

HOUSE VIEW LOCAL

SEPTIEMBRE, 2021



TIEMPO DE DESCUENTO

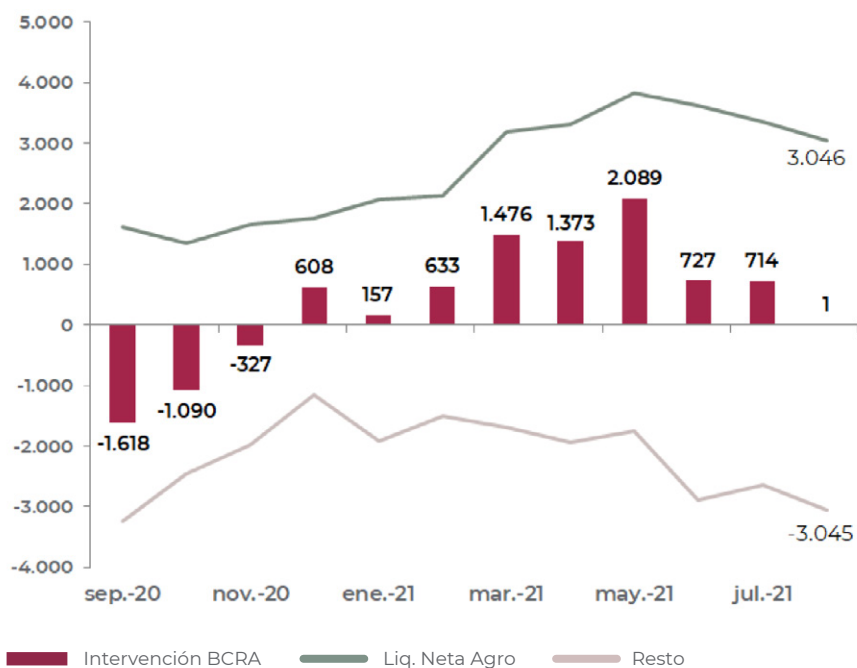
AUTOR

MARTÍN POLO,
Estratega en jefe
de Cohen

Aumenta la tensión cambiaria

Con la moderación de la liquidación de divisas del agro y una demanda creciente, el mercado cambiario se va tensionando y el BCRA tiene que vender divisas para contener el tipo de cambio. Concretamente, mientras que en julio la autoridad monetaria compró USD 750 M, en agosto prácticamente no compró, y en los primeros 8 días de septiembre ya vendió USD 500 M. Este marcado deterioro se explica por la combinación de moderación en la oferta del agro (de más de USD 3.300 M de oferta neta en julio, pasó a USD 3.000 M en agosto, mientras que septiembre se encamina a USD 2.000 M) y la mayor presión de la demanda neta de otros sectores (deterioro de la balanza comercial sin agro, sumado a los mayores pagos de servicios). Así las cosas, septiembre se encamina a ser el peor mes para el BCRA desde octubre del año pasado, pico de la tensión cambiaria y que derivó en un refuerzo del control de cambios.

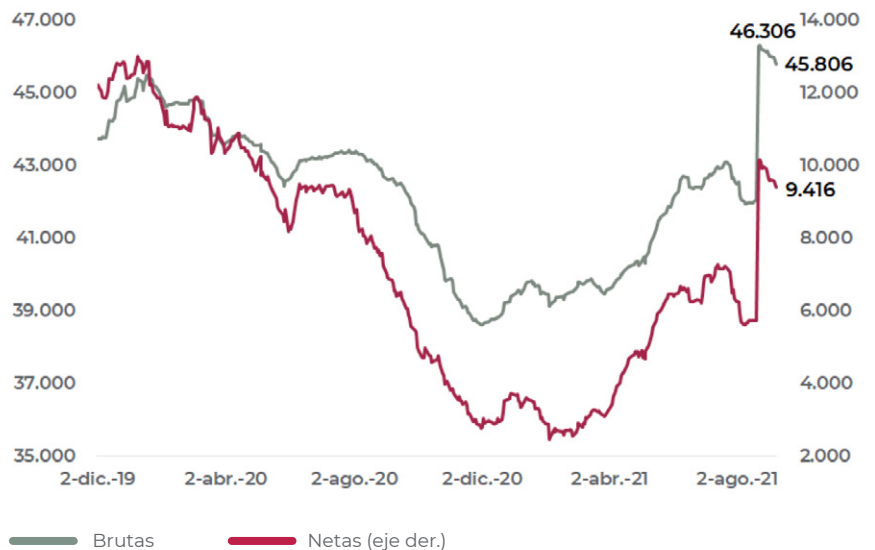
MILLONES DE USD



Reservas para usar

La evolución de las reservas internacionales es determinante para el mercado de cambios. Más allá de la recuperación que tuvieron en los primeros 8 meses del año, en un contexto de ausencia de financiamiento externo y con un cargado perfil de vencimientos de deuda en moneda extranjera, las reservas son bajas. El stock bruto de reservas internacionales en el último mes se vio favorecido por el ingreso de DEG's del FMI por USD 4.260 M, y al 8 de septiembre alcanzaba a USD 45.700 M. Así y todo, descontando los encajes en moneda extranjera, swap con China y otros pasivos del BCRA, llegamos a reservas netas por USD 9.100 M. Considerando los próximos vencimientos con el FMI, creemos que el BCRA tiene poco más de USD 5.000 M para calmar el mercado de divisas y contener la brecha. Así las cosas, si el BCRA no logra moderar el ritmo de ventas de divisas por día, el poder de fuego irá siendo cada vez menor e irá deteriorando las expectativas. Es por ello que esperamos que, pasadas las elecciones, el gobierno empiece a acelerar el ritmo de devaluación.

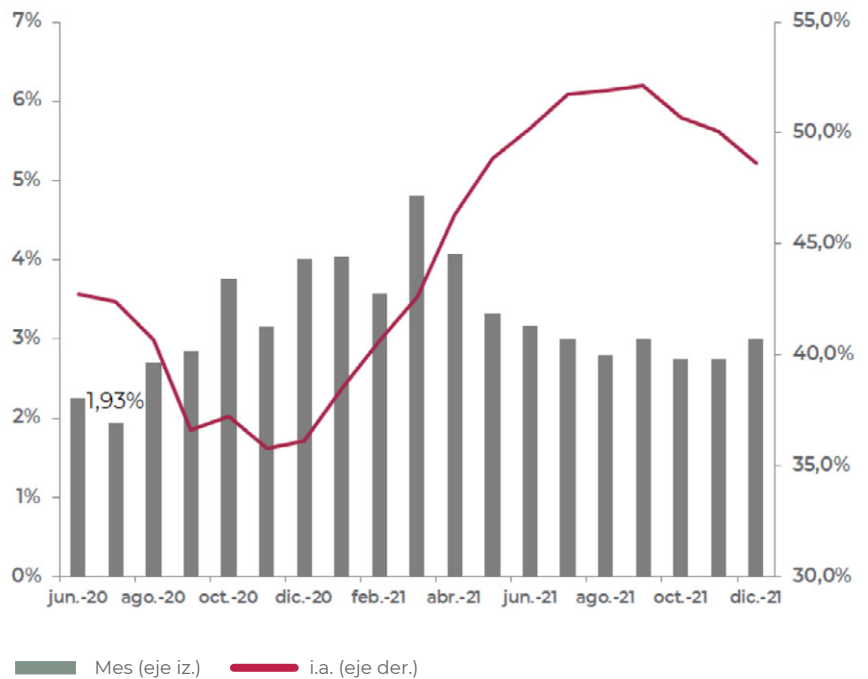
RESERVAS INTERNACIONALES EN MILLONES DE USD



Inflación alta y reprimida

La inflación sigue siendo muy alta, aunque en el margen -de la mano de un tipo de cambio oficial que se devaluó en torno al 1% mensual, congelamiento de tarifas y más control de precios- logró moderar el ritmo y se estabilizó en torno al 3% mensual. Para agosto esperamos que el IPC marque un alza de 2,8% (el más bajo desde septiembre de 2020) y prevemos mantenga estas variaciones por los próximos 3 meses. Para el año que viene, considerando el mayor ritmo de devaluación y ajuste de tarifas -derivado de un probable acuerdo con el FMI- esperamos que la inflación acelere su marcha, limitando la ganancia en el tipo de cambio real.

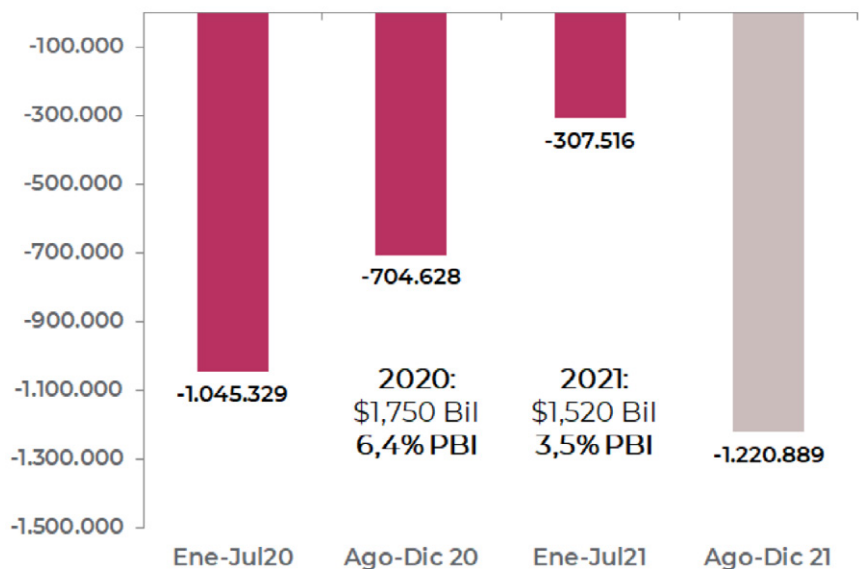
IPC NACIONAL



Más déficit y más emisión

En los últimos tres meses el déficit fiscal se acentuó, y eso se cubrió con mayor emisión monetaria. De hecho, en lo que va del año el BCRA le giró al Tesoro en concepto de Adelantos Transitorios \$710.000 M. Para los próximos meses esperamos un fuerte incremento en las necesidades financieras del Tesoro. Esto obedece al alza del déficit primario, que llegaría a \$1.000 billones para el período septiembre - diciembre dada la combinación de menor dinamismo de la recaudación y fuerte incremento del gasto -de la mano del gasto electoral-. A esto se suman \$1.200 billones de vencimiento de deuda en moneda local. Esto obliga al gobierno a mantener el roll-over de los vencimientos, de manera de quitarle la presión al BCRA y así evitar cualquier tipo de modificación de la Carta Orgánica que le amplíe el límite de financiamiento al Tesoro -incongruente con un acercamiento al FMI-. Con este marco de fondo, el financiamiento disponible del BCRA al tesoro es de casi \$1.000 billones.

DÉFICIT PRIMARIO EN \$ CORRIENTES



Recomendaciones de inversión por mes

I. Bonos soberanos. Desde principios de julio, los bonos en USD registraron subas promedio de más de 10%. Nuestro índice que mide su performance, que llegó a estar 16% abajo en el año, el 2 de septiembre pasó a terreno positivo temporalmente (+0,2%), aunque luego volvió a estar levemente negativo (-0,5%). Si bien la reestructuración de PBA (30 de agosto) y la de La Rioja (25 de agosto) afectaron positivamente, vemos que dentro del rally hubo un fuerte componente de especulación electoral (el día de mayores subas se dio tras la victoria de JxC en Corrientes, y además los bonos cortos -2029 y 2030-, sobre los cuales afecta más un escenario de default, performaron mejor que los largos -2038 y 2041-). Seguimos viendo que la mejor relación riesgo / retorno se encuentra en los bonos globales indenture 2005 (GD38 y GD41), los cuales recuperan mediante cupones en promedio USD 6 hasta 2023 (vs USD 1,5 de los bonos 2029 y 2030) y cuentan con la protección legal más robusta. Un escalón por debajo, nos gusta el GD35, debido a su baja paridad y cupones aceptables; y también el AE38, que es el bono con mayores pagos de interés. Tras el primer pago de cupones, que se dio el 9 de julio, algunos de los bonos empiezan a devengar un interés sustancialmente mayor, y allí es donde vemos mayor interés.

II. Tras un mes de julio en el que los **bonos CER** habían rendido en promedio 8%, agosto trajo rendimientos más acotados (1,6% promedio), de la mano de una inflación que en el mes habría acentuado su sendero bajista. Como contracara, los bonos CER expandieron sus rendimientos en 170 puntos básicos en promedio, por lo que ahora muestran un punto de entrada más atractivo. Además, vemos que la desaceleración inflacionaria será transitoria y encontrará su fin en octubre o noviembre a más tardar, para acelerarse

nuevamente entre el verano y el otoño de 2022 -debido al rezago entre la emisión y el impacto en precios que se generará tras un segundo semestre de 2021 expansivo, por su foco electoral-. Mientras que el TX22 está en su mayor rendimiento del año (inflación +4,7%), el TX23 está en su percentil 95 y el TX24 en su percentil 88, por lo que vemos más probable una contracción de rendimientos -y suba de precios- a que se sigan expandiendo más desde los niveles actuales. Vemos mayor valor en el TX23 (rendimiento de inflación +5,1%), que se puede complementar con el fondo Delta Gestión VIII para profundizar la diversificación en los activos indexados a inflación

III. Dentro de los dollar linked, con un BCRA que empieza a mostrar una situación menos sólida en el MULC y que sigue interviniendo para contener el dólar CCL, vemos que en las próximas semanas el apetito de cobertura se podría acentuar. Los dollar linked con vencimiento 2022 se convierten en la mejor manera de jugar ese trade.

IV. Corporativos en Dólares. Los activos de riesgo locales han registrado una importante suba en el mes de agosto, y las ON corporativas no fueron la excepción. Cuesta encontrar rendimientos de dos dígitos de instrumentos cuyo riesgo valga la pena. Aeropuertos Argentina 2000, a pesar del complicado contexto que debe atravesar, pudo generar recursos operativos por USD 14,5 mill en el 1H21, conforme a su balance al 30/06/21. Irsa Propiedades Comerciales SA sigue siendo una opción interesante con dicho rendimiento. Dentro del segmento energético, los bonos de Pampa Energía con vencimiento 2027 / 2029 y TGS con vencimiento 2025 son interesantes dadas las mejoras en los ingresos por negocios de oil & gas o productos petroquímicos, pero cuentan con una mayor volatilidad (por su mayor duration).

V. Bonos Subsoberanos. Mantenemos nuestra preferencia por emisores con alto nivel de liquidez en el sistema financiero, cuentas equilibradas y bajo nivel de deuda, entre los que sobresalen Santa Fe y Córdoba. Córdoba 2025 (USD 77,2 MD 2,45, TIR 16,3%) sigue siendo a priori la opción más interesante en subsoberano. Santa Fe 2023 (USD 93,8 clean, MD 0,9, TIR 13,6%) continúa siendo interesante. En caso de avances concretos con el FMI, sugerimos alargar duration con Santa Fe 2027 (USD 77, MD 3,85, TIR 13,25%) y Córdoba 2027 (USD 68,63 MD 3,79 TIR 16%).

VI. Merval en dólares. Cierta expectativa electoral y una recomposición en el precio de los bonos soberanos han ayudado a que el índice Merval en dólares registre una suba del 21% en el mes de agosto. Nuestras recomendaciones han podido diferenciarse del rendimiento del índice en lo que va del presente año. TXAR, VISTA y MIRG han presentado excelentes balances y mantienen potencial de apreciación.

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 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.