

# Informe Macro julio

Una macro muy exigida en la víspera de las PASO

19 de julio de 2023

**ppi** Portfolio  
Personal  
Inversiones



El BCRA lleva vendidos más de US\$2.000m en el MULC tras el fin del dólar “soja” 3, con el agravante de que aceleró el ritmo de ventas desde mediados de junio. Probablemente con el objetivo de sostener la actividad en la antesala de la elección, Massa consiguió en su viaje a China darles uso a los yuanes del swap. Desde fines de mayo se utilizaron US\$2.270m en yuanes para pagar importaciones del gigante asiático e incluso se le pagó al FMI con US\$1.073m en yuanes, totalizando una utilización de la moneda china de US\$3.342m. **La aparición del swap como herramienta amplía el margen de maniobra del BCRA, que puede destinar los dólares que tiene en el activo a otros fines, aunque siempre profundizando la posición de reservas netas negativas.**

Otros dos flujos relevantes que tendrán impacto sobre las reservas netas serán los derivados del acuerdo con el FMI y la intervención en los dólares financieros. Respecto al acuerdo con el Fondo, incluso en el escenario más optimista en el que se adelantan los tres desembolsos por US\$10.800m (altamente improbable), **sólo maquillarán transitoriamente las reservas netas, pero no servirán para intervenir en ningún mercado** (el Fondo desembolsa para pagarse a sí mismo). Por otro lado, la semana pasada **volvió la presión dolarizadora y con ella la intervención del Central** (por ahora en MEP), elevando la pérdida diaria de reservas a US\$18m diarios desde apenas US\$4m en las semanas previas. Como referencia, en mayo la dolarización de portafolio requirió una intervención diaria promedio de US\$38m (US\$759m acumulada).

Con estos condimentos, es irremediable pensar en que **las reservas netas seguirán su camino declinante de aquí a las PASO** (y a los meses subsiguientes), dependiendo su nivel del tipo de acuerdo al que se llegue con el FMI. Según nuestros cálculos, las RIN están en -US\$7.500m e irían a -US\$13.300m si se pagara con yuanes al demorarse el acuerdo o a -US\$9.300m si el Fondo sólo desembolsa los US\$4.050m pendientes de junio. Ambos escenarios son los más probables del abanico de posibilidades que se abre. Asignamos baja probabilidad a que el FMI apruebe adelantar desembolsos.

Yendo a la negociación, **no vemos que Argentina tenga muchos argumentos para imponer su posición más que la sequía.** El programa comenzó a descarrilarse en espíritu el año pasado y en términos formales en el 1º trimestre de este año, en el que se **incumplieron la meta de reservas y fiscal**, antes de que impacte tamaño cisne negro. En el 2º trimestre se sumó el incumplimiento de la **meta monetaria**. Los desvíos son tan significativos que cuesta imaginar la justificación interna que hará el *staff*. No obstante, el Fondo podría acceder a adelantar parte de los desembolsos si Argentina cediera a los requerimientos de **ajuste fiscal y devaluación**, aunque son **sacrificios que el gobierno no está dispuesto a hacer en un período electoral.**

Volviendo a las reservas netas, que estén en mínimos negativos **no significa que el BCRA carezca de liquidez para seguir interviniendo en los mercados, sino que se está endeudando con alguno de sus acreedores.** Sin embargo, dada la tendencia negativa que mantendrá el flujo, **es esperable que tras las PASO se ajuste el racionamiento de los dólares** para que dicha liquidez “alcance” hasta fin de mandato (léase, un nuevo ajuste del Cepo). En nuestra opinión, el Gobierno se inclinará por esta medida antes de convalidar un salto discreto del tipo de cambio. El torniquete más duro probablemente ensanche la brecha cambiaria y acelere la inflación (aunque un triunfo de la oposición operará en el sentido contrario). De cortísimo plazo, creemos que la incipiente **presión dolarizadora se incrementará en la víspera de las PASO.** No obstante, con el resultado de la elección puesto vemos una bifurcación de caminos: el mercado no convalidará este nivel de CCL si triunfa JxC, como anticipa el promedio de encuestas, mientras que si el oficialismo sale fortalecido podríamos ir a testear los máximos de enero y julio 2022. En cuanto a **la inflación, pensamos que la baja de mayo y junio fue transitoria** y que, en agosto, empujado por el ajuste del Cepo que viene, retomará el camino ascendente para llegar cerca de los dos dígitos mensuales a fin de mandato.



Reservas: entre el acuerdo con el FMI y el swap con China



Nuestra visión del dólar oficial y del financiero

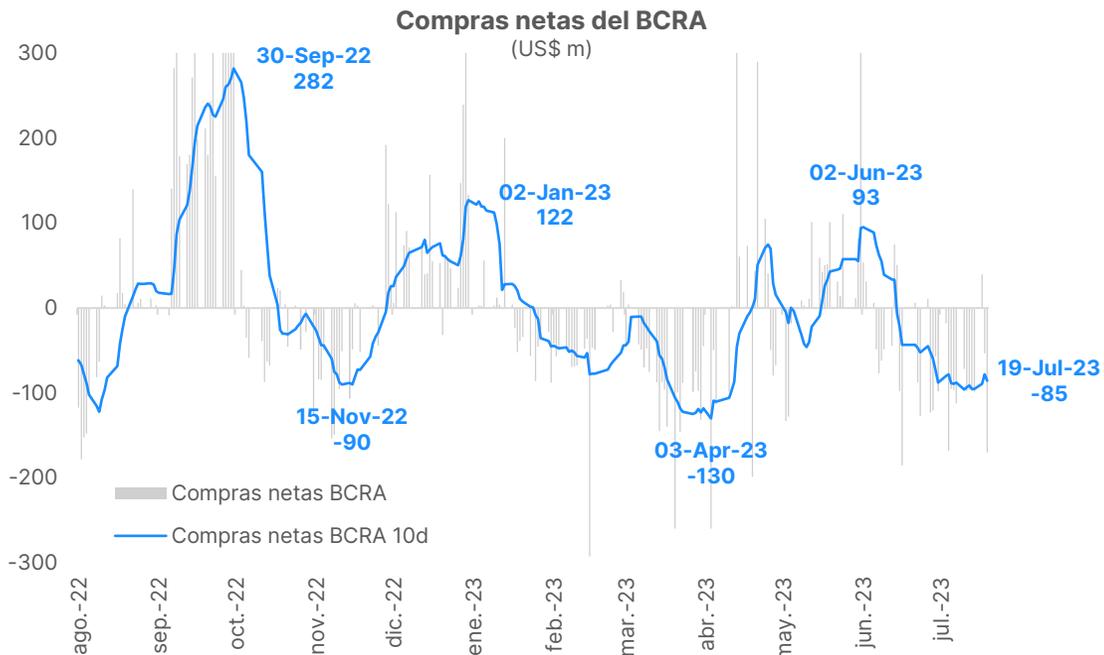


Inflación a la baja, ¿permanente o transitorio?

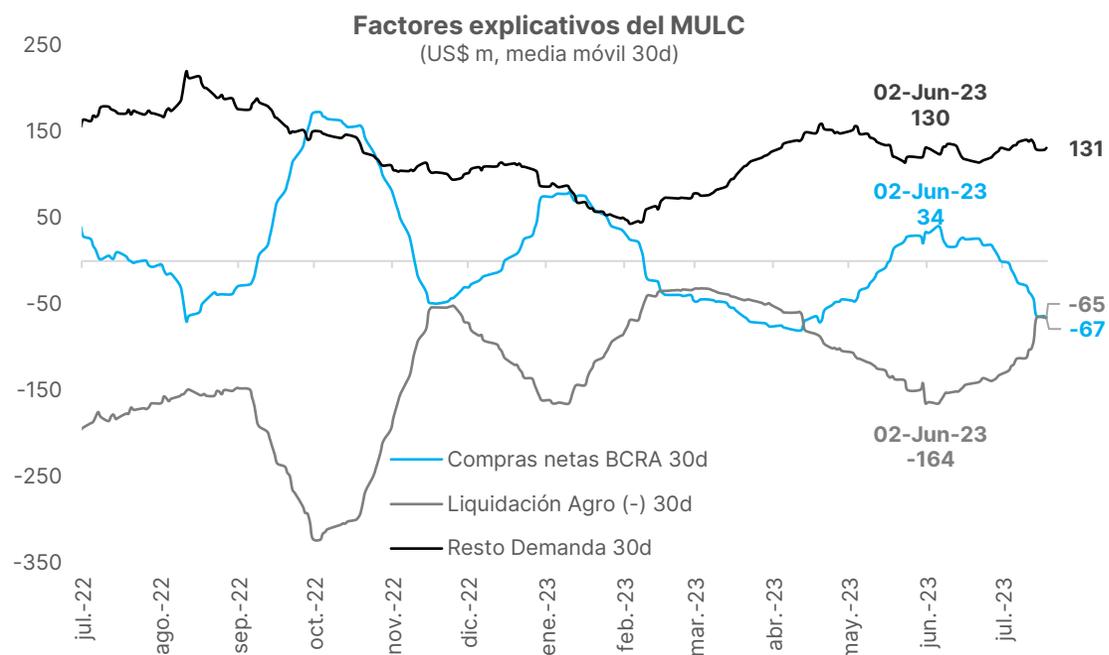


Semáforo económico

**El ritmo de ventas del BCRA se acelera**



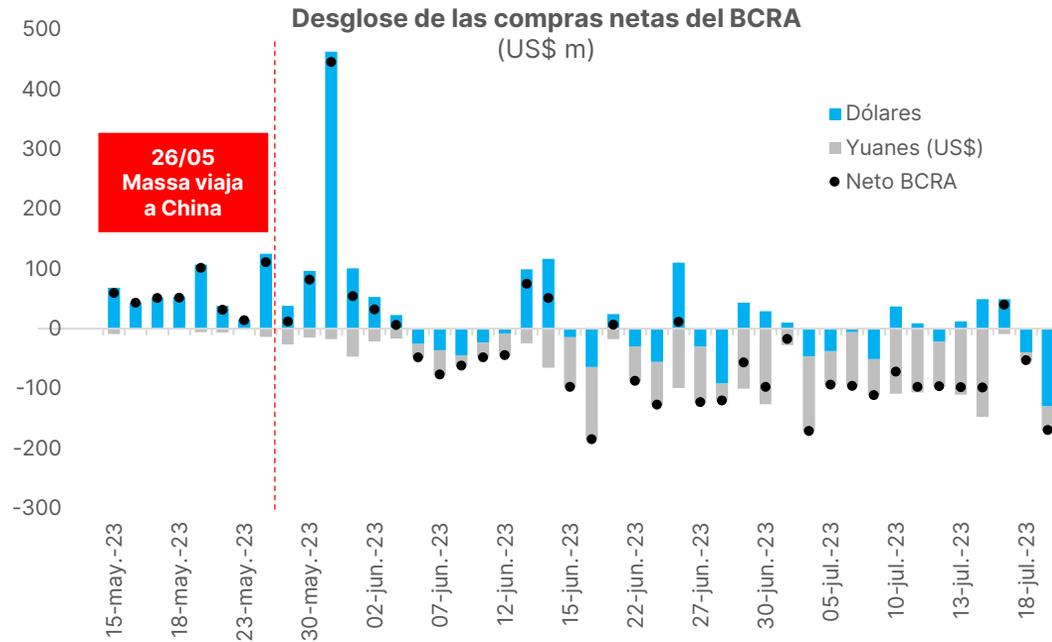
**El BCRA reemplazó al agro en el MULC para sostener actividad**



Al igual que en los esquemas previos, luego del dólar “soja” 3, el BCRA retornó a las ventas en el MULC, acumulando un saldo de **-US\$2.166m en 31 ruedas** (-US\$70m diarios). El ritmo de ventas se aceleró desde el 15/06, llegando a US\$85m diarios. La dinámica del mercado de cambios exhibe una **liquidación del agro que se desplomó 60%** desde fin del Programa de Incremento Exportador (de US\$164m a US\$65m diarios) y una **demanda privada inalterada** gracias a la provisión de divisas del BCRA. El objetivo probablemente sea **sostener la actividad** en la antesala de las PASO. Para dicho fin, la autoridad monetaria intensificó la **utilización de yuanes** (ver página siguiente).

Para acotar la pérdida de reservas el BCRA, así sea transitoriamente, vía un aumento de la oferta en el MUCL, el BCRA tendría en carpeta **lanzar la cuarta versión del dólar “soja”**. De la cosecha de 20/21 MTn ya se comercializaron 11,2 MTn, por lo que quedarían por venderse entre **8,8 y 9,8 MTn**. Al precio internacional de US\$/ton 550, esta producción tiene un valor de entre US\$4.800m y US\$5.341m. Asumiendo que el *share* de compra se asemeja al 29% de la etapa anterior, **el BCRA compraría entre US\$1.400m y US\$1.550m**. Para los órdenes de magnitud de reservas negativas que se manejan no se trataría de un *game changer*, aunque cortar momentáneamente con el drenaje constante traería algo de calma.

**BCRA raciona dólares y libera yuanes (con mismo impacto en RIN)**



**El swap puede ser el puente para terminar el mandato**

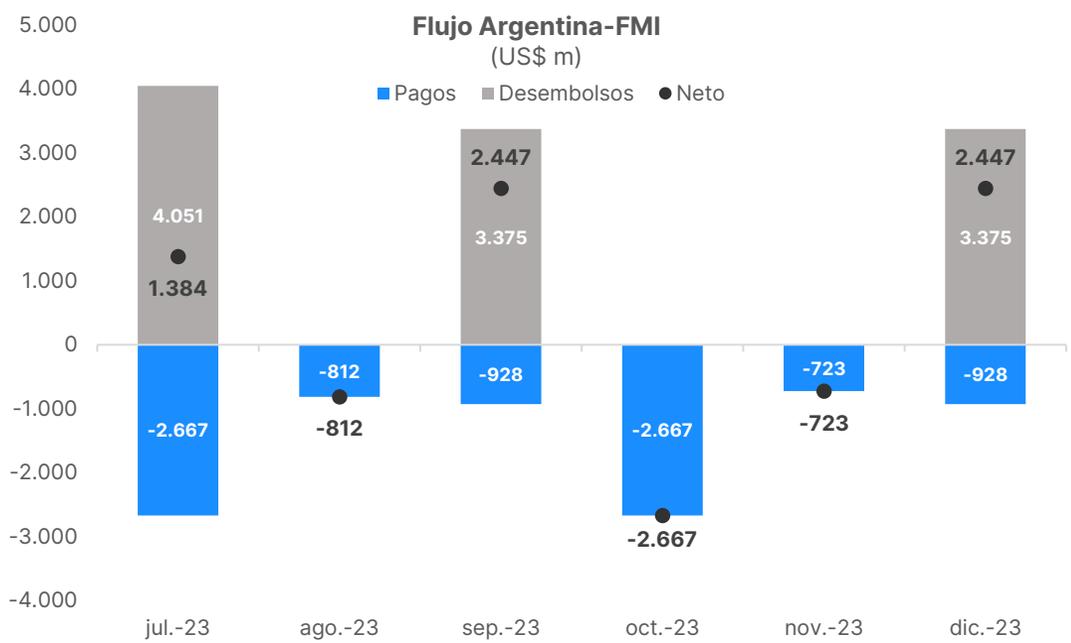
**Uso de Yuanes (US\$ m)**

| Mes        | MULC  | FMI   | Total | Total Acum. |
|------------|-------|-------|-------|-------------|
| 31-ene.-23 | 15    | -     | 15    | 15          |
| 28-feb.-23 | 0     | -     | 0     | 15          |
| 31-mar.-23 | 47    | -     | 47    | 62          |
| 30-abr.-23 | 14    | -     | 14    | 77          |
| 31-may.-23 | 152   | -     | 152   | 229         |
| 30-jun.-23 | 1.098 | 1.073 | 2.171 | 2.400       |
| 18-jul.-23 | 942   | -     | 942   | 3.342       |
| 31-jul.-23 | 1.834 | 2.675 | 4.509 | 6.909       |
| 1-ago.-23  | -     | 814   | 814   | 7.723       |
| 31-ago.-23 | 1.728 | -     | 1.728 | 9.451       |
| 11-sep.-23 | 549   | -     | 549   | 10.000      |
| 30-sep.-23 | 1.649 | 931   | 2.580 | 12.031      |
| 31-oct.-23 | 1.571 | 2.675 | 4.246 | 16.277      |
| 1-nov.-23  | -     | 726   | 726   | 17.003      |
| 21-nov.-23 | 997   | -     | 997   | 18.000      |
| 30-nov.-23 | 1.649 | -     | 1.649 | 18.652      |

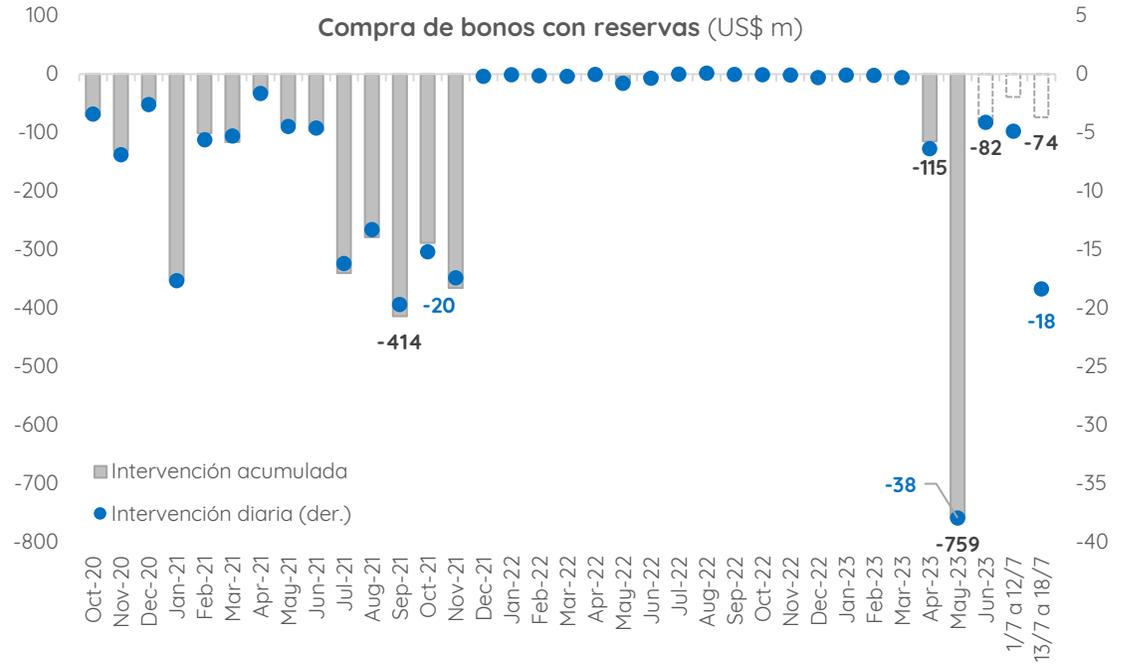
A partir del 26/05, mientras Massa visitaba China, comenzó a detectarse un **incremento significativo en la utilización de yuanes en el MULC**. Luego de volúmenes casi inexistentes entre enero y abril, en mayo se destinaron US\$152m para el pago de importaciones provenientes de China, US\$1.098m en junio y US\$1.834m proyectado en julio. Adicionalmente, para el pago al FMI de US\$2.680m de capital del *Stand By* firmado en 2018, se decidió pagar con US\$1.073m en yuanes dado el agotamiento de DEG en cartera del BCRA. Allí se abrió una alternativa para **seguir pagando al Fondo y mantener la deuda performing si las negociaciones no llegan a buen puerto** y, en consecuencia, se pausaron los desembolsos del Extended Fund Facilities (EFF) firmado en marzo 2022.

En el caso de que se siga pagando al FMI con yuanes (sin acuerdo) y se destine a la importación un volumen similar al de las ruedas de julio (US\$79m), **el primer tramo del swap de US\$10.000m se agotaría el 11 de septiembre**. Llegado ese punto, Massa debería pedir una ampliación del swap hasta el total de US\$18.160m. Ese adicional permitiría seguir haciendo frente a importaciones y pagos al FMI hasta el **21 de noviembre**. Para que “alcance” hasta fin de mandato, la variable de ajuste serían las importaciones. En el escenario de agotamiento del swap, las reservas netas bajarían hasta desde los -US\$7.500m actuales hasta -US\$22.300m. Esta operatoria implicaría **canjear US\$6.260m de deuda en cabeza del Tesoro con el FMI y exigible a 10 años por deuda en cabeza del BCRA con el Banco Popular Chino, cuya exigencia sería en 1-3 años**.

Los flujos con el FMI son negativos hasta fin de mandato



La presión dolarizadora habría comenzado el 13/7

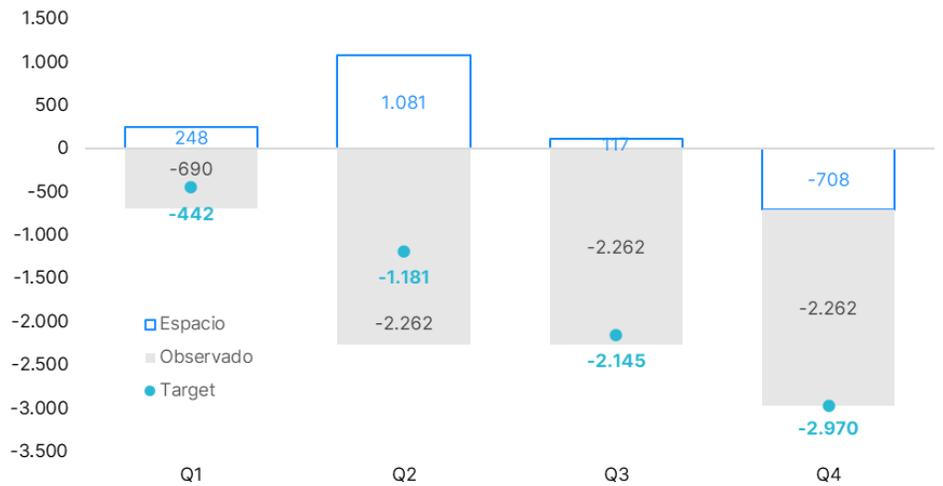


Si las negociaciones entre Argentina y el FMI llegan a buen puerto, **de mínima se destrabaría el desembolso de junio por US\$4.051m**, que a esta altura lleva casi un mes de retraso. Dicho fondeo sería consumido casi en su totalidad por los pagos de capital por US\$2.667m ya consolidados al 31/07 y el de intereses por US\$812m del 01/08, que no puede ser pospuesto. Así, sólo **quedaría un neto de +US\$572m**.

Argentina seguiría insistiendo por obtener un adelanto de los desembolsos de septiembre y diciembre de US\$3.375m cada uno. **Asignamos baja probabilidad a que el Fondo anticipe fondos contra metas que se saben de antemano incumplidas** (ver página siguiente). Ante un *board* que no tiene como garantizar que Argentina se alinee con las metas y un gobierno que rechaza cualquier tipo de *prior actions* en este contexto electoral (mayor ajuste fiscal y/o devaluación) suena razonable que el Fondo insista con desembolsar de acuerdo al cronograma original. En otras palabras, desembolsar para asegurarse cobrar. De un flujo acumulado hasta fin de mandato (30/11) negativo de US\$371m se desprende que **no habrá poder de fuego para intervenir en el MULC ni en MEP/CCL**. Al respecto, **el 13/7 volvió la intervención en los dólares financieros** (concentrada en MEP), llegando a un acumulado de US\$74m o US\$18m diarios. Para dimensionar lo que sería la presión dolarizadora pre PASO, la intervención en mayo alcanzó un récord de US\$759m (US\$38m diarios), superando largamente la de la víspera de las PASO 2021 de US\$414m (US\$20m diarios). **El trade off del BCRA será tolerar una ampliación de la brecha cambiaria o provocar una nueva filtración sobre una posición de reservas netas negativa récord.**

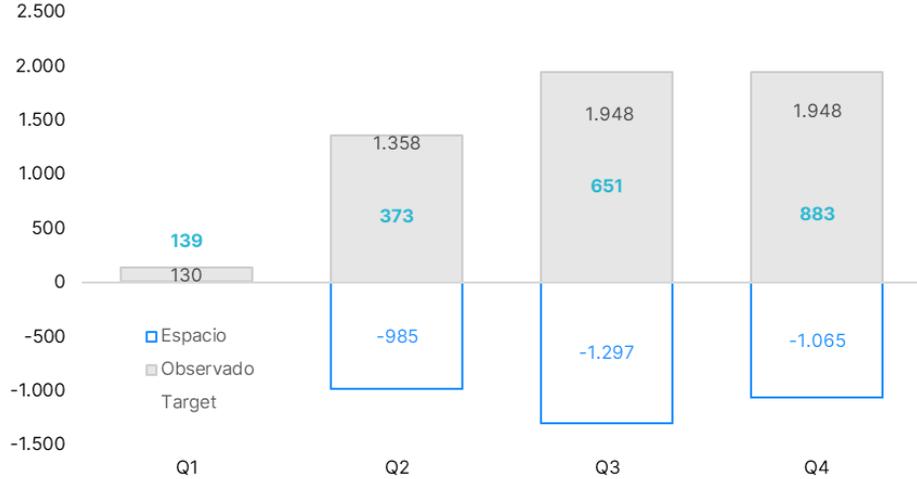
## Desvío relevante de la meta fiscal

Meta fiscal del FMI en 2023  
(\$ miles de millones)



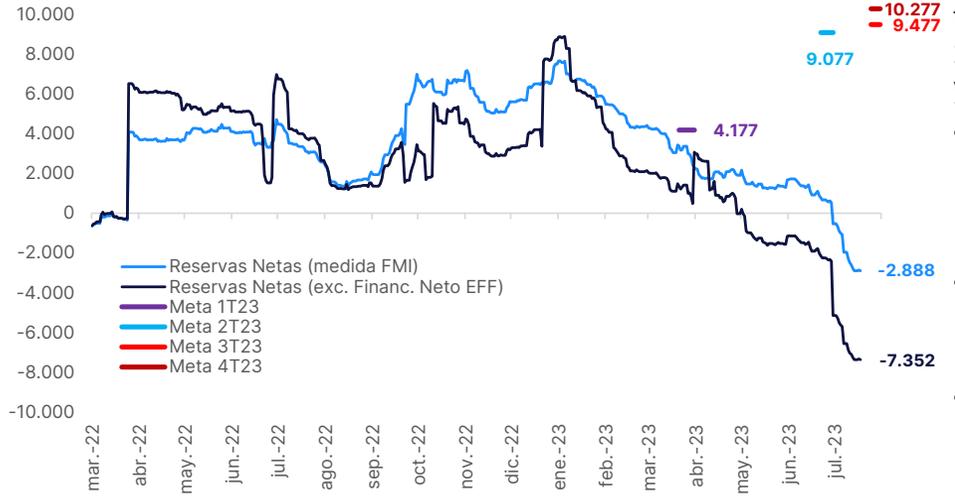
## El financiamiento monetario al Tesoro más que duplica el *target* anual

Meta monetaria 2023  
(\$ miles de millones)



## Desacumulación de reservas récord

Reservas netas  
(US\$ m)



Argentina no está dispuesta a ceder a los *prior actions* (requerimientos previos) del FMI, que implicarían una devaluación y/o un mayor ajuste fiscal, como compensación por el desvío mayúsculo de lo establecido por el EFF. **De las cuatro metas vinculantes, tres se desviaron significativamente del *target*.** Lo que empezó siendo un incumplimiento *de jure* en 2022, burlándose del espíritu del acuerdo con diversos trucos, terminó siendo uno *de facto* con el **desvío de la meta fiscal, monetaria y de reservas** en el 2º trimestre de 2023. **La única meta que sigue en pie es la posición vendida en futuros**, que tiene un límite de US\$9.000m y estimamos que ronda en US\$1.100m.

- Meta fiscal:** se habría incumplido por \$1,08b en el 2º trimestre y se perfila a desviarse marcadamente del *target* anual de \$2,97b. Alcanzar esta cifra implicaría un déficit primario de apenas \$0,59b en el 2º semestre, cuando suele duplicar al del 1º (habría sido \$2,26b). No vemos factible un ajuste de estas magnitudes en el período electoral.
- Meta monetaria:** la asistencia monetaria directa al Tesoro acumula \$1,95b en 2023 frente a una meta anual de \$0,88b. Es decir, en sólo medio año se superó en 121% el *target* anual. Dada la dinámica fiscal y el límite de Carta Orgánica, el BCRA podría girarle \$2b adicionales al Tesoro entre agosto y diciembre.
- Meta de acumulación de reservas netas:** el stock de -US\$536m (incluye financiamiento neto del EFF) 30/6 implicó un desvío de US\$9.613m respecto a la meta de US\$9.077m. El BCRA debería comprar US\$13.165m en lo que resta de 2023 para subir las reservas netas desde -US\$2.888m a +US\$10.277m, por lo que cumplir la meta anual es imposible con la dinámica del MULC bajo este tipo de cambio.

## Las reservas netas serán más negativas pre PASO

## El balance en dólares del BCRA (US\$m, al 14/7)

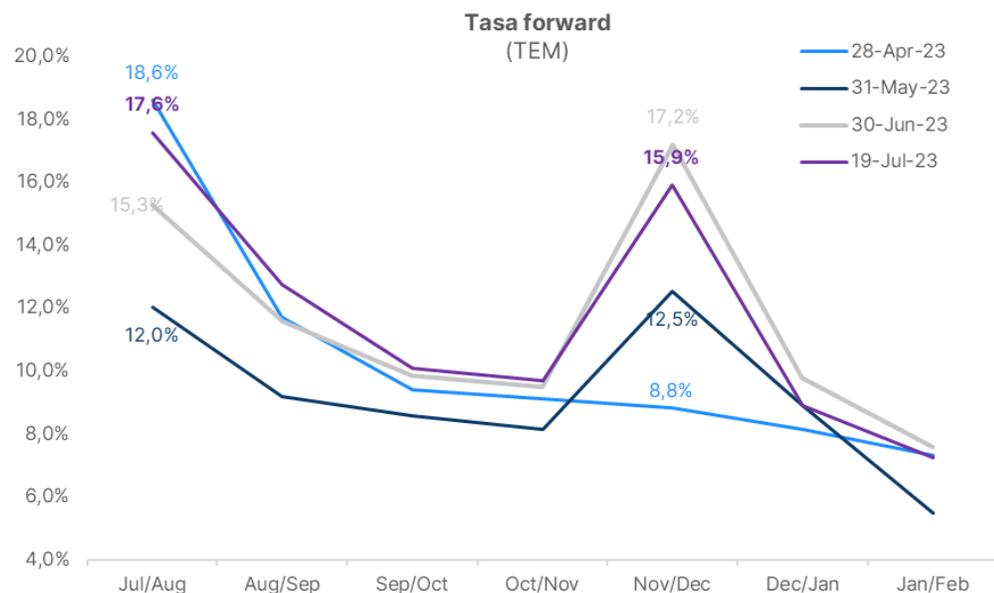


| Activos                    | 26.036       | Pasivos                    | 33.533        |
|----------------------------|--------------|----------------------------|---------------|
| Oro                        | 3.871        | Swap chino                 | 18.160        |
| Yuanes swap chino          | 14.815       | Encajes                    | 10.329        |
| DEGs                       | 0            | Instituciones Financieras  | 3.141         |
| <b>Liquidez en divisas</b> | <b>7.350</b> | Repo SEDESA                | 1.809         |
|                            |              | Cheques en divisas         | 23            |
|                            |              | Depósitos Gobierno         | 0             |
|                            |              | Otras Obligaciones en US\$ | 71            |
|                            |              | <b>Patrimonio Neto</b>     | <b>-7.497</b> |

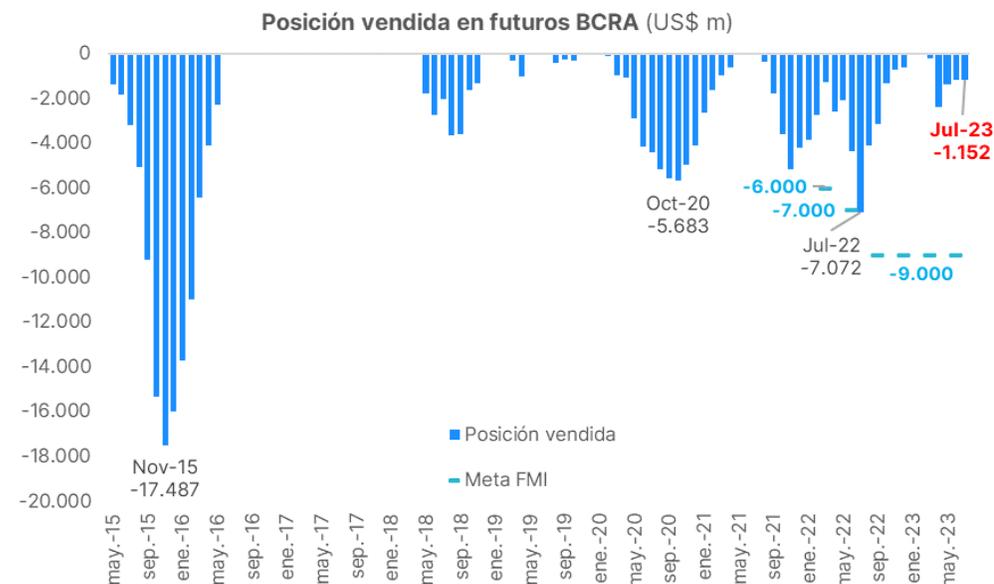
El desenlace del *affaire* FMI deja abiertos **múltiples escenarios**: i) suspensión de los desembolsos y pagos del *Stand By* firmado en 2018 (SBA 2018) continúan haciéndose con yuanes; ii) suspensión de los desembolsos y de los pagos del SBA 2018; es decir, **atrasos de corto plazo**; iii) acuerdo y desembolso de junio y iv) acuerdo, desembolso de junio y adelanto de uno o dos de los desembolsos pendientes de septiembre y diciembre. A esta hora, **el escenario más probable parecería ser el i), seguido por el iii)**. El riesgo del escenario i) es que el gobierno tenga rienda suelta para profundizar los desequilibrios fiscales y monetarios al desaparecer los límites del FMI. Esto supondría un punto de partida más desafiante para la próxima administración.

Al 19/7, las reservas netas se ubican en **-US\$7.500m** y la única certeza es que antes de las PASO serán más negativas de no mediar un adelanto de desembolsos del FMI, que a esta altura no parece el escenario más probable. Los flujos del MULC seguirán siendo negativos, a menos que se lance el cuarto dólar "soja". De continuar la dinámica de ventas de las últimas 10 ruedas de US\$85m, **el drenaje sería de US\$1.450m**. Adicionalmente, la intervención sobre MEP/CCL de US\$18m diarios observada desde el 13/7 podría continuar, dejando un saldo negativo de unos **US\$324m**, aunque cabría esperar que la presión dolarizadora se intensifique a medida que nos aproximamos a la elección. En base a estos supuestos y a los escenarios i) y iii) antes expuestos, **las reservas netas serían de -US\$13.391m o -US\$ 9.341m el 11/8**. En otras palabras, **el BCRA estaría endeudándose con algún acreedor por ese monto, pero no significa que carezca de poder de fuego** para intervenir tanto en MULC como en los dólares financieros (ver tabla: "El balance en dólares del BCRA"). Es probable que, para evitar escenarios de estrés mayor, **post elección se ajuste más el cepo cambiario**. Las consecuencias serían, *ceteris paribus* el resultado de la elección, una **ampliación de la brecha cambiaria** y un **recalentamiento de la inflación**.

## Marcada demanda por cobertura en contratos de agosto y diciembre



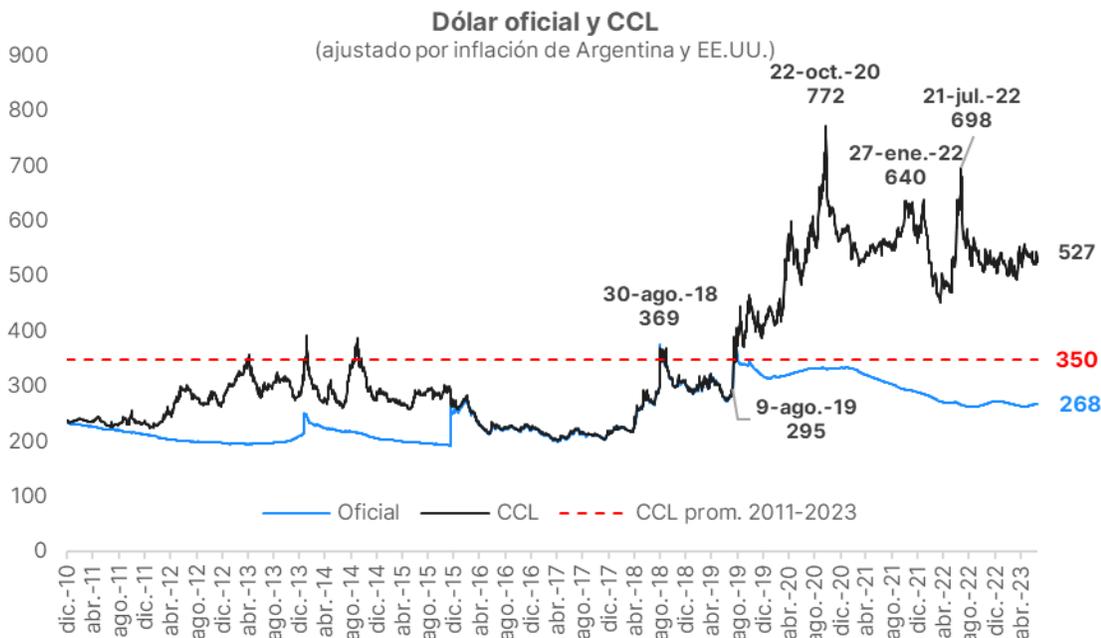
## La posición vendida del BCRA está en mínimos



Las tasas implícitas de los contratos más cortos de futuros de dólar (los más relevantes por su volumen operado) vienen incrementándose significativamente en lo que va de julio (con excepción de la tasa de julio), denotando una **fuerte demanda por cobertura en la víspera de las PASO**. La tasa de agosto ostenta la mayor suba al trepar 2.518 pbs en lo que va del mes, llegando 192,2% TNA y 465,6% TEA. Más aún, la tasa forward julio-agosto (la tasa spot a fin de agosto desde fines de julio) muestra una TNA de 214,5% o TEA de 617,4%, equivalente a una tasa efectiva mensual de 17,6%, por lo que más que duplica el ritmo actual del *crawling peg* (91,1% en lo que va de julio y 88,5% en últimos 5 días). Creemos que ese salto mensual tiene más que ver con una demanda excesiva por cobertura al quedar la elección en el medio más que a un cambio en el ritmo devaluatorio o a un Central “tirando la toalla”.

Por el momento, **el BCRA se ha mantenido prácticamente ausente del mercado**, dejando correr las tasas, al mantener una ínfima posición vendedora. Según nuestras estimaciones, en lo que va del julio el short de la autoridad monetaria se habría achicado a US\$1.150m desde US\$1.340m a fin de mayo (último dato oficial). Esto implica que tiene **un espacio de US\$8.000m para venderse hasta el límite de US\$9.000m acordado con el FMI** (única meta vinculante que sigue cumpliéndose). Tanto si se cierra el acuerdo y se aseguran desembolsos hasta fin de mandato o si se cancelan desembolsos y pagos, el riesgo es que el BCRA incremente la posición vendedora por encima del límite establecido, dejando otra pesada herencia a la próxima administración. Con la activación del swap, un probable nuevo torniquete del cepo cambiario post PASO y un cambio de expectativa que le permita navegar al BCRA con reservas negativas hasta fin de mandato, **el salto discreto del tipo de cambio sigue posponiéndose y reduciendo su probabilidad de aquí a diciembre**. Justamente la implícita noviembre/diciembre (si bien es un contrato de ínfimo volumen) muestra el otro punto de presión cambiaria o demanda de cobertura con una tasa efectiva mensual de 15,9%. Algunos inversores leen que, aun dejando el cepo cambiario los primeros meses, **un salto discreto del tipo de cambio oficial es inexorable ni bien asumida la próxima gestión**.

## El CCL en términos reales está lejos de su media



## La brecha ronda el 100%

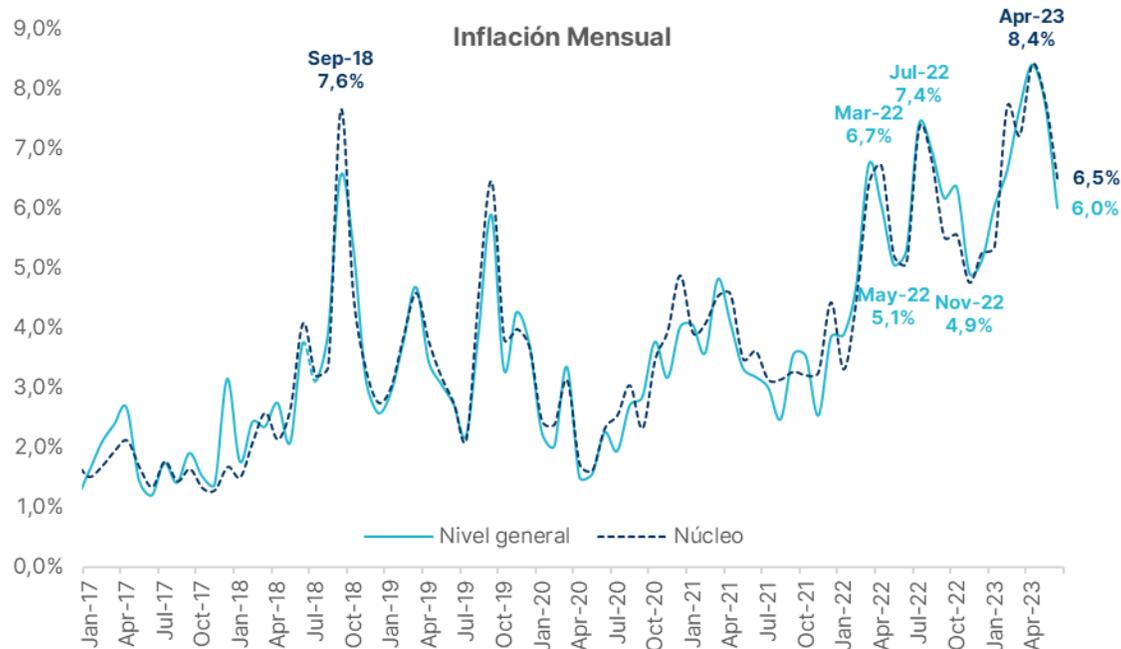


Entre el 13 y 14 de julio el CCL Senebi saltó 4,9% de \$515 a \$540, exhibiendo la **mayor suba para dos días desde el 19 de abril** (5,6%). En consecuencia, la **brecha volvió a superar el umbral del 100%** al tocar 103,7% al cierre del viernes. Esta semana cedió hasta \$527 (-2,4%), por lo que aún permanece por encima de los niveles previos a la disparada, habiendo retrocedido la brecha recortó hasta 96,9%.

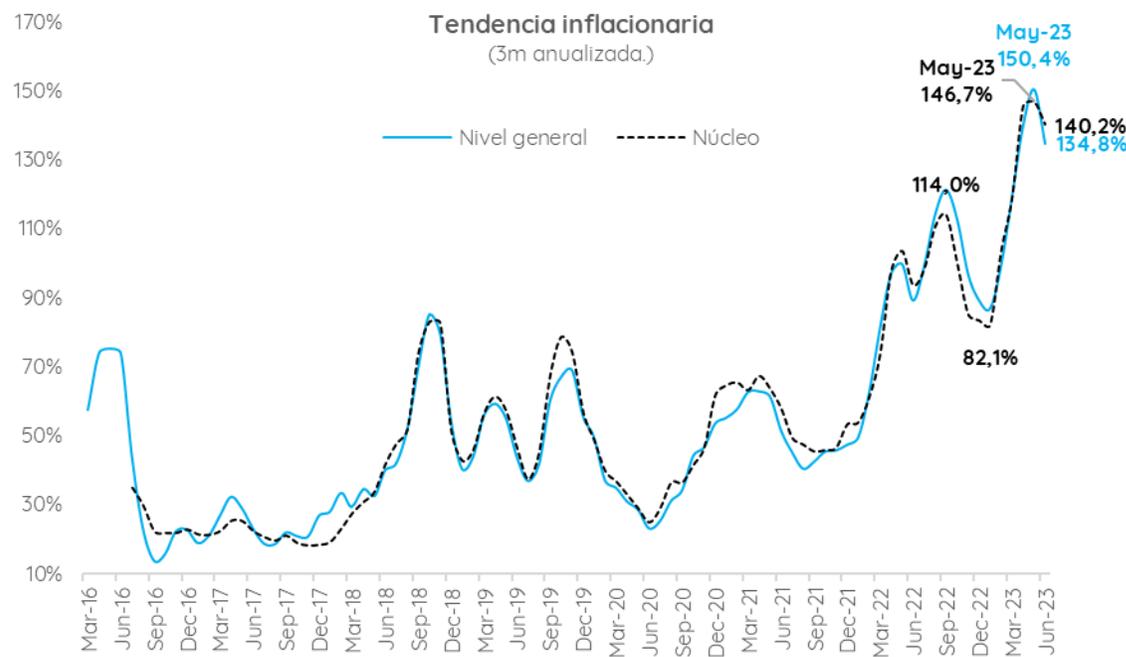
**¿Qué habría impulsado este rebote del CCL?** Consideramos que algunos inversores habrían visto puntos de salida atractivos tras el *rally* de los activos locales de los últimos meses y tomado ganancias ante la incertidumbre política de cara a las elecciones (reminiscencias de las PASO 2019). La moderación de la presión dolarizadora tuvo lugar tras las PASO de Santa Fe, en las cuales JxC obtuvo un triunfo contundente (63% vs 28% de UxP). Siendo la tercera provincia de mayor peso en el padrón (8% del total), la victoria opositora **incrementó el descuento de un gobierno promercado desde diciembre**.

**Si hay un cambio de administración, esperamos una fuerte apreciación real del peso.** La mejora en las expectativas derivaría en una abrupta baja del CCL (inversa del peso), el cual podría rondar entre \$295 (nivel pre-PASO 2019 a pesos de hoy) y \$369 (pico de la gestión Macri en agosto 2018). A modo de referencia, el CCL en pesos de hoy promedió \$350 entre 2011 y 2023, por lo que volver a estos niveles implicaría una caída de 34% desde el valor actual. Sin embargo, **si el oficialismo resulta victorioso, el CCL podría dispararse** a niveles de entre \$640 (pico enero 2022 cuando un no acuerdo con el FMI era una posibilidad) y \$698 (renuncia de Guzmán), acercándose la brecha a 150/160%.

## La inflación desaceleró por segundo mes consecutivo

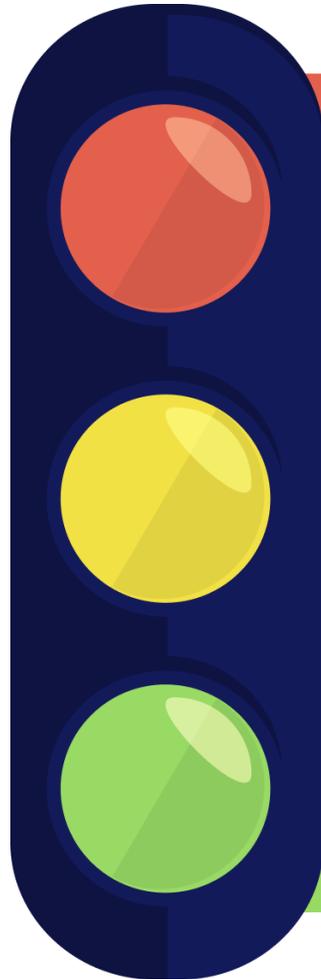


## La nominalidad sigue viajando muy por encima de 100% anualizado



La inflación sorprendió una vez más al mercado, ya que fue **6% en junio** (101,2% anualizado) cuando el REM esperaba 7,3%. Así, se desaceleró desde 7,8% en mayo y un pico en 21 años de 8,4% en abril, encadenando su segundo mes consecutivo a la baja, algo inédito en seis meses. Si bien la buena noticia es que no hubo una nueva aceleración, **es la primera vez desde 1990 que la inflación supera el 6% mensual por seis meses seguidos**. La inflación núcleo, la cual es una medida tendencial dado que excluye estacionales y regulados, exhibió un comportamiento similar, aunque su baja fue más modesta. **El componente subyacente recortó a 6,5%** en junio desde 7,8% en mayo y un máximo de 8,4% en abril. De esta forma, **excedió el 6,5% por quinto mes**, empezando a consolidarse como nuevo piso inflacionario. Más allá de los acontecimientos recientes, no debe soslayarse que **la inflación sigue moviéndose a un ritmo superior al 100% anualizado**. La media móvil de tres meses de la general cedió de un pico de 150,4% a 134,8%, el tercer registro más alto desde 1991. En tanto, la núcleo, permaneció muy cerca de su máximo histórico de 146,7% al ubicarse en 140,2%.

La pregunta del millón es si los datos de mayo y junio auguran el inicio de una tendencia bajista. No debe pasarse por alto que Argentina está envuelta en un régimen de alta inflación, que se caracteriza por **no tener un recorrido lineal**. En este tipo de dinámica, los picos pueden ser cada vez más altos (6,7% en marzo, 7,4% en julio 2022 y 8,4% en mayo 2023) con valles transitorios en el interín. Seguimos pensando que la próxima aceleración de la inflación tendrá como **canal de transmisión un ajuste del cepo post PASO**, con su consecuente ensanchamiento de la brecha y mayor *pricing* a CCL, de manera análoga a lo ocurrido en abril. El mayor ajuste del cepo será la consecuencia de la presión del **exceso de pesos** sobre las reservas del BCRA derivado de la monetización del déficit.



- Liquidación del agro
- Ritmo de ventas del BCRA en el MULC
- Reservas netas negativas y en mínimos
- Déficit primario se perfila a 3,5/4% del PBI
- Emisión monetaria para financiar el déficit fiscal

- Dólares financieros
- Baja de la inflación
- Posible acuerdo con el FMI para destrabar los desembolsos
- Tímido retorno de la intervención en dólares financieros

- Tasa real *ex ante* positiva
- Uso del swap chino como plan B para el pago a FMI e importaciones hasta las PASO
- Triunfo de JxC en provincias claves acrecienta chances de que un gobierno promercado gane la elección

# Nuestro Equipo

**Pedro Siaba Serrate**

Head of Research & Strategy

[psiabaserrate@portfoliopersonal.com](mailto:psiabaserrate@portfoliopersonal.com)

**Lucas Caldi**

Corporate Credit Team Leader

[lcaldi@portfoliopersonal.com](mailto:lcaldi@portfoliopersonal.com)

**Diego Ilan Méndez**

Analyst

[dmendez@portfoliopersonal.com](mailto:dmendez@portfoliopersonal.com)

**Alejo Lerner**

Analyst

[alerner@portfoliopersonal.com](mailto:alerner@portfoliopersonal.com)

**Lautaro Casasco Herrera**

Intern

[lherrera@portfoliopersonal.com](mailto:lherrera@portfoliopersonal.com)

**Emiliano Anselmi**

Chief Economist

[eanselmi@portfoliopersonal.com](mailto:eanselmi@portfoliopersonal.com)

**Melina Eidner**

Economist

[meidner@portfoliopersonal.com](mailto:meidner@portfoliopersonal.com)

**Francisco Schiffrer**

Team Leader Strategist

[fschiffrer@portfoliopersonal.com](mailto:fschiffrer@portfoliopersonal.com)

**Natalia Denise Martin**

Analyst

[nmartin@portfoliopersonal.com](mailto:nmartin@portfoliopersonal.com)

**Martín Cordeviola**

Analyst

[mcordeviola@portfoliopersonal.com](mailto:mcordeviola@portfoliopersonal.com)



El presente documento es propiedad de PP Inversiones S.A. ("PPI"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de PPI. El presente tiene un carácter exclusivamente informativo y se basa en información proveniente de fuentes públicas. Nada en este documento podrá ser interpretado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables u otros activos financieros. PPI no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. El presente no constituye asesoramiento en inversiones. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables. PPI es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 686 y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 73, en todos los casos de la CNV.