

HOUSE VIEW LOCAL

OCTUBRE, 2021



SIN ANCLAS

AUTOR

MARTÍN POLO,
Estratega en jefe
de Cohen

En una economía con inflación alta, tensión cambiaria y dependencia del BCRA para financiar el desequilibrio fiscal, el resultado de las PASO trajo más incertidumbre y preocupación sobre las perspectivas económicas. Con las elecciones generales a la vista, el gobierno puso todo su empeño en mejorar su performance con más gasto público, más control de cambios y más represión de precios (medidas de improbable resultado en el corto plazo, aunque con costos duraderos sobre la dinámica fiscal). A esto se suma una situación interna del gobierno muy inestable, en la que no se evidencia un rumbo. Las negociaciones con el FMI siguen estancadas, y llegar a un acuerdo para marzo del año que viene resulta cada vez más difícil. Con este marco de fondo, repasamos nuestras recomendaciones de inversión.

SIN QUÓRUM PROPIO

De mantenerse los resultados de las PASO, el oficialismo no contará con quórum propio en la Cámara de diputados, y también lo perderá en el Senado. Sería la primera vez en 30 años que el peronismo pierde el control de la Cámara alta, dejando un Congreso mucho más equilibrado, sin una fuerza hegemónica. La ventaja de este contexto contrasta con la falta de cohesión interna del gobierno, sin una visión unificada de cómo enfrentar los problemas económicos, derivando en medidas con alto costo fiscal y que no resuelven los desequilibrios macro, sino que incluso los empeora. Con cambios de gabinete de por medio, entre los que se destacó el jefe de gabinete, el gobierno radicalizó varias de sus políticas:

Más control de cambios

Pese a que la oferta del agro continúa siendo récord, superando con creces el promedio de la última década -gracias al fuerte repunte de los precios internacionales-, el mercado cambiario se fue tensionando, de la mano de una mayor demanda de divisas para el pago de importaciones. Parte de esto último está directamente relacionado con el repunte del nivel de actividad, la cancelación de la deuda comercial tomada en la primera mitad del año y el adelanto de pagos ante la elevada brecha cambiaria. Así, mientras en los primeros siete meses del año el BCRA realizó compras netas por más de USD 1.000 M por mes, en agosto terminó con saldo neutral y en septiembre vendió casi USD 1.000. En este contexto, con reservas en baja, en los primeros días de octubre el BCRA reforzó el control de cambios, de manera de contener la demanda y darle respiro a las reservas internacionales. Son medidas que funcionan en el corto plazo, pero que no son duraderas. **La brecha cambiaria continúa en alza y se acerca al 100%.**

Control de precios

En septiembre la inflación se aceleró, alejándose de las previsiones que el gobierno había corregido hace apenas un mes, cuando presentó el Presupuesto 2022. Concretamente, el IPC marcó una suba de 3,5% m/m, la más alta desde marzo pasado, acumulando en el último año un incremento de 52%. Si bien la aceleración obedeció al fuerte aumento del componente estacional, se destacó que el IPC Core subió al 3,2%, siendo el doceavo mes consecutivo que supera el 3% mensual. Esto refleja que la inflación entró en una nueva fase, partiendo de un piso muy elevado, pese a tener tarifas de servicios públicos congeladas y atrasando el tipo de cambio. La respuesta del gobierno a este contexto no vino ni del BCRA ni del Ministerio de Economía, sino de la Secretaría de Comercio que, con un nuevo secretario, apunta al

congelamiento de precios de 1.600 productos. Al no acompañarse por un plan integral, **no esperamos buenos resultados y la inflación seguirá muy elevada.**

Más gasto público

Con un claro objetivo electoral de fondo, el gobierno anunció nuevas medidas de estímulo fiscal por más de 0,5% del PBI. Con esto, pese al buen dinamismo que presenta la recaudación -de la mano de mayores ingresos por retenciones e impuesto a la riqueza y una recuperación económica con alta inflación-, el gasto primario se acelera con más subsidios, obra pública y asistencia social. Así las cosas, el déficit fiscal previsto para este año sube al 3,5% - 4,0% del PBI. A esto se suma un cargado perfil de vencimientos de deuda en moneda local que el Tesoro deberá refinanciar para no agregarle más presión al BCRA. De hecho, esperamos que en el último trimestre del año el BCRA deberá emitir fuerte para financiar el bache fiscal.

Sin avances con el FMI

Sin dudas, con reservas internacionales netas que no superan los USD 6.000 M, y sin capacidad de lograr financiamiento externo, los vencimientos con el FMI -casi USD 6.300 M hasta marzo del año que viene- son una dura prueba para el gobierno. Muy lejos de los requisitos que habitualmente pide al FMI para aprobar un nuevo acuerdo, como reformas estructurales (laboral, del Estado, política monetaria y unificación cambiaria), **lo mejor que podemos esperar es un acuerdo “light”, que le permita estirar los vencimientos para 2023.**

Los activos argentinos castigados

Con este marco de fondo, los bonos en dólares siguen estando muy castigados, con el riesgo país situándose cómodamente por encima de los 1.600 pb (muy cerca de los máximos del año). Dentro de los bonos en pesos, se destacaron los bonos ajustables, especialmente los bonos CER, que desde las PASO acumulan un alza en torno al 5%, seguidos por los Dollar linked, que son impulsados por la fuerte demanda de FCI (en las primeras dos semanas de octubre ya superaron todo lo que habían suscripto en septiembre). El Merval continúa por encima de los USD 400, de la mano de las acciones de empresas de utilities, de consumo y energéticas.

RECOMENDACIONES DE INVERSIÓN DEL MES

I. Bonos soberanos. Debido a las nuevas regulaciones, que restringen la operatoria de los soberanos en USD ley local, estos tuvieron una peor performance que sus pares globales, llevando las primas por legislación a valores muy por encima de sus promedios históricos. Debido a esto, recomendamos omitir los bonos ley local para el armado de nuevas carteras, aunque para los que ya estén posicionados recomendamos mantenerse y no convalidar estos precios para salir. Mantenemos nuestra predilección por los globales indenture 2005 (GD38 y GD41) y, un escalón más abajo, por el GD35.

II. Bonos CER. En las semanas previas a las PASO se vio una fuerte toma de ganancias en el asset class, iniciada sobre todo por inversores no residentes, aunque también por inversores locales, quienes migraron tenencias a activos de liquidez (como los fondos money market). Septiembre finalizó como el primer mes del año en el que los FCI CER presentaron rescates netos (en los 8 meses anteriores había ingresado dinero). Los mínimos de precios en los bonos se vieron el 17

de septiembre y, a partir de allí, los mejores rendimientos de estos bonos atrajeron nuevamente el apetito inversor y comenzaron una recuperación de precios, que se mantuvo en las semanas siguientes. Seguimos viendo valor en el TX23 (vence el 25 marzo de 2023), en las LECERES X30J2 (vencimiento: 30 junio 2022) y en X29L2 (vencimiento: 29 de julio de 2022), debido a que estos instrumentos permiten captar los meses de inflación -que, esperamos, serán más altos-, que serán de febrero de 2022 en adelante.

III. Dentro de los dollar linked. Hasta agosto inclusive, el asset class había sido muy poco demandado por los inversores, mostrando rescates netos en la industria de fondos por \$70.000 M. Septiembre fue el punto de inflexión: primero por la cobertura preelectoral y luego por la incertidumbre devenida de las PASO. De tal manera, septiembre finalizó con suscripciones netas por \$21.000 M. El bono TV22 marcó un alza del 4,7% en el mes, y su rendimiento pasó a ser de devaluación -8%, siendo este el récord de rendimiento negativo que registró el bono. A los precios actuales, vemos valor en el TV23 (bono dollar linked con vencimiento en abril de 2023), que rinde devaluación -2%.

IV. Corporativos en Dólares. Hubieron novedades en cuanto a bonos con alto rendimiento que veíamos atractivos: **Aeropuertos Argentina 2000** (12,75% TIR / MD 2,1x / Precio USD 87,5 cada USD 100 VR & cupón 6,875% / amortización trimestral de capital del 4,35% con vencimiento final 01/02/2017) ha propuesto un canje de deuda por un bono cupón 8,5% anual pagado en forma trimestral, con devolución de capital a partir de Feb-2026 y amortización final en Ago-2031 (MD 4,97x). Su aceptación no alcanzó el 75%; sin embargo, va a continuar el canje, extendiendo la fecha del mismo hasta el 26 de Octubre. La eliminación de cupos al ingreso de pasajeros

internacionales a partir de noviembre fue una gran noticia para dicho riesgo. Por otra parte, recomendamos **salir de Irsa Propiedades Comerciales SA** (11,4% TIR / MD 1,31 / Precio USD 96,7 con intereses / cupón 8,75% / venc. 23/03/2023), ya que la fusión con IRSA genera un incremento de la Deuda Neta de IRCP de USD 230 mill, sin grandes beneficios por el lado de los activos que se incorporan. Dentro del segmento energético, los bonos de **Pampa Energía**, con vencimiento 2027 / 2029 (TIR 9,7% & 10,5% / MD 4,12 & 5), y **TGS**, con vencimiento 2025 (TIR 8,76% y MD 3), resultan interesantes dadas las mejoras en los ingresos por negocios de oil & gas o productos petroquímicos, pero cuentan con una mayor volatilidad debido a su mayor duration. **YPF 2026** -Ticker YMCHO-, con garantía de exportaciones de granos, comienza a ser un player interesante en base a riesgo - rendimiento (TIR 11,45% / paridad 88 / MD 3,65 / amortización de capital trimestral a partir del 12/02/2023).

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%) sigue 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. Acciones. Septiembre fue un mes volátil para el Merval, y recién en octubre el índice pudo comenzar a diferenciarse de la suba del riesgo país. Recordemos que, en los niveles de riesgo país actuales, el objetivo de Merval sería de USD 445, contemplando la evolución desde 2018

HOUSE VIEW LOCAL

hasta el presente. Tanto **VISTA** como **MIRG** han tenido una evolución excelente desde nuestro último House View, y mantienen potencial a futuro. **TXAR** ha lateralizado en dicho período, pero creemos que un valor lógico -y conservador- para el precio de la acción sería de USD 0,78, vs los USD 0,52 que cotiza actualmente. Por último, sugerimos tener en cuenta a **ALUAR**, dada la fortaleza en el precio del aluminio, la integración vertical con sus 500 MW de generación propia en energías renovables (eólicas de 165 MW e hidroeléctrica vía el 60% de tenencia de Central Hidroeléctrica Futaleufu, con 560 MW totales), la vuelta a la producción del 100% y ratios de EV/EBITDA de tan solo 2,5x, contemplando los precios actuales del aluminio y su vuelta a la capacidad máxima de producción.

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.