

HOUSE VIEW LOCAL

ENERO, 2022



por MARTÍN POLO,
estratega en jefe
de Cohen

LA CORNISA

Argentina sigue sin mostrar un plan económico que apunte a corregir de manera sustentable los desequilibrios macroeconómicos. Pese a la buena recuperación del nivel de actividad, a la notable mejora de las exportaciones y a los Deg's recibidos, durante 2021 no logró avances sustanciales en materia fiscal, financiamiento de déficit ni política anti-inflacionaria. Tampoco avanzó en las negociaciones con el FMI para alcanzar un acuerdo que le permita refinanciar los vencimientos de deuda que se vienen y que no tiene cómo afrontar. Mientras tanto, el mercado cambiario sigue bajo presión, el BCRA pierde reservas internacionales, la brecha cambiaria se mantiene muy elevada y la inflación se acelera. Así, los activos financieros locales no despegan y los bonos profundizan su caída. Sólo le escaparon a esta tendencia los instrumentos indexados a la inflación y el Merval, que venía de niveles muy bajos.

Vienen tiempos de definición para el gobierno argentino, que deberá mostrar resultados concretos y un acuerdo con el FMI que evite el default. Con este marco de fondo, nuestras recomendaciones de inversión para pasar el verano apuntan a posicionarse en instrumentos cortos y muy selectivos con las acciones.

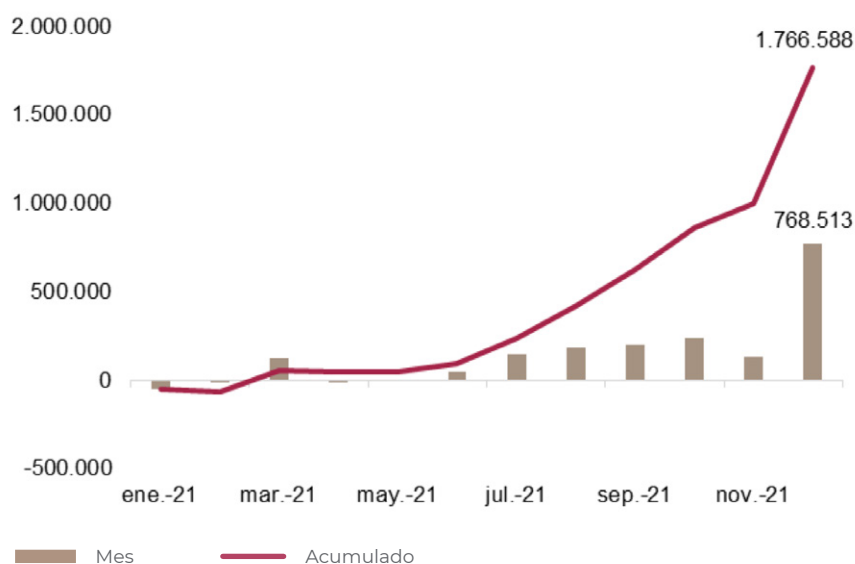
Muchos pesos

Lejos de mostrar un sendero fiscal sostenible, diciembre marcó un fuerte aumento del déficit fiscal. Esto se dio pese a la buena performance de la recaudación tributaria que subió 75% i.a. en diciembre de la mano de la recuperación del nivel de actividad, de la inflación y los ingresos por retenciones. Detrás de este resultado está el fuerte incremento del gasto primario. Nuestras estimaciones apuntan a un déficit primario en torno a \$600.000 M en diciembre por lo que 2021 habría terminado con un desequilibrio total de \$1.100 MM ó 2.5% de PBI. Peor aún, sin los ingresos extraordinarios por Deg's e impuesto a la riqueza, el déficit llegó a 4,0% del PBI. Esto demuestra que se hizo muy poco para avanzar en la consolidación fiscal con

aumentos de gastos que lucen más permanentes. Casi el 75% del déficit se financió con emisión monetaria y el resto con colocaciones de deuda en el mercado local, aunque sólo el 8% fue con demanda genuina, dado que con cambios regulatorios se forzó el financiamiento bancario.

Con el récord de giros por más de \$750.000 M en todo 2021 el BCRA le transfirió al Tesoro más de 3.9% del PBI –unos \$1.700.000 M– siendo el segundo peor año desde la Convertibilidad (sólo superado por el de 2020 que por el derrumbe del nivel de actividad y gasto asociado al COVID-19 llegó a 6.7% PBI). **Esto pone un piso elevado a la inflación de 2022 y presiona al mercado cambiario.**

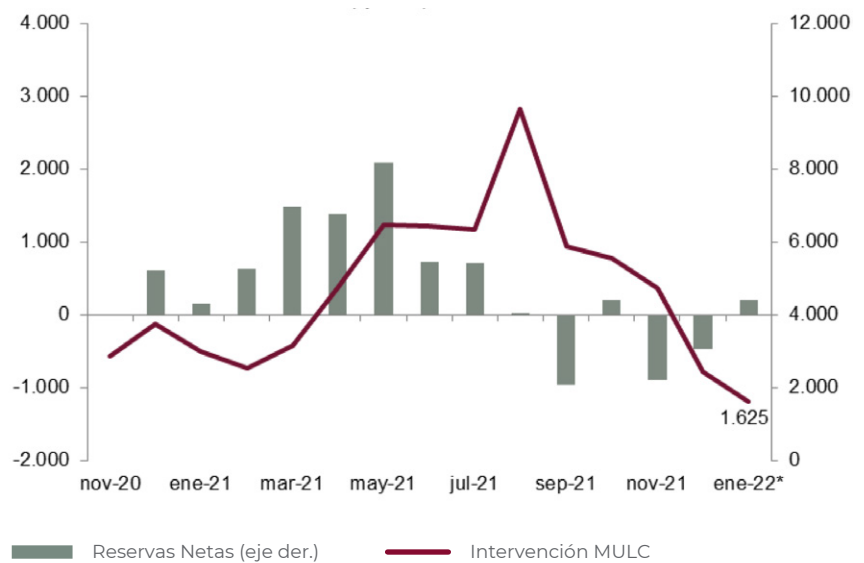
EXPANSIÓN MONETARIA POR ASISTENCIA AL TESORO EN MILLONES DE \$



Reservas en jaque

Pese a las mayores restricciones en el mercado de cambios y el muy buen desempeño de las exportaciones, el ingreso de Deg's y la reprogramación de los vencimientos de la deuda con el Club de París, el mercado cambiario siguió bajo presión y el BCRA no pudo evitar la caída de reservas internacionales netas. Concretamente, mientras que en los primeros siete meses de 2021 el BCRA pudo comprar USD 1.000 M, a partir de agosto el mercado cambiario fue aumentando la tensión debido a la caída estacional de las exportaciones del agro, un menor financiamiento comercial y una mayor demanda de divisas por importaciones de bienes y servicios. Por ello, el BCRA vendió a razón de USD 400 M por mes (la venta de divisas sólo tuvo un respiro en octubre cuando se limitaron los pagos de importaciones). A esto se agregó la utilización de USD 250 M mensuales de reservas hasta noviembre –para intervenir en el mercado de bonos en dólares y contener la brecha cambiaria–, así como los pagos netos de moneda extranjera del gobierno nacional. Así las cosas, las reservas internacionales brutas terminaron 2021 en USD 39.500 M, prácticamente idéntico al cierre de 2020, en tanto que las reservas netas cayeron de USD 3.700 M a USD 2.100 M. Al mismo tiempo, la brecha entre el tipo de cambio oficial y el implícito en los bonos trepó del 75% al 104%. Si bien en las primeras dos semanas de enero el mercado cambiario estuvo más relajado, **el abultado perfil de vencimientos en moneda extranjera que debe afrontar el Tesoro –USD 1.700 M en enero, USD 700 M en febrero– le seguirán poniendo presión a las reservas netas y obligará al gobierno a acelerar el acuerdo con el FMI para evitar el default.**

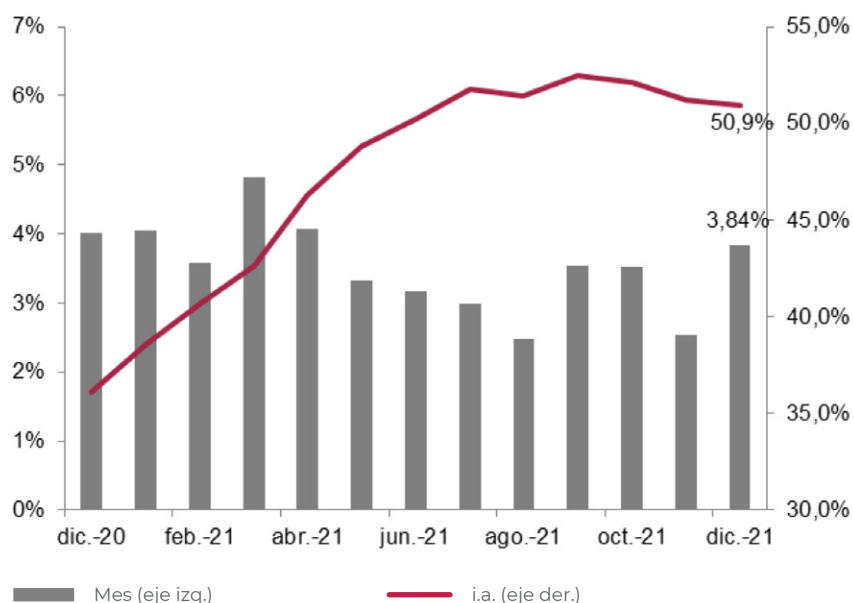
EN MILLONES DE USD



La inflación no cede.

En diciembre la inflación minorista se aceleró. El IPC Nacional marcó un alza de 3.8% m/m y cerró el año con una suba de 51%, muy superior al 36% que había marcado en 2020. El alza del mes fue impulsada por el IPC core que aumentó 4.4% y acumuló en el año un incremento de 55%, mientras que los precios regulados subieron 1.7% en diciembre y 38% en el año. Dentro de los regulados, el impulso provino de los capítulos de educación, combustibles y transporte mientras que las tarifas de electricidad, gas y agua subieron sólo 11% agravando el problema de precios relativos. En todo 2021 el IPC subió a razón de 3,5% por mes mientras que el IPC Core lo hizo al 3.7% mensual –y no perfora el 3% mensual desde septiembre de 2020. Con la brecha cambiaria elevada y con tarifas atrasadas, **las perspectivas para la inflación de este año apuntan a que sea superior a la del año pasado.**

IPC NACIONAL



RECOMENDACIONES DE INVERSIÓN

Bonos soberanos en dólares. Con este panorama, los bonos soberanos seguirán bajo presión esperando que se alcance un acuerdo con el FMI. Tras el veranito que habían mostrado en diciembre con subas que superaron el 10%, en lo que va de enero los bonos en moneda extranjera están en caída libre (llegando al nivel más bajo desde la reestructuración) y el riesgo país se aproxima a 1.900 puntos. Por esa razón, mantenemos nuestra cautela con respecto a los bonos soberanos en USD. La falta de avances en la negociación con el FMI y los complejos tiempos operativos que conlleva cerrar el acuerdo implica que los próximos meses serán altamente volátiles.

Bonos ajustables por inflación. De la mano de una percepción inflacionaria más alcista para los próximos meses, los bonos CER cerraron 2021 con subas formidables (+ 6% promedio en diciembre y de + 68% en el 2021) y en las primeras dos semanas de 2022 ganaron más de 4,4%. Las LECERES, que en septiembre rendían varios puntos por encima de la inflación, ahora rinden en su mayoría negativo.

Vemos que en 2022 esto debería mantenerse o incluso profundizarse: con mediciones de inflación más altas, los rendimientos negativos serán la manera en que el mercado arbitraré dichos activos contra los de tasa fija. **Nuestra visión para los bonos CER sigue siendo positiva** dada la compleja dinámica inflacionaria. Vemos que los rendimientos negativos han llegado para quedarse y hacemos foco en el tramo corto o corto/medio de la curva (bonos que venzan antes de 2023), puesto que consideramos que la relación riesgo/retorno del tramo largo es adversa.

Bonos Dollar Linked. Si bien se profundizaron las expectativas devaluatorias, el bajo carry generado por una devaluación que sigue por debajo de la inflación repercutió en una peor performance relativa de los dollar linked en relación con los CER (subieron +3% en diciembre vs el +6% de los CER). A su vez, bajó mucho el volumen en el asset class y los flujos a los FCI del segmento fueron de \$4.300 M, una cifra muchísimo menor a noviembre (\$56.745 M) y octubre (\$44.000 M). Seguimos constructivos con el TV22 (vence en abril de 2022). Consideramos que por más que el BCRA se muestre reactivo a un ajuste significativo del tipo de cambio oficial, la caída de las reservas internacionales acelera los tiempos por lo que esperamos un ajuste más mayor en el dólar oficial.

Corporativos en dólares. Seguimos viendo potencial en riesgos como Aeropuertos Argentina 2000 (ON 2027 y 2031), Pampa Energía (ON 2023, 2027 y 2029) y su controlada Transportadora de Gas del Sur (ON 2025). La fuerte generación de caja y recompra de deuda ha sido una constante a lo largo del pasado 2021 en el caso de estos dos últimos emisores. Sugerimos tomar ganancia de Irsa Propiedades Comerciales SA 2023 (RPC2O) ya que la fusión con IRSA SA solo aporta deudas por más de USD 400 M y activos que generan bajo flujo de fondos, a su vez el precio de la ON sigue manteniéndose en niveles cercanos al máximo del septiembre-21. Las ON corporativas de YPF han sido las más castigadas desde las PASO-21 hasta la fecha. La reciente

Comunicación A 7416 que exige extender hasta el 30-06-2022 la necesidad de refinanciar el 60% de los vencimientos de deuda ha generado dudas en cuanto al cumplimiento de los pasivos financieros por USD 826 M que vencen en el 2022, se destaca el pago del 30% del capital de la ON YPF 8 ¾ 04/04/24 (ticker YPCUO / YPCUD). A su vez, la compañía está cerrando un préstamo con un organismo multilateral en breve que despejaría las dudas en cuanto al acceso al MULC para el cumplimiento de la deuda.

Bonos Subsoberanos. Mantenemos nuestra preferencia en emisiones de las Provincias de Santa Fe, Córdoba y Tierra del Fuego (cuya deuda está garantizada por regalías petrolíferas). Incorporaremos a CABA cuando su ON 2027 cotice a paridades cercanas a USD 80. Recientemente hubo un fallo de la Corte Suprema de Justicia exigiendo a la Nación reintegrar \$86.000 M a la Provincia de Santa Fe en concepto del 15% que se le había retenido de fondos coparticipables para financiar a la ANSES entre 2006 y 2015. Este importe es similar al total de la deuda de la Provincia que equivale a USD 825 M al 3Q21.

Acciones. En diciembre el índice Merval subió 5.3% respecto al mes anterior acumulando en todo el año un alza de 63%. Medido en dólares CCL, cerró el año en USD 405 lo que implicó un alza de 14.5% en diciembre y de sólo 16% en el acumulado anual. Las acciones que venimos recomendando tuvieron un mejor desempeño que el índice en general. Dentro de nuestras recomendaciones, pese al riesgo que genera el elevado riesgo país, destacamos a **Ternium Argentina** que a pesar de la ganancia acumulada en lo que va del año, sigue teniendo potencial alcista superior al 60%. **Pampa Energía** es otra opción interesante, dado que viene mejorando sus balances de la mano del plan GasAr y otras actividades, y tiene un upside de al menos el 50%. Por último, vemos valor en las acciones de **Mirgor** y **Vista Oil & Gas**; dadas sus características y el contexto internacional, esperamos un alza respecto a sus valores actuales de 35% y 85% respectivamente.

HOUSE VIEW LOCAL

El presente informe es publicado por Cohen S.A y ha sido preparado por el Departamento de Estrategia 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 S.A para la compra o venta de valores negociables 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 S.A considera confiables, tal información puede ser incompleta o parcial y Cohen 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 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.