



LA ECONOMÍA QUE VIENE

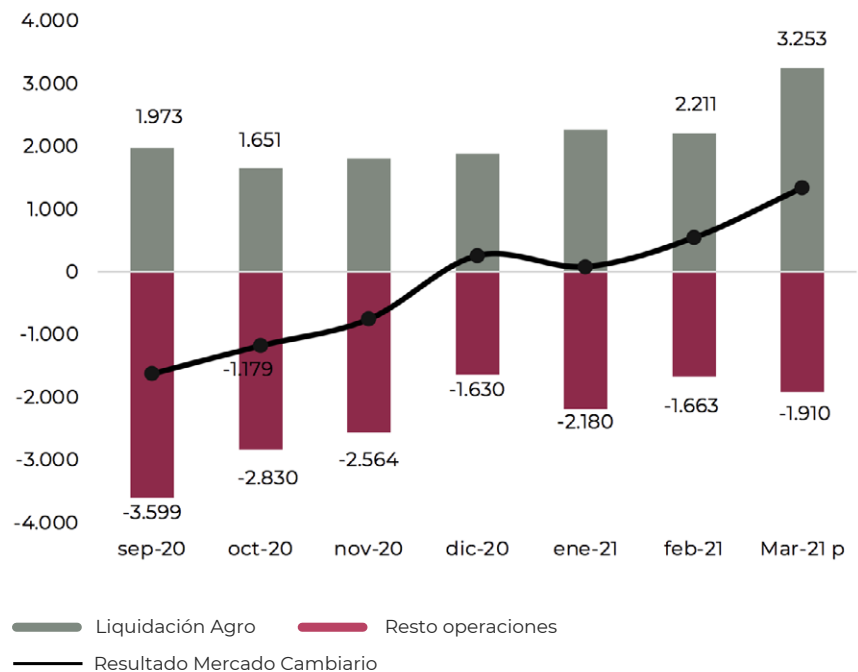
SITUACIÓN ACTUAL: ESTABILIDAD CAMBIARIA, INFLACIÓN ALTA Y BONOS DEPRIMIDOS

Pax cambiaria. Tras un 2020 de extrema fragilidad en el que el BCRA perdió gran parte de su poder de fuego (las reservas netas cayeron de USD12.000 M a USD2.000 M), este año comenzó con buenas noticias desde el frente externo. El shock de términos de intercambio que recibió, producto del salto del precio de los commodities y de la soja en particular, le dio el aire necesario al mercado cambiario. Así, la liquidación del agro se aceleró en el primer trimestre, duplicó al del año pasado y logró el mejor registro histórico. Con un control de cambios operativo sobre la demanda de divisas, el mercado cambiario pasó de demandante a oferente neto de divisas y el BCRA aprovechó a comprar divisas, recuperar reservas internacionales y moderar la suba del tipo de cambio oficial: en enero subió 3.75%, en febrero 2.9%, en

por MARTÍN POLO,
Estratega en Jefe
de Cohen

marzo la bajó a 2.4% y en la primera semana de abril apunta a un alza del 1.5%. La aceleración de las liquidaciones del agro también tuvo su impacto en las cuentas públicas al impulsar la recaudación y, con ello, mejoró el resultado fiscal limitando la necesidad de emisión monetaria. Así, finalizó el primer trimestre con la brecha cambiaria en baja (de 80% a principios de año, a menos del 60% en la primera semana de abril).

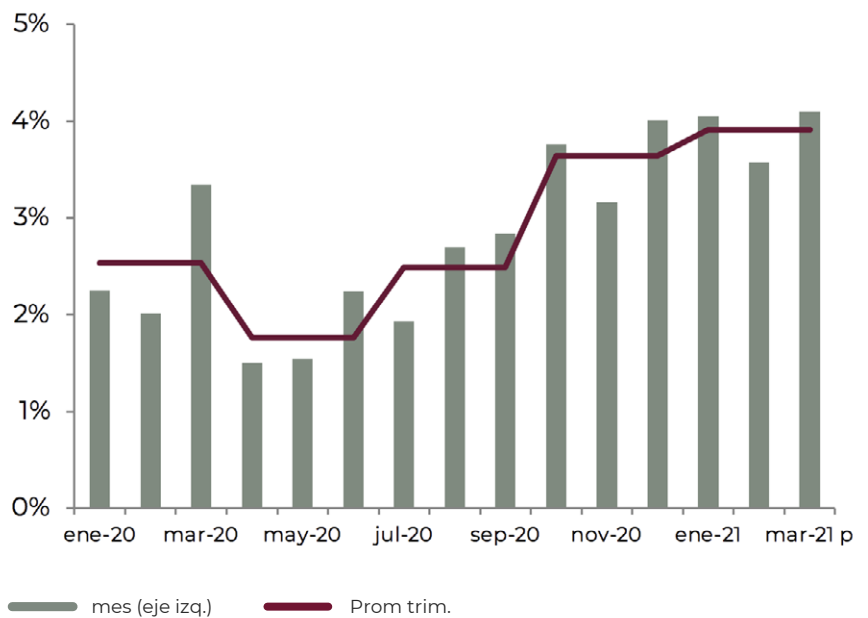
**MERCADO CAMBIARIO
EN MILLONES DE USD**



Fuente: Cohen en base a BCRA

La inflación se aceleró. La fuerte emisión monetaria realizada en el segundo trimestre del año pasado para cubrir el enorme déficit fiscal que provocó el gasto asociado a la pandemia y el derrumbe del nivel de actividad, sumado al alza del tipo de cambio, fue generando las condiciones para una aceleración de precios. De hecho, tras promediar un alza de 2.5% mensual en el tercer trimestre de 2020, en el cuarto trimestre subió a 3.6% y en los primeros tres meses de este año subió al 4.0%. El alza no fue mayor dado que el gobierno fue administrando los ajustes de algunos precios regulados, aunque aún no tocó las tarifas de servicios públicos que siguen congeladas desde hace casi 2 años. Si bien el gobierno se aferra a quitarle presión a los precios con menor ritmo de devaluación y moderando aún más los ajustes de precios regulados, la inercia inflacionaria sigue siendo importante y le pone un piso elevado a la dinámica de precios.

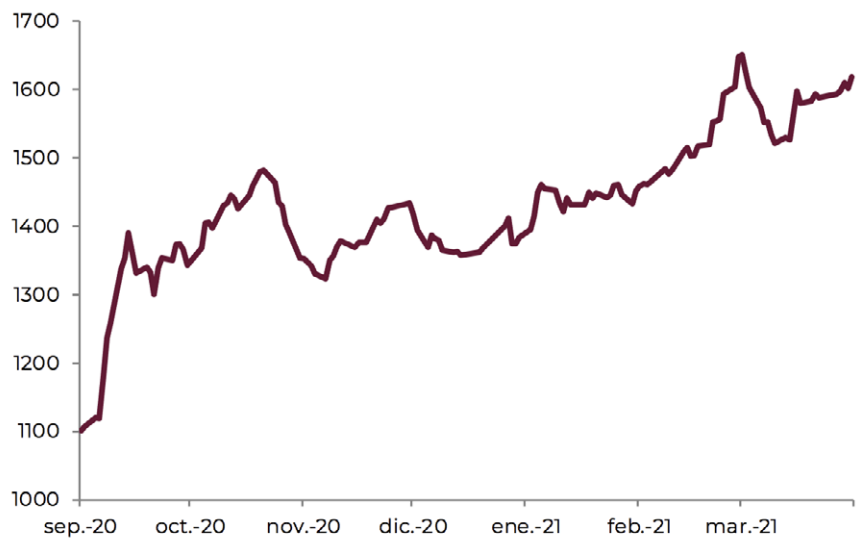
IPC NACIONAL



Fuente: Cohen en base a BCRA

El riesgo país no cede. A la mejora del frente externo, se suma la asignación de DEG's por algo más de USD4,300 M que recibiría el país a fines de agosto de este año por el mayor aporte que hará el FMI a sus miembros. Pese a esto, los bonos soberanos no dan señales de recuperación y el riesgo país se mantiene en niveles sólo asimilables con un escenario de cesación de pagos. Sin un plan fiscal a vista y sin avances en la negociación con el FMI, el mercado asigna este escenario en el precio de los bonos a la espera de un catalizador que le permita aprovechar los beneficios de la restructuración de la deuda del año pasado, como la baja carga de vencimientos y la ausencia de holdouts. Un catalizador posible para revertir este escenario es que las encuestas marquen un mal resultado para el oficialismo.

RIESGO PAÍS



Fuente: Cohen en base a BCRA

LO QUE VIENE: SE AFIANZA EL ATRASO CAMBIARIO, BRECHA ESTABLE Y LA INFLACIÓN BAJANDO

Ancla cambiaria y tarifaria. El contexto internacional continuará siendo favorable dado que no se esperan grandes cambios para la cotización de la soja, que se mantendrá por encima de los USD500 la tonelada. Así, favorecido por la estacionalidad de la cosecha, la oferta de divisas del agro seguirá siendo la principal carta del BCRA para continuar con este sendero de recuperación de reservas internacionales a partir de las intervenciones en el mercado de cambios. Más oferta y una administración de la demanda a partir del control de cambios serán la llave para que el tipo de cambio oficial se mueva al ritmo del 1.5% por los próximos dos meses.

Brecha Cambiaria estable. Con el BCRA comprando reservas internacionales, y sin anuncios de mayores erogaciones del Tesoro que aceleren la emisión monetaria, la brecha cambiaria no debería desestabilizarse. En caso de cualquier evento que genere inestabilidad, el BCRA volverá a intervenir en el mercado de bonos con tal de evitar mayor volatilidad en el mercado.

Inercia inflacionaria. El menor ritmo de devaluación del tipo de cambios le quitará presión a la inflación – más de un tercio de la canasta de precios al consumidor tiene una correlación fuerte con la evolución del dólar –. Al mismo tiempo, el gobierno le dará menos impulso aún a los precios regulados, con el consecuente costo fiscal en subsidios, mientras acuerda con los sindicatos para que las paritarias no se desborden. La mala noticia es que la economía aún no digirió el exceso de monetización generado el año pasado, por lo que la dinámica de precios tiene un importante componente inercial. Con este marco de fondo, la inflación de abril y mayo moderarían el ritmo de los últimos meses previendo que se ubique en torno al 3% mensual.

ALTERNATIVAS DE INVERSIÓN

Renta Fija. Considerando el escenario anterior, para un horizonte de 2 meses, los bonos CER se afianzan como la mejor opción dado que garantizan una TNA de 44.5% al superar con creces a los demás instrumentos como las LEDES que para el mismo período rinden entre 32% y 34%. Para plazos más cortos, también recomendamos la Caución que actualmente presenta una TNA de 34.5%. En cuanto a los bonos dolar linked, con una tasa de devaluación anualizada que se mantendría en torno al 20% hace que no sean atractivos en el corto plazo considerando que el T2V1 que vence el 30 de noviembre de este año rinde 10.2% de TNA por encima de la devaluación oficial. Otra alternativa es el TV22 que rinde 4.8% y vence el 29 de abril del año que viene.

Bonos Soberanos sin momentum. No es momento para los hard dollar soberanos. Con riesgo país en niveles de 1600 y brecha estable, otorgarían un devengamiento en pesos similar a su TNA si no hubiera modificaciones en ambos puntos. Como comentamos anteriormente, ni con compra de reservas por parte del BCRA, DEG por USD 4350 M y soja arriba de U\$s 500 se pudo compensar el impacto del postergamiento de negociaciones con el FMI. La falta de disciplina fiscal es clave. Con paridades de U\$S 30 / 34 están baratos, contemplan posible quita muy elevada en 2025 cuando el Tesoro comenzaría a tener que pagar U\$S 5.600 mill entre capital e interés, pero no tienen momentum.

A partir del 09/07/2021 varios instrumentos comienzan a devengar tasa, y podría generar demanda junto al resultado electoral. El GD38/AE38 comienza a pagar 1% semestral (interés corriente de 5.46%), el GD41/AL41 empieza a pagar 1,25% semestral (interés corriente 7,24%). Ambos bonos permiten cobrar por intereses entre 27%/33% de lo invertido de acá hasta antes de 2015.

Subsoberanos hard dollar para el mediano plazo. Hay bonos provinciales en moneda extranjera que son atractivos dado el hecho

que varias provincias cuentan con una solvencia y disciplina fiscal que el soberano carece. Al respecto, nos parecen una buena opción los bonos de: **Santa Fe 2023** (lámina mínima 150.000, Ley internacional, Cupón 7% vencimiento 50% en 2022 y 50% en 2023) que presenta una TNA 23.8%, **Córdoba 2025** (CO25 –lámina mínima 150.000– Ley Internacional, amortiza 66,7% de su capital antes del 2025) que tiene una TNA 18.42%, y **Córdoba 2026** (CO26 –lámina mínima 1000– Ley Argentina con garantía de coparticipación, amortización trimestral de capital e interés) que presenta una TNA 13,33%.

La apuesta en renta variable: las 4 recomendadas. A la espera de balances al 1Q21 hay empresas con un excelente presente a precios atractivos de ingresos. i) **Ternium Argentina** (TXAR), empresa con deuda muy baja, proyecta un muy buen año en lo productivo tanto por lo local como por inversiones en Ternium México y Usiminas, y con alta generación de ganancias, ii) **Loma Negra** (LOMA), que aprovecha la buenas perspectivas que viene presentando la construcción que tuvo una notable recuperación, a lo que se agrega la ampliación de la capacidad productiva de la empresa, iii) **Bolsas y Mercado SA** (BYMA), que vale USD325M por capitalización bursátil, tiene USD215 M de activos financieros propios con EBITDA estimado 2021 USD60 M y iv) **Mirgor** (MIRG), que en los últimos años viene realizando importantes mejoras en las tres principales líneas operativas (industria automotriz, electrónica de consumo y retail) que le permitirán lograr muy buenas ganancias en el año en curso.

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.