa caída en apenas dos días.