



por
MARTÍN POLO,
estratega en jefe
de Cohen

JUAN JOSÉ VÁZQUEZ,
head of research
de Cohen

JUAN PEDRO MAZZA,
estratega Renta Fija

Navegando la transición

La recuperación que venían mostrando los activos argentinos se terminó a mediados de enero y desde entonces vienen lateralizando. El mal contexto local sumado a la volatilidad del entorno global y un poco de mala suerte por efectos climáticos son una pesada mochila para las expectativas. A esto se suma un clima político que va tomando temperatura y donde predomina la incertidumbre y la falta de señales claras de cara a 2024. La economía entró en una fase contractiva, con aceleración de inflación y con el BCRA perdiendo reservas internacionales mientras que las cuentas públicas se deterioran a medida que el gasto público recupera el impulso perdido en la segunda mitad del año pasado. Con este marco de fondo, cayeron los bonos en moneda extranjera y las acciones frenaron su recuperación, mientras que los bonos en pesos van a la par de la inflación. De cara a los próximos meses, con la volatilidad creciente, mantenemos nuestra recomendación de priorizar los instrumentos de corto plazo y los ajustables por inflación.

Sin viento a favor. El contexto global no será un aliado de la coyuntura local, pero tampoco esperamos que sea un factor determinante. Tal como lo comentamos en nuestros último *[Houseview global](#)*, si bien la inflación americana se moderó en el segundo semestre del año pasado, aún sigue en niveles elevados e incluso en el margen muestra cierta aceleración –el IPC de enero de EE.UU. tuvo la mayor suba desde julio del año pasado– en un contexto en el que la actividad económica y el empleo crecen sostenidamente. La resistencia de la inflación y la fortaleza del consumo privado, obligan a la Fed a mantener el sesgo contractivo de la política monetaria. Esto presiona sobre los rendimientos de los bonos del Tesoro que volvieron a los niveles de noviembre lo que golpea a las acciones, bonos corporativos y *commodities* en general. Los instrumentos *US High Yield* corporativos revirtieron la tendencia bajista en sus rendimientos que venía

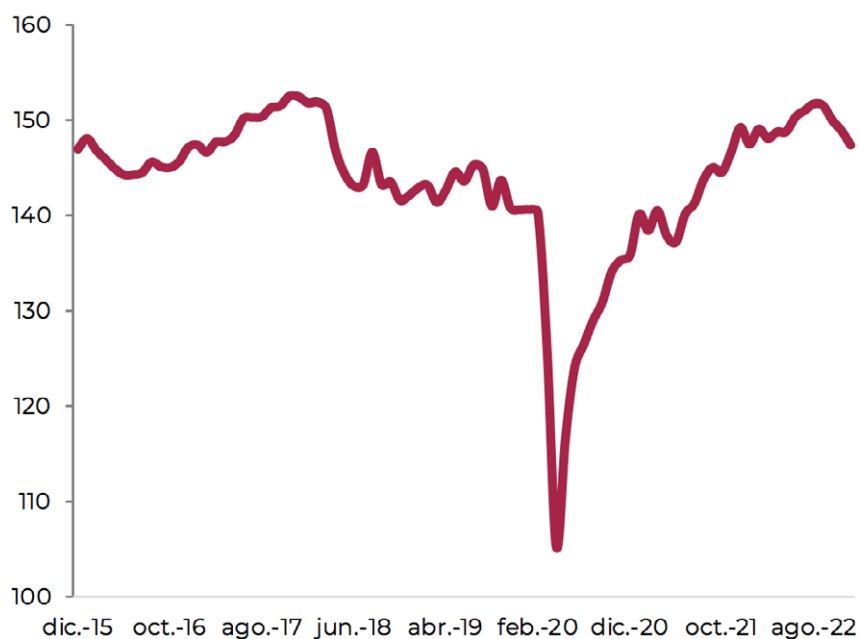
presentando desde octubre de 2022. Los bonos con calificación de riesgo CCC pasaron a rendir 13,37% desde 12,2% registrados a comienzos de mes. Es una mala noticia para los mercados emergentes, pues este año deberán enfrentar un menor crecimiento global, con tasas de interés más altas y sin el impulso de los precios de las materias primas, más allá que la recuperación de China le pone un piso. No es un contexto de crisis, pero sí muestra las fragilidades de la economía global de la pospandemia y de tensiones geopolíticas constantes (no sólo está el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania sino que también hay tensión entre China y Taiwán). Con este marco de fondo, el contexto para Argentina no ayuda: los bonos emergentes en el último mes ajustaron 3%, mientras que los precios de las materias primas y el tipo de cambio real multilateral se mantuvieron relativamente estables, aunque ambos acumulan en el último año cierto deterioro: los precios de las materias primas están 20% debajo de los registrados en mayo y el tipo de cambio real está 10% más abajo al nivel del mismo período de 2022.

PRECIO DE MATERIAS PRIMAS, TIPO DE CAMBIO REAL DIC 21= 100



A las puertas de una nueva recesión. La recesión es el costo que prefiere pagar el gobierno con tal de no tener un salto discreto del tipo de cambio antes de las elecciones. Es por ello que, además de tipos de cambios diferenciados, con atraso cambiario reprimido, el control a las importaciones no cede y esto repercute en la actividad industrial, donde se nota la falta de insumos y en la actividad económica en general. Concretamente, en diciembre la actividad marcó una caída de 1% m/m y 1,2% i.a. y cerró el último trimestre con una caída de 1,8% respecto al 3Q22. Así, la tasa de crecimiento interanual bajó al 1,7% i.a. desde el 6% que marcaba en los tres trimestres anteriores. El mal desempeño fue generalizado en todos los sectores y se destacó la contracción en la actividad industrial, en la construcción, comercio y agro. En todo 2022 el PBI tuvo una expansión de 5% i.a., pero fue enteramente arrastre estadístico de 2021 que duró hasta la primera mitad del año pasado. La aceleración de la inflación –que tiene la particularidad de que no fue derivada de un salto cambiario–, con mayores restricciones a las importaciones, y brecha cambiaria en torno al 90% le pusieron fin a la recuperación que había tenido la economía luego del derrumbe de 2020. Es que los salarios ya no acompañan a la inflación y limitan la capacidad de resistencia del consumo. Además, el elevado riesgo país con restricciones cambiarias va en contra de un buen desempeño de la inversión. Con las exportaciones estancadas desde hace varios años, sin shock de competitividad cambiaria, e incluso empeorando por cuestiones climáticas –este año la sequía tendrá un fuerte impacto en la actividad agrícola–, el único motor de crecimiento que le queda al PBI es el gasto público con las complicaciones que esto trae para las cuentas públicas, justo en un año en que debe reducir el déficit.

ESTIMADOR MENSUAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA NIVEL DESEST.



Una Niña mala. Uno de los aspectos que más complican la coyuntura para un país como Argentina es la cuestión climática. Este año, por el efecto de “La Niña”, la cosecha de los tres principales cultivos tendrá una caída no menor al 30% respecto a la última campaña y será una de las peores de los últimos 15 años. Los pronósticos son cada vez peores producto de que la sequía se agrava y la amplitud térmica, con elevadas temperaturas y hasta heladas, complica cada vez más el panorama. La menor cosecha no sólo es una complicación microeconómica sino que tiene problemas macroeconómicos debido a la incidencia del sector en la actividad en general –pesa el 10% en manera directa– y también en las exportaciones. Se espera que, como escenario optimista, aporte unos USD 10.000 M menos de divisas que el año pasado, suponiendo que los precios internacionales se mantengan estables.

TRIGO, MAÍZ Y SOJA

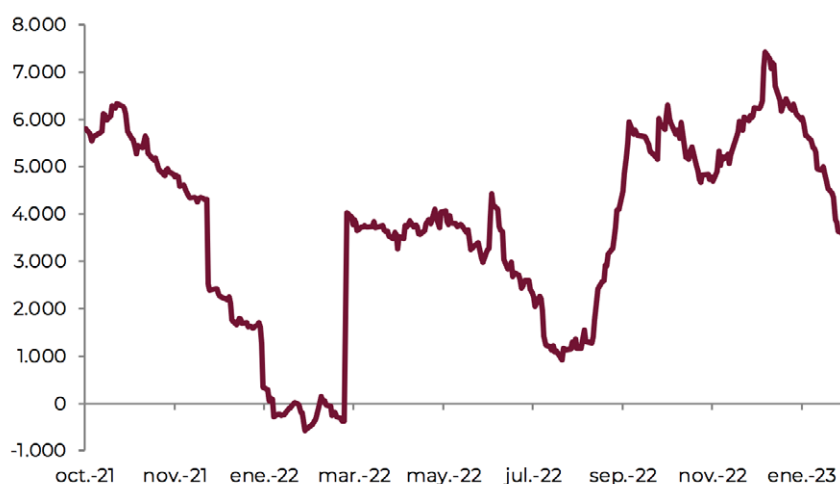
VALORIZACIÓN COSECHA EN USD



Caen las reservas internacionales. Si bien los términos de intercambios se ubican entre los más altos de la historia y con fuertes restricciones cambiarias, las cuentas externas muestran una fragilidad creciente y esto golpea sobre las reservas internacionales. Concretamente, ya sin las ventajas cambiarias temporales del *Dólar Soja I y II* y con una muy mala cosecha de trigo y cebada, la liquidación del agro viene mostrando una fuerte caída: en los primeros dos meses del año está 70% por debajo a la de un año atrás. Para compensar esta caída en la oferta, el control de cambio y la caída en el nivel de actividad redujeron la demanda aunque no lo suficiente como para revertir el resultado general. De hecho, para no convalidar una mayor aceleración del tipo de cambio, el BCRA acumula ventas de más USD 900 M en febrero y USD 1.150 M en lo que va del año. Estas intervenciones, sumadas a los pagos netos de deuda por USD 4.900 M y a los USD 800 M utilizados en las intervenciones en el mercado de deuda, implicaron una caída en las reservas internacionales de USD 2.400 M en lo que va de febrero y de USD 5.800 M en lo que va del año. Con esta *performance*, el stock

de reservas internacionales brutas llega a USD 39.000 M mientras que las reservas netas quedan en USD 3.500 M, muy alejadas de la meta con el FMI: para marzo deberían llegar a USD 7.500 M.

RESERVAS INTERNACIONALES NETAS EN MILLONES DE USD

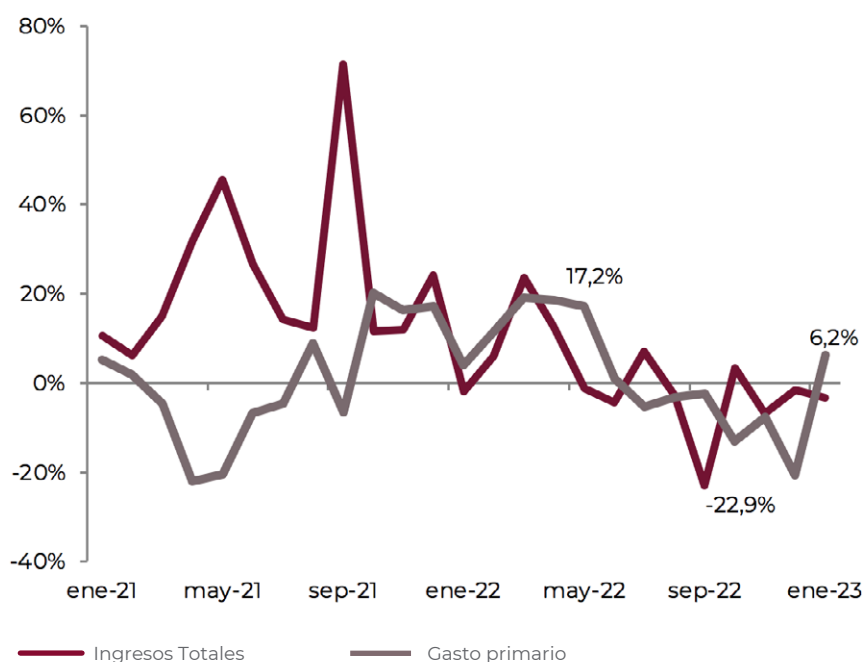


Falta disciplina fiscal. El resultado fiscal de enero marca que las mejoras relativas de las cuentas públicas durante el segundo semestre del año pasado –el gasto cayó en términos reales mientras que los ingresos subieron impulsados por adelanto de recaudación y más inflación– fueron más transitorias que permanentes. En enero, el déficit primario se disparó y llegó a \$204.000 M (0,12% de PBI), casi 10 veces más alto al de enero del año pasado. Así, el gobierno ya utilizó la mitad del déficit acordado con el FMI para el 1Q23. Por su parte, febrero y marzo suelen ser meses más complejos por lo que difícilmente puedan mostrar mejores resultados. El marcado deterioro fiscal se debe a que el gasto primario volvió a subir en términos reales porque se pagó deuda flotante que había subido en 2022 para mejorar la caja del Tesoro y cumplir con la meta del FMI. Concretamente, el impulso de 6% real en el gasto se explicó por el alza en los planes sociales

(+101% i.a.) y subsidios (+17%), por un incremento en los costos de generación eléctrica, mientras que Jubilaciones cayeron (-6% i.a. real) a pesar de los bonos otorgados. Mientras tanto, los ingresos cayeron 3% real debido a la fuerte caída de la recaudación en comercio exterior (retenciones 29%; derechos de importación 18%).

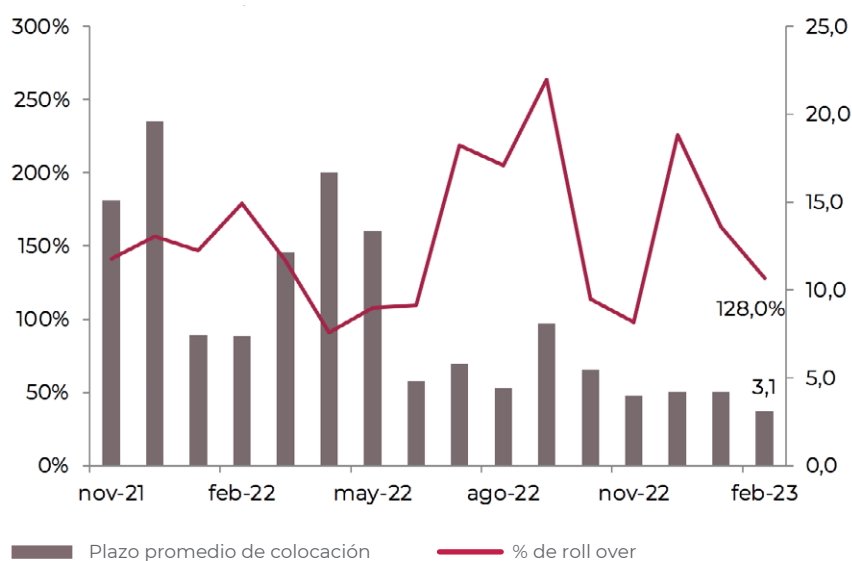
SECTOR PÚBLICO NACIONAL

VAR I.A. REAL



Financiamiento corto y caro. En las cuatro licitaciones que llevamos en 2023, el Tesoro logró una elevada tasa de *roll-over* pero a costa de subir las tasas de interés que paga y de reducir la extensión en el tiempo de los vencimientos. En el año acumuló un financiamiento neto de \$425.500 M, que representa un *roll-over* de 143%. Pero este financiamiento se debió a un aumento en el costo de financiamiento, las Ledes están cortando en TEA 119%, casi 10 puntos por encima de fines del año pasado. Asimismo, al no ser capaz de colocar más allá de las PASO, los vencimientos a los que extiende se hacen cada vez más

cortos. Las dos licitaciones de febrero tuvieron respectivamente la segunda y la cuarta extensión de vencimientos más cortas de los últimos 12 meses, siendo de tan solo 96 y 110 días. Finalmente, en febrero hubo un creciente interés por los instrumentos CER a los que se destinó el 38% e incluso fueron demandados por encima de los tasa fija en la primera licitación del mes.

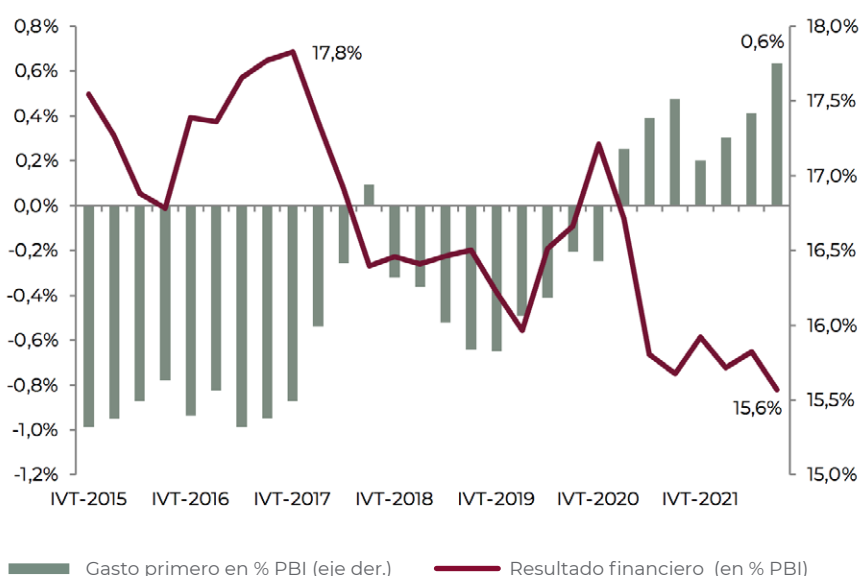


(*) No incluye bonos integrables con encajes

Las provincias hacen buena letra. Mientras que las finanzas públicas nacionales en los últimos tres años tuvieron un marcado deterioro revirtiendo la mejora que habían marcado entre 2015 y 2019, la situación fiscal de las provincias es completamente diferente dado que la mayoría registran superávit primario gracias al ajuste que vienen realizando en el gasto primario. Concretamente, al 3Q22 el resultado primario consolidado (acumulado de 12 meses) registró un superávit de 1,0% del PBI –el mejor resultado desde 2004 cuando había llegado al 2%– mientras que considerando los pagos de intereses de deuda llegó al 0,6% del PBI (sin intereses de deuda fue de 0,8% del PBI). Ya son dieciocho trimestres consecutivos con superávit primario y siete con resultado

financiero positivo. En los primeros nueve meses del año pasado los ingresos crecieron 7,3% i.a. real mientras que el gasto lo hizo 6,4% i.a. y el superávit primario llegó a 9,7% de los ingresos totales, 0,8 pp más al resultado del mismo período de 2021. Más allá de la foto general, no todas las provincias muestran igual disciplina: 14 jurisdicciones aumentaron gastos por debajo del ritmo de incremento de los ingresos (destacando CABA, Misiones, Catamarca y Jujuy) y el resto por encima (destacando San Luis, Neuquén, Entre Ríos). Las provincias de mejor performance fiscal en los tres trimestres de 2022 son CABA, Córdoba, Mendoza, Jujuy y Santiago del Estero. Contemplando intereses, salvo San Luis, todas registran un superávit financiero.

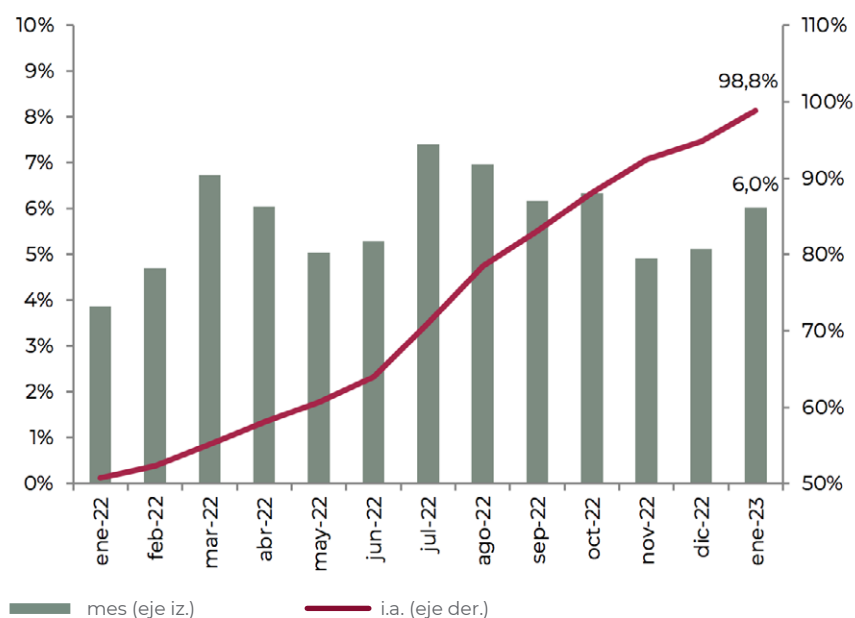
RESULTADO FISCAL DE LAS PROVINCIAS



Acelera la inflación. En enero la inflación se aceleró y terminó con el sueño de desinflación que el gobierno deseaba mantener. Recordemos que en noviembre y diciembre el IPC Nacional había marcado un alza promedio del 4,8% mensual, un escalón más debajo de la registrada

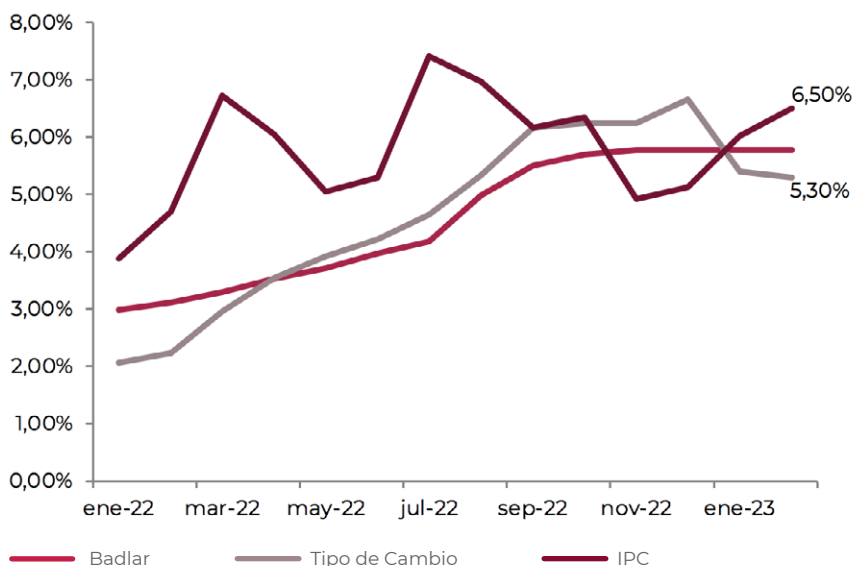
entre julio y octubre, que promedió 7%, gracias a la moderación de los precios estacionales y de algunos alimentos. Concretamente, en enero marcó un alza de 6,0% m/m, acumulando un alza de 98% i.a. La aceleración vino de la mano de los precios estacionales y regulados –ajuste de tarifas mediante– que subieron 7,9% m/m y 7,1% m/m, mientras que la *Core* tuvo un alza de 5,4% m/m y no subió más dado que aún no tuvo el impacto del alza en el precio de la carne que se dio en la última semana del mes. Pero no sólo se aceleró el IPC Nacional, también se aceleraron los precios mayoristas (+6,5% m/m), costos de la construcción (6,2%) y la Canasta Básica Alimentaria y Canasta Básica total, que aumentaron 7%. De cara a febrero, esperamos que la inflación siga subiendo hasta al menos 6,5% impulsada por el alza de más de 20% que viene teniendo el precio de la carne y que le deja un piso elevado. Prácticamente todos los precios suben por encima del 100% anual y es imposible que el gobierno cumpla su objetivo de cerrar 2023 con una inflación de 60%.

IPC NACIONAL



La inflación vuelve a ganar la carrera nominal. Pese a la aceleración que está marcando la inflación, el BCRA no movió las tasas de interés de referencia dejando la tasa de Política Monetaria en 75% de TNA, lo que supone una tasa efectiva mensual de 6,2% en tanto que la de Plazos fijos se ubica en 6,1% mientras que la Badlar en 5,8%. Así, vuelven a quedar por debajo de la inflación. Al mismo tiempo, la devaluación del tipo de cambio oficial también corre por debajo de la dinámica de precios, pues en enero y febrero el BCRA moderó el ritmo de devaluación al 5,2%.

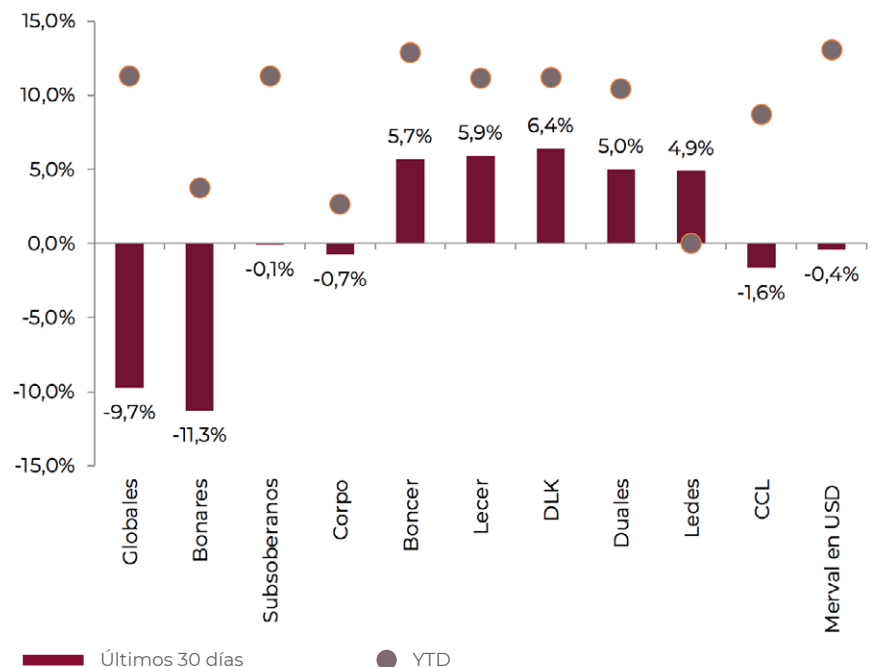
TASA EFECTIVA MENSUAL PROM.



Performance de los activos locales. Con un contexto financiero global mucho más complejo, con elevada volatilidad y caídas generalizadas en los mercados emergentes, los bonos soberanos sintieron el impacto y tuvieron pérdidas en torno al 10%, reduciendo la ganancia que habían tenido hasta enero. Los bonos subsoberanos y corporativos tuvieron una caída mucho más acotada reflejo de la menor volatilidad que suelen tener estos instrumentos respecto al soberano. En

la curva de pesos, todos tuvieron una buena *performance* con alzas que van levemente por debajo de la inflación y donde se destacaron los bonos ajustables por tipo de cambio (los DLK) que subieron 6,4% en lo que va del mes aunque en el año el lugar más alto del podio lo ocupan los bonos ajustables por inflación que acumulan un alza del 12%. Con el CCL mostrando una leve caída, la brecha cambiaria con el tipo de cambio oficial cayó por debajo del 90%. Finalmente, en cuanto a las acciones, el Merval hizo una pausa al *rally* alcista que venía teniendo hasta mediados de enero y en febrero cerró prácticamente estable.

PERFORMANCE DE LOS ACTIVOS ARGENTINOS



Perspectivas. El escenario para los activos financieros locales sigue siendo desafiante dado el deterioro que presentan los *fundamentals* macroeconómicos, donde se destaca la aceleración de la inflación, la pérdida de reservas internacionales y los elevados vencimientos de deuda en moneda local que restan hasta las PASO. A esto se suma el inicio del calendario electoral que, como es habitual, genera incertidumbre y volatilidad. Más allá de esta fragilidad, para el corto

plazo no vemos probabilidades de un ajuste discreto en el tipo de cambio ni condiciones para que el tesoro reperfile la deuda en pesos. La transición cierra con más recesión y más inflación.

- **Bonos en pesos.** En el tramo corto, seguimos viendo valor en los instrumentos a tasa fija, en particular en la Ledes de mayo (S31Y3) que ofrece una TEA de 120% en el mercado secundario. El rendimiento de la Ledes es tan elevado que haría falta una inflación de 7,0% en febrero y marzo para que empate contra la Lecer del mismo mes (X19Y3). En perspectiva de una aceleración en la inflación, vemos como más prudentes los instrumentos CER para plazos más largos, destacamos el bono T2X3 que cotiza a CER+5,4% en el mercado secundario. Finalmente, los elevados premios de los bonos con vencimiento en 2024 hacen que sean una buena alternativa para inversores con mayor tolerancia al riesgo, destacamos el dual TDF24 (máximo entre CER +12,5% y Devaluación +8,0%) y el DLK TV24 (Devaluación +13,5%) que ofrecen cobertura contra saltos devaluatorios.

- **Bonos Soberanos.** El programa de recompra de bonos soberanos fue insuficiente para sostener la curva y los bonos en dólares acumulan una caída de 8% en febrero. Entre las posibles causas se encuentra una serie de malas noticias locales –inflación, empeoramiento de las estimaciones de cosecha, freno en la actividad– potenciadas por un mal contexto global que comentamos más arriba. Las paridades nuevamente debajo del 30% y el riesgo país de nuevo en torno a los 2.000 pb marcan la fragilidad y volatilidad a las que estarán expuestos. Mantenemos nuestra recomendación de GD35 por paridad, liquidez e interés corriente (a partir de julio comienza a devengar 3,625% anual en forma semestral, determinando un interés corriente de 13,1%). El AL30 puede ser una opción táctica interesante dada su liquidez y el fuerte *spread* existente del 18% vs GD30 que es donde se focalizan las compras del Tesoro. En tanto que el GD38 sigue siendo la opción defensiva por estructura legal más robusta al ser indenture 2005 y otorgar cupones de 4,25% a partir de julio, los más elevados de la curva.

Por su liquidez significativamente menor, recomendamos el GD41 a inversores más pequeños ya que ofrece paridades por debajo del GD30 y el GD29 y también es indenture 2005.

• **Bonos Subsoberanos:** Nuestro índice de bonos provinciales resistió la caída de los soberanos ayudados no solo porque los datos fiscales al 3Q22 continúan mostrando la austeridad en el gasto que venían teniendo en los últimos años, sino también porque la mayoría de las emisiones presentan una *duration* baja donde muchos bonos comienzan a amortizar capital en el presente 2023. Esto a su vez nos obliga a reconocer que son pocas las emisiones que podemos lograr ganancias de capital en el corto plazo dado los precios alcanzados. Un ejemplo es el bono no garantizado de Neuquén 2030 NDT25 del cual hemos hablado anteriormente. El Fondo de Estabilización y Desarrollo de la Provincia de Neuquén al 16/12/22 terminó registrado aportes por USD 47 M en tan solo su primer año de creación, contando en su cartera un stock de *Treasuries* por casi USD 20 M. Sin embargo actualmente opera en el mercado local a U\$S 82,2 devengando una TNA de 13,3% mientras que el bono garantizado rinde 9,8%. Dicho spread es actualmente de 350 pba vs. los 622 pba registrados hace un mes. Es por esto que no recomendamos tomar nuevas posiciones en NDT25. A USD 38,8 de cotización en BYMA el bono BA37D –el bono de la Provincia de Buenos Aires 2037– presenta una interesante relación riesgo retorno y es uno de los pocos que puede otorgar ganancias de capital en el mediano plazo. Recordemos que PBA al 3Q22 posee un stock de deuda USD 10.585 M, con un cronograma de vencimiento sin grandes apremios en el corto plazo (la provincia posee depósitos en dólares por USD 585 M a fines de 2022 que le permitiría afrontar los vencimientos en dicha moneda durante 2024 de ser necesario), y un achicamiento paulatino de su déficit financiero que al 3Q22 acumulaba USD 307 M en los últimos cuatro meses habiendo sido de USD 568 M en 2021. El BA37D no es bullet, rinde 25,1% TNA, posee una MD de 3,28x y

paga cupones semestrales a una tasa anual de 5,25% / 6,375% / 6,625% en 2023 / 2024 / hasta su vencimiento. Debemos reconocer que la provincia no tiene un buen *handicap*, ha ofrecido reestructuraciones similares a las nacionales cuando el soberano defaultó. Sin embargo, puede ser una alternativa interesante para aquellos menos adversos al riesgo dada la paridad a la que cotiza su principal bono, la liquidez de la plaza, su rendimiento & *cash flow* y el beneficio de la duda que dicho emisor podría recibir si hay un cambio de autoridades en el presente 2023. Nos mantenemos positivos en emisiones como Santa Fe 2027, Mendoza 2029, Córdoba 2025 & 2027 que conservan una buena relación riesgo retorno.

- **Bonos Corporativos.** Nuestro índice de deuda corporativa lateralizó reflejando una caída de tan solo 0,7% en el mes. Para carteras conservadores o para dolarizar cartera recomendamos Arcor 27 (USD 104,2; TIR 6,7%), Panamerican 2027 (USD 109,2; TIR 5,9%), Pampa Energía 26 (USD 104,8; TIR 7,5%), el bono YPF 2026 garantizado por exportaciones y Telecom 26 (USD 93,7; TIR 10,2%). Como alternativas más arriesgadas recomendamos el bono a 2027 de Aeropuertos Argentina 2000 y el bono Mastellone 2026 (propiedad de Arcor en un 48,7%) que tiene cupón de 10,95%. En lo que refiere a bonos corporativos ley local, recomendamos los créditos de Cresud al 2024 y Vista al 2024.

Acciones: El índice Merval se encuentra en los USD 680 después de haber alcanzado USD 715 a mediados de enero. Creemos que lo más conveniente es conservar posiciones enfocadas en el largo plazo y en este contexto priorizamos VIST, TXR, ALUA, MIRG, CEPU, PAMP y BYMA.

**Los datos utilizados en el presente informe tienen fecha de cierre 27 de febrero de 2023.*

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.

