

HOUSE VIEW LOCAL

ABRIL, 2022



por MARTÍN POLO,
estratega en jefe
de Cohen

ÁNGELES Y DEMONIOS

El clima internacional se debate entre lo bueno del alza en los precios de las materias primas agrícolas, además el fortalecimiento de las monedas de América Latina, y la suba del precio de la energía, el alza en las tasas de interés y la desaceleración de la economía mundial. Mientras tanto, a un mes del acuerdo con el FMI, el mercado cambiario continúa bajo presión y la inflación se acelera. Todo esto empeora las expectativas y limita la mejora de los activos argentinos. En este contexto, en moneda local priorizamos los instrumentos indexados por inflación y tipo de cambio, al tiempo que para las acciones encontramos oportunidades en empresas ligadas al precio de los commodities. Para el segmento en moneda extranjera, priorizamos los bonos subsoberanos, además de obligaciones negociables de empresas con alto nivel de solvencia.

Mejores precios pero con menor liquidez y menor crecimiento global

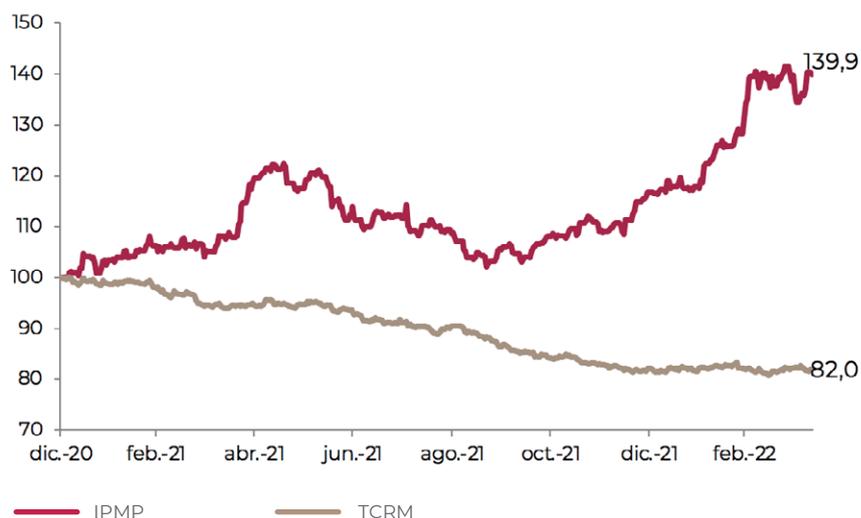
El contexto internacional sigue aportando noticias mixtas. Por el lado positivo, el conflicto bélico en Ucrania – y las consecuentes sanciones a Rusia por parte de occidente – mantiene elevados los precios de las materias primas, quedando casi 30% por encima respecto a un año atrás. Mejor aún para Argentina es que los precios de la energía – donde nuestro país es importador neto – detuvieron su escalada, mientras que los precios de los productos agrícolas continuaron subiendo gracias al conflicto de Europa y una menor producción global debido a cuestiones climáticas. El alza en los precios de los commodities favorece a toda la región y, con ello, las monedas se aprecian frente al dólar, lo que amortigua la caída del Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM) debido a la mayor inflación local. De hecho, en lo que va del año el TCRM cayó sólo 1%, dado que la pérdida de competitividad de 5,5% contra EE.UU, Europa y Asia fue compensada por la ganancia de más del 6% que tuvieron los socios sudamericanos.

HOUSE VIEW LOCAL

Por el lado negativo, la aceleración de la inflación en todos los países (en marzo el IPC ponderado subió 1,3% m/m y 75% i.a.), y en EE.UU en particular, obliga a la FED y a los demás Bancos Centrales a endurecer más rápido la política monetaria, lo que eleva las tasas de interés y golpea a la renta global. En este contexto de riesgo geopolítico, el alza en los precios de las materias primas presiona la inflación e impacta sobre el nivel de actividad global, que tiende a desacelerar.

Así las cosas, **el contexto global sigue siendo de neutral a positivo para Argentina, aunque con riesgo de que se deteriore en los próximos meses.**

31 DIC 20 = 100



El BCRA compra muy poco

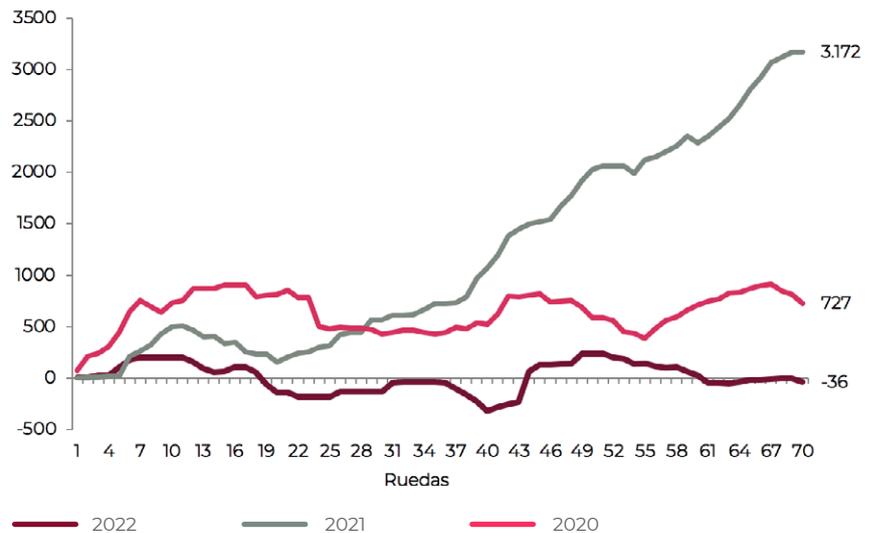
Pese al alza en los precios agrícolas, una cosecha que vino mejor a la esperado y una estacionalidad favorable en cuanto a la liquidación del agro, el mercado cambiario se muestra muy justo, dado que la oferta de divisas se estanca, mientras que la demanda sigue subiendo. Esto le impide al BCRA comprar divisas en el mercado de cambios de manera sostenida y acumular reservas internacionales para cumplir con la meta del FMI.

HOUSE VIEW LOCAL

Concretamente, tras haber vendido más USD 400 M en enero y febrero, en marzo y abril tuvo una leve mejora, al comprar USD 400 M gracias a la liquidación del agro, que aumentó debido a cuestiones estacionales y le permitió compensar la mayor demanda de divisas (viene en alza por pagos por importaciones de bienes, servicios, deuda y demanda de dólar ahorro). Pese a la mejora de los últimos dos meses, esta performance luce muy modesta en comparación con la de años anteriores.

Así las cosas, en lo que va del año el BCRA mantiene un saldo prácticamente neutral, mientras que en el mismo período del año pasado había comprado casi USD 3.200 M. **Esto pone en riesgo la meta de reservas internacionales netas con el FMI, que establece que el BCRA deberá comprar más de USD 4.000 M en lo que resta del año.**

INTERVENCIÓN DEL BCRA EN EL MULC EN MILLONES DE USD ACUMULADO



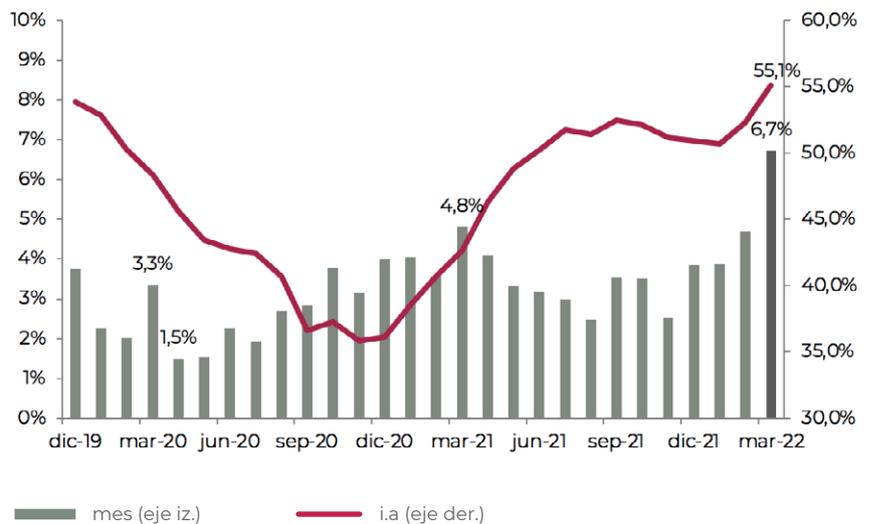
Inflación alta y acelerando

El IPC de marzo subió 6,7% m/m (118% anualizado), siendo el peor resultado desde abril de 2002, cuando había marcado 10,2%. Tal como ocurrió con el dato de febrero (se esperaba 3,9% de inflación y fue de 4,7% m/m), el alza del IPC estuvo muy por encima del 5,3% m/m que esperaba el consenso de mercado, incluso superando la estimación más pesimista, que proyectaba una cifra debajo del 6%.

El mayor impulso del IPC en el último mes fue otorgado por los precios regulados que, por la suba de 22% en educación y tarifas de servicios públicos (EGA), subieron 8,4% – el mayor incremento desde diciembre de 2017 –, en tanto que el IPC Core y el IPC estacional aumentaron 6,4% y 6,2% respectivamente. Con este resultado, en el 1Q22 acumuló un alza de 16% (el peor inicio de año desde 1991) y 55% en los últimos doce meses.

Con esta performance, **fueron corregidas las proyecciones de inflación para lo que resta de 2022 (del 60% al 65%) y 2023 (del 50% al 60%).**

IPC NACIONAL

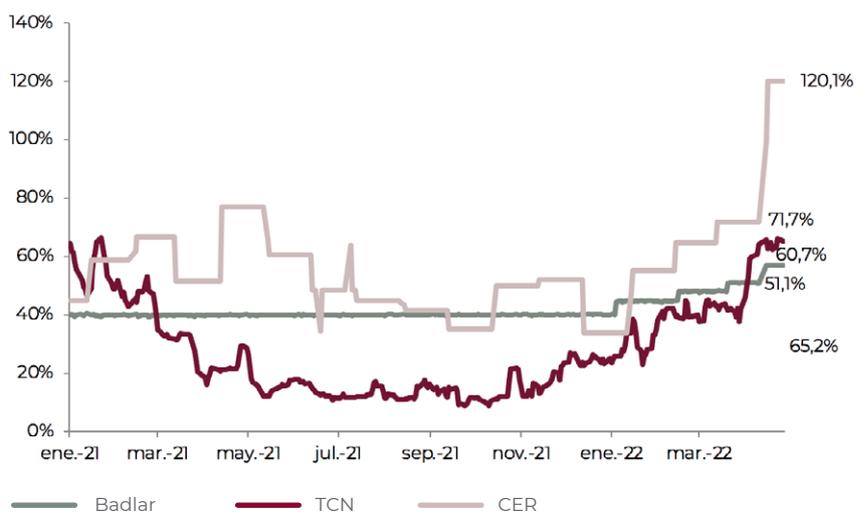


Más devaluación, suba de tasas de interés y menor brecha

Ante la pobre performance del mercado cambiario – muy ajustado en tiempos en lo que debería estar holgado – y con la inflación muy elevada, el BCRA rompió el ancla cambiaria y reaccionó acelerando la tasa de devaluación del tipo de cambio oficial: del 30% anualizado en los primeros dos meses del año, en marzo aceleró al 42%, y abril se encamina a un alza por encima del 60% anualizado, la suba más alta de los últimos dos años. Al mismo tiempo, por cuarta vez en el año, aunque muy lejos de llevarlas a terreno positivo, el BCRA volvió a subir las tasas de interés de referencia, llevando la tasa de las Leliq a 25 días hasta 47% TNA (58,7% TEA). Con esto, el piso para los depósitos a plazo fijo a 30 días se elevó a 57,1% (TEA).

La buena noticia fue la caída de las cotizaciones del CCL y el MEP, que cayeron hasta \$190 y, con ello, la brecha con el tipo de cambio oficial llegó al nivel más bajo del año. Dado el impacto que traerá la aceleración inflacionaria sobre los precios, **esperamos que en los próximos meses el BCRA aumente el control de cambios y modere el ritmo de devaluación por debajo del 4%, combinando con alguna suba de tasas para evitar que queden muy rezagadas respecto a la inflación.**

TEA



Recomendaciones de inversión

El acuerdo con el FMI nos alejó de un escenario explosivo, pero no generó las condiciones para mejorar los fundamentals de la economía, pues los **desequilibrios macroeconómicos siguen siendo importantes**, con un déficit fiscal que se financia con emisión monetaria y un mercado cambiario que no logra estabilizarse, a no ser por restricciones. Esto imposibilita la recuperación sostenida de los activos argentinos, que vienen lateralizando, con el riesgo en torno a los 1.700 puntos básicos y con el Merval en zona de USD 470. La mejor performance la mostraron los instrumentos indexados por inflación y por tipo de cambio.

Para los **bonos soberanos** en moneda extranjera, nos seguimos inclinando por los 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. Para los **bonos subsoberanos**, mantenemos nuestra preferencia por emisiones de las Provincias de Santa Fe, Córdoba (CO25 y CO27), Tierra del Fuego – cuya deuda está garantizada por regalías petrolíferas – y Mendoza (bono PMM19, con rendimiento 17,4%). Para los **bonos corporativos en dólares**, focalizamos la cartera en instrumentos de riesgo local que registren rendimientos superiores a dos dígitos, de emisores con alto nivel de solvencia y/o garantizados por estructuras, ya sea exportaciones, tasas aeroportuarias, recursos específicos, etc. En este contexto, seguimos viendo potencial en Aeropuertos Argentina 2000 (ON 2027 & 2031), Pampa Energía (ON 2027 & 2029), Transportadora de Gas del Sur (ON 2025) e YPF 2026.

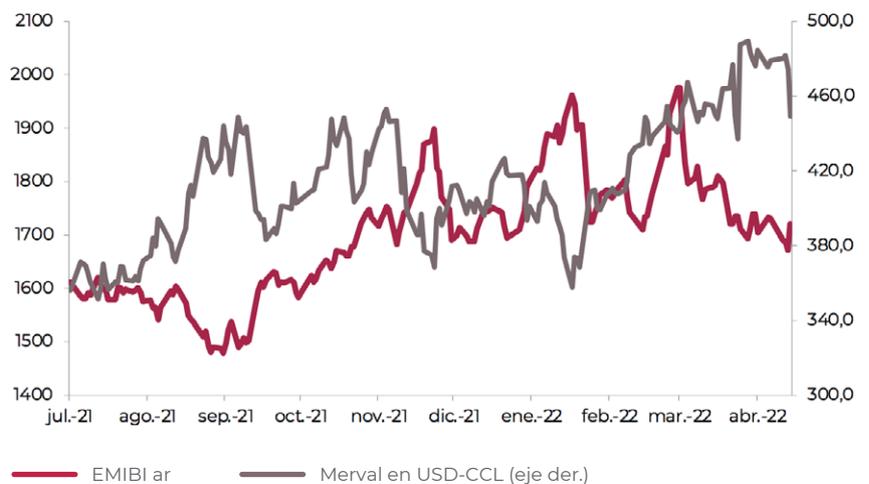
En cuanto a los **bonos en moneda local**, en nuestra cartera seguimos sobreponderando los bonos ajustables con CER, dado que, como comentamos más arriba, esperamos que la inflación se mantenga muy elevada. En segundo orden, dado que el riesgo cambiario seguirá

HOUSE VIEW LOCAL

presente, ubicamos a los bonos ajustables por tipo de cambio. Aunque con menor ponderación que con los dollar linked, recomendamos nutrir la cartera con Cedears, como el SPY, para cubrirse de un salto en la brecha cambiaria. Finalmente, completamos la cartera con una baja ponderación de instrumentos a tasa fija.

En cuanto a la **renta variable**, seguimos recomendando empresas ligadas a la producción de commodities. Entre ellas, destacamos a Vista (VIST), Ternium argentina (TXAR) y Aluar (ALUA). En cuanto a las reguladas, sugerimos tener en cuenta tanto a Central Puerto (CEPU) como a Pampa Energía (PAMP). Además, continuamos siendo positivos con Mirgor (MIRG), donde esperamos en este 2022 ganancias en términos nominales por USD 175 M y ventas por USD 2.200 M, dado que la empresa vale USD 330 M y posee USD 107 M de caja neta de deuda.

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.