



# Informe Trimestral de Inversiones

- Diciembre 2022 -



**COMBE**  
ENTE ADMINISTRADOR DE SERVICIOS PREVISIONALES  
PARA PROFESIONALES DE LA PROVINCIA DE CHUBUT

## Contexto Internacional



El 2022 tuvo a los bancos centrales del mundo como protagonistas. Desde la Fed hasta el Banco de Japón (históricamente conocido por sus políticas laxas) recurrieron a un giro en su política monetaria para combatir una inflación mucho más persistente de la esperada a fines del año anterior. La inflación llegó a tocar niveles históricos, alcanzando un ritmo anual de 10,6% en la Zona Euro y 9% en EE.UU. El ligero retroceso desde esos niveles sostiene la hipótesis de que lo peor podría haber quedado en el retrovisor. Si bien es probable que la inflación general haya tocado pico, es probable que los niveles de inflación más altos persistan. El giro contractivo de la FED fue muy significativo, apostando al incremento agresivo de tasas para bajar la inflación “cueste lo que cueste”.



De hecho, representó el apretón monetario más fuerte (en la relación magnitud/tiempo) desde los '80. Como parte del plan, incrementó la tasa 425 puntos básicos (pbs) en tan sólo 10 meses, dispuesto a enfrentar las consecuencias en la actividad. En el último trimestre del año, la Fed disminuyó la dosis, pero no modificó considerablemente su mensaje. La Reserva Federal enfrentará un trade-off inevitable: mantener la política monetaria en los actuales niveles restrictivos y una desaceleración económica generalizada, o quitar el pie del acelerador y enfrentar un potencial rebrote inflacionario como sucedió en los '70.



El consenso de mercado parece indicar una recesión en puerta para 2023 y el sector empresario no es la excepción. A noviembre, el 43% de los CEOs encuestados esperaba que las condiciones económicas empeoren en los próximos 12 meses, mientras que un 28% pronosticaba una mejora. Estas expectativas se explican principalmente debido a que la demanda de los consumidores se mantuvo sólida durante 2022 y sólo 37% espera que retroceda en 2023.

Más allá del tímido upside que pueda existir en algunos sectores, a simple vista no hay mucho margen ante una recesión peor a la esperada que afecte las ganancias. El consenso entre los principales bancos de inversión respecto al target del S&P 500 para el próximo año es muy diverso. La divergencia es notoria: desde un mínimo de 3.400 (-11,4% vs. hoy) a 4.500 (+17,2%), ubicándose la mediana en 4.000 (+4,2%).



**COMBE**  
ENTE ADMINISTRADOR DE SERVICIOS PREVISIONALES  
PARA PROFESIONALES DE LA PROVINCIA DE CHUBUT

## Contexto Local



Massa asumió el compromiso de renunciar a la emisión monetaria para financiar el déficit fiscal, tras haber heredado una asistencia brutal por parte del BCRA. Vale recordar que la meta monetaria anual original del Extended Fund Facilities (EFF) con el FMI era 1% del PBI, bajando drásticamente desde 7,3% en 2020 (COVID-19) y 4,6% en 2021 (Plan "Platita"). Sin embargo, la meta monetaria tal como está planteada carece de sentido. El enfoque de política económica cambió el financiamiento directo del BCRA (Adelantos Transitorios y Utilidades) por otras vías indirectas. Guzmán había inaugurado estas prácticas en mayo con la venta de DEGs del Tesoro al BCRA. Siguió en junio y julio con el rescate de la deuda en pesos. Massa continuó esta práctica en septiembre y diciembre con el dólar "soja" y el esquema de incentivo exportador, al mismo tiempo que sumó reservas, permitió al Tesoro obtener una recaudación extra por retenciones.



Puesto en perspectiva, la emisión bruta de 2022 fue superior a la de 2021 (6,6% en Plan Platita) y levemente inferior a la de 2020 (8% en COVID-19), lo que pone de relevancia que se reemplazaron las operaciones con el Tesoro (limitadas por el FMI) por compras de divisas y rescate de deuda en pesos. En definitiva, no existen fuentes de financiamiento genuinas para una política económica de déficits fiscales crónicos. Al final del camino, la única fuente termina siendo el BCRA, quien realiza contención de daños ex-post.

La "maquineta" nunca se apagó y lo emitido fue barrido "debajo de la alfombra". La emisión de 2023 no se quedará atrás. ¿Cuáles son los principales factores? Un probable dólar "soja" 3.0, nuevo rescate de la deuda en pesos, un potencial desvío de la meta fiscal (1,9% del PBI) y un mayor déficit cuasifiscal superior al de 2022.

La condición sine qua non es que la tasa de interés se mantenga en altos niveles nominales (neutrales en términos reales) en 2023. Si el BCRA se tentara en bajar la tasa por el proceso electoral, podría quebrarse el stock de plazo fijo y, en consecuencia, acelerarse la inflación y el CCL acercarse a los récords.

A la emisión ya asegurada por las mencionadas vías indirectas para 2023 se le sumará la inestabilidad de una demanda de dinero más que frágil. Cabe recordar que la demanda de pesos lleva doce meses consecutivos de caída. La incertidumbre del proceso electoral podría profundizar la caída (mayor presión dolarizadora) y un resultado a favor del oficialismo terminaría de desplomarla.



A raíz de esto, surge el interrogante sobre cómo podría “gestionarse” tal exceso de moneda local. Una apertura total del “Cepo” tentaría a los tenedores de deuda en pesos a no renovar sus tenencias y dolarizarse ante cada vencimiento. De materializarse esta emisión, la presión sobre el dólar oficial podría llevarlo a valores muy superiores a los del CCL actual, transformándose en el canal de transmisión de una aceleración inflacionaria. Para evitar este escenario, el futuro gobierno se vería tentado a “limpiar el mecanismo” con un reperfilamiento de esta deuda, lo que implicaría un daño considerable a la reputación de la administración entrante a pocos meses de asumir. No hay salida fácil.

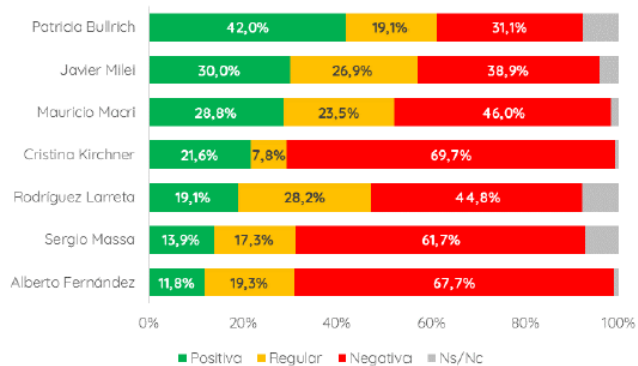
Somos conscientes del riesgo que implica la montaña de pesos generada por el fuerte control de capitales de los últimos tres años. Ahora bien, tras un 2022 muy agitado, detectamos una baja notable en el apetito del sector privado por instrumentos más allá del segundo semestre de 2023.

Pese a la recuperación del último trimestre, la deuda argentina cierra el año en rojo, exhibiendo una baja de 20,2% en el precio promedio ponderado de los Globales y de 19,7% para los Bonares. Así, el precio de la canasta ponderada de Globales finaliza en US\$27,70, unos US\$1,86 por arriba de la de los títulos de legislación local (US\$26,84).



No obstante, el comportamiento durante el último trimestre nos permite ser más optimistas respecto al futuro. Los Globales hilvanaron tres meses consecutivos de subas, lo cual nunca había sucedido desde su restructuración en 2020. El clima más favorable para emergentes a partir del marcado descenso de la inflación en EE.UU. explica en gran parte el rally postrero. A pesar de un cambio de administración en 2023, consideramos que será difícil esquivar un nuevo ejercicio de restructuración en 2024/2025, ante el incremento en los pagos de la deuda en dólares a partir de esos años. No obstante, de acuerdo con nuestras simulaciones, los bonos siguen priceando restructuraciones. Pensando en el mediano plazo, agosto implicará una bifurcación marcadísima en la trayectoria del dólar. Un triunfo del oficialismo lo haría acercarse a los valores críticos. Contrariamente, una victoria de la oposición redundaría en un shock positivo de expectativas y bajaría el valor del dólar libre (se apreciaría el peso).

### Los candidatos favoritos son de la oposición





# COMBE

ENTE ADMINISTRADOR DE SERVICIOS PREVISIONALES  
PARA PROFESIONALES DE LA PROVINCIA DE CHUBUT

## Cartera de Inversiones Diciembre 2022



<b>TOTAL</b>	<b>\$2.386.037.000,67</b>	<b>100,0%</b>
--------------	---------------------------	---------------

Activo	Tenencia	%
Inmobiliario	\$594.948.600,93	24,9%
Préstamos	\$ 2.064.379,94	0,1%
MEP	\$154.198.587,96	6,5%
CCL	\$15.501.249,80	0,6%
\$	\$5.369.432,39	0,2%
Bono USD	\$810.887.975,94	34,0%
FCI	\$395.188.780,54	16,6%
ON	\$152.298.590,00	6,4%
Acción	\$86.201.088,25	3,6%
Bono \$	\$64.508.766,74	2,7%
ETF	\$59.974.044,19	2,5%
Letra	\$26.932.504,00	1,1%
Letra Prov.	\$17.963.000,00	0,8%
PF	\$0,00	0,0%

### Posición

#### Letra

1,1%

ETF

2,5%

Bono \$

2,7%

Acción

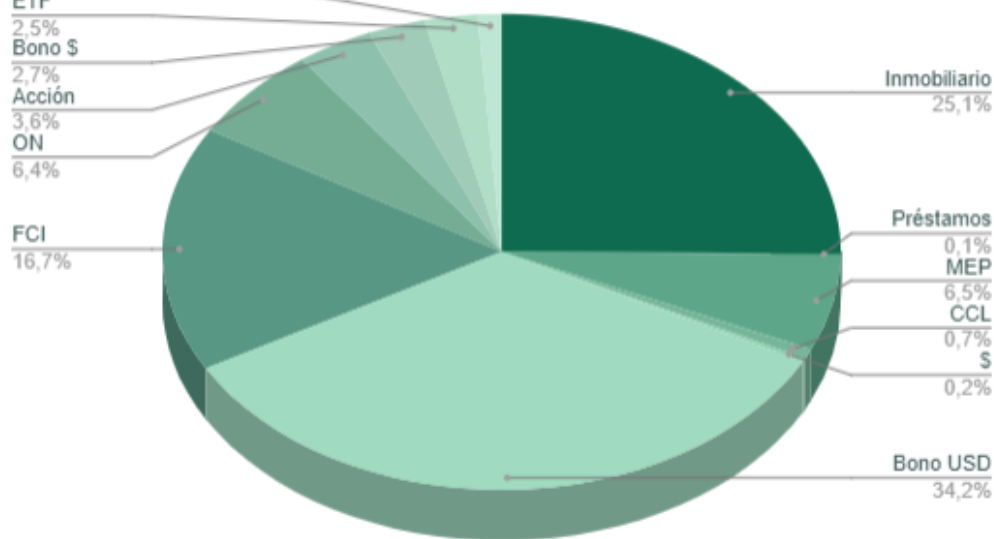
3,6%

ON

6,4%

FCI

16,7%



### Límites Títulos

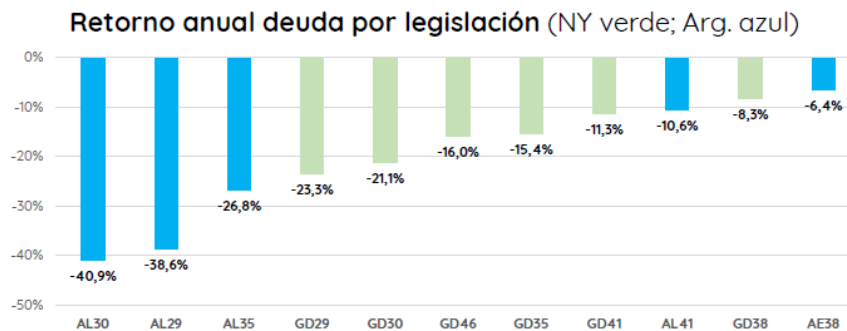
Tipo	Importe \$ actual	% Actual	% Máx	Diferencia %	Diferencia \$
Inmobiliario	\$594.948.601	22,7%	sin tope	0,0%	\$0
Préstamos	\$2.064.380	0,1%	sin tope	0,0%	\$0
Liquidez	\$175.069.270	6,7%	sin tope	0,0%	\$0
Acciones Merval	\$146.175.132	5,6%	5,0%	-0,6%	-\$26.873.282
Deposito a plazo	\$0	0,0%	50,0%	50,0%	\$1.193.018.500
FCI	\$395.188.781	15,1%	Sin tope %	0,0%	\$0
* Título Privado	\$152.298.590	5,8%	15,0%	9,2%	\$205.606.960
* Título Provincial	\$17.963.000	0,7%	15,0%	14,3%	\$339.942.550
Título Público Sob.	\$902.329.247	34,5%	50,0%	15,5%	\$290.689.254
Títulos extranjero	\$59.974.044	2,3%	50,0%	47,7%	\$1.133.044.456
Fideicomiso Financiero	\$0	0,0%	10,0%	10,0%	\$238.603.700
* Títulos Provincial + privado	\$170.261.590	6,5%	15,0%	23,5%	\$545.549.510



**Comentarios:**

✓ Es una cartera de inversión que si bien esta un 65% dolarizada, la mayor tenencia son bonos nacionales argentinos que han sufrido una reestructuración muy fuerte (49,69% Bonos USD).- Dichos bonos se encuentran a un 30%/35% de su valor original. Lo que pase con dichos bonos, le afecta mucho a la cartera y lo pudimos ver en este último trimestre.- Tuvieron una suba generada por el clima más favorable para emergentes a partir del marcado descenso de la inflación en EE.UU.; pero la falta de confianza en el mercado Argentino y ante un escenario eleccionario para este año creo que van a demorar más tiempo su recuperación.- Y a pesar de un cambio de administración en 2023, considero que será difícil esquivar una nueva reestructuración en 2024/2025, al menos para estirar vencimientos y sin quita de capital.

Tipo	CATERA DE ACTIVOS		
	Valuado \$	Valuado USD	% / Cartera
Bono USD	810.887.975,94	2.435.703,15	49,69%
FCI	415.224.018,37	2.369.323,93	25,45%
ON	152.298.590,00	737.945,60	9,33%
Acción	86.201.088,25	485.689,71	5,28%
Bono \$	64.508.766,74	368.095,67	3,95%
ETF	57.736.838,04	329.454,14	3,54%
Letra	26.932.504,00	194.884,00	1,65%
Letra Prov.	17.963.000,00	102.499,29	1,10%
PF	0,00	0,00	0,00%



- ✓ Los FCI generaron buena tasa y cobertura ante la inflación de 2022; al igual que la ON en dólares ante la devaluación de 2022.-
- ✓ Las Acciones, subieron en los últimos meses, si bien estamos pasados del límite de política de inversión; es bueno conocer que se debe al incremento de la inversión por valuación y no a nuevas inversiones en acciones.-
- ✓ Bonos en \$ y Letras, la estrategia fue generar buenas tasas de interés dándole estabilidad y cobertura ante inflación.-
- ✓ La posición de dólares MEP y CCL además de tener liquidez para aprovechar oportunidades lo utilizamos como cobertura generando rentabilidad en promedio de 98%.-



### Comentarios:

- ✓ El rendimiento anualizado de la cartera de títulos fue 95,73%.-
- ✓ La estrategia de la cartera de inversiones esta en línea con el perfil inversor de la institución siendo conservadora y tratando de mantener el poder adquisitivo del dinero.- No encontramos en un difícil contexto, generada por la inflación con presiones en el tipo de cambio y en un año eleccionario, que siempre es particular. Este año 2023, nos vamos a centrar en la protección de las inversiones, manteniendo y/o aumentando la dolarización de la cartera. Con algunas nuevas inversiones, en Obligaciones Negociables logrando así bajar un poco la exposición de bonos en dólares. Y manteniendo una liquidez justa en pesos pero correlacionada con la inflación.

Rendimiento Proyectado:	TIR	DM	Desvío
	84,9%	3,4	12,15%

Tipo	CATERA DE ACTIVOS / Mediana			
	%/Cartera	TIR	Duration	Desvío
Bono USD	50,2%	94,9%	5,1	17,8%
FCI	24,5%	68,3%	0,5	4,7%
ON	9,4%	77,5%	1,3	10,0%
Acción	5,3%	73,8%	1,0	25,0%
Bono \$	4,0%	108,8%	0,7	7,0%
ETF	3,7%	76,0%	1,0	3,0%
Letra	1,7%	91,0%	1,8	5,0%
Letra Prov.	1,1%	83,0%	1,2	10,0%
PF	0,0%	66,5%	0,1	0,0%

- ✓ El proyectado de la cartera con todos sus supuestos se encuentra en el 85% de rentabilidad en los próximos 12 meses.-

Quedamos a su entera disposición para detallar y/o ampliar cualquiera de los puntos desarrollados.

[asociados@combechubut.com.ar](mailto:asociados@combechubut.com.ar)

