



ALINEADOS

En el último mes los activos argentinos tuvieron un importante repunte. Esta performance se apoyó en diversos factores, entre los que se destacan los flujos de capitales hacia la región, y a Brasil en particular. En el plano local, el mercado cambiario continuó mejorando, aunque con signos de fatiga que se irán intensificando en los próximos meses. Debido al alza en los ingresos por retenciones (y sin gasto Covid), se aprecian mejoras en el frente fiscal, aunque creemos que son más transitorias que permanentes. La inflación da signos de moderación pero se mantiene muy elevada.

AUTOR

MARTÍN POLO,
Estratega en Jefe
de Cohen

Con viento a favor. Aunque con mayor volatilidad en el último mes, el contexto financiero global continuó jugando a favor de los activos argentinos. Es que con la FED asegurando tasas de interés bajas hasta el 2023 y comprando USD 120.000 M por mes, empujan a la búsqueda de rendimientos y se favorecen los activos más riesgosos. Por caso, el rendimiento de un bono a 5 años de Grecia prácticamente está en terreno negativo, mientras que los bonos de alto rendimiento de EE.UU. actualmente rinden 4%, 2 pp por debajo del promedio histórico de un bono del tesoro. Esta onda expansiva llegó a los mercados emergentes: el índice de bonos emergentes rinde 4,8% (1 pp por debajo del promedio de los últimos 5 años) y el de bonos emergentes de alto rendimiento llega a 6,6% (vs 7,2% de promedio de los últimos 5 años). Con este marco de fondo, el índice de bonos argentinos soberanos en moneda extranjera mejoró 11% desde sus mínimos de mayo, en tanto que el Merval medido en CCL subió casi 30%.

Mejoras en el frente externo. Apoyado en la notable mejora que tuvieron los precios de las materias primas en el último año, con alzas que superaron el 50%, la liquidación de divisas del agro se mantiene a buen ritmo, muy por encima al registro del año pasado (en los primeros seis meses de este año el agro liquidó USD 17.500 M, casi el doble que en el primer semestre del año pasado). Esta mayor oferta fue suficiente para abastecer la demanda neta de divisas de los demás sectores, ya sea por importaciones como por pagos de deuda. Con este marco de fondo, el BCRA compró USD 6.500 M en el mercado cambios, y esto fue determinante para que las reservas internacionales netas (excluyen encajes en moneda extranjera, préstamos con organismos internacionales y el swap con China) se recuperen: de USD 2.900 M a fin del año pasado a casi USD 7.000 M en junio. Pese a esta evolución favorable del mercado de cambios, en junio ya

comienzan a notarse signos de fatiga, dado que el ritmo de compras del BCRA es un tercio de lo que había sido en mayo. Esto obedecería al incremento en los pagos por importaciones y menor ingreso de exportaciones de otros sectores, tendencia que se agudizaría en los próximos meses.

Más reservas, menos devaluación. Habiendo ganado más poder de fuego, aprovechando la “temporada alta” de liquidación del agro y de la apreciación del real brasileño, el BCRA continuó moderando el ritmo de devaluación del tipo de cambio oficial: de mover el tipo de cambio al 45% a principios de año, en el último mes lo hizo al 15% anualizado. Mientras tanto, con algunas intervenciones del BCRA, la brecha entre el CCL y MEP respecto al tipo de cambio oficial se mantuvo relativamente estable, en torno al 75%.

Mejoran las cuentas públicas, pero sin plan fiscal. Debido al salto en la recaudación y sin la mochila del gasto COVID, en los primeros cinco meses del año las cuentas públicas tuvieron una performance mejor a la esperada. Concretamente, entre enero y mayo el déficit primario fue de 0,1% PBI (\$54.500 M), muy por debajo del 2,6% de PBI que marcó en el mismo período del año pasado. Contabilizando los intereses, el déficit llegó a 0,8% del PBI, 2,9 pp inferior al de los primeros cinco meses de 2020. La mejor performance de las cuentas públicas se dio principalmente por el alza de 0,7% del PBI en los ingresos (0,5% del PBI debido a mayores ingresos por retenciones y 0,2% de impuesto a la riqueza), en tanto que el gasto primario se redujo 1,7% de PBI (0,8% de PBI por menor gasto covid y 0,6% por ajuste real en las jubilaciones). En tanto, el resto de los componentes del gasto permanecieron sin grandes cambios.

La inflación baja levemente. El IPC de mayo marcó un alza de 3,3% respecto a abril, siendo la octava suba consecutiva por encima del 3%. Este resultado estuvo levemente por debajo de las expectativas (esperábamos 3,8%, en tanto que el REM preveía 3,6%) y fue la más baja desde noviembre del año pasado. Así las cosas, en el último semestre el IPC subió a un ritmo del 60% anualizado. La moderación que marcó la inflación en mayo se explicó por los precios estacionales, que anotaron un alza de 1,5% (venían subiendo al 4% por mes), tanto así como por el IPC Core, que subió 3,5% (venían subiendo al 4.3% mensual). Los precios regulados, por su parte, mantuvieron el ritmo que venían marcando: subieron 3,8% impulsados por el alza de combustibles.

Segundo semestre con más tensión. Si bien continúa siendo favorable y por el momento no vemos cambios bruscos en la política monetaria de la FED, el contexto internacional ya no ayudará tanto como en la primera mitad del año, pues creemos que el rally alcista de las materias primas se terminó. Sin dudas, seguimos muy de cerca el cambio de lenguaje que pueda hacer la FED si los datos de inflación en EE.UU continúan por encima de lo esperado, ya que esto podría adelantar nuevamente la suba de tasas y el retiro de estímulos. Con las elecciones a la vista, esperamos que el gobierno ponga todos sus esfuerzos en mantener la estabilidad cambiaria y dejar para después de las elecciones los problemas de fondo y la negociación de un programa con el FMI. Finalizada la temporada alta de liquidación de divisas del agro, y con la demanda por importaciones y por pagos de deuda en alza, el mercado cambiario estará más tensionado. En este contexto, prevemos que el BCRA venderá reservas para evitar movimientos bruscos en el tipo de cambio, y mantendrá el nivel de devaluación por debajo a lo que lo hacen los precios. Esperamos que la inflación de cierto respiro, aunque seguirá navegando en torno al 3% mensual, casi al doble del ritmo de

devaluación. Es un camino de aguante hasta las elecciones que después necesariamente deberá tener ajustes, ya sea si hay un acuerdo con el FMI que obliga a corregir algunas variables o si no lo hubiese, porque la demanda se aceleraría, la oferta se verá afectada y esto presionará sobre las reservas internacionales, lo que obligará al BCRA a acelerar el ritmo de devaluación.

RECOMENDACIONES DE INVERSIÓN DEL MES

Bonos soberanos. Los bonos soberanos en USD se encuentran un 11% arriba desde sus mínimos de mayo, aunque esta suba se dio en un contexto de alzas generalizadas para los bonos emergentes (en especial los de peor calificación). Al margen de esta suba, los precios de los bonos ya contemplan muchas de las malas noticias. Si consideramos que en 2023 puede haber un default del estilo de Ecuador en 1999 (muy agresivo, con un NPV de 40 USD), todos los bonos terminarían con alzas. La mejor relación riesgo/retorno la tiene el GD38, que recupera mediante cupones un 14% de la inversión para fin de 2023. Por ser indenture 2005 (al igual que el GD41), tiene una estructura legal más robusta y defensiva. **A estos precios somos muy constructivos, aunque con horizontes de inversión de 2 o más años y para porciones moderadas del capital.**

Títulos en pesos. Tras el fuerte incremento que tuvieron los precios minoristas en los primeros cinco meses de mayo -promediando un alza de 4% mensual- esperamos que, hasta las elecciones, la inflación se modere. Sin saltos en el tipo de cambio ni ajustes de precios regulados, la inflación navegará en torno al 3% mensual. Así las cosas, **seguimos muy constructivos con el segmento CER.** Un instrumento de corto plazo que permite beneficiarse de esta baja temporal de la inflación,

pero siempre por encima de la devaluación del tipo de cambio oficial, es el **TX21**, bono que rinde 39,1% de TNA. Si bien es un bono CER, al conocerse el dato de inflación de mayo, ya pasa a ser casi un bono a tasa fija, con un rendimiento mucho mayor al de sus comparables (la LEDE más cercana rinde cerca de 36%). Más allá de la previsible estabilidad cambiaria, **no hay que descartar asignar una porción a cobertura dollar linked** con horizonte 2022. La baja en el precio de la soja, y conjunto con un dólar que se comienza a apreciar, alzan la señal de alerta de que el atraso cambiario actual deberá ser corregido, además de riesgos locales que podrían repercutir en la necesidad de acentuar dicha corrección.

Corporativos en Dólares. Se han beneficiado del rebote que hubo en los activos locales en términos generales, volviendo a niveles de un dígito de rendimiento en muchas emisiones. Dos oportunidades que todavía presentan rendimientos de dos dígitos muy interesantes, con duration corta, son **Aeropuertos Argentina 2000** (12,3% TIR / MD 2,2x / Precio USD 88 cada USD 100 VR / cupón 6,875% / amortización trimestral de capital del 4,35% / vencimiento final 01/02/2027) e **Irsa Propiedades Comerciales SA** (13,7% TIR / MD 1,5 / Precio USD 95 / cupón 8,75% / venc. 23/03/2023).

Bonos Subsoberanos. Muy buen resultado han dado las recomendaciones que veníamos mencionando en los House View anteriores. **Provincia de Santa Fe 2023** pasó de USD 81 a los actuales USD 92,6, rindiendo TNA 15,3%. Dado su próximo vencimiento, nivel de baja deuda de provincia y resultados financieros superiores a USD 220 M en los últimos cuatro trimestres, es un riesgo que sigue siendo interesante. En cuanto a **Córdoba**, la reforma en las cajas previsionales comienza a mostrar resultados en las cuentas de la provincia, registrando un fuerte

ahorro financiero de USD 396 M acumulado entre el 2Q20 y 1Q21. Seguimos viendo oportunidad en el **CO25**, que ahora vale USD 76, rinde una TNA de 16,1% y tiene una MD de 2,6x. El CO26 ha llegado a un nivel de valuación adecuado teniendo en cuenta su collateral, rindiendo 9,5% TNA a los USD 65,75 actuales, y cotizando con una paridad de 94%.

Merval en dólares. Siendo selectivos creemos que el **Merval a USD 400 es una oportunidad** a pesar del nivel de incertidumbre existente. Habiendo caído 77% desde los máximos de USD 1800 registrados en enero de 2018, la historia nos dice que quienes invirtieron en el Merval luego de este derrumbe, pasados 3 años registraron ganancias anualizadas del 31% promedio. A su vez, haciendo un análisis predictivo del Merval considerando el Riesgo País, los niveles actuales de 1500 puntos de riesgo marcan un objetivo de USD 480 de Merval, 20% superior **al nivel actual**. Dentro de la selectividad, destacamos empresas del panel líder cuya capitalización de mercado medida en dólares cable es similar a las ganancias que, estimamos, presentarán en este 2021 (más la caja neta de deuda que presentan actualmente): este es el caso de **Ternium Argentina (TXAR)** y **Mirgor (MIRG)**. Otros casos muy interesantes para tener en cuenta son la petrolera **VISTA** (que cotiza a Valor Empresa / EBITDA 2021 de 2x), Bolsas y Mercados SA (BYMA) y la cementera **Loma Negra (LOMA)**.

HOUSE VIEW LOCAL

El presente informe es publicado por Cohen S.A. y ha sido preparado por el Departamento de Research de Cohen S.A. El objetivo del presente informe es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de inversión de Cohen Sociedad de Bolsa S.A. para la compra o venta de los títulos valores y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El presente informe no debe ser considerado un prospecto de emisión ni una oferta pública. Aunque la información contenida en el presente informe ha sido obtenida de fuentes que Cohen Sociedad de Bolsa S.A. considera confiables, tal información puede ser incompleta o parcial y Cohen Sociedad de Bolsa S.A. no ha verificado en forma independiente la información contenida en este informe, ni garantiza la exactitud de la información, o que no se hayan producido cambios adversos en la situación relativa a los emisores descripta en este informe. Cohen Sociedad de Bolsa S.A. no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, en cuanto a la veracidad o suficiencia de la misma para efectuar la toma de decisión de su inversión. Todas las opiniones o estimaciones vertidas están sujetas a las variaciones intrínsecas y extrínsecas de los mercados.