



Centro de Estudios Económicos Argentina XXI

Informe Financiero Mensual

Marzo 2022

El mes de marzo estuvo regido altamente influenciado por el avance del gobierno a los controles de precios respecto a los datos de inflación que se conocieron respecto al mes de febrero. Ante la publicación del INDEC respecto al índice de precios al consumidor, el presidente Fernández ha realizado declaraciones donde se deja sentado que se realizará un aumento de los controles sobre el sector privado llevado adelante por el Estado, así como la creación de una serie de nuevos impuestos, principalmente a los ahorros de argentinos en el exterior. Así todo, durante el mes de marzo se pudo observar en los mercados bursátiles una estabilidad tanto del dólar MEP como del CCL.

A priori puede parecer algo que no tiene coincidencia entre lo sucedido en las cotizaciones de los bonos en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) y lo que aconteció con las tasas de inflación publicadas en febrero y las medidas tomadas por el poder ejecutivo. Sin embargo, es importante observar que durante el mes en curso, se pudo observar una fuerte liquidación de exportaciones por parte del sector agropecuario que representó un total de USD 3.000 Millones, lo cual dotó al BCRA de un aumento de su poder de intervención en los mercados de divisas. Este escenario confluye con el avance de los acuerdos del gobierno nacional con el Fondo Monetario Internacional (FMI), lo que implicó una caída del Riesgo País que alcanzó una baja del 7,56% respecto a los valores de cierre del mes anterior. Esto, como se puede presumir, tuvo un impacto favorable sobre la cotización de los bonos emitidos en moneda extranjera aunque no en la misma proporción que esta baja del indicador.

Otro factor altamente relevante, el cual vamos a desarrollar con mayor profundidad en la sección correspondiente, es el extraordinario aumento de las colocaciones de instrumentos de deuda ajustados por el índice CER que colocó el tesoro nacional en la licitación de marzo. Si bien como el lector recordará se pudo observar durante los últimos meses, algo que remarcamos desde estas columnas, un aumento del stock de deuda licitado en los mercados nacionales, el mes de marzo mostró un incremento que superó el 80% respecto a lo acontecido en el mes de febrero.

Esta nueva reconfiguración tan marcada en favor de los instrumentos de renta fija que están atados a las variaciones del índice de precios al consumidor plantea dos aristas que es importante tomarlas en cuenta. Por un lado, el fuerte peso que da el mercado a la cobertura de una inflación que no para de aumentar no solo de un mes a otro, sino también cuando tomamos la aceleración de los precios que está sufriendo la economía argentina. Cuando uno analiza cómo fue incrementando el índice de precios publicado por el INDEC se encuentra que mes a mes la tasa inflacionaria aumenta respecto al mes anterior. La otra cara de esa moneda es la creciente dificultad que tiene el poder ejecutivo de renovar el stock de deuda a tasa fija en las sucesivas licitaciones.

En lo que respecta a los mercados de renta variable local podemos observar nuevamente un comportamiento similar al acontecido en el mes de febrero. Por un lado, se puede ver un leve aumento del índice S&P Merval en pesos, pero si lo analizamos lo sucedido en moneda extranjera podremos ver que el aumento de las principales acciones que conforman el mercado local fue aún mayor. Esto guarda una extrema relación con la caída del tipo de cambio bursátil tanto del dólar MEP como del CCL, algo que veremos a continuación. Como veremos más adelante, los principales retrocesos estuvieron liderados por las empresas relacionadas con la producción y distribución de energía, los principales ganadores del mes pasado, fenómeno que puede estar relacionado con una toma de

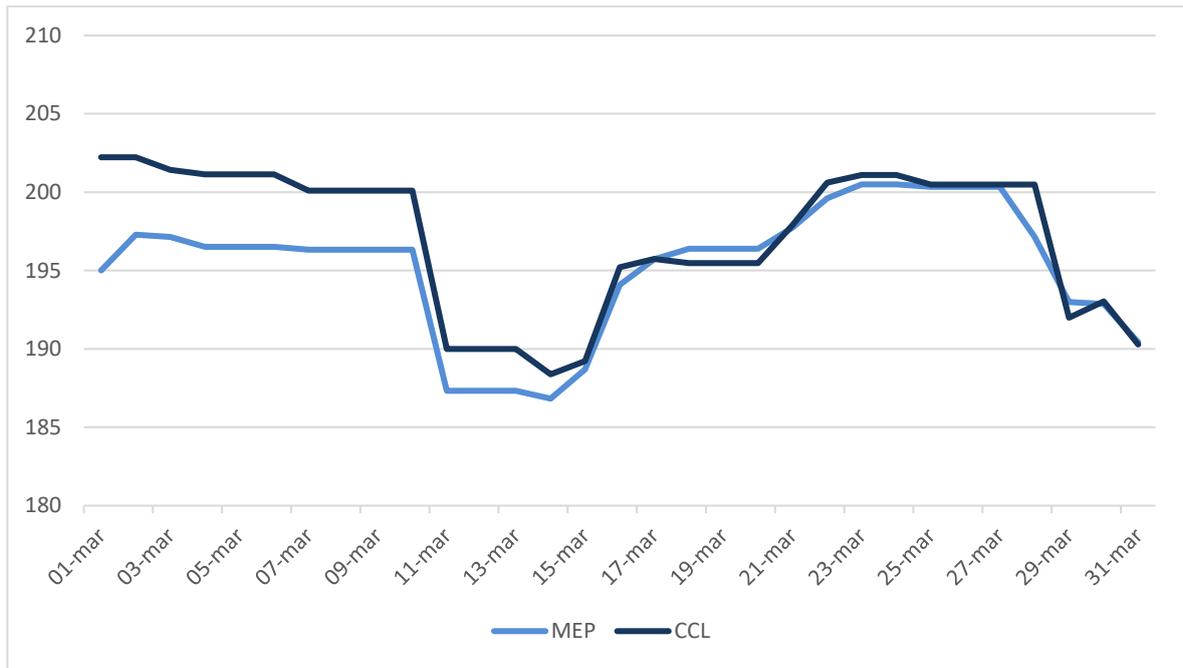
ganancia por parte de los inversores que tuvieron esos papeles a lo largo del mes de febrero. Por otro lado, en cuanto a lo relacionado en los mercados internacionales, se pudo observar un principio de recuperación de las principales bolsas del mundo después de las profundas caídas que experimentarían a partir del comienzo de la escalada bélica en el conflicto Rusia-Ucrania. Si bien es probable que sea pronto para hablar de una recuperación general, y más sumando a los problemas de escases de energía que está comenzando a sufrir Europa ante la falta de petróleo ruso, se puede ver un crecimiento que supera en todos los casos el 3,5% respecto al cierre del mes de febrero.

Para finalizar esta introducción queremos señalar que un comportamiento similar mostraron los mercados de criptomonedas que continúan su recuperación. En el caso del mes de marzo la suba de precios estuvo liderada por Ether, seguido muy por debajo por Bitcoin luego por BNB. Si bien aún las tres están lejos de los precios máximos que supieron alcanzar, la tendencia que vienen mostrando cada una, sobre todo la primera, es bastante prometedora de cara al futuro. Todo esto considerando a su vez la posibilidad de que en un futuro cercano la plataforma de Ethereum migre a una nueva versión basada en el Proof of Stake, lo cual le brindaría mayor velocidad de verificación de los bloques y un aumento de la eficiencia a la hora de validar los contratos.

Dólar MEP y CCL

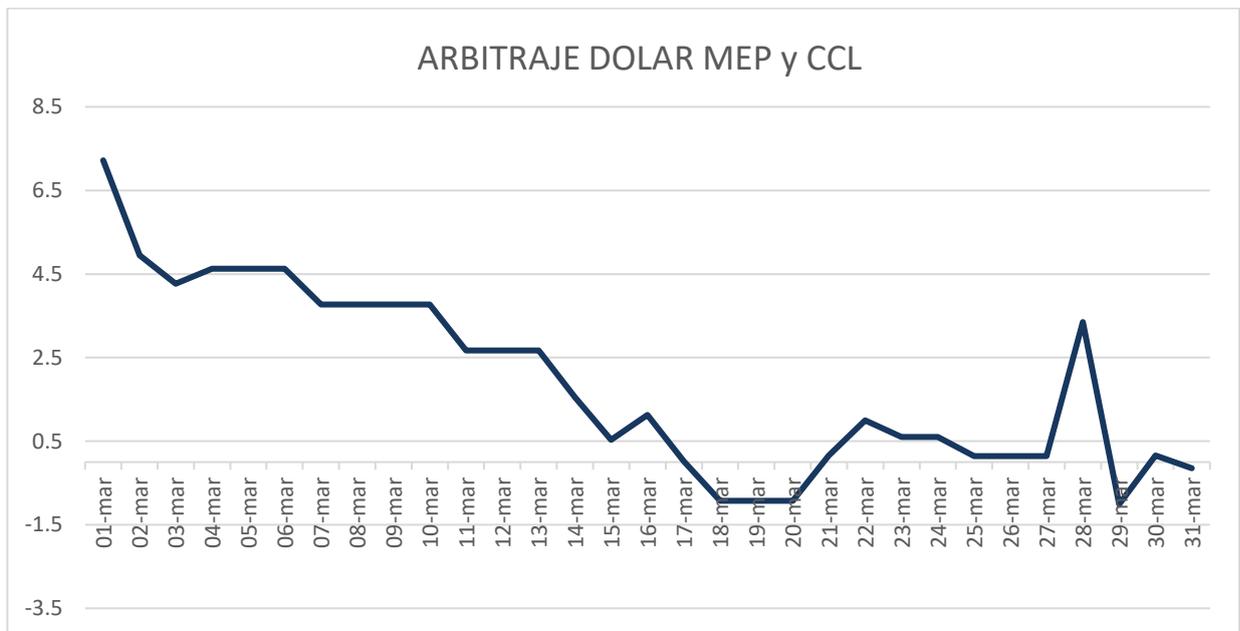
Antes de adentrarnos en lo concerniente a lo sucedido en el mercado de divisas que se puede negociar a partir de la BCBA, es importante resaltar brevemente el comportamiento que mostró el dólar oficial negociado en el Mercado Libre y Único de Cambio (MULC). Lo que se puede observar como algo que se diferencia de lo que venía sucediendo en meses previos, es un salto en el tipo de cambio oficial bastante más pronunciado que lo común. El lector recordará que en ocasiones previas la devaluación de la moneda local en el mercado oficial, frente a la divisa norteamericana, se encontraba en el orden de entre un 1% y un 1,5%. El salto del mes de marzo desde los \$113,25 a los \$116,25 implica una devaluación del 2,65%. Esto es importante remarcarlo en el contexto de un comportamiento totalmente opuesto para el precio de la moneda estadounidense en los mercados bursátiles.

Los dólares que se consiguen a través de la compra-venta de bonos del estado nacional, sufrieron en ambos casos considerables caídas de precio. Al igual que lo sucedido en el mes de febrero, pero con proporciones no tan marcadas, el dólar MEP y el dólar CCL cerraron en valores de \$189,87 y \$189,53 respectivamente. Esta bifurcación entre una fuerte suba del precio del tipo de cambio oficial y una caída en el precio del dólar bolsa, si bien es algo que se venía observando desde el mes pasado, no se había dado en un contexto de tan marcada suba del dólar negociado en el MULC. Lo que podemos observar cuando estudiamos el comportamiento a lo largo del mes es una primera etapa de estabilidad en torno a los \$195 y \$200 respectivamente. Iniciada el segundo tercio del mes se observa una caída de ambos valores y una posterior recuperación hasta los valores antes mencionados en el último tercio. Sin embargo, a partir de los últimos días del mes, ambos tipos de cambio volvieron a mostrar un marcado descenso hasta ubicarse en los precios de cierre. En el siguiente gráfico podemos observar la evolución de ambos precios operados en las bolsas locales.



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

Una cosa que se puede volver a notar del comportamiento que el dólar MEP y el CCL es una posible vuelta al arbitraje que ambas monedas pueden llegar a tener. El lector recordará del informe previo que, a principios del mes de febrero, la brecha que mostraban ambas monedas entre sí disminuyó rápidamente hasta ubicarse en torno a los \$6,5. Tal como se puede ver a continuación a lo largo del mes de marzo esa diferencia tendió a achicarse todavía más e incluso se observaron ruedas de cotización en las que el valor del dólar MEP se ubicó por sobre el CCL.



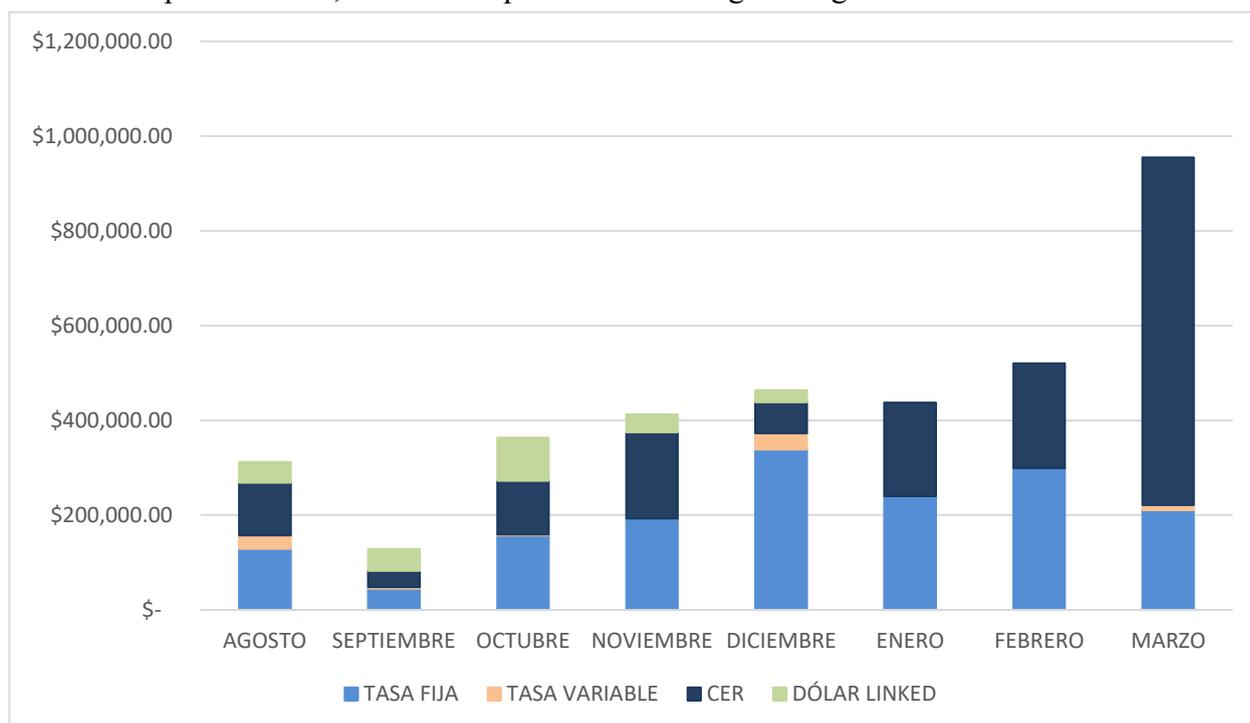
Fuente: Elaboración del CEEA XXI en base a precios publicados por Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA)

Mercados de Renta Fija

Continuando con el análisis de los mercados, vamos a ver lo sucedido en los mercados de renta fija local. Sin lugar a duda, en lo que respecta a esta parte del sistema financiero argentino, la principal noticia es el pronunciado aumento del stock de deuda colocado por el gobierno nacional en las sucesivas licitaciones del mes de marzo.

Al igual que en oportunidades anteriores, el ministerio de economía realizó tres llamados a licitación de instrumentos de deuda pública de corto plazo. Los mismos fueron llevados a cabo los días 16, 22 y 29 del corriente mes, cada uno con una segunda vuelta de ampliación del llamado. Antes de poder continuar con el análisis de la deuda colocada, es importante señalar que, durante el pasado viernes 11 de marzo, el Ministerio de Economía realizó la apertura de una operación de conversión de los bonos BONCER 22 (TX22) por una canasta de activos conformadas por BONCER de más largo plazo (TX24, TX26 y TX28) y letras del tesoro ajustadas por índice CER con vencimiento en diciembre de este año. Retornando a lo acontecido a lo largo del mes de marzo con los llamados a licitación, encontramos un aumento significativo en la cantidad de deuda colocada por el Estado Nacional. Si comparamos el total de títulos públicos de corto plazo colocados en el mes de febrero con aquellos colocados en marzo vamos a observar que el valor monetario pasó de \$520.484 millones a \$954.846 millones. Este incremento equivale a una suba del 83,45% en el stock de deuda, entre un mes y otro.

Cuando nos adentramos en las distintas categorías podemos observar que este incremento se explica en su totalidad por las colocaciones de títulos públicos atados al índice inflacionario. Mientras que durante el mes de marzo se observó una reducción de \$89.440 millones en activos de renta fija, el monto de los títulos que ajustan capital por CER mostró un aumento de \$512.454 millones. Esto evidentemente rompe con la distribución casi equitativa entre ambos tipos de instrumento, inclinándose fuertemente la balanza hacia los títulos de capital variable, tal como se puede ver en el siguiente gráfico.



Fuente: Elaboración propia en base a información publicada en el boletín oficial del ministerio de

economía de la nación.

Esta profunda modificación del perfil de deuda licitado por el ministerio de economía, plantea consecuencias que son las dos caras de una misma moneda. Por un lado, la necesidad de demandar títulos de deuda que ajusten por inflación por parte de los agentes del mercado, habla de una clara desconfianza a la capacidad del gobierno para disminuir las tasas de inflación en el corto plazo. Esta preferencia de activos que actualizan capital según el índice CER en detrimento de aquellos que mantienen una tasa de interés fija, implica una fuerte necesidad de cobertura de parte de los acreedores del aumento acelerado de la tasa de inflación. Por otro lado, y como contrapartida de lo mismo, la imposibilidad del gobierno de seguir colocando activos a tasa fija y la necesidad de seguir recurriendo de una forma cada vez más intensiva a estos otros títulos.

En lo que respecta al mercado secundario de renta fija, como mencionamos en la introducción del presente informe, pudimos observar durante el mes de marzo una caída del Riesgo país que cerró el mes en los 1711 bp. Esta baja del 7,56% se corresponde en gran medida a la aprobación por parte del Fondo Monetario al plan de pagos que presentara el gobierno nacional argentino. Esta mejora de los indicadores tuvo un impacto positivo en los precios de los bonos emitidos en moneda extranjera. A excepción del AL41D que mostró una caída del 2,02% cerrando en valores de USD 34, el resto de los principales papeles negociados mostraron subas superiores al 1,5%.

Entre los principales beneficiados del mes se encontraron el GD30D con un aumento del 8% que implica un cierre de precio de USD 33,75, seguido por el AL30D con una ganancia de 4,0% lo cual implica un cierre de USD 30,7. Entre los bonos con menores rendimientos se pueden encontrar el AL29D y el AL35D con rendimientos del 1,61% y 1,65% respectivamente. En cada uno de los casos se puede apreciar que no hubo una relación marcada entre la variación de precio y la *duration* del bono.

Mercado de Renta Variable.

En cuanto a lo relacionado al mercado de renta variable, tenemos que mencionar que nuevamente el índice S&P Merval mostró un rendimiento positivo respecto del cierre del mes de febrero. Mientras que el valor del indicador de las principales acciones que cotizan en Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA) cerró el mes pasado en un valor de 91.558,04 bp, el valor de cierre de marzo fue de 92.390,98 bp. Esto implica un incremento, que si bien moderado, del 0,91% permite al índice de renta variable nacional volver a cosechar otro mes de ganancia.

Al igual que lo sucedido en el mes de febrero, el rendimiento se vuelve mayor cuando miramos la evolución del índice medido en moneda dura. El Merval en dólares tuvo un incremento del 7,25% principalmente explicado por la caída del tipo de cambio de la que hablamos previamente. Tal como podemos ver en el gráfico de velas siguiente, podemos ver que la media corta aún se encuentra por sobre la larga en lo que parece un principio de aceleración de la tendencia alcista. Y algo que llama la atención es la conformación de un banderín que podría en las futuras ruedas dar solidez a esa suba que el índice argentino viene experimentando desde los últimos meses.



Fuente: TradingView.

Viendo ahora dentro del índice como se comportaron los papeles que lo conforman, podemos observar que entre las principales acciones con mayores caídas de precio se encuentran las energéticas. Es probable que este fenómeno, considerando el avance del acuerdo con el FMI y el gobierno que implicaría una suba tarifaria, se deba más a una toma de ganancias que a una perspectiva bajista por parte del mercado. Dentro de los papeles con mayores ganancias de precio podemos observar en primer lugar a Banco Macro (BMA) con un cierre de mes en los \$337,4 que implica un rendimiento de 9,55%. En segundo lugar encontramos a Cresud (CRES) con un cierre de \$157,85 que es equivalente a una suba del 9,24% en el mes. Y finalmente una empresa que ha crecido considerablemente su valor en los últimos tiempos que es Comercial del Plata (COME) que tuvo un cierre de mercado de \$8,03 que equivale a un rendimiento positivo de 8,66%. Como mencionamos previamente, entre las principales perdedoras del mes de marzo encontramos empresas del rubro energético.

En el lugar de mayores pérdidas podemos encontrar a Transener (TRAN) con un cierre de \$56,1 lo que equivale a una pérdida de valor del 12,21%. A continuación la principal empresa de distribución de energía eléctrica del país está seguida por Edenor (EDN) y Pampa Energía (PAMP) cuyos precios al 31/03 fueron de \$64,75 y \$182. Estos montos representan una caída del 9,82% y 6,67% respectivamente.

Para concluir este apartado, vale la pena señalar la recuperación que comenzaron a mostrar las principales bolsas del mundo tras el estallido del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania. Como recordará el lector, los mercados bursátiles de los principales centros económicos de Europa así como los principales índices de Estados Unidos sufrieron importantes pérdidas tras la escalada bélica en el este del viejo continente. El mes de marzo mostró signos de una incipiente recuperación. Cuando vemos lo que sucedió con los indicadores norteamericanos vemos que el S&P500 y el NASDAQ cerraron en valores de 452,92 y 361,85 puntos básicos respectivamente. Esto implica un rendimiento positivo del 3,95% y 5,72% respectivamente para los indicadores norteamericanos. Algo que permite generar algo de optimismo de cara al futuro es la ruptura de la resistencia que se había originado para el principal índice de Estados Unidos tras la salida del canal alcista que se había formado desde el año 2021.

Como se puede observar en el siguiente gráfico, aún no estamos alcanzando los valores máximos que el índice llegó a mostrar y van a ser importante las próximas ruedas para ver a dónde va a testear el gráfico cuando se realice una caída de precio. Esto nos dará indicio de qué tanta fuerza puede llegar a tener un nuevo ciclo alcista o si por el contrario esto no es más que un rebote en una tendencia a largo plazo bajista.



Fuente: TradingView.

El escenario es un tanto similar cuando uno evalúa lo acontecido en los principales centros financieros de Europa. Todas las bolsas del viejo continente tuvieron rendimientos superiores al 3,5%. Dentro de las que mejor performance tuvieron podemos encontrar el índice español con una suba del IBEX del 5,41% seguido de cerca por el DAX de la bolsa alemana con una ganancia del 5,23%. En menor medida el CAC, con un rendimiento del 4,41% y el FSTE con una suba del 3,82%, aún así reflejaron un contexto de recuperación de los mercados ante el cisne negro de febrero. En lo que respecta a los mercados del principal socio comercial de nuestro país, la bolsa de Rio de Janeiro tuvo un segundo mes consecutivo de ganancia, cerrando marzo con una rentabilidad del 4,20%.

Mercados de Criptomonedas

Para finalizar, queremos hacer mención a la recuperación que continúan mostrando las dos criptomonedas de mayor volumen negociado en los mercados. Si bien el aumento de precio de Bitcoin fue algo a tener en cuenta, queda opacado por la recuperación de Ether. La moneda de la plataforma Ethereum tuvo un cierre de mes con un valor de USD 3491, lo que equivale a un fuerte aumento del 22,75%. Va a ser importante observar los próximos anuncios que los desarrolladores de esta plataforma tienen pensado realizar. Es de público conocimiento las limitaciones crecientes que enfrenta la principal red de contratos inteligentes sobre todo en lo referido a la velocidad de validación de transacciones y las altas comisiones que cobra en comparación con otros competidores como Cardano o PolkaDot. El mundo cripto espera que en el futuro cercano, el minado de Ether de paso a una reorganización de la red basada en un Proof of Stake lo cual permitiría acelerar los tiempos de validación y mejorar la eficiencia de la cadena de bloques. En cuanto a la recuperación de Bitcoin, la moneda creada por Satoshi Nakamoto vuelve a mostrar un nuevo mes de suba cerrando marzo en los USD 46.275 que implica una suba del 8,78%.