

por
MARTÍN POLO,
estratega en jefe
de Cohen

JUAN JOSÉ VÁZQUEZ,
head of research
de Cohen

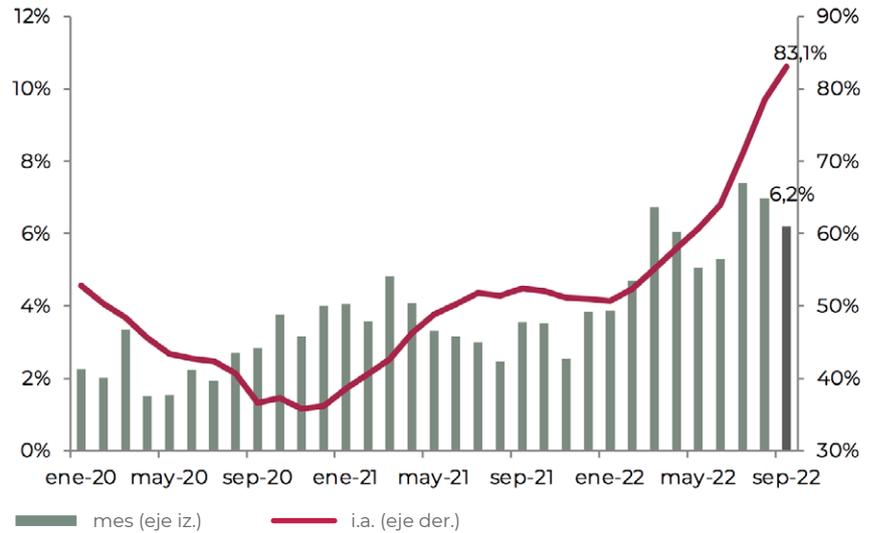
CUIDANDO PRECIOS

El gobierno ganó tiempo y en octubre los activos argentinos operaron al alza. La inflación fue menor a la esperada y se dio una convergencia en el corto plazo entre la dinámica de los precios minoristas, el tipo de cambio y las tasas de interés mientras la brecha cambiaria se mantiene estable. Si bien no hay una corrección de fondo de los desequilibrios macroeconómicos, la mejora en los mercados financieros globales y la recuperación que tuvieron las reservas internacionales en septiembre con el “dólar soja”, le dieron impulso a los activos locales. Se destacó la suba en las acciones, en los bonos soberanos en moneda extranjera mientras que la curva de pesos tuvo un comportamiento heterogéneo con buen avance de las Letras y Boncer cortos, estabilidad de los ajustables por tipo de cambio y caída en los bonos de mayor duration. Pero las luces amarillas siguen encendidas: el mercado cambiario continúa muy tenso porque a pesar del mayor control de cambios, con la caída en la oferta del agro, el balance cambiario se torna deficitario y el BCRA tiene que volver a vender reservas en tanto que se nota un agotamiento en el financiamiento en pesos, cargando los vencimientos de deuda en el corto plazo.

Inflación menor a la esperada. El IPC de septiembre marcó un alza de 6,2% m/m -0,7 pp por debajo a lo que esperaba el consenso-, acumulando en lo que va del año un incremento de 66% y de 83% en los últimos doce meses, acelerando desde el 78.5% i.a. de agosto. El alza del último mes estuvo determinada por los precios estacionales que de la mano del sector de indumentaria subieron a un ritmo récord de 11,7% m/m -122% i.a.-, en tanto que los precios regulados subieron 4,5% m/m -62,4% i.a.- impulsados por transporte y combustibles. La mejor noticia en el margen la aportó el IPC core que moderó la suba a 5,5% m/m -82% i.a.-, muy alejado de las estimaciones del mercado que preveían una suba de casi 7%. Con esta performance, durante el 3Q22

el IPC Nacional marcó un alza promedio de 6.9% mensual (123% anualizado) y de 6% desde febrero, el peor desempeño desde el 1Q91. Para los próximos meses esperamos que la inflación se mantenga en los niveles actuales, previendo que termine 2022 con un alza en torno al 100%.

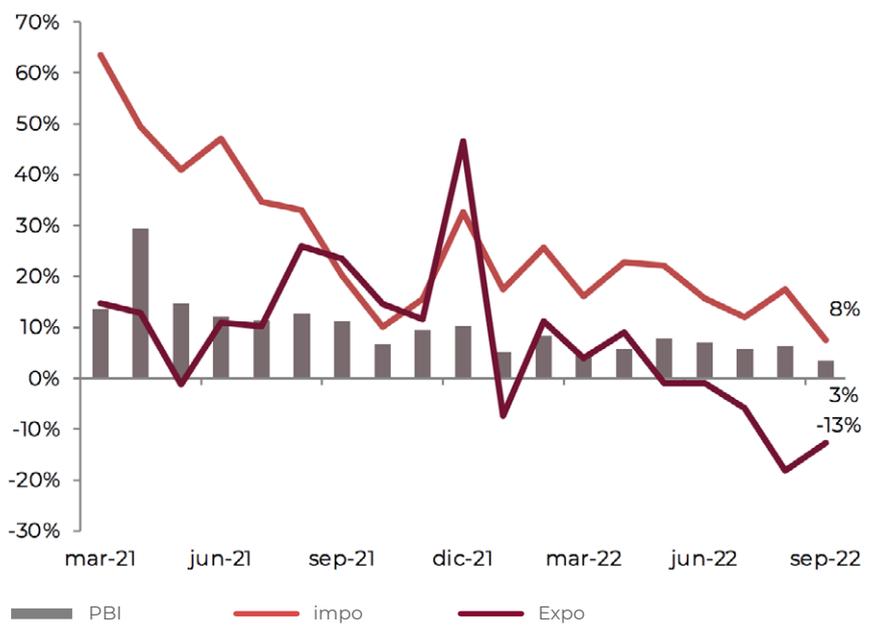
IPC NACIONAL



Más actividad y menor saldo comercial. Pese a la inestabilidad financiera y a la aceleración de la inflación, el nivel de actividad marca un buen dinamismo. En agosto marcó un alza de 0,4% m/m (vs 0,1% jul), acumulando en lo que va del año y en los últimos 12 meses un incremento de 6,4%. Con este resultado, el nivel de actividad está muy cerca del máximo registrado en noviembre de 2017. Esto mejora las expectativas del 3Q22, que tendría un crecimiento superior al 1,1% t/t dejando la estimación para todo este año en torno al 5,5%. Del lado de la demanda, el mayor impulso de la actividad lo aporta la inversión con una suba en torno al 20% i.a. de la mano de la importación de equipos (+20% i.a.) y de la construcción (+10% i.a.), dos aspectos directamente relacionados con el incentivo que genera la brecha cambiaria tan elevada. La debilidad del proceso radica en que las exportaciones no acompañan

por lo que el saldo comercial viene marcando una persistente caída: en los primeros nueve meses del año las exportaciones de bienes crecieron 15% i.a. -debido exclusivamente al alza de 19% i.a. en los precios ya que las cantidades cayeron 3% i.a.- mientras que las importaciones subieron al 40% i.a. acompañando la suba de precios y cantidades, por lo que el resultado comercial marcó un excedente de USD 2.650 M, muy por debajo de los USD 12.600 M del mismo período del año pasado.

VAR I.A. A PRECIOS CONSTANTES

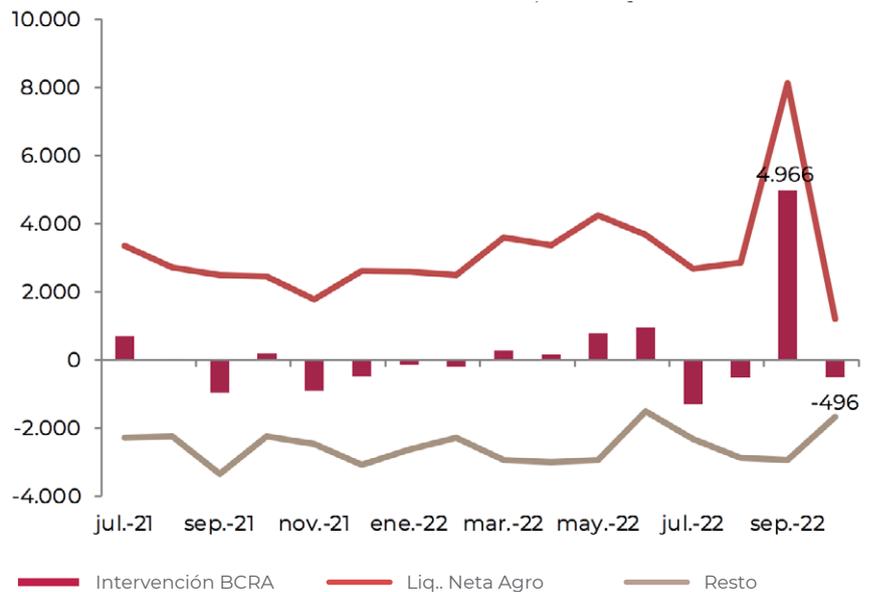


Vuelven las ventas del BCRA. Finalizado el “dólar soja”, que durante septiembre generó una masiva liquidación de divisas del agro que superó los USD 8.500 M y le permitió al BCRA comprar más de USD 5.000 M para recomponer las reservas, en octubre el mercado cambiario volvió a la “normalidad”. Si bien el gobierno intentó compensar el efecto de la menor oferta de divisas del agro con un nuevo esquema de pagos por importaciones -limita aún más el acceso al mercado cambiario oficial a casi el 50% de las compras externas- y nuevos tipos de cambio para

HOUSE VIEW LOCAL

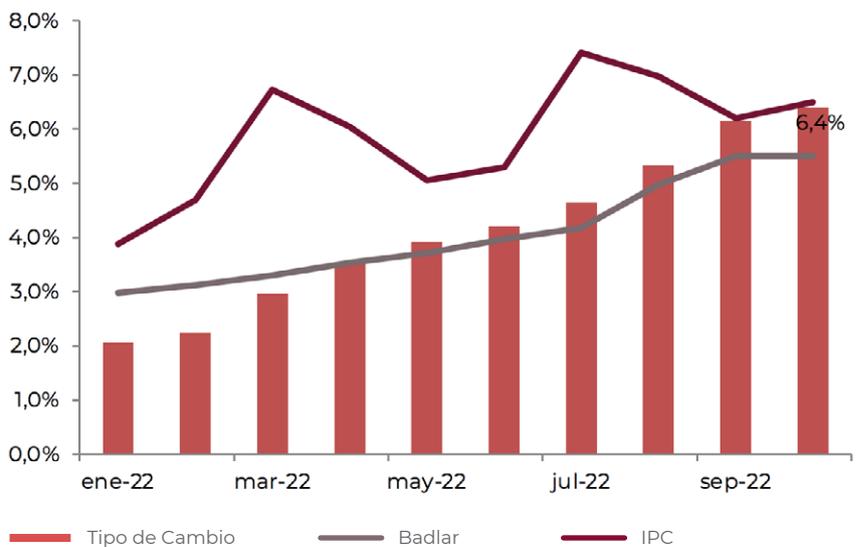
turismo y servicios culturales -Dólar Qatar y Dólar Coldplay- con mayor carga impositiva para emparejar la cotización al dólar CCL -35% de impuesto País, 40% de adelanto de ganancias y ahora un 25% de adelanto de bienes personales-, el BCRA volvió a registrar una posición vendedora neta de divisas. Concretamente, en el último mes la liquidación del agro apenas superó los USD1.200 M -la mitad que un año atrás- en tanto que la demanda neta por otros conceptos cayó 25% i.a. y 40% m/m hasta USD 1.700 M por lo que el BCRA finalizó con ventas netas por USD 500 M. Por su parte, las reservas internacionales compensaron estas operaciones con el ingreso de deuda del FMI que permitieron que el stock bruto registre un alza de USD 1.000 M en el mes, finalizando en USD 39.000 M en octubre, mientras las reservas netas quedaron en torno a los USD 6.000 M.

MERCADO CAMBIARIO MILLONES DE USD



Acelera la devaluación y empareja la carrera nominal. Con el mercado cambiario más tensionado y con el tipo de cambio real multilateral perdiendo más de 20% en el último año, el BCRA continuó aumentando el ritmo de devaluación mensual que habría subido al ritmo de la inflación y levemente por encima de las tasas de interés. Concretamente, tras comenzar el año devaluando al 2%, fue acelerando gradualmente hasta el 6,5% m/m en octubre, acumulando en el último año un alza de 54%. Con la moderación que tuvo el IPC, el BCRA decidió mantener las tasas de interés a la espera de que la dinámica de precios mitigue su dinamismo. Con esto, la tasa de las LELIQ quedó 6,2% mensual (107,3% de TEA), la de plazos fijos minoristas en 6,15% (107,1% de TEA) mientras que la Badlar quedó en 5,8% mensual (TEA de 91,1%) que equivale a una tasa mensual del 5,8%.

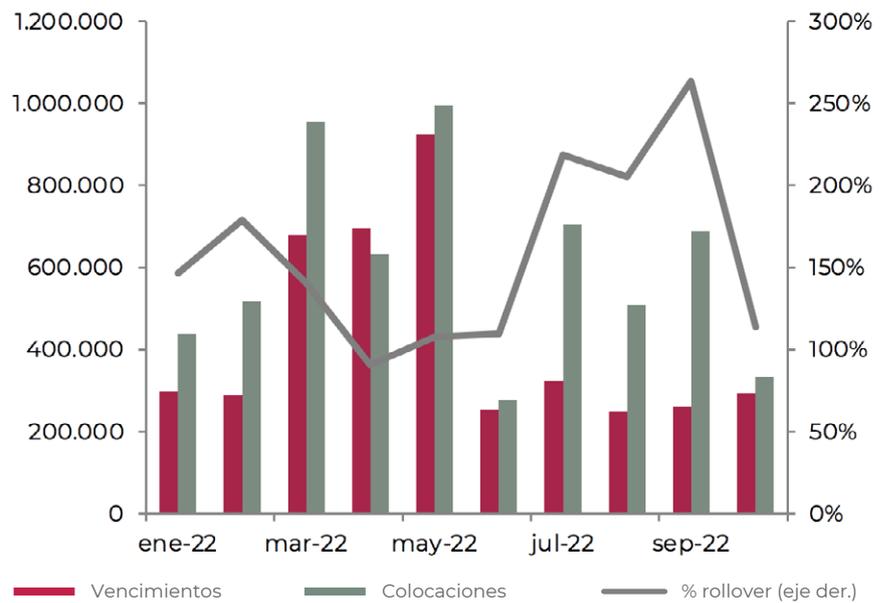
TASA EFECTIVA MENSUAL PROM.



Mejora fiscal. Gracias al fuerte incremento en la recaudación por retenciones, en septiembre el Sector Público Nacional registró superávit primario por primera vez en 20 meses. A partir del “dólar soja”, los ingresos por derechos de exportación el mes pasado sumaron más de \$320.000 M (+315% i.a.) e impulsaron los ingresos tributarios a un alza del 116% i.a. en tanto que los ingresos totales –sin contemplar los ingresos en concepto de Derechos Especiales de Giro (DEG)- subieron 113% i.a. Por su parte, el gasto primario aceleró su marcha al 79% i.a. producto del incremento en las jubilaciones y en la obra pública mientras continúa frenando los pagos por subsidios y transferencias a provincias. Con esta performance, el resultado primario del mes marcó un excedente de \$5.284 M que se compara con un déficit de \$144.000 M en septiembre del año pasado. En el año se acumula un déficit primario de 1,3% del PBI, sobrecumpliendo la meta con el Fondo (que permitió considerar 0,3% del PBI de rentas de la propiedad). Excluyendo los ingresos extras, el resultado primario de septiembre hubiera sido negativo por \$235.000 M (-0,3% PBI), acumulando en el año (excluyendo rentas) un déficit de 1,9% del PBI (igual que en 2021 sin DEGs).

Se complica el financiamiento en el mercado. Durante octubre los vencimientos de la deuda en moneda local fue de \$293.300 M y el Tesoro logró colocar \$330.800 M, lo que resultó en un aumento de la deuda neta por \$40.500 M. Con esto, la tasa de refinanciamiento –o rollover- del mes fue del 114% que contrasta con el de 230% promedio poscorrida, reflejo del agotamiento de la curva de pesos frente a la incertidumbre de 2023 en adelante. En los próximos dos meses, vencen en total \$880.000 M por mes -aunque \$385.000 M promedio con privados- para lo cual el Tesoro tendrá que refinanciar el 250% de la deuda para terminar el año sin emitir pesos para financiar déficit (eso surge de asumir 2,8% de PBI de déficit primario) lo que equivale a colocar unos \$320.000 M brutos en cada una de las próximas 5 licitaciones.

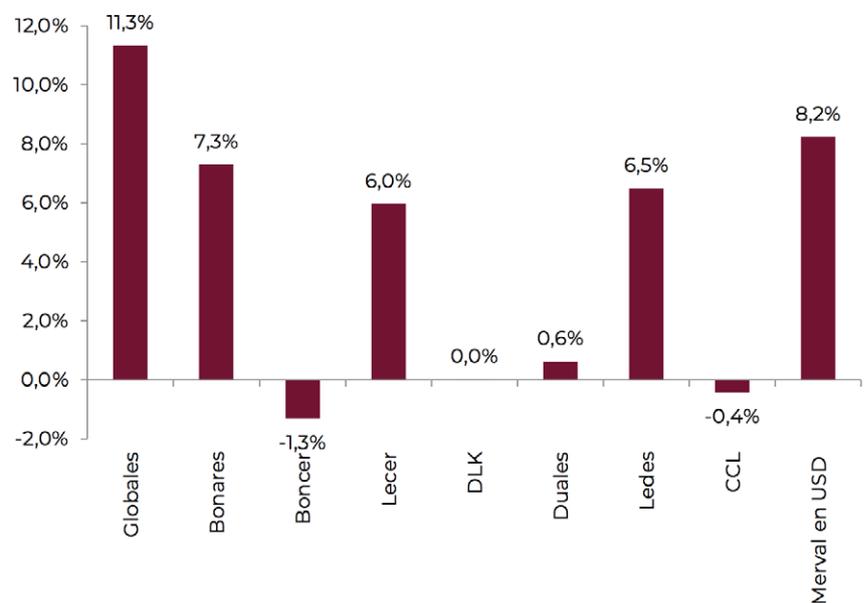
DEUDA EN PESOS



Buen mes para los activos locales. Con un contexto financiero global favorable (el S&P subió 8%, el Índice de Latam 10% y el índice de bonos emergentes 5%), los activos argentinos tuvieron una buena performance con alzas tanto en bonos como en acciones. Se destacaron los bonos soberanos en moneda extranjera que anotaron subas del 10% y recuperaron lo que habían perdido el mes previo, por lo que el riesgo país bajó 4% hasta 2.590 pb. De los bonos en moneda local se destacaron los del tramo corto, con las Ledes y Lecer marcando subas del 6% mientras que los Boncer registraron un alza de apenas 0,8% aunque con comportamiento diferencial entre los que tienen vencimientos hasta 2024 que subieron 3,5% y los más largos que cayeron casi 8%. Los bonos DLK y Duales que habían comenzado el mes perdiendo ante la expectativa de un menor ritmo de devaluación, se recuperaron en las últimas dos semanas y cerraron el mes prácticamente neutrales. La brecha cambiaria operó estable quedando en 80% para el MEP y 96% para el CCL. En cuanto a las acciones, el Merval tuvo un muy buen desempeño al anotar un alza de 8.2%

medido en dólares CCL y cerró el mes en USD 487. Si bien todas las acciones del panel general tuvieron un buen desempeño, lo más destacado fue la muy buena performance de YPF que subió 22% y las empresas de utilities que marcaron ganancias de 17%. También positivo el mes para los Cedears de empresas argentinas que tuvieron una ganancia promedio de 14% en el mes entre las que se destacó Vista con un alza de 40% en el mes.

**PERFORMANCE DE LOS ACTIVOS ARGENTINOS
VAR M/M OCTUBRE 2022**



Perspectivas. Al igual que el mes pasado, el escenario de noviembre será desafiante. La mala performance que tuvo el mercado cambiario en octubre se repetiría en noviembre por lo que el BCRA continuará vendiendo divisas y acelerando la devaluación del tipo de cambio oficial. Las cuentas públicas estacionalmente son más deficitarias y los vencimientos de deuda en moneda local son importantes. En este sentido, si bien esperamos que el tesoro logre refinanciar los vencimientos, no vemos espacio para que las colocaciones netas superen el 20%. Por lo tanto, el BCRA deberá cubrir las necesidades

financieras con mayor emisión monetaria. La inflación se mantendrá en los niveles actuales previendo un alza de 6,5% en octubre y un piso de 6% para los meses siguientes. Con este marco de fondo, nuestras recomendaciones del mes son:

i. Bonos Soberanos. En octubre los bonos soberanos lograron rebotar desde niveles mínimos de precios registrados en julio y fines de septiembre. Seguimos viendo como opciones interesantes tanto el GD35 por paridad y flujo de caja, como así también el GD38 por su flujo de caja y estructura legal más robusta al ser indenture 2005. Cabe destacar que faltan 9 meses para las PASO por lo que el trade electoral como driver que despierte la demanda no está lejos de ocurrir, más teniendo en cuenta las paridades actuales de 20% - 28%. Considerando que la deuda en moneda extranjera en manos de privados implica pagos de tan solo USD 1.623 M (USD 811,25 MM en enero y otros USD 811,25 M en julio) para lo que queda de esta gestión económica, creemos que a estas paridades estamos en niveles de piso. El próximo presidente deberá enfrentar vencimientos anuales crecientes de USD 3.339 M en 2024, USD 7.347 M en 2025, USD 7.306 M en 2026 y USD 7.893 M en 2027, de los cuales USD 3.996 M se concentran en vencimientos de capital anuales a partir de 2025 del GD30/AL30. Existe un escenario con un manejo fiscal prudente, donde la deuda pueda cumplirse ofreciendo a dichos tenedores de deuda otro bono para extender el vencimiento del capital con algún colateral atractivo para su rollover.

ii. Bonos Subsoberanos. Nos mantenemos en línea con lo comentado en el House View de septiembre. Sobre los emisores de nuestra preferencia (Santa Fe, Córdoba, Mendoza y Tierra del Fuego) salió publicada la resolución conjunta 40/22 del Ministerio de Economía que dispone la emisión de los bonos CER destinados a la Provincia de Santa Fe para dar cumplimiento a la sentencia de la Corte

Suprema de Justicia referida a retenciones del 15% de fondos de coparticipación destinados al ANSES. El valor técnico al 31-05-22 de esta cartera de bonos era de \$151.873 M lo cual lleva a Santa Fe a ser una de las pocas provincias con deuda neta negativa. En cuanto a Córdoba, se ha conocido que el gobernador Juan Schiaretti propuso como candidato para su sucesión al actual intendente de la Ciudad de Córdoba, Martín Llaryora, de buena gestión desde el 10-12-2019 y además dos veces electo intendente de San Francisco.

ii. Bonos Corporativos. La perspectiva de desaceleración en la suba de la tasa de la Fed permitió una leve recuperación en el precio de los bonos corporativos norteamericanos que ayudaron a generar un alza de precios en las ONs corporativas locales. Los mismos vienen sosteniendo una muy buena performance en lo que va del año a pesar del complicado contexto internacional. Se produjo el canje de la ON ARCOR 6% vencimiento 07/23 logrando una aceptación del 74,41%. La futura ON que será emitida el 10-11-22 por un monto total de U\$S 265 M, cupón 8,25% y vencimiento final 09-10-2027 puede ser una opción muy interesante: a precios inferiores a U\$S 95,5 convalidaría TIR superior al 10% con una MD de tan solo 2,7 años. Los balances al 2Q22 reforzaron los conceptos que veníamos sosteniendo sobre los créditos que recomendamos. En el caso de Aeropuertos Argentina 2000 la fuerte recuperación en la actividad aérea en lo que va del año ha llevado a que la Deuda Neta / EBITDA baje al 2,8x en 2Q22 versus 15,2x al 2Q21. Sus bonos 2031 y 2027 siguen siendo opciones atractivas dado su rendimiento y las garantías que brinda el fideicomiso con cobranzas de tasas aeroportuarias entre otros. El balance al 2Q22 de YPF obteniendo un EBITDA de U\$S 1500 M y FCF de U\$S 310 M, llevando la deuda neta a U\$S 5800 M consolida nuestra recomendación del bono YPF 2026 garantizado por exportaciones. Bonos de dicha emisora con paridad cercana al 60% y altos cupones pueden ser una opción especulativa interesante.

HOUSE VIEW LOCAL

Mantenemos una visión positiva en Pampa Energía (ON 2027 / 2029), Transportadora de Gas del Sur (ON 2025).

iv. Bonos en moneda local. Dado el agotamiento que está mostrando la curva de pesos, seguimos recomendando letras y Lecer a corto plazo. Para un horizonte más largo, para pasar el verano, recomendamos el TX23. Es que, si bien en los últimos dos meses la carrera nominal entre inflación y devaluación se emparejó, esperamos que a medida que la dinámica de precios persista, el BCRA irá reduciendo gradualmente el ritmo de devaluación. Incluso aunque el tipo de cambio se corrija bruscamente en los próximos meses, el elevado traslado a precios en una economía como la argentina hace que la aceleración de los precios siga situando al TX23 como el ganador dentro de todas las curvas de pesos.

v. Acciones. El índice Merval se encuentra en los U\$S 495 después de haber alcanzado U\$S 525 a mediados de septiembre. No sugerimos modificar las opciones mencionadas en el House View de Septiembre (VISTA, TXAR, ALUAR, MIRG, PAMP, CEPU y CVH como un excelente dividend play).



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.

