



---

por MARTÍN POLO,  
Estratega en Jefe  
de Cohen

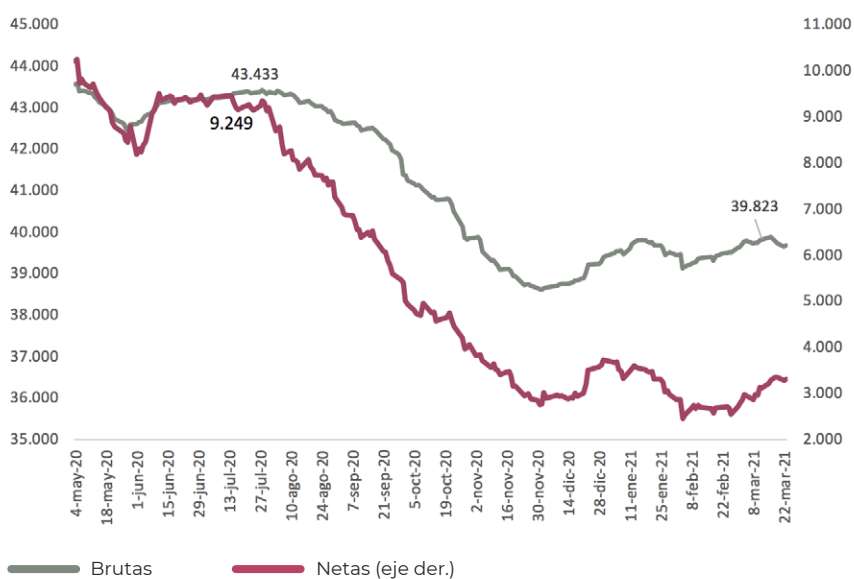
---

La falta de avances en las negociaciones con el FMI imponen incertidumbre a la economía local y eso se traduce en que el riesgo país siga muy elevado. Mientras tanto, el mercado cambiario continúa estable, con el BCRA comprando divisas y logrando cierta suba en las reservas internacionales netas. El alza en el precio de la soja y la llegada de los DEG's le dan un colchón de oferta de divisas para controlar el tipo de cambio por los próximos tres meses. La mala noticia es que la inflación no cede y avanza una nueva ola de contagios de COVID-19. Con todo esto, seguimos recomendando los bonos CER y la cobertura cambiaria. Para un perfil más arriesgado, los bonos soberanos en moneda extranjera y el Merval siguen siendo una opción tentadora.

## META ELECTORAL SIN PLAN FISCAL

El agro y el control de cambios mantienen la pax cambiaria. El fuerte salto en el precio de las materias primas y un control de cambios que opera sobre la demanda fueron determinantes para que el mercado cambiario luzca una importante mejora en los últimos dos meses. Concretamente, la combinación de buenos precios internacionales, stocks acumulados y una perspectiva de tipo de cambio estable dieron impulso a las liquidaciones del agro, que en marzo se encaminan a marcar un récord para el primer trimestre del año. Mientras tanto, las limitaciones para el pago de deuda en moneda extranjera de las empresas, y también para las importaciones, fueron determinantes para que el mercado cambiario marque un saldo favorable y el BCRA compre este excedente. Estas intervenciones en el mercado de cambios no se ven reflejadas plenamente en las reservas internacionales dado que parte de estos flujos se utilizan para pagar los vencimientos con organismos internacionales, e intervenir en el mercado de bonos para contener la brecha cambiaria.

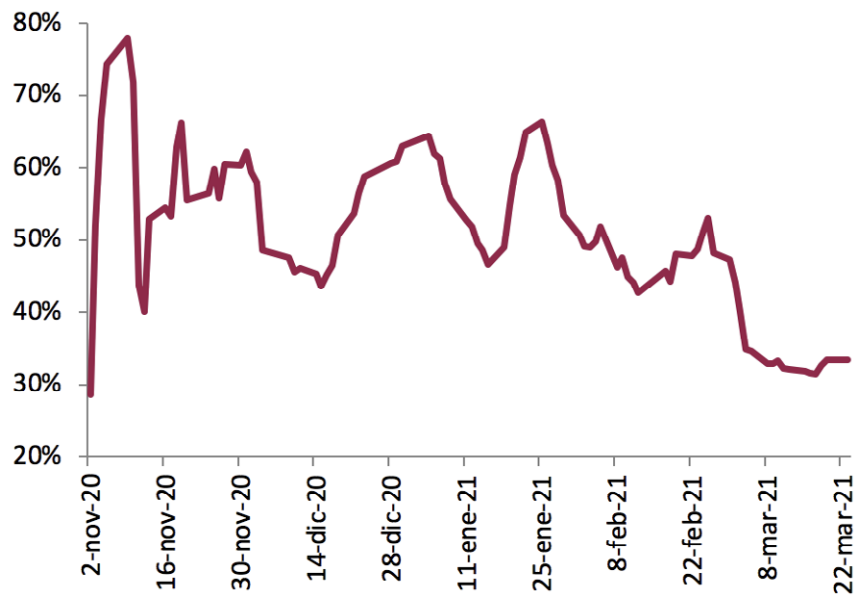
## RESERVAS INTERNACIONALES EN MILLONES DE USD



Fuente: Cohen en base a BCRA

**Modera el ritmo de devaluación.** Con el mercado cambiario bajo control, aún corriendo el riesgo de que las restricciones a las importaciones dificulte la recuperación del nivel de actividad, el BCRA viene moderando el ritmo de devaluación del tipo de cambio oficial de manera de contener las expectativas y sacarle presión a los precios (aunque el control de cambios vaya en sentido opuesto a este objetivo). La tasa de devaluación se ubica en torno al 35% anualizado, muy por debajo del 50% que registraba a principios de año. Este comportamiento se reflejó en la curva de Rofex: cayeron todos los contratos con el dólar a fin de año por debajo de \$120 (vs 139 a principios de año) pero aún siguen por encima de la meta del ministro Guzmán, que apuesta a terminar el año con un dólar oficial cotizando \$102.

**TIPO DE CAMBIO OFICIAL  
VAR DIARIA ANUALIZ PROM 5 RUEDAS**

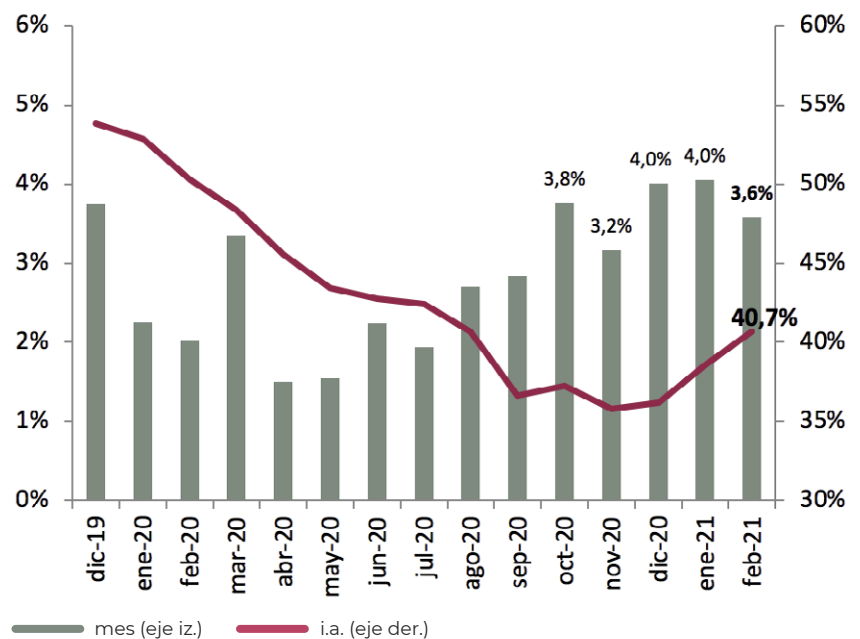


Fuente: Cohen en base a BCRA

La inflación sigue siendo muy elevada. La peor noticia vino del lado de la inflación, que sigue marcando un fuerte dinamismo y no da señales de moderación. En febrero el IPC general marcó un alza de 3.6% m/m impulsada por el IPC “core”, que subió 4.1% m/m mientras que el congelamiento de las tarifas permitió que el componente de precios regulados suba sólo 2.2% m/m. Al mismo tiempo, la inflación mayorista fue de 6.1% m/m – siendo el mayor incremento desde agosto de 2019 –, acumulando en los últimos doce meses un incremento de 47%. Con este resultado, entre octubre y febrero el IPC navegó a un ritmo del 3.8% mensual (55% anualizado), y las perspectivas para marzo no son mejores: con la dinámica de los precios de los alimentos y algunos ajustes de precios regulados, como educación y combustibles, generarían una suba del IPC en torno al 4%.

Para los próximos tres meses, la apuesta oficial es a que con la estabilidad cambiaria, el congelamiento tarifario, el refuerzo del control de precios y la ausencia de desbordes en las paritarias, la inflación pueda aflojar. Si bien esto podrá moderar la dinámica que tuvo en los últimos seis meses, estimamos que el IPC tendrá un alza promedio del 3.0% finalizando el año en 50%.

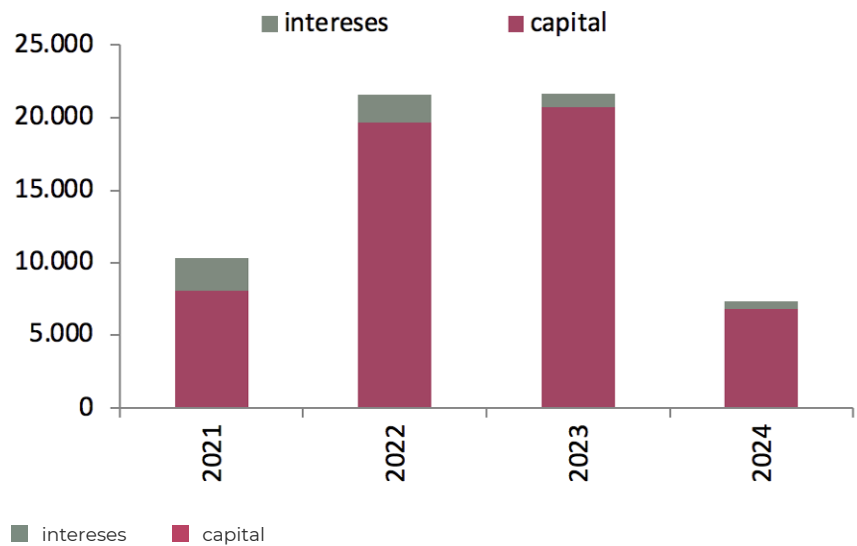
**INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR (IPC)**



Fuente: Cohen en base a INDEC

**Sin acuerdo con el FMI y sin catalizador.** Como lo venimos destacando, Argentina sigue sin mostrar un programa económico que ofrezca una mirada de mediano plazo. La aceleración inflacionaria, el elevado déficit fiscal, el cargado perfil de vencimientos de deuda con organismos internacionales, y un mercado cambiario que se sostiene a base de control de cambios son una barrera para que los bonos soberanos logren tasas de rendimientos “razonables”, como la que tienen otros países emergentes. La YTM inferior al 10%, que apostaba el gobierno tras la reestructuración, quedó muy lejos y hoy festejamos si la misma logra bajar del 20% al 15%. En este sentido, si bien los USD4.500 M que ingresarán por la capitalización del FMI y el shock de términos de intercambio le quitan presión a un eventual ajuste cambiario en el corto plazo, no resuelven los problemas que tiene la economía para ofrecer un sendero sostenible.

## Vencimientos con Organismos Internacionales en millones de USD



Fuente: Cohen en base a Ministerio de Economía de la Nación

**La amenaza de una nueva ola de contagios.** Sin margen para mayor gasto por COVID-19, la dinámica de la cepa de manaos alza una señal de preocupación para el gobierno. Un informe destaca que dicha cepa, que no tiene aún transmisión comunitaria en la Argentina, tiene capacidad de reinfección. Es decir, se pueden contagiar quienes ya tuvieron coronavirus. Esto cobra relevancia porque en el presupuesto 2021 se parte del fuerte supuesto de que no habrá una nueva ola de casos ni gasto COVID-19.

## CONCLUSIONES

**Tranquilidad cambiaria en el segundo trimestre.** Con una estacionalidad muy favorable, el mercado cambiario se mantendría estable en los próximos tres meses. El BCRA aprovechará para comprar reservas internacionales y deberá llegar a algún tipo de acuerdo con el club de París, de manera de estirar los pagos por USD2.200 M que vencen en mayo. En este sentido, esperamos que el BCRA mantenga acotado el ritmo de devaluación del tipo de cambio oficial.

**Inflación.** La inflación seguirá siendo el principal enemigo de la estabilidad cambiaria. El ancla cambiaria y el congelamiento de tarifas podrán moderar el ritmo en el corto plazo pero no creemos que esto permita que la misma baje del 3% mensual.

**Seguimos recomendando los bonos CER y CEDEARs** para paliar el riesgo cambiario, de inflación y aprovechar la mejora del mercado internacional. Pese al mayor control del dólar oficial en el corto plazo, no vemos probable que la devaluación sea inferior al 40%, por lo que mantenemos nuestra exposición en los DL – aunque aumentamos la participación en los más largos –. Aun con mayor incertidumbre y volatilidad, tenemos una visión constructiva con los bonos soberanos, especialmente con los indenture 2005 dada su mayor seguridad jurídica. Para el caso del Merval: Vista, Mirgor, BYMA y Loma Negra son una buena apuesta de mediano plazo.

# HOUSE VIEW LOCAL

El presente informe es publicado por Cohen S.A. y ha sido preparado por el Departamento de Research 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 Sociedad de Bolsa S.A. para la compra o venta de los títulos valores 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 Sociedad de Bolsa S.A. considera confiables, tal información puede ser incompleta o parcial y Cohen Sociedad de Bolsa 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 Sociedad de Bolsa 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.