



Centro de Estudios Económicos Argentina XXI

Informe Financiero Mensual

Diciembre 2021

Siendo este el último informe del año 2021 nos parece interesante no solo mostrar la variación mensual de los papeles que analizamos en los distintos mercados, sino también hacer una evaluación de cómo evolucionaron los rendimientos anuales de los más relevantes. A modo de introducción podemos plantear que en los mercados de divisa, y a pesar de las constantes declaraciones de los principales funcionarios del Poder Ejecutivo Nacional, el peso argentino sufrió una devaluación del 18,73% respecto a la divisa norteamericana tomando en cuenta el Tipo de Cambio Oficial publicado por la resolución A3500 del Banco Central de la República Argentina.

Si, por el contrario, analizamos qué sucedió con el dólar Bolsa y el Contado con liquidación, la variación de precio que mostraron ambos en los mercados fue del 36,36% y 39,19% respectivamente. Es importante señalar que, a pesar del salto pronunciado de ambos precios respecto a lo que pueden llegar a experimentar las monedas de la gran mayoría de los países restantes, ambos están por debajo del índice de inflación publicado por el INDEC. Esto lleva a la divisa norteamericana a cerrar el año en valores muy próximos a los máximos alcanzados a finales del 2020.

Con respecto a lo sucedido en el mercado de renta fija, cabe destacar el aumento en las colocaciones de deuda primaria del tesoro nacional interanualmente. Mientras que en el mes de enero el Ministerio de Economía había colocado instrumentos de deuda por un total de \$256.380 MM, termino el año lanzando a licitación en el mes de diciembre un total de \$463.555 MM, lo que equivale a un aumento interanual del 80,81%. Si bien veremos con más detalle en la sección correspondiente que el gobierno había comenzado a mediados de año un sendero de desendeudamiento, esta tendencia se revierte con el acercamiento de la fecha de las Elecciones Primarias y es consolidada con fuerza en el período entre las PASO y las elecciones generales. Esta tendencia creciente se mantuvo prácticamente sin modificaciones hasta fin de año y se suma al fuerte aumento de la base monetaria llevado adelante por el BCRA.

En relación con lo sucedido en el año en los mercados secundarios de deuda podemos ver un comportamiento muy distinto en relación con los bonos emitidos en moneda nacional comparados con los bonos en moneda dura. Mientras los primeros arbitraron bastante bien respecto al índice inflacionario publicado por el INDEC, sobre todo para el tramo más corto de la curva, los bonos emitidos en dólares se vieron fuertemente golpeados durante el año.

Los bonos emitidos a más corto plazo dentro de los que ajustan por CER vieron un arbitraje con respecto a la inflación con una prima de ganancia por sobre el valor final publicado por el instituto de estadísticas, mientras que esa prima se acrecienta a medida que nos movemos a los tramos más alejados de la curva. Por su parte los bonos emitidos en moneda extranjera sufrieron pérdidas superiores al 10% en el tramo corto disminuyendo a valores entre el 5% y el 1% en la parte más larga de la curva. Todo esto encuadrado en el fuerte aumento del riesgo país que sufrió el país en parte por el deterioro constante de sus indicadores macroeconómicos, la caída de categoría de los bonos nacionales en el índice EMBI+ publicado por JP Morgan y finalmente las dilaciones en la llegada de un acuerdo con el FMI para renegociar la deuda del país con la institución internacional. Todo esto llevó a que el índice pase de un valor de 1385 bp a principios de Enero a cerrar el año con un valor de 1801 bp, equivalente a un incremento del 30,04%.

Distinto fue el desempeño de los papeles de renta variable donde las ganancias promedio se ubicaron por encima de la inflación que experimentó el país en este 2021. Así el Índice S&P Merval cerró el año con una rentabilidad del 63,4%, mostrando una gran cantidad de papeles que superaron el incremento del 100% en la valuación respecto a los cierres del

año pasado. Esto se dio a pesar de los fuertes desequilibrios macroeconómicos que experimenta el país, la falta de rumbo en cuanto a las medidas que va a tomar el gobierno, las altas tasas inflacionarias, entre otras. Es una muestra de la pequeña recuperación que experimentó el país luego de la flexibilización de las medidas sanitarias durante el 2021.

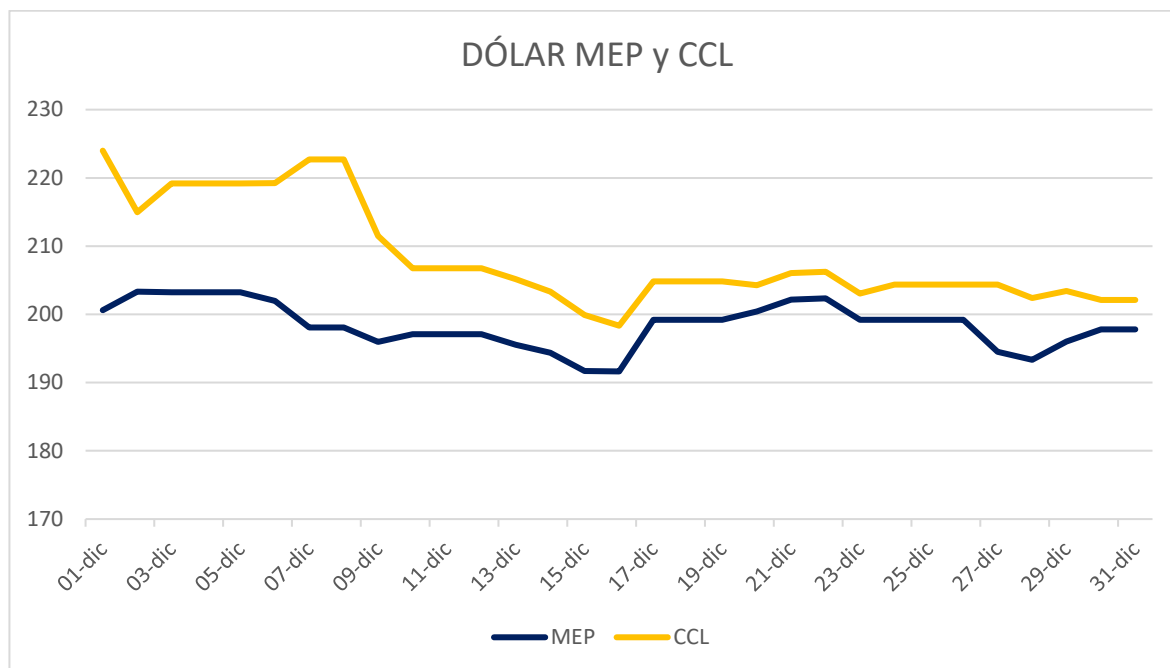
En cuanto a lo que fue el mes de diciembre puntualmente el Índice Merval presentó una caída del 2,29% con pérdidas muy importantes como las de Edenor y Central Puerto en el marco del conflicto que están teniendo las empresas energéticas con los reiterados cortes de servicio, las multas impuestas por el gobierno y la evidencia de una falta profunda de inversión producto del atraso tarifario.

Por su parte, el tipo de cambio manejado por el BCRA continuó su camino devaluatorio aumentando un 1,41% respecto al precio del mes anterior. En contrapartida los previos del Tipo de Cambio bursátil mostraron caídas del 1,4% para el dólar MEP y 9,76% del Contado con liquidación. Como veremos más adelante, esto responde a la vuelta al arbitraje entre ambos precios, algo que se había perdido durante el mes de Noviembre y parte de Diciembre. En los mercados de renta fija, los bonos tanto en pesos como en moneda extranjera mostraron rendimientos positivos. En el caso de los bonos en dólares con rendimientos que se ubicaron entre el 2% y 4,50% para el tramo corto y rendimientos superiores al 6% en el tramo más largo de la curva. Para los bonos en pesos la ganancia se ubicó en todos los casos por encima del 3,5%.

En los mercados internacionales, las principales bolsas del mundo tuvieron todas rendimientos positivos, relatando el aumento del 5,43% que mostró el Índice S&P norteamericano. En los mercados de cripto monedas, es destacable hablar de la caída de los principales activos. Tanto el Bitcoin como el Ethereum tuvieron pérdidas en el mes de Diciembre superiores al 19%.

Dólar MEP y CCL

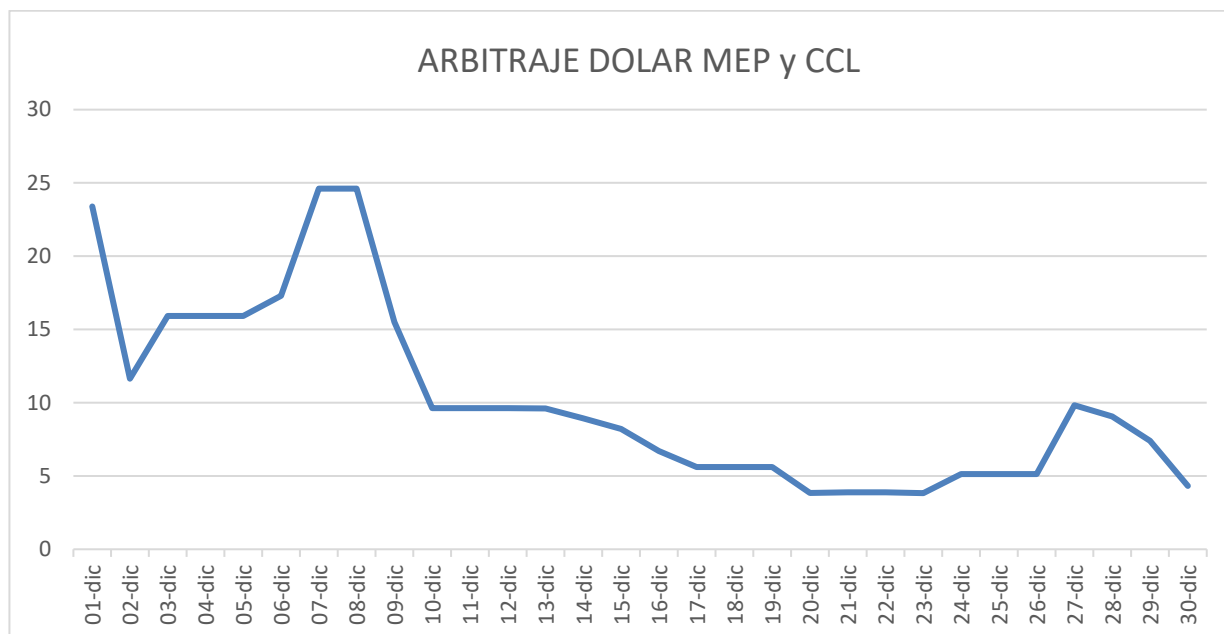
En los mercados de divisas bursátiles uno de los datos más relevantes es el aumento del spread que experimentaron los precios del dólar MEP y el CCL en el mes de noviembre, tendencia que se mantuvo los primeros días del mes de diciembre. A medida que el mes fue avanzando la diferencia entre el dólar que se obtiene de la negociación de papeles en los mercados nacionales y en los extranjeros fue tendiendo a acortarse. Sin embargo aún no se alcanzó ese arbitraje de \$0,1 que veníamos mostrando en el mes de Octubre. El mes de diciembre el dólar MEP cerró en \$197,8 lo cual implica una caída del 1,40%. Por su parte el Contado con Liquidación cerró en \$202,13 lo que implica una pérdida de 9,76% respecto al cierre de Noviembre, lo que implica la disminución del spread entre ambos. La evolución de los precios de ambos tipos de cambio la podemos observar en el siguiente gráfico para todo el mes de Diciembre.



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

Como contrapartida, la evolución del precio que maneja el Banco Central y que rige para lo que podríamos llamar el Mercado Único y Libre de Cambios, aunque no es único ni libre como el lector podrá darse cuenta, continuó con la devaluación controlada que el gobierno viene manteniendo desde principio de año. En el mes de diciembre el tipo de cambio oficial cerró en \$107,75 lo cual implica un aumento del 1,41% respecto del precio de cierre del mes anterior. A continuación lo que podemos ver es cómo fue evolucionando el spread entre ambos tipo de cambio. Esta diferencia llegó a alcanzar valores de \$25 para terminar ubicándose en torno a los \$5. Aunque la distancia fue acortándose luego de la volatilidad que mostró, sobre todo el CCL en el mes de diciembre, aún esto está muy lejos del arbitraje que había alcanzado a fines de septiembre y durante todo el mes de octubre donde el spread rondaba en torno a los \$0,10. A continuación podemos ver cómo fue evolucionando esta diferencia durante el mes de Diciembre.

Ahora bien, cuando analizamos qué paso en lo sucedido a lo largo del año, la realidad es distinta a lo ocurrido en el mes de Diciembre. Viendo lo sucedido punta a punta entre principios de enero y finales de diciembre, tanto el dólar MEP como el Contado con Liquidación tuvieron rendimientos superiores al 36%. En el primer caso, la ganancia fue del 36,36% mientras que el CCL mostró un rendimiento del 39,16%. Como se puede ver, ambos aumentos del Tipo de Cambio se ubicaron por debajo del aumento de los precios que publicó para el año 2022 el INDEC. Por otro lado, la devaluación que mostró el peso en relación al dólar oficial fue del 18,73%.



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

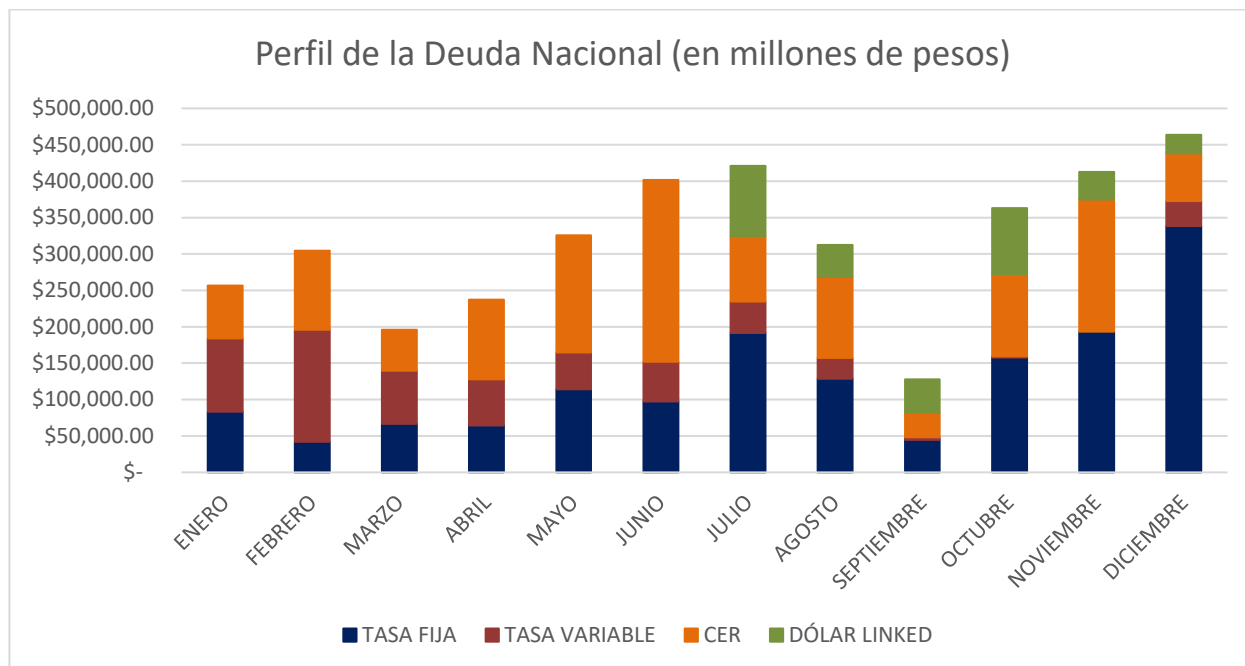
Mercados de Renta Fija

Comenzaremos abordando las colocaciones primarias del Ministerio de Economía. A diferencia de lo que venimos mostrando en los informes anteriores, en el mes de diciembre el Gobierno Nacional realizó dos llamados a licitación en lugar de tres. En este caso los llamados se realizaron los días 13 y 29 del mes. En ambos llamados se realizaron colocaciones de papeles a descuento, letras a tasa variable, instrumentos que actualizan por índice CER y finalmente bonos que ajustan por dólar linked.

A diferencia de la tendencia que se venía observando en las entregas anteriores, el ministerio de economía retomó el aumento de la cantidad de instrumentos de renta fija en detrimento de los instrumentos que ajustan por inflación. Mientras que las letras a descuento equivalieron a un total de \$ 338.259 millones, lo que equivale al 72,97% del total colocado, los instrumentos de renta variable sumaron un total de \$ 34.436 millones o el 7,43% del total y las letras que ajustan por inflación llegaron a contabilizar \$ 65.289 Millones o 14,08% de la totalidad de dinero licitado. Finalmente, los bonos emitidos bajo la modalidad dólar linked sumaron un total de \$ 25.571 Millones o lo que equivale al 5,52% del total.

A continuación observamos cómo fue evolucionando el total de la deuda colocada en cada uno de los meses por parte del gobierno nacional. Como podemos ver en el mes de Enero apenas se superó un total de \$250.000 Millones. A pesar de que a partir de Marzo comenzó un proceso de aumento del total instrumentos licitados, a partir de junio comenzó un fuerte descenso hasta alcanzar su mínimo en el mes de septiembre. A partir de ese mes el proceso se revierte a partir del aumento del gasto que realizó el gobierno nacional pasadas las elecciones Primarias Abiertas Simultáneas y Obligatorias, manteniéndose esta tendencia hasta terminar el año. Si analizamos respecto de la cantidad colocada en Enero respecto del monto de Diciembre, encontramos un aumento del 80,81% del total de títulos colocados punta a punta durante el año 2021. A continuación se observa el gráfico con la evolución de los montos colocados por el gobierno en cada una de las licitaciones

mensuales distinguiendo por tipo de instrumento.



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

En lo que respecta a los mercados secundarios vamos a analizar en primer lugar lo sucedido con los títulos de deuda emitidos en moneda extranjera. A pesar de que durante el mes de diciembre se observó un aumento del 1,69% del riesgo país, cerrando en 1801 bp el mes de diciembre, la performance de los bonos dolarizados fue positiva tanto en el tramo corto como largo de la curva. Mientras que los bonos de menor duration mostraron rendimientos entre el 2,35% como el AL29D y hasta el 3,62% del GD30D, los bonos del tramo más largo tuvieron rendimientos muy superiores. En este grupo el GD35D mostró una revalorización del 6,15%, el GD38D mostró una ganancia del 7,29% y finalmente el AL41D ganó un 7,29%.

Como podemos ver en los tramos más alejados de la curva de rendimiento los bonos argentinos tuvieron un rendimiento superior al doble de los que mostraron los pertenecientes al tramo de menor duración. Sin embargo, si vemos cual fue la evolución de estos bonos emitidos en moneda norteamericana, los resultados no son tan positivos. Como es de esperar, y ante el salto interanual del riesgo país desde los 1385 bp a los 1810 bp ya mencionados, lo que equivale al 30,04%, es de esperar que los títulos nacionales emitidos en dólares hayan tenido pérdidas remarcables. Recordará el lector como punto importante al respecto la caída en la categoría del Índice EMBI+ publicado por JP Morgan a la categoría de Stand Alone, lo cual tuvo un fuerte impacto negativo en el riesgo país. A esto se suma la imposibilidad del gobierno de poder regularizar los desequilibrios macroeconómicos así como de llegar a un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional respecto a los vencimientos de deuda que el país tiene que afrontar durante el año 2022.

En vista de esto, y como ya mencionamos, los bonos emitidos en moneda dura tuvieron pérdidas en el año 2021. Mientras que los mayores rendimientos negativos se ubicaron en el tramo corto de la curva, los bonos que corresponden a las duraciones más largas exhibieron caídas de valor significativamente menores. A modo de ejemplo vale la pena señalar que el AL29D y el AL30D fueron los bonos más golpeados con rendimientos

negativos del 14,81% y 17,22%, respectivamente. Por otro lado, el GD35D y el GD38D mostraron pérdidas del 1,15% y 2,44% respectivamente, en parte por la mayor duration de los bonos y en parte por la menor liquidez siendo que ninguno de los dos se utiliza para comprar dólar MEP, a diferencia de los primeros.

En lo que respecta a los bonos en pesos, el tramo corto de la curva mostró una ganancia del 3,57% y 3,54% en lo que respecta al TX22 y TX23. Por otro lado el tramo largo de la curva mostró rendimientos superiores para el TX24 y TX26 siendo la ganancia del 5,14% y 7,81% respectivamente. En lo que respecta a lo sucedido a lo largo del año 2021, estos bonos sí mostraron un rendimiento positivo y en todos los casos superior al valor de la inflación publicado por el Índice de Estadísticas Nacional. Así podemos ver que el TX22, que tuvo rendimientos del 51,49% en el año 2021, estuvo arbitrado con el índice CER como se podía esperar. Por su parte los bonos de más larga duración tuvieron una gran prima por sobre los valores del índice de precio minorista. Así podemos ver que el TX24 y TX26 mostraron ganancias del 67,79% y 74,44% respectivamente.

Mercado de Renta Variable.

Pasando ahora a los mercados de renta variable podemos ver que el índice S&P Merval mantiene su tendencia alcista de largo plazo a pesar de mostrar una tendencia bajista de corto. Como venimos observando a partir de principio de junio y luego de una leve lateralización comenzó a desencadenarse una tendencia bullish del índice en moneda nacional que generó un soporte que se testeó en repetidas oportunidades y a pesar de esto no se quebró. A partir de la primera semana de noviembre el índice alcanzó un máximo y comenzó a mostrar una tendencia de corto plazo bearish, pero en todas las oportunidades testeando el soporte de largo sin quebrar.

Esto termina construyendo un triángulo alcista llegando a los últimos días de diciembre y primeros de enero, con lo cual es importante estar atento a cómo se continuará desarrollando el índice. Esto se enmarca en un cierre para el mes del índice en un valor de 84402,07 bp que equivale a una pérdida de 2,29% respecto al valor de cierre del mes de noviembre. Sin embargo, si analizamos lo sucedido a lo largo de todo el año 2021 vemos que el índice partió de un valor de 51.673,77 bp lo cual implica una ganancia del 63,34%, valor muy superior al monto de la inflación para el año 2021.

A pesar de las inconsistencias macroeconómicas y la imposibilidad del gobierno de establecer un plan económico sustentable que coloque al país en un sendero de crecimiento económico sostenido, este crecimiento del índice responde por un lado a una flexibilización de las restricciones sanitarias y una recuperación de la economía nacional, lo que esperamos se mantenga en los siguientes meses. A continuación vemos el gráfico de velas para el índice S&P Merval de lo que fue todo el año 2021.



Fuente: TradingView.

Si vemos dentro del propio índice cuales fueron las empresas con los mayores rendimientos y aquellas que presentaron las peores performance podemos ver que el primer grupo esta formado por Comercial del Plata (COME), Cablevisión Hld. (CVH) y Grupo Financiero Valores (GFVA). Los rendimientos que mostraron estos papeles fueron del 12,26% para COME, 10,49% en el caso de CVH y finalmente 7,51% en el caso de CVH. En cada uno de los casos los precios de cierre fueron de \$6,41 para COME, \$600,5 para CVH y finalmente \$26,50 para GFVA.

Para el caso de las empresas que mostraron las pérdidas más grandes encontramos entre los tres primeros Central Puerto (CEPU), Edenor (EDN) y finalmente Banco Macro (BMA). En esta oportunidad las pérdidas fueron de 14,32% para CEPU lo que implica un precio de cierre de \$64,60, en segundo lugar un rendimiento negativo de 10,65% para EDN lo que equivale a un cierre de \$57,07 y finalmente una pérdida de 9,55% para BMA lo que implica un precio de cierre de \$287,60. Además, en esta oportunidad nos es importante remarcar, para cada uno de los papeles que compone el panel líder del Merval, los rendimientos tanto del mes de diciembre como también más importante los rendimientos de todo el año 2021.

EMPRESA	RENDIMIENTO DICIEMBRE	RENDIMIENTO ANUAL
ALUA	-0,32%	74,16%
BBAR	-2,07%	54,05%
BMA	-9,55%	29,81%
BYMA	6,50%	72,61%
CEPU	-14,32%	76,02%
COME	12,26%	165,98%
CRES	-4,10%	44,85%
CVH	10,49%	89,65%
EDN	-10,65%	112,08%
GGAL	-6,55%	59,27%
LOMA	0,81%	63,53%
MIRG	0,13%	144,41%
PAMP	3,36%	116,69%
SUPV	-8,84%	36,86%
TECO2	-6,92%	1,18%
TGNO4	0,75%	127,05%
TGSU2	-6,60%	16,31%
TRAN	-5,25%	94,25%
TXAR	5,27%	126,00%
GFVA	7,51%	-5,86%
YPFD	-5,61%	12,87%

Fuente: Elaboración propia en base a la información publicada por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires

Como se puede observar, hubo empresas que superaron el 100% de rentabilidad durante el año 2021. Las empresas con mayores rendimientos del año, como se puede ver en la tabla precedente, fueron Transener (TRAN) y Transportadora de Gas del Norte (TGNO4). Mientras que Grupo Financiero Valores (GFVA) fue la única empresa que presentó rendimientos negativos durante todo el año 2021.

Finalmente y como ya mencionamos en la introducción del presente informe, las principales bolsas del mundo tuvieron rendimientos positivos. Para el caso de las bolsas norteamericanas tanto el Índice S&P 500 y el NASDAQ mostraron ganancias del 5,43% y 2,77% respectivamente. Estos mercados cerraron el año con valores de 475,09 bp para el S&P y 398,11 bp para el índice de las principales empresas tecnológicas de Estados Unidos. Lo que podemos observar del siguiente gráfico en primer lugar es que el índice está transitando por un canal en donde testó por un lado una resistencia y un soporte. Por el momento y hasta terminado el año no se ha realizado ningún quiebre, sobre todo en el soporte alcista que se señala en el gráfico de velas japonesas. Va a ser importante continuar analizando en los meses posteriores si el índice norteamericano puede mantener esta tendencia bullish, en el marco de un aumento significativo del índice de inflación norteamericano y el conocido movimiento de capitales hacia la renta variable durante esos contextos.



Fuente: TradingView.

Siguiendo con el resto de las principales bolsas del mundo podemos ver que la que mostró un mayor rendimiento fue el BOVESPA con un resultado de 4,02% a pesar de que el índice está en una marcada tendencia bajista. A continuación podemos encontrar el índice parisino y el londinense. Mientras que el CAC cerró el mes de Diciembre con un rendimiento del 3,94% el FTSE tuvo una ganancia de 3,27%. Finalmente se pueden nombrar a la bolsa de España y la Alemana, donde los rendimientos fueron del 3,09 para el IBEX y 2,66% para el DAX.

Mercados de Criptomonedas

Para finalizar queremos hablar sobre las fuertes pérdidas que mostraron los mercados de criptomonedas durante el mes de diciembre, tanto para el Bitcoin como para el Ethereum, siendo ambas las principales monedas virtuales. En primer caso el BTC cerró en un precio de USD 46.195 lo que implica una caída del 19,21%. Por otra parte el ETH cerró en un valor de USD 3710,01 lo que es equivalente a un rendimiento negativo del 19,12%. Dejamos a continuación el gráfico de velas para el BTC, donde podemos ver que la tendencia bearish de la línea de soporte que se remarca tiende a mantenerse, lo cual hace suponer que en los próximos días continuará la baja del precio de la principal moneda virtual.



Fuente: TradingView.