



## ECONOMÍA VS. POLÍTICA

Nuevamente Argentina goza de un shock de términos de intercambio. Los precios de las materias primas que exportamos tuvieron un fuerte incremento en los últimos meses, y ya se ubican entre los mejores de la historia. Este contexto impulsa las exportaciones y le da aire al mercado cambiario. Con control de cambios mediante, el BCRA aprovecha para comprar divisas, acumular reservas internacionales y moderar las expectativas de devaluación en el corto plazo. Al mismo tiempo, el alza de las exportaciones aumenta la recaudación por retenciones: en conjunto con una mayor presión tributaria, permite mejorar las cuentas públicas y reducir la asistencia del BCRA vía emisión monetaria. Pese a este contexto favorable, la inflación continúa muy elevada y supera con creces la evolución del tipo de cambio y las tasas

---

AUTOR

**MARTÍN POLO,**  
Estratega en Jefe  
de Cohen

---

de interés. El aprovechamiento de un contexto internacional para que mejoren las expectativas sobre los activos argentinos dependerá del panorama político, que aún luce muy incierto: si el gobierno plantea una agenda constructiva puede ser un punto de inflexión. Con este marco de fondo, planteamos diferentes alternativas de inversión.

**Shock de términos de intercambio.** Tras el derrumbe que tuvieron durante abril y mayo del año pasado (en plena pandemia) y el desplome de la actividad económica global, a partir del tercer trimestre de 2020 los precios de las materias primas comenzaron a repuntar con fuerza. Si bien la pandemia no terminó, el avance de la vacunación a nivel global avivó el optimismo del mercado. Al mismo tiempo, el fuerte repunte de la actividad global, el enorme estímulo monetario de la FED y la ambiciosa agenda de Biden (busca promover energía limpia y factores climáticos) fueron un combo perfecto para que los precios tengan una marcada y generalizada suba. Esto es una muy buena noticia para Argentina, dado que el 40% de sus exportaciones son materias primas. Con este contexto global, el Índice de Precios de Materias Primas (IPMP) acumuló una suba de 22% en lo que va del año y de casi 80% respecto a un año atrás. Así las cosas, el alza de precios permite diluir la mala performance de las cantidades exportadas y aumentar el valor de las exportaciones argentinas. De hecho, por el efecto precio, las exportaciones del agro de este año marcarían un alza de 30% i.a. (casi USD 8.500 M adicionales).

**INDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS**

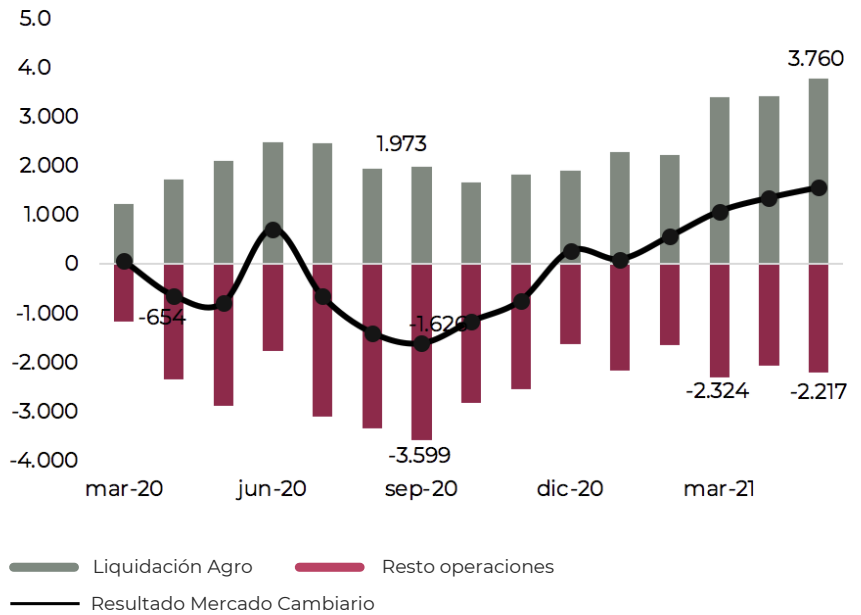
Dic 2001 = 100



**Mejóro el mercado cambiario.** El fuerte repunte de los precios de las materias primas -de la soja y del maíz en particular-, junto a las mayores restricciones a la demanda de moneda extranjera, fueron los grandes determinantes para que el mercado cambiario presente una notable mejora en los últimos meses. Concretamente, luego de marcar un déficit de USD 1.650 M en septiembre del año pasado (generando una fuerte presión sobre la estabilidad cambiaria), para mayo se espera un superávit superior a los USD 1.500 M. Esto se debe al fuerte incremento en la liquidación del agro, que por la combinación de buenos precios internacionales y la estacionalidad favorable aumentó la liquidación en casi USD 2.000 M. En tanto, la demanda neta de divisas bajó de USD 3.600 M a USD 2.200 M debido a los menores pagos de deuda y a la prácticamente nula demanda de dólar ahorro.

**MERCADO CAMBIARIO**

en millones de USD



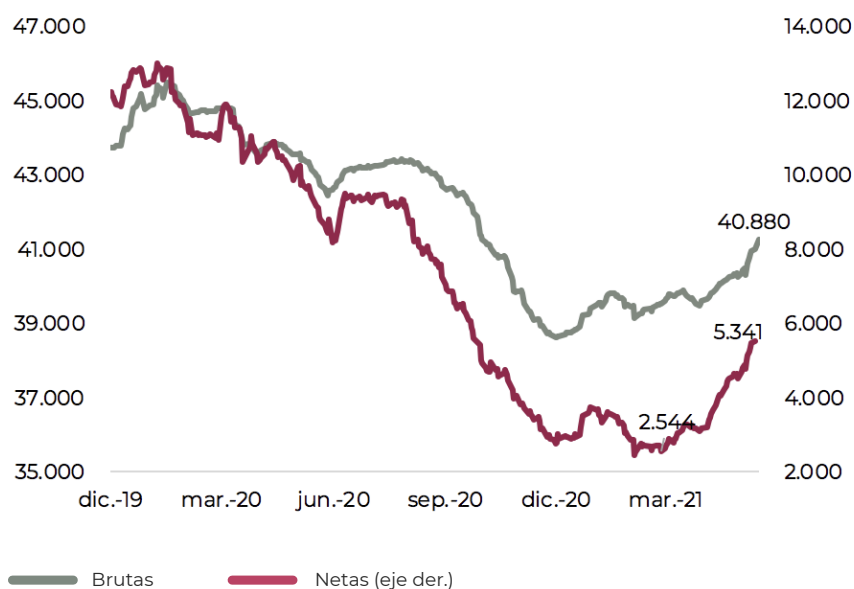
**Subieron las reservas.** La mejora en el mercado cambiario fue determinante para la recuperación de las reservas internacionales del BCRA. En lo que va del año, el BCRA acumula compras netas de divisas por casi USD 5.000 M, en tanto que las reservas internacionales subieron USD 1.700 M. La diferencia entre las compras de divisas y las reservas internacionales se debe a los USD 950 M de pagos a organismos internacionales, USD 600 M de reducción de encajes en moneda extranjera y USD 360 M por la menor cotización del oro. El resto se explica por otras operaciones del sector público, entre las que se encuentran más de USD 700 M para intervenir en el mercado de bonos. Con estas operaciones, las reservas netas aumentaron USD 1800 M en lo que va del año, ubicándose por encima de los USD 5.500 M. Sin dudas es una buena noticia, dado que esta “cosecha” permitiría

## HOUSE VIEW LOCAL

afrontar el segundo semestre del año, en el que la oferta de divisas tiende a moderarse mientras la demanda presiona al alza (de la mano del incremento de las importaciones y la demanda de dólar ahorro). Más allá de esta mejora y de los casi USD 4.500 M de DEG que recibiría el país en septiembre, Argentina necesita lograr un acuerdo con el FMI, de manera que pueda refinanciar los elevados vencimientos de capital que empiezan a partir de septiembre.

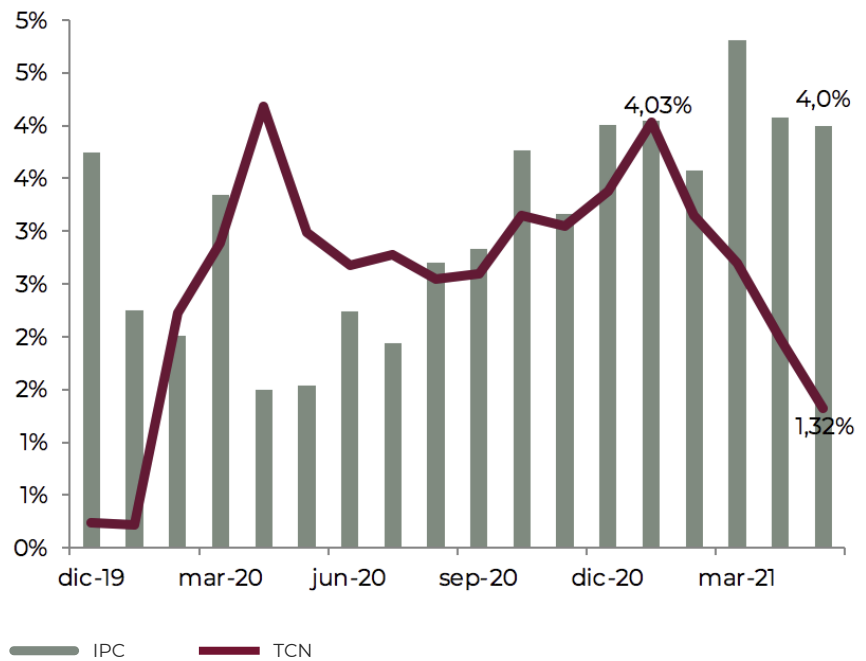
### RESERVAS INTERNACIONALES

en millones de USD



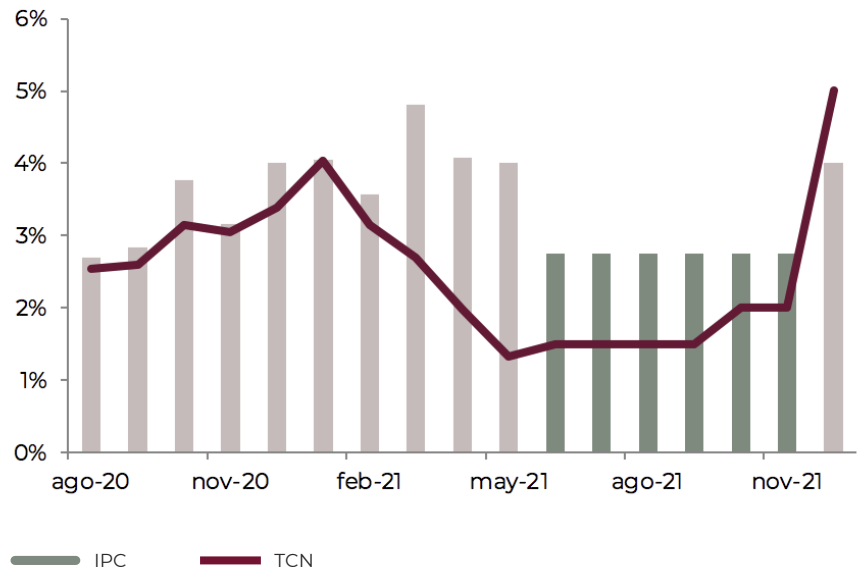
**Buscando ancla.** Con la estabilización del mercado de cambios y la debilidad del dólar a nivel mundial -y contra el Real brasileño en particular-, el BCRA viene moderando el ritmo de depreciación del tipo de cambio oficial en busca de un ancla para moderar el ritmo de inflación. Concretamente, desde que en enero la devaluación del oficial superó el 4% mensual, en los meses que siguieron se observó una persistente desaceleración del ritmo de devaluación: mayo se encamina a cerrar con una suba de la cotización del oficial de apenas el 1,2%. La mala noticia es que la inflación no cede: pese a la demora en los ajustes de tarifas y otros precios relativos, en los últimos 7 meses promedió un alza en torno al 4% mensual, siendo aún peor el IPC Core -que excluye los precios regulados y con comportamiento estacional-, que lo hizo al 4,2%.

**VAR MENSUAL PROMEDIO**



**Election targeting.** Con las elecciones a la vista, esperamos que el gobierno ponga todos sus esfuerzos en lograr algún alivio transitorio, dejando para después de las elecciones los problemas de fondo y la negociación de un programa con el FMI. Preveemos que el BCRA mantendrá el nivel de devaluación muy por debajo de lo que lo hacen los precios. Vale destacar que con el congelamiento de tarifas, la moderación del tipo de cambio oficial y las intervenciones en el mercado de bonos para controlar la brecha cambiaria, esperamos que la inflación dé cierto respiro, aunque seguirá navegando en torno al 3% mensual. La debilidad del dólar a nivel global compensaría parte del atraso del tipo de cambio. Es un camino de “aguante” hasta las elecciones que después necesariamente deberá tener ajustes. Ya sea porque hay un acuerdo con el FMI que obliga a corregir algunas variables, o porque no lo hay (la demanda se aceleraría), la oferta se vería afectada y esto presionaría las reservas internacionales, por lo que el BCRA deberá acelerar el ritmo de devaluación.

## VAR MENSUAL PROMEDIO



**Nuestro view.** Para los próximos meses esperamos que continúe el viento de cola con buenos precios internacionales de las materias primas, el dólar debilitado, el crecimiento global y Brasil recuperando. Proyectamos un mercado cambiario relajado en los próximos dos meses de oferta de divisas del agro, tendencia que se revertirá en la segunda mitad del año a medida que se agote la temporada alta de liquidación de exportaciones. Con mayor poder de fuego del BCRA estimamos que el ritmo de devaluación del dólar oficial se ubicará entre 1,5/2,0%, en tanto que la inflación navegará al 3% por mes. El mercado cambiario paralelo irá ganando dinamismo a medida que suban las necesidades financieras en pesos del Tesoro, debido al mayor desequilibrio fiscal esperado para el segundo semestre por aceleración del gasto. Si bien esto presionará al CCL y al MEP, consideramos que el BCRA usará parte de las reservas para contener un overshooting. No vemos drivers para el mediano plazo: por el momento, no vemos viable un acuerdo con el FMI para antes de las elecciones y el contexto político se mantendrá incierto y tenso.

**Alternativas de inversión.** Con este contexto de fondo, planteamos las siguientes alternativas para los diferentes tipos de inversores:

**I. CARTERAS EN PESOS:** Cobertura y Balanceada. La primera es una alternativa de cobertura inflacionaria y cambiaria diseñada para quienes tienen restringido el acceso al MEP y compuesta solamente con inversiones en pesos. La segunda busca captar un mayor rendimiento vía apreciación de capital por lo que está expuesta a mayor volatilidad.

- **Bonos CER.** Dada nuestras perspectivas de alta inflación para lo que resta de este año y el próximo, tanto por el efecto de la emisión monetaria como por los ajustes de tarifas que vendrían en un



eventual acuerdo con el FMI, los bonos ajustables por CER ocupan un lugar protagónico en nuestras carteras en pesos. Concretamente, le asignamos una participación del 60% en la cartera de Cobertura y el 45% en nuestra cartera Balanceada. Dentro de este segmento, elegimos el TX22, que vence en marzo de 2022, y el TX23 que vence un año más tarde.

· **Dollar linked.** Pese a la mejora del frente externo comentado anteriormente, el estricto control de cambios, la brecha cambiaria y la aceleración inflacionaria obligan a cubrirse de una corrección del tipo de cambio. Es por ello que bonos ajustables a la evolución del tipo de cambio oficial ó dollar linked tienen una participación importante en nuestras carteras al asignarles una participación del 30% en la cartera Cobertura y 25% en la cartera Balanceada. Nos enfocamos en un horizonte de inversión de cara a 2022 dado que consideramos que, tras las elecciones, el tipo de cambio oficial acelerará el ritmo de devaluación de manera de ir recuperando parte de la competitividad perdida este año, y también para achicar la brecha con el paralelo. En este sentido, destacamos el TV22 – bono soberano que vence en abril 2022 – y el fondo de inversión Delta Moneda, el cual invierte en un amplio abanico de instrumentos, tales como obligaciones negociables dollar linked, o sintéticos generados con la compra de bonos CER y dólar futuro en ROFEX.

· **Tasa Fija.** Los instrumentos a tasa fija en nuestras carteras tienen el propósito de actuar como un fondo de liquidez de manera de tener un porcentaje de la cartera dedicado a posibles erogaciones que puedan surgir. La participación de estos instrumentos es del 10% en ambas carteras. Bajo esta premisa elegimos el fondo “Delta Pesos”, el cual es un money market puro (es decir, que no invierte en

## HOUSE VIEW LOCAL

instrumentos valuados a mercado, lo cual lo convierte en un activo conservador), su plazo de rescate es T+0 (instantáneo); también elegimos el fondo Cohen Renta Fija Plus, que es un T+1 que busca generar algo más de rendimiento. También complementamos cada cartera con un bono a tasa fija. Para la cartera Cobertura, elegimos el TO21, debido a que su vencimiento corto acarrea un perfil conservador; mientras que para la Balanceada seleccionamos el TO26, buscando capturar el mayor rendimiento que ofrece.

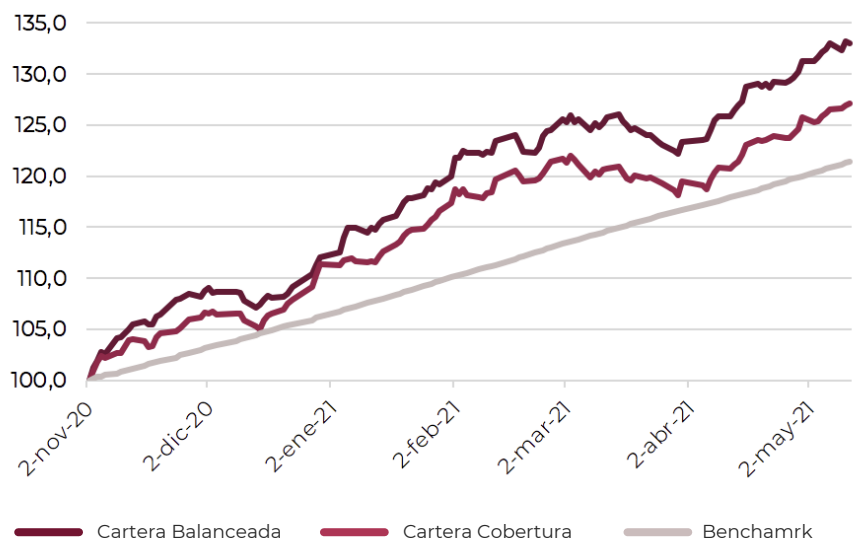
• **CEDEARs.** Dentro de nuestra cartera Balanceada, asignamos un 20% de la exposición a este tipo de instrumentos de manera de obtener exposición a renta variable global, mientras que también indexamos nuestra inversión a la cotización del dólar contado con liquidación. Para ello elegimos una combinación equitativa entre nuestra cartera de Cedears “Cartera A” – que busca replicar la evolución del S&P 500 – y la “Cartera C” – que invierte en el segmento de empresas cíclicas: aquellas que suelen sobresalir durante periodos de expansión económica –. En el marco de una economía americana que va dejando atrás la pandemia, a la par de una aceleración de su crecimiento, vemos en estas dos exposiciones una buena combinación para beneficiarse del contexto.

• **Rendimientos.** Abril y lo que va de mayo vienen presentando excelentes resultados para nuestras carteras sugeridas. Los datos de inflación de marzo y abril, que se encontraron por encima de las expectativas de mercado, fueron un empuje para los bonos atados a inflación, los cuales son el principal foco de ambas carteras. El segmento “dollar linked” tuvo también un gran rendimiento en el mes de abril, puesto que en dicho mes se profundizó la búsqueda de cobertura cambiaria en el mercado debido al comienzo de la segunda ola de casos

## HOUSE VIEW LOCAL

de coronavirus, que trajo consigo temores sobre mayores programas de asistencia y un consecuente mayor déficit que pueda ser financiado con emisión. La cartera Balanceada obtuvo una mejor performance relativa que la de Cobertura en los últimos meses, siendo el principal driver de esto la buena performance de los CEDEARs (sobre todo los cíclicos, que entre subas intrínsecas y el alza de la cotización del dólar CCL, mostraron subas del 8,6% desde finales de marzo).

### CARTERAS VS. BENCHMARK



**II. SINTÉTICO DOLLAR LINKED – ROFEX.** Otra alternativa de inversión que destacamos es el sintético generado con la compra de bonos dollar linked y la venta de dólar futuro a través de ROFEX. De esta manera, nuestra exposición al dólar queda neutralizada, con la salvedad de que ya pactamos a través de ROFEX el precio futuro del dólar. Esta diferencia entre el valor actual del dólar y el precio futuro

que pactamos, sumado al rendimiento positivo por sobre la devaluación que ofrece el bono dollar linked, genera una tasa nominal anual en torno al 48%, siendo esta mucho mayor a la de otros instrumentos en pesos de similar vencimiento.

### III. BONOS SOBERANOS: MOMENTO DE REBALANCEAR.

Pese al alza de los precios de las materias primas, a la recuperación de las reservas internacionales netas y a que en agosto entrarían USD4.500 M por asignación de DEGs, los bonos soberanos no tuvieron reacción. La falta de noticias alentadoras en cuanto al acuerdo con el FMI y un programa fiscal de mediano plazo sigue siendo la principal determinante. Con paridades que oscilan entre USD 32 / 36 lucen baratos, contemplan posible quita muy elevada en 2025 – cuando el Tesoro comenzaría a tener que pagar USD9.400 M entre capital e intereses –, pero no tienen momentum. Esto podría cambiar en caso de que el riesgo país quiebre el piso de 1.500 puntos que actualmente actúa como soporte. Tras el pago del primer cupón, el 9 de julio, los bonos provenientes del Indeture 2005 (2038 & 2041) comienzan a devengar un interés corriente mayor que los bonos Indenture 2016 (2030 & 2035). Este mayor flujo de fondos de los instrumentos despertará demanda y creemos que generará una diferencia de rendimiento a futuro entre dichos instrumentos. En caso de tener en la cartera una mayor proporción de bonos Indenture 2016, vemos ahora un buen momento de rebalancear hacia bonos Indenture 2005.

**IV. BONOS SUB-SOBERANOS.** Hay varias provincias que cuentan con mejor solvencia y disciplina fiscal que la que presenta el gobierno nacional. Teniendo en cuenta este cuello de botella que puede producirse en 2025 con los vencimientos por USD9.400 M, y con la curva de rendimiento soberana invertida, existe un riesgo de

## HOUSE VIEW LOCAL

rollover de dichos vencimientos. Mediante estos instrumentos uno podría anticiparse a dicho momento: Santa Fe 2023, Córdoba 2025 (ley internacional), Córdoba 2026 (ley local) y Mendoza 2029 .

**V. ACCIONES.** En los que va del año, las acciones rindieron mejor que los bonos. Es clave que baje el riesgo país para que confirmen la existencia de un piso y a partir de ello puedan subir. Un riesgo país por debajo de 1500 daría sustento a una búsqueda de objetivos de USD 450/425 de mínima desde los actuales USD 330. Dado los balances presentados y las perspectivas económicas, las acciones que más recomendamos son Ternium Argentina (TXAR), Mirgor (MIRG), Bolsas y Mercados (BYMA); Loma (LOMA) y Vista (VIST).

# 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.