

HOUSE VIEW LOCAL

MARZO, 2022



por MARTÍN POLO,
estratega en jefe
de Cohen

CON ACUERDO Y SIN PLAN

Finalmente se llegó a un acuerdo con el FMI y Argentina evita el default, pero no mucho más, pues no hay medidas de fondo para mejorar las perspectivas de mediano plazo. Es una buena noticia que nos aleja de un escenario disruptivo, y a su vez le da aire a los activos argentinos, que en los últimos meses fueron muy castigados. Esperamos que el riesgo país baje gradualmente y, con ello, las acciones tengan un recorrido alcista. El atraso cambiario se intensificará, debido a una inflación que no da señales de desaceleración. El contexto internacional nos juega neutral, dado que el alza de los precios del agro se compensa por el salto en los precios de la energía y por la suba de las tasas de interés americanas, especialmente de los bonos CCC.

Shock de precios internacionales

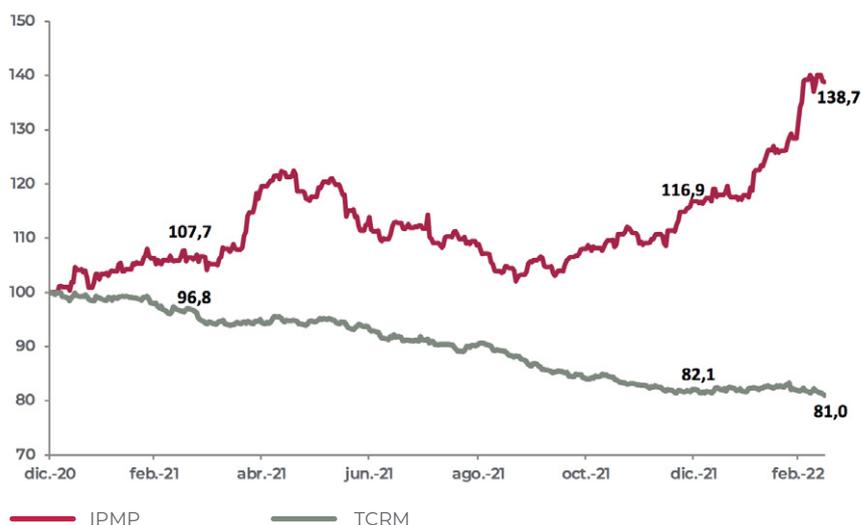
La guerra entre Rusia y Ucrania le dio un nuevo impulso a los precios de las materias primas, que ya venían en alza por problemas de oferta. La importante participación de estos dos países en el comercio global de alimentos, de metales, de petróleo y de gas, así como también en fertilizantes, aumenta los problemas de oferta y de bajos inventarios que padece el mercado. Esto llevó a los precios de los commodities al nivel más alto de la última década. En este contexto, el índice de precios de materias primas, ponderado por la participación de cada producto en las exportaciones argentinas (IPMP), en el último mes subió 10%, acumulando en lo que va del 2022 un alza de 24%, y de 31% respecto a un año atrás. Los que más subieron fueron los precios energéticos, que aumentaron 68% i.a., mientras que el índice de productos agropecuarios tuvo un alza de 30% i.a. Si bien es una buena noticia para las exportaciones (estimamos que, por el efecto de precios, este año subirán 10% i.a.), esto queda compensado por el alza que registrarán las importaciones de combustibles (se verán impulsadas

por el aumento de las cantidades, dada la falta de gas y productos derivados). Así las cosas, por el momento, estimamos que el efecto de esta coyuntura sobre la balanza comercial es prácticamente neutral, y prevemos que este año se reduzca el superávit, de USD 15.000 M en 2021 a USD 10.000 M.

Se mantiene la competitividad

Otro de los aspectos a destacar del contexto global fue la apreciación del dólar frente a la mayoría de las monedas, con excepción de las de Latinoamérica -en especial del real brasileño- que, por la mejora en sus términos de intercambio y políticas monetarias más agresivas, se fortalecieron. Dado el peso que tienen las monedas de la región en el Índice de Tipo de Cambio Real multilateral (ITCRM)-casi un tercio-, la apreciación de estas monedas permitió compensar la pérdida de competitividad del peso frente al resto de las monedas, debido a la aceleración que tuvieron los precios en Argentina. Así las cosas, el ITCRM se mantiene en los mismos niveles que a fines del año pasado, pese a que el tipo de cambio subió muy por debajo de la inflación.

31 DIC 20 = 100



Llegó el acuerdo

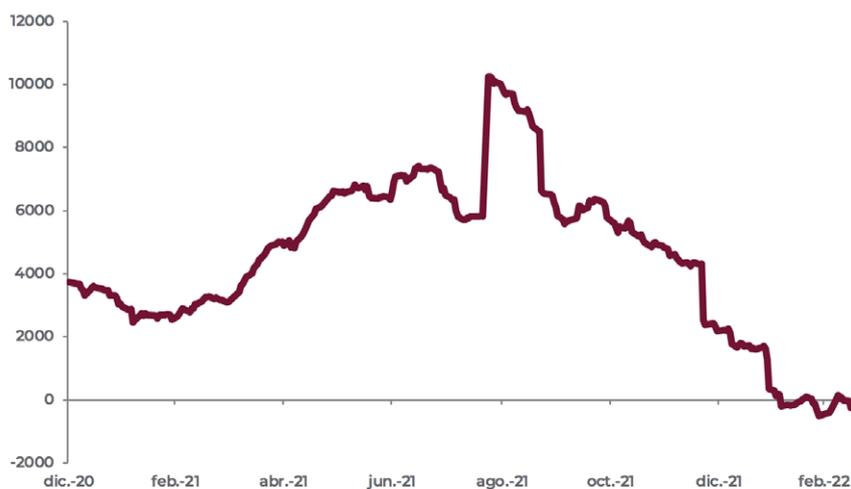
Finalmente, no sin antes marcar un panorama de elevada incertidumbre y tensión política en el propio oficialismo, el Congreso le dio luz verde al acuerdo con el FMI. Llegó sobre la hora del vencimiento por USD 2.800 M. Es un acuerdo “generoso” en cuanto a las exigencias que se le pide al país en materia de ajuste, si se lo compara con el exigido a otros países. Lo más importante es que, con la aprobación del Congreso, el directorio del FMI le dará luz verde al acuerdo de facilidades extendidas, por el que Argentina estira los vencimientos con el organismo y comenzará a pagar recién en 2026. Concretamente, el país recibirá USD 44.500 M, que le permitirán afrontar los vencimientos de capital e intereses de los próximos tres años por USD 40.500 M y fortalecer sus reservas internacionales netas. Con esto, el país evita el default en el corto plazo, dado que, tras la aprobación del directorio del FMI, llegará un desembolso de USD 10.000 M. El resto de los desembolsos estarán sujetos al cumplimiento de las metas trimestrales. Las metas más importantes para este año son reducir el déficit primario a 2,5% del PBI (desde 3,1% en 2021), limitar el financiamiento del BCRA al tesoro a solo 1% del PBI (vs 4,0% en 2021) y acumular USD 5.800 M de reservas internacionales netas (vs una caída de USD 2.100 M en 2021). Con esto, el gobierno estará obligado a subir tarifas de servicios públicos y financiarse con el mercado de capitales, lo que aumentará la presión sobre la inflación y el costo de financiamiento.

Objetivo de reservas internacionales

De acuerdo a lo establecido en el acuerdo, a fin de año las reservas internacionales netas deberían cerrar con un stock en torno a USD 7.900 M (actualmente son nulas). Para cumplir dicho objetivo, el BCRA podrá contar con USD 4.600 M de financiamiento neto de organismos internacionales (FMI y otros IFIs, netos de vencimiento de títulos en moneda extranjera), por lo que deberá lograr comprar USD

4.000 M en el mercado cambiario. Como lo venimos marcando, que el BCRA adquiriera dicha cantidad de divisas en el mercado de cambio no será tarea sencilla, considerando el menor saldo comercial esperado y que desde agosto del año pasado viene siendo vendedor neto de divisas. Si bien en el segundo trimestre podrá mostrar un buen resultado, considerando que es la temporada alta de liquidación de divisas del agro, el alza de la demanda para importaciones de bienes, servicios y deuda le seguirá poniendo presión al BCRA, que deberá optar por acelerar el ritmo de devaluación o endurecer aún más el control de cambios. Creemos que, dada la dinámica que marca la inflación, en conjunto con la debilidad política con la que cuenta el gobierno y el primer desembolso del FMI, el tipo de cambio se seguirá atrasando, por lo que dejamos atrás el escenario de ajuste discreto y/o acelerado del tipo de cambio oficial, al menos por los próximos 4 meses.

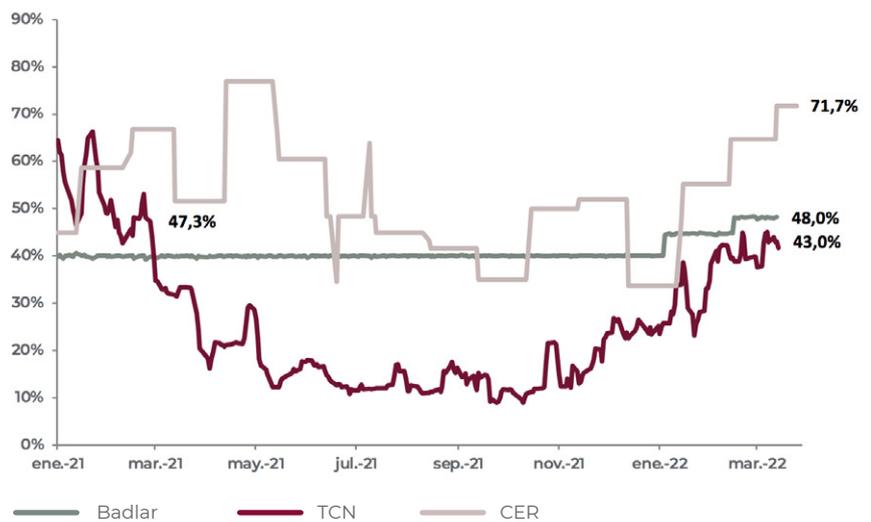
STOCK RESERVAS NETAS EN MILLONES DE USD



La carrera nominal

Ante un contexto de falta de reservas internacionales y balance cambiario deficitario, el BCRA continuó acelerando el tipo de cambio oficial al 43% anualizado, un ritmo que prácticamente duplica al de principios de año. Sin embargo, pese a esta aceleración, está navegando por debajo de las tasas de interés en pesos, que llegan al 48% (el BCRA subió en dos ocasiones las tasas de interés, y probablemente las vuelva a subir en marzo), muy atrás de la inflación, que lo hace al 72% anualizado. En cuanto a la dinámica de la inflación, en febrero marcó un alza de 4,7%, muy por encima del 3,9% del mes anterior y muy alejada del 4,1% que esperaba el mercado, impulsada por los precios de los alimentos -sin que se hayan registrado importantes cambios en los precios regulados-. Las expectativas para marzo no son mejores, ya que el ajuste de tarifas previsto le aportará más de 1 pp al IPC de marzo, por lo que prevemos una suba cercana al 5% mensual.

TEA



RECOMENDACIONES DE INVERSIÓN

El acuerdo con el FMI es una buena noticia para el corto plazo, aunque el éxito en el mediano plazo dependerá del cumplimiento de las metas establecidas. El principal beneficio es alejar el escenario de default con el FMI y recomponer reservas internacionales con el primer desembolso. Para el resto, tendremos que esperar los resultados, aunque no somos optimistas con el cumplimiento de las metas: es muy difícil que el déficit fiscal se reduzca en la medida planteada e incluso podría ser mayor al del año pasado, por lo cual el financiamiento del BCRA estará por encima al permitido. En este contexto, la inflación difícilmente se ubique por debajo del 50% y el atraso cambiario se habría profundizado. Dado que las metas se corrigen a trimestre vencido y que la más difícil de cumplir es la del 4Q22, no vemos que se complique este acuerdo en 2022, pero deja muchas dudas de cara al 2023 y al mediano plazo. Por esta razón, el riesgo país se estabilizó y bajó levemente, mientras que el Merval tuvo un leve repunte, en línea con la caída del EMBI.

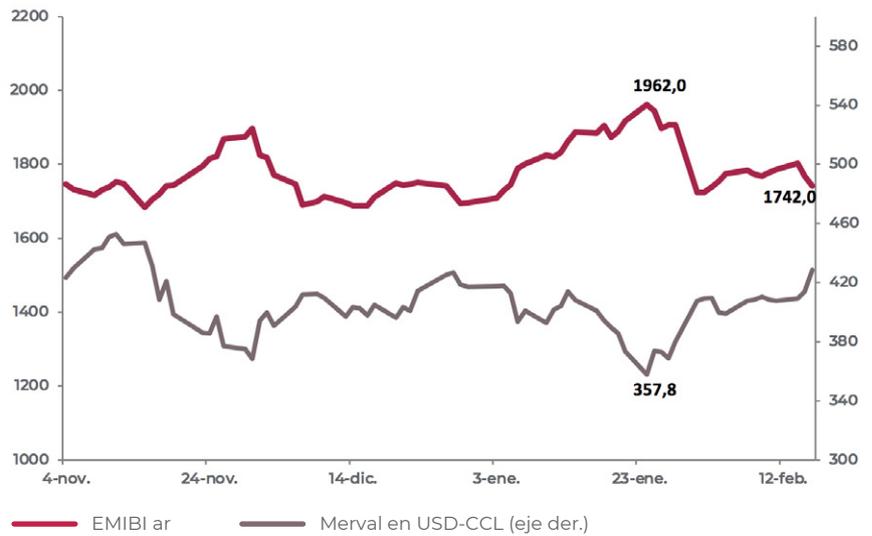
Estimamos que, considerando la fuerte caída que tuvieron desde la reestructuración, los bonos soberanos en moneda extranjera tienen margen para recuperarse gradualmente, de esta manera, y el riesgo país podría ir convergiendo a un rango de 1200 - 1300 puntos. Un aspecto a destacar, que no es un dato menor, es la evolución de las tasas de interés de los bonos del Tesoro americano: con la suba que vienen marcando en todos los tramos, los bonos CCC vienen en alza, y esto le pone un piso más alto a los bonos emergentes de peor calidad.

Con la dinámica de la inflación y una perspectiva de atraso del tipo de cambio, seguimos priorizando los activos indexados por CER, por lo que preferimos aumentar la ponderación de estos instrumentos en nuestras carteras, en desmedro de los DLK. Dado el riesgo y la volatilidad, priorizamos los tramos cortos de la curva.

HOUSE VIEW LOCAL

En cuanto a las acciones, continuamos siendo selectivos, priorizando las empresas que se benefician de la suba de los precios de las materias primas, como Vista, Ternium, Aluar y Pampa Energía, y sumando también a Central Puerto y TGS, considerando el ajuste de tarifas y los segmentos de negocio que tiene la segunda en Vaca Muerta. Finalmente, tenemos buenas perspectivas para AUSOL.

EVOLUCIÓN ACTIVOS ARGENTINOS



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.