

HOUSE VIEW LOCAL

JULIO, 2022



por MARTÍN POLO,
estratega en jefe
de Cohen

SEGUNDO TIEMPO

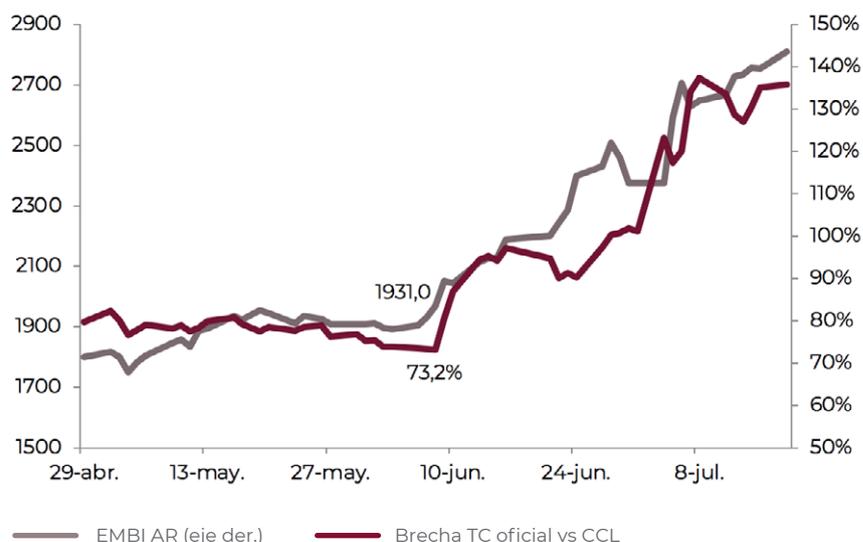
PERSPECTIVAS.COHEN.COM.AR



Perspectivas

El contexto interno continúa empeorando. A la inestabilidad económica – con inflación en ascenso y tensión cambiaria – se le sumó una ineludible fragilidad política de la actual coalición oficialista. La renuncia de Guzmán y la llegada de Batakis es el reflejo de esta situación. Mientras tanto, sin medidas concretas que modifiquen el rumbo, los bonos soberanos siguieron en baja, la brecha cambiaria subió un nuevo escalón y la inflación marca una peligrosa aceleración. La buena noticia es que, a base de mayor emisión monetaria y financiamiento de bancos, la curva de pesos se recuperó y el gobierno logró una tregua. Arranca el segundo tiempo de la transición con mayor riesgo de inestabilidad y con muy poco margen de error.

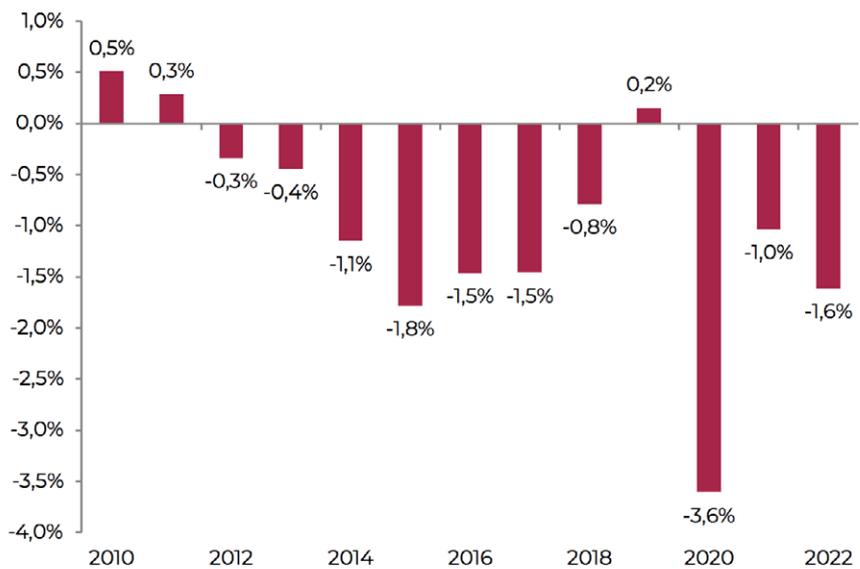
Salió Guzmán y entró Batakis. Por primera vez en la actual gestión, hubo cambio de nombre en el ministerio de economía. Tras 30 meses de gestión, con una crisis de deuda en pesos en puerta, Martín Guzmán renunció al cargo y lo sucedió Silvina Batakis. La nueva ministra llega en un clima de fragilidad económica –con déficit fiscal creciente, inflación en alza, tensión cambiaria y una gran interna en el oficialismo. Hasta el momento, la llegada de Batakis no supone un cambio en la política económica pues no cuenta ni con equipo ni con apoyo político para dar volantazos. Sí creemos que deberá ser más pragmática que su antecesor, dado que el margen de acción es mucho más acotado: la inflación de julio se acelera, el BCRA pierde reservas a pesar del cepo, la brecha cambiaria supera el 130% y el riesgo país supera los 2.800 puntos. Tampoco cuenta con un contexto global favorable.



Sin ajuste. Una de las mayores debilidades del gobierno es la dinámica de las cuentas públicas: el gasto crece muy por encima de la inflación y de los ingresos tributarios. El alza del gasto es generalizada y la gestión Guzmán hizo muy poco por cambiar el rumbo. La única política fue una fallida segmentación de tarifas que tiene alto costo político para el oficialismo, graves problemas de implementación y muy poco de ahorro fiscal. El deterioro fiscal se dio pese al acuerdo con el FMI dado que un mes posterior a la firma las partidas del gasto se aceleraron notablemente, dejando evidencia que la relación con el FMI es más que nada política. Concretamente, en el primer semestre del año el déficit primario caja se ubicó en torno a 1.6% de PBI, 60% más elevado al del primer semestre del año pasado (incluso sin contar los ingresos extraordinarios por impuesto a la riqueza) y con claras señales de aumento en la deuda flotante. La propuesta de Batakis de congelar la planta de personal y – de nuevo – la segmentación tarifaria es muy poco para revertir esta tendencia. Tampoco vemos que tenga éxito limitar el pago de gastos públicos, pues es políticamente inviable y poco conducente ya que aumenta la deuda flotante. Con esto, la promesa de consolidación fiscal queda anulada y esperamos que el

déficit de este año se ubique en torno al 3.5% del PBI, dejando un panorama más complicado para el 2023, año electoral en el que la política fiscal suele ser más expansiva. La debilidad aumenta, dado que el programa financiero se apoya en más emisión monetaria y emisión de deuda indexada a corto plazo.

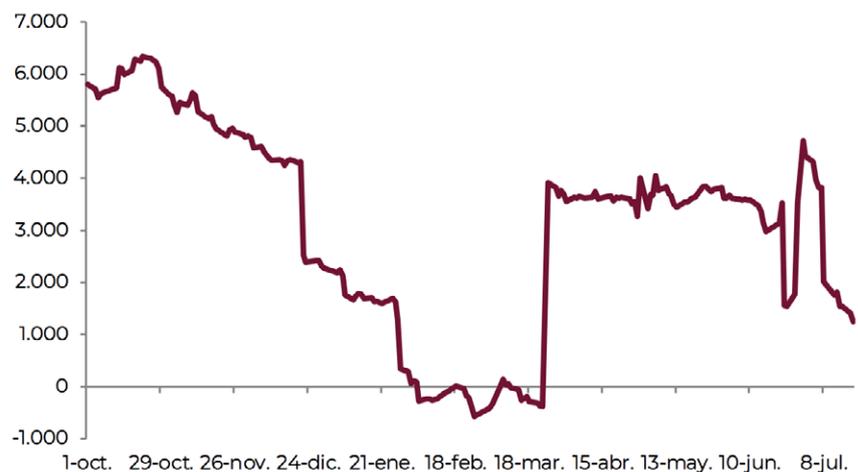
**RESULTADO PRIMARIO
EN% PBI, ISEM DE CADA AÑO**



Más control y menos reservas. A pesar del salto en los precios internacionales, y del muy buen ritmo de liquidación del agro, el BCRA no logra comprar divisas y acumular reservas internacionales netas. Si bien en la última semana de junio compró casi USD 1.500 M que le permitió terminar el mes con compras netas por USD 900 M, esto obedeció al freno en los pagos de importaciones en el marco de un nuevo refuerzo del control de cambios (Comunicación 7532). Fue algo transitorio ya que en julio acumula ventas netas por USD 700 M al tiempo que la limitación al MULC presionó a los tipos de cambio paralelos, que subieron 20%, y la brecha con el tipo de cambio oficial superó el 130%. Los filtros del mercado cambiario son varios aunque se

destacan las importaciones de energía, los bienes en general, los fletes y el egreso neto por la cuenta de viajes. De hecho, una de las últimas medidas implementadas fue subir del 35% al 45% para los consumos con tarjeta de crédito en moneda extranjera elevando la brecha con el “dólar turista” al 75%. La tendencia para los próximos meses es más delicada debido a que la oferta del agro irá menguando por cuestiones estacionales – sumado a la caída de precios – por lo que esperamos más restricciones al mercado cambiario que le ponen un piso más elevado a la brecha cambiaria.

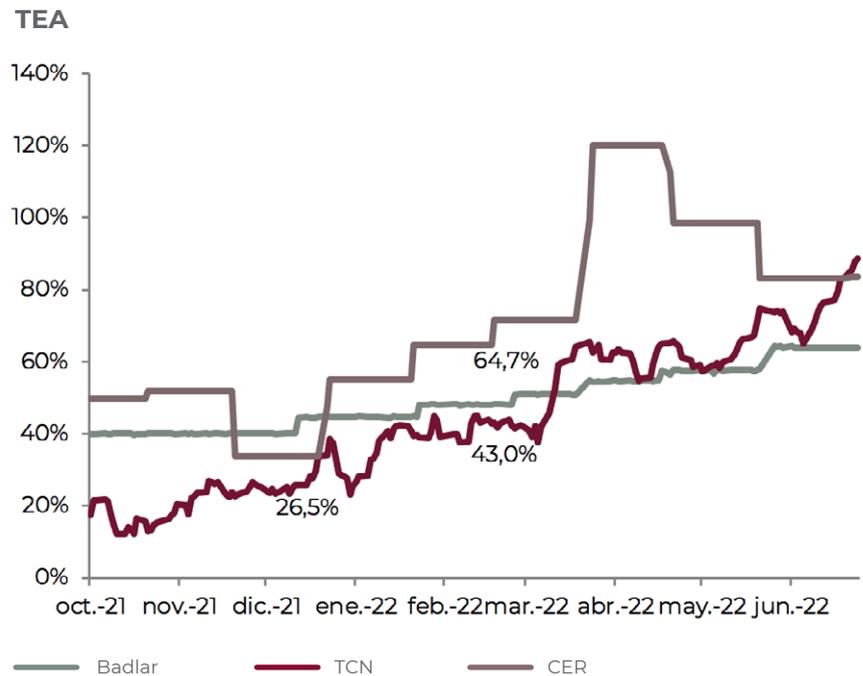
**RESERVAS INTERNACIONALES NETAS
EN MILLONES DE USD**



Acelera la devaluación. Como a lo largo de todo el año, el BCRA siguió acelerando el ritmo de devaluación del tipo de cambio oficial: de 1.8% m/m (24% anualizado) en diciembre de 2021, en julio 2022 lo está haciendo al 5% (80% anualizado). Pese a este comportamiento, la dinámica del tipo de cambio siempre estuvo por debajo de la inflación, lo que golpeó – y golpea – la competitividad del peso que ya está por debajo de su promedio histórico. A esto se suma que en los últimos dos meses el dólar se fortaleció contra las monedas emergentes lo que profundizó la caída del TCRM que acumula una baja de 24% en el

último año. El panorama se complica con la caída de los precios de las materias primas. Así, la combinación de atraso cambiario, la caída de los precios de las materias primas y la brecha cambiaria en ascenso aumentan la presión cambiaria y con ello la probabilidad de un escenario de salto cambiario discreto del tipo de cambio oficial.

Inflación sin techo. Si bien la inflación de junio estuvo en línea con nuestras expectativas, el partido más importante comienza en julio en el que la dinámica de precios está marcando una fuerte aceleración. Concretamente, el IPC Nacional de junio detuvo la moderación que había marcado los dos meses previos y aceleró su marcha al 5,3% mensual – 86% anualizado – acumulando un alza de 64% i.a., la más alta desde enero de 1992. Entre los componentes del IPC de junio, al mayor impulso lo dieron los precios estacionales que subieron 6.6% m/m mientras que los precios regulados aumentaron 5.3% m/m y el IPC Core 5.1%. Con este resultado, en el segundo trimestre el IPC promedió un alza de 5.5% mensual – 90% anualizado – y de 5.3% en el primer semestre, lo que marcaría un piso para los próximos meses y del 85% para todo 2022. De cara al dato de julio, el mayor control de cambios, el salto en los tipos de cambios paralelos y los ajustes en precios regulados dejan un piso de inflación del 7% – 125% anualizado –. Sin dudas, esta es una de las amenazas más fuertes que tiene la transición.

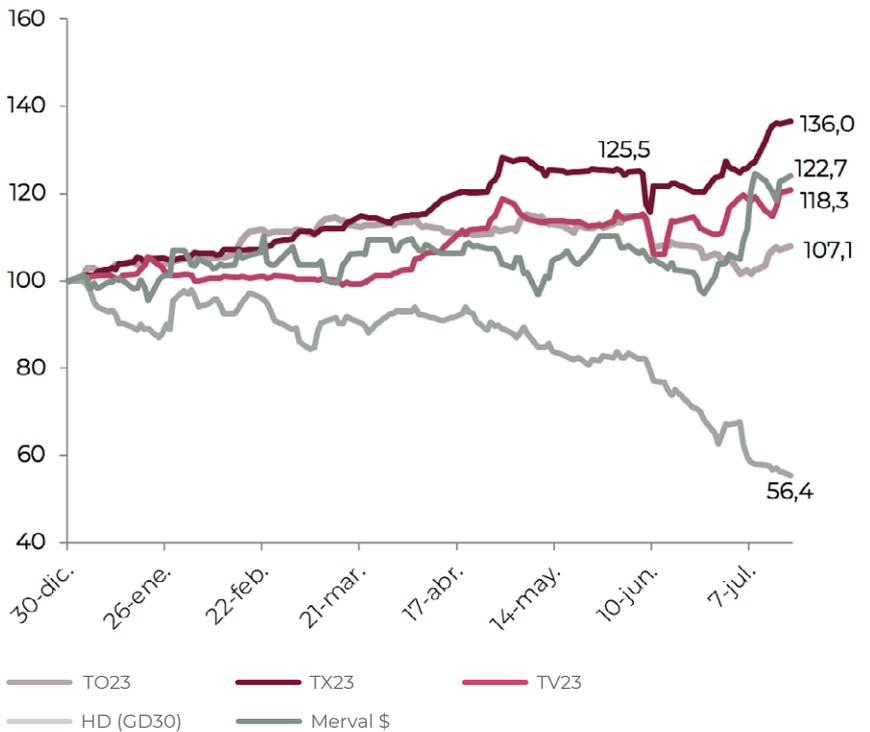


Cueste lo que cueste. Tras la fuerte caída que padecieron los bonos en pesos entre el 31 de mayo y el 24 de junio, cuando los bonos indexados por CER presentaron caídas en torno al 17% (los de corto plazo cayeron 7% mientras que los de plazos posteriores a 2023 registraron una caída cercana al 30%), la curva de pesos se fue recuperando progresivamente e incluso ya supera el nivel previo de la crisis. Es una buena noticia dado que de continuar con esa tendencia el Tesoro se quedaba sin financiamiento del mercado lo que podría agravar aún más la situación. Claro que para este logro el BCRA intervino muy fuerte en el mercado secundario, para lo cual tuvo que emitir casi \$1.1 billones (casi un 20% de la BM). A esto se sumó el lanzamiento de un PUT – opción de venta – para los bancos, por lo que podrán intercambiar riesgo del Tesoro por riesgo BCRA en cualquier momento; esto pone un piso a los bonos y asegura liquidez en situaciones de stress como la ocurrida el mes pasado. Normalizada la

curva de CER, el resto de los bonos en pesos también se recuperaron, tal es el caso de los ajustables por tipo de cambio de corto plazo.

A precios de default. Ante un escenario de extrema volatilidad e incertidumbre, con aceleración inflacionaria, brecha cambiaria en ascenso y mayor control de cambios, los bonos soberanos en moneda extranjera siguieron cayendo y no encuentran piso, ya sea ley local como los de legislación extranjera. Pese al reciente pago de intereses, las paridades por debajo del 20% ya descuentan un escenario de default y una reestructuración más agresiva a las anteriores. El riesgo país alcanzó nuevos máximos post reestructuración superando los 2.800 puntos básicos.

ACTIVOS ARGENTINOS



Recomendaciones de inversión

Instrumentos en pesos. Si bien la demanda privada continúa ausente y el retiro de FCI CER se mantiene (en lo que va de julio cae otro 20%), el BCRA demostró su voluntad para sostener la curva de instrumentos en pesos para asegurar el financiamiento vía Tesoro. Por este motivo, si tenemos en cuenta el contexto inflacionario (5,3% m/m en junio y piso de 7% para julio) creemos prudente mantener exposición a instrumentos que ajusten por CER de corto plazo (T2X2, X21O2, entre otros). Por otro lado, la entidad monetaria ha elevado el ritmo devaluatorio al 85% anualizado marcando una suba de casi 20% respecto a los valores observados un mes atrás. Con la tensión cambiaria en ascenso, recomendamos complementar nuestro portfollio con instrumentos dollar-linked como el T2V2 o TV23 para acompañar el flujo que busca refugio devaluatorio. Dentro de este grupo el TV23 otorga mejor tasa al no tener concentrada toda la demanda.

Bonos soberanos. Con lo anterior, con una transición muy frágil, creemos que aún no es momento de posicionarse en bonos soberanos pese a los elevados rendimientos. De todas maneras, para aquellos perfiles dispuestos a asumir riesgos inclinamos la recomendación por los bonos 2038 y 2041. Cuyo interés corriente, a precios actuales, asciende a 15%.

Bonos subsoberanos. Los bonos subsoberanos no estuvieron exentos de la volatilidad del mercado local y las paridades volvieron a las registradas en enero previo al acuerdo con el FMI. Seguimos considerando como buenas opciones los bonos de Córdoba (CO25 y CO27), Tierra del Fuego (cuya deuda está garantizada por regalías petrolíferas), Mendoza y Santa Fe. Actualmente Mendoza 2029 cotiza a U\$S62,6, posee un rendimiento del 22,6% y comienza a amortizar su capital en forma semestral a partir de marzo-23 en cuotas de 7,69%. El mercado no contempla el ingreso de fondos que percibe la provincia,

conforme lo dispuesto en la Resolución Conjunta 57/2019, producto de las obras por la hidroeléctrica Portezuelo del Viento las cuales todavía no han comenzado. Por otro lado la Provincia de Santa Fe ha recibido bonos en pesos que ajustan por CER por un valor técnico de \$151.873 M por el cobro de la sentencia favorable emitida por la Corte Suprema de Justicia respecto a la retención del 15% de coparticipación. Dicha tenencia junto con los depósitos que la provincia posee en el sistema financiero local duplican el stock de deuda que a fin de 2021 era de U\$S 810 M. Su bono 2027 cotiza a un valor de USD 74,8, posee un rendimiento de 15,7% y una duration de 3,3x siendo una opción a seguir de cerca.

Corporativos en Dólares. Las vicisitudes de la economía local que comentamos anteriormente terminaron afectando los precios de los bonos corporativos locales en moneda extranjera, que hasta comienzos de junio pasado eran de los pocos instrumentos en el universo de renta fija internacional que venían registrando rendimientos positivos en este difícil 2022. Veníamos recomendando cautela y no vemos factores para que eso cambie. Si bien la curva de rendimientos del Tesoro Norteamericano se vino aplanando en el último mes, con caídas de hasta 36 puntos básicos en el tramo medio - largo y subas de hasta 75 puntos básicos en el tramo corto, los rendimientos de la deuda High Yield corporativa norteamericana continuaron subiendo. El índice Bloomberg Caa US High Yield posee un rendimiento del 13,74% comparable con un 6,82% de inicio de año, mientras que el spread vs Treasury es de 10,46%. Seguimos recomendando ON de emisores con alto nivel de solvencia y/o garantizados por estructuras (ya sea exportaciones, tasas aeroportuarias, recursos específicos, etc.), manteniendo una visión positiva en Aeropuertos Argentina 2000 (tanto ON 2027 / 2031), Pampa Energía (ON 2027 / 2029), Transportadora de Gas del Sur (ON 2025) e YPF 2026 garantizada. Esta última cotiza a una paridad de 72%, lo que nos hace suponer que

HOUSE VIEW LOCAL

el mercado no valúa su colateral como debería. A partir del 12-11-2022 comienza a devengar un cupón anual del 9% con pagos trimestrales, como así también una amortización del 7,692% trimestral de su capital.

Acciones. No sugerimos cambios a las recomendaciones hechas en los anteriores House View. La fuerte suba en el riesgo país, sumado a las caídas en el precio internacional de commodities han afectado el rendimiento de los activos sugeridos, en un contexto en el que el Merval en dólares cayó 30% desde los U\$S 495 registrados el 01-Abril. Tanto VIST, ALUA y TXAR, CEPU, PAMP y MIRG poseen una muy sólida posición financiera y cotizan con ratios que descuentan completamente el difícil contexto local.



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.

