HOUSE VIEW LOCAL

FEBRERO, 2022

por MARTÍN POLO,
estratega en jefe
de Cohen

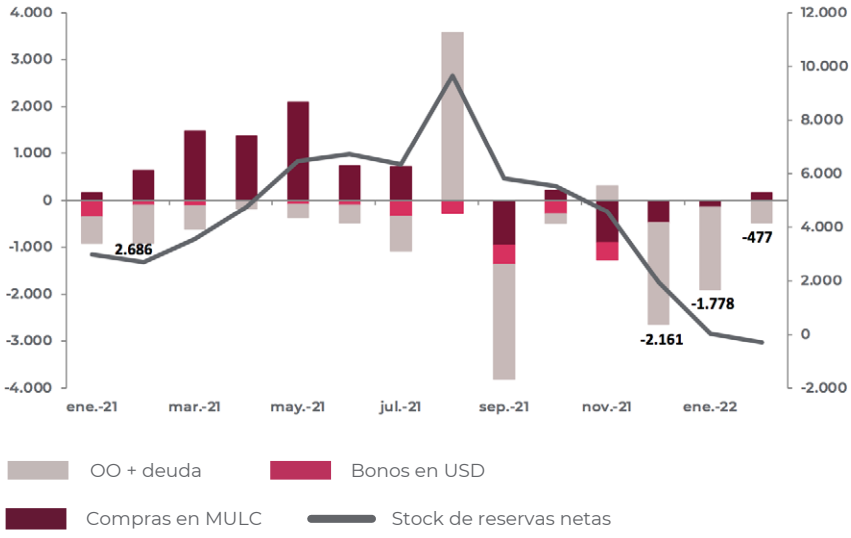
SIN RESERVAS, SIN ACUERDO PERO SIN DEFAULT

Cohen™

Sin reservas

EL BCRA se quedó sin reservas propias. Pese a los muy buenos precios internacionales y la mayor liquidación de divisas del agro, la demanda de divisas sigue escalando y el BCRA tiene que vender parte de sus activos para evitar un salto en el tipo de cambio. Concretamente, de la mano del alza en los precios internacionales de los commodities agrícolas y una buena cosecha de trigo, en lo que va del año el agro liquidó 30% más respecto al año pasado y 60% más respecto al promedio de 2016 y 2019. Sin embargo, este incremento fue más que compensado por la demanda de divisas, en especial para el pago de importaciones y de deuda, por lo que el BCRA no logró comprar divisas en el mercado cambiario para fortalecer así su posición de reservas internacionales. Al mismo tiempo, en enero y febrero se utilizaron casi USD 2.300 M para afrontar los vencimientos de títulos de deuda reestructurados (USD 800 M) y deuda con organismos internacionales, de los cuales USD 1.100 M correspondieron al FMI. Con estas operaciones, las reservas netas del BCRA, que habían terminado 2021 en USD 2.000 M, ya se ubican por debajo de los USD 200 M.

EN MILLONES DE USD

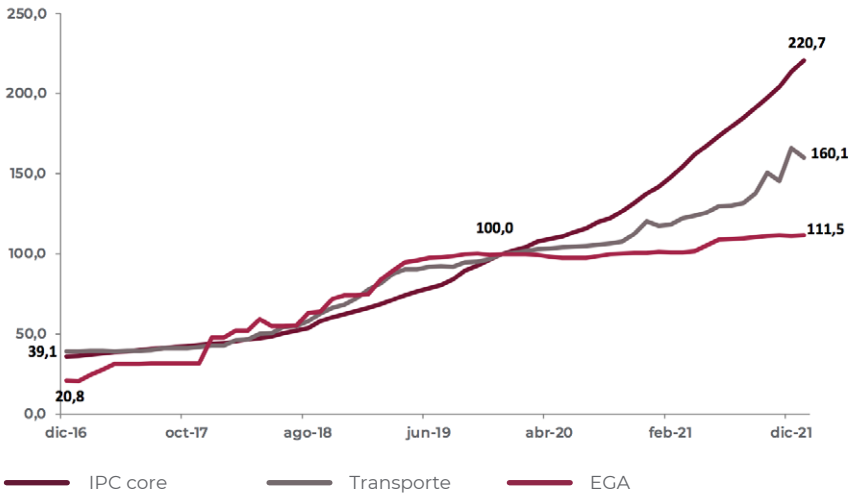


Cohen™

Sin acuerdo (por ahora)

Si bien el viernes 28 de enero pasado el gobierno anunció un principio de entendimiento con el FMI, el acuerdo como tal no está firmado. Para que ello ocurra, la ley establece que primero tiene que ser aprobado por el Congreso Nacional y luego por el directorio del FMI. En el marco de entendimiento se acordaron metas fiscales y monetarias, entre las que se destacan la de reducir el déficit primario a 2,5% del PBI este año (desde el 3,6% del PBI de 2021) y que la asistencia financiera del BCRA al Tesoro no supere el 1% del PBI (vs 3,8% del PBI en 2021). También hay un objetivo de recuperar reservas internacionales, aunque no se distinguió cómo ni cuánto. El ministro aún no explicó cómo hará el gobierno para alcanzar dichos objetivos. La política tarifaria está en el centro de la escena, dado que con el congelamiento de las tarifas de servicios públicos el gasto en subsidios se duplicó en los últimos años, superando el 3,0% del PBI en 2021. No es un tema menor dada la negativa de gran parte del oficialismo a ajustar tarifas. El final es abierto y, aunque creemos que se alcanzará el acuerdo, no será un camino libre de obstáculos.

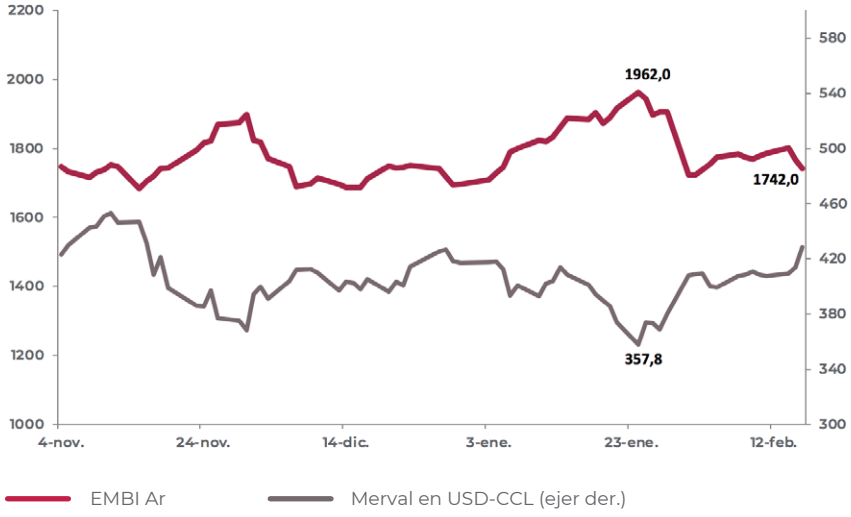
GBA, PRECIOS LIBRES VS TARIFAS
DIC19 = 100



Sin default

La buena noticia es que el gobierno no pateó el tablero. Con la firma del preacuerdo, el Tesoro afrontó los vencimientos de deuda con el FMI y evitó caer en default. Esto permitió recuperar el valor de bonos y acciones que, en el contexto de incertidumbre por la falta de avances, habían alcanzado niveles mínimos. Desde el anuncio, se recuperaron y volvieron a los niveles de fin del año pasado. El riesgo país, que había superado los 1.900 pb, retrocedió a 1.750 pb, en tanto que el merval volvió a USD 430. Con una eventual aprobación del Congreso y con la firma del directorio del FMI, se abre un período de descompresión, aunque muy limitado, dadas las revisiones trimestrales de las metas aprobadas.

EVOLUCIÓN ACTIVOS ARGENTINOS

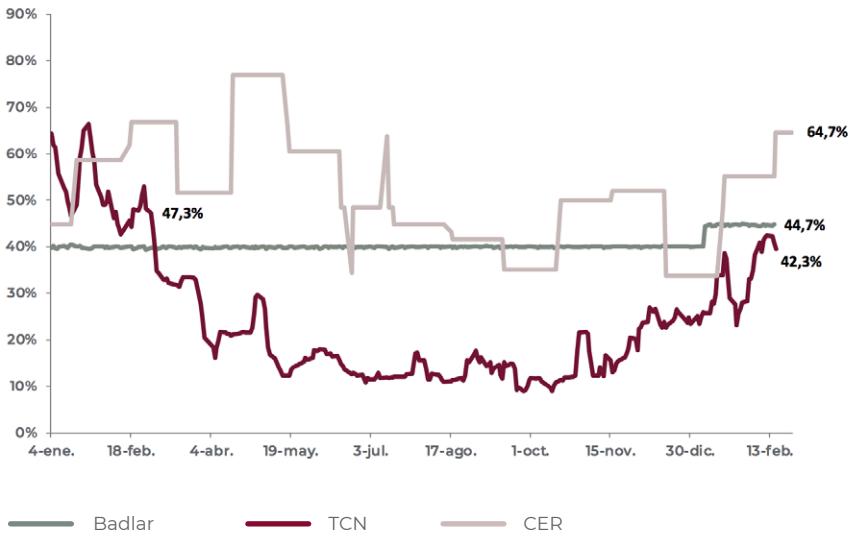


Cohen™

Inflación alta y previsible

Mientras se va definiendo el acuerdo con el FMI, la inflación no da señales de moderación, e incluso se acelera en el margen. Tras el 3,8% registrado en diciembre del año pasado, en enero marcó un alza de 3,9%, acumulando en los últimos doce meses un incremento de 50,7%. La suba del mes estuvo explicada por precios estacionales, que subieron 9% (59% i.a.), en tanto que los precios regulados aumentaron 2,8% (35% i.a.) y el IPC Core lo hizo 3,3% (54% i.a.). Con los ajustes previstos en algunos precios regulados, así como también en otros precios estacionales, nuestras expectativas apuntan a que en febrero y en marzo el IPC nacional marcaría un alza superior al 4% mensual.

TASA EFECTIVA ANUAL



Cohen™

Recomendaciones de inversión

Bonos soberanos en dólares. Ante la falta de avances concretos en la aprobación del acuerdo con el FMI, la presión bajista se hace presente. En lo que va del mes, las cotizaciones recortaron parte de la ganancia que tuvieron tras el anuncio del preacuerdo, y acumulan una caída de hasta 5%, siendo los bonos del tramo corto los más afectados por su estructura de cupón. Dada la volatilidad que tendremos hasta que el Congreso trate y apruebe el acuerdo, nos inclinamos por los bonos del tramo largo, como el GD38, ya que su atractiva estructura de pagos semestrales nos permite un mayor rendimiento en dólares respecto a sus comparables.

Bonos ajustables por inflación. Se mantiene el flujo tomador en los instrumentos que ajustan por CER, debido a las mayores expectativas de inflación. A la dinámica que muestran los precios, con un IPC promediando subas de 3,5% mensual, se suma el impacto que tendrían las subas de las tarifas de servicios públicos. Si bien hasta ahora no se conocieron más que medidas aisladas, se espera que la actualización de tarifas alcance a otros sectores clave, como transporte y combustibles (efecto suba en la cotización del crudo), manteniendo los valores inflacionarios mensuales en torno al 4%. En este sentido, la necesidad de cobertura llevó a que bonos como el TX22 alcancen tasas reales mínimas del -10% y que la mayoría de las letras coticen en su mayoría con tasas reales negativas. En esta curva, nuestra recomendación se inclina por el TX23, ya que con el mismo estaríamos cubriéndonos del contexto inflacionario que nos depara los próximos meses y, al mismo tiempo, su valor de tasa real (cercana a 0) lo posiciona mejor en relación a sus comparables del tramo corto (TX22 y T2X2).

Bonos dollar linked. Para los bonos ajustables al tipo de cambio oficial, la dinámica fue dispar. Pese a la tensión cambiaria y la caída de las reservas internacionales, con el principio de acuerdo con el FMI las

expectativas de un mayor ritmo devaluatorio se trasladaron hacia la segunda mitad del año, beneficiando al T2V2. En plenas negociaciones internas para la aprobación, prevemos una tregua cambiaria en la que el BCRA siga subiendo muy levemente el ritmo de devaluación, lo que pueda quitarle atractivo a los bonos cortos. El T2V2 es una buena alternativa para aquellas carteras que busquen cobertura de cara la segunda mitad de año.

Bonos ajustables por Badlar. Luego de subir la tasa de referencia a principios de enero, se espera que esta semana el directorio del BCRA apruebe otra suba cercana a los 200 pb. Esto mejoraría los rendimientos de los bonos Badlar, aunque dicha suba parece insuficiente, teniendo en cuenta que las proyecciones del REM estiman una inflación interanual de 55% para diciembre de 2022. Por lo mencionado anteriormente, por el momento, no vemos atractivo en los bonos que ajustan por Badlar.

Corporativos en dólares. Seguimos positivos en riesgos como **Aeropuertos Argentina 2000** (tanto ON 2027 como 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.

Finalmente, **YPF** pudo cerrar un préstamo por USD 300 M con la CAF, lo que despeja las dudas sobre el vencimiento por USD 297 M que deberá realizar el próximo 4 de abril por la ON YPF 8 ¾ (ticker YPCUO / YPCUD). Dada la recuperación registrada en los precios, sugerimos tener en consideración solamente la ON garantizada con exportaciones 2026 (ticker YMCHO / YMCHD), que rinde TNA 13,78% y posee una MD 3,36x.

Para aquellas personas jurídicas que quieran hacerse de dólar cable, sin realizar operaciones de compra-venta de títulos, sugerimos tener en

cuenta la ON de **Tecpetrol** 4,875% (ticker TTC1O) con vencimiento el 12 de diciembre, que posee una TNA de 7,09% y una MD 0,79x.

Bonos subsoberanos. Mantenemos nuestra preferencia en emisiones de las provincias de **Santa Fe**, **Córdoba** y, además, sumamos a **Tierra del Fuego** -cuya deuda está garantizada por regalías petrolíferas- y **Mendoza**. Sugerimos pasar de CO26 a CO25 / CO29, dadas las diferencias en cuanto a paridades. En cuanto a Mendoza, en el primer semestre de 2021 registró muy buenos resultados financieros, que le permitieron acumular liquidez en el sistema financiero por USD 292 M (USD 117,3 M en dólares y USD 174,7 M en pesos). Con este marco, Mendoza 4 ¼ 19/03/29 al precio actual de U$S66 (TNA 17,5% y MD 2,94x) nos parece una opción atractiva.

Acciones. En lo que va del año, el Merval acumula una suba del 8,5% en moneda local, hasta los 90.577 puntos. Sin embargo, por la suba del dólar CCL, en dólares se encuentra 6,3% por encima del cierre del 2021, y alcanza los 430 USD. La performance era muy mala en medio de mayores tensiones con el FMI y expectativas de default; sin embargo, una vez anunciado el acercamiento con el FMI, el mercado se recuperó. Medido en dólares, la mejor performance estuvo en el sector industrial (+25%), con mucha participación de empresas del panel general. Otros sectores muy bien posicionados en el año son energía (+16%), Real Estate (+15%) y comunicaciones (+14%). Las perdedoras fueron consumo discrecional (-11%), materiales (-4%) y consumo masivo (-1%).

Con respecto a las **acciones que cotizan en NY y tienen Cedears** en Argentina, se vio una importante suba en las acciones ligadas al petróleo por el alza de dicho commodity (Vista Oil & Gas +35% y Tenaris +28%), mientras que las grandes perdedoras fueron las empresas de alto crecimiento, afectadas la suba de la tasa de interés (Globant -14%, Mercado Libre -16% y Bioceres -9%). La que sorprendió al alza fue Despegar, con una suba del 28%.

Dentro de nuestras recomendaciones destacamos a **Vista Oil & Gas**, que sigue teniendo un potencial alcista superior al 45%. **Mirgor** es otra empresa interesante que, pese a la baja reciente, presenta buenas perspectivas, y nuestro target se ubica 70% por arriba del valor actual. **Pampa Energía** es otra opción a destacar, dado que viene mejorando sus balances de la mano del plan GasAr -junto con otras actividades- y, en nuestra opinión, tiene un upside de al menos el 25%. **Ternium** se sigue beneficiando de los precios elevados del acero, y creemos que la empresa tiene un 30% para subir. Por último, vemos valor en **Central Puerto, Ternium Argentina**. Adicionalmente, sumamos a la cartera a **Aluar y Holcim Argentina**, ya que el contexto les juega a favor, con un aluminio en máximos históricos y empresas cementeras que terminaron nuevas expansiones en sus plantas de producción, lo que les permitirá reducir costos y ganar eficiencia en un contexto de menores erogaciones en inversiones.

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.

Cohen™