



por MARTÍN POLO,
estratega en jefe
de Cohen

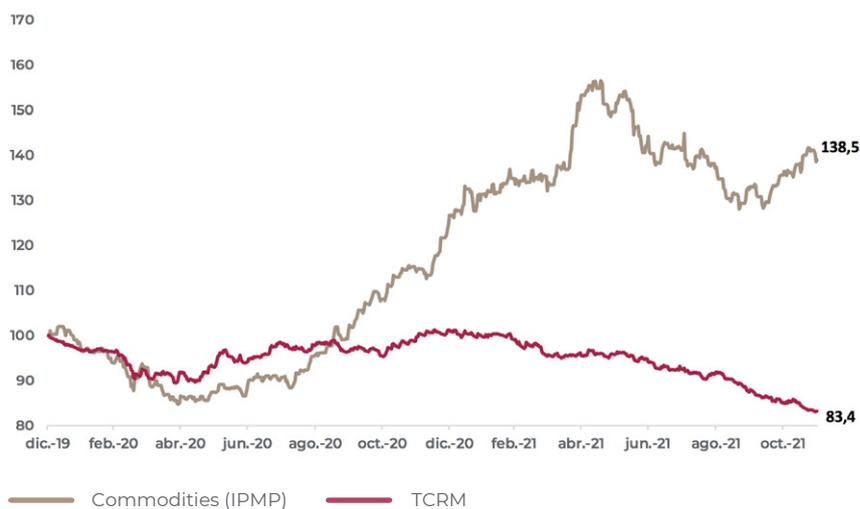
VERANO CALIENTE

Con el mercado cambiario más tensionado y el BCRA perdiendo reservas internacionales, el acuerdo con el FMI para refinanciar los próximos vencimientos de deuda resulta trascendental. Lograr el acuerdo no será ni fácil ni rápido, dado que involucra no sólo al gobierno y al FMI, sino también a todo el arco político. Si bien esperamos que se llegue a buen puerto hacia fines del primer trimestre del año que viene, dicho acuerdo no será posible sin un previo ajuste en el tipo de cambio oficial y un ajuste de tarifas, que le pondrán un piso elevado a la inflación. Con este marco de fondo, actualizamos nuestras recomendaciones de inversión para pasar el verano.

Precios salvadores

El gran aliado que tuvo el mercado cambiario local en el último año fue el salto en los precios de las materias primas que exporta el país. De la mano del fuerte incremento en las cotizaciones de los productos agrícolas, el índice de precios de materias primas (IPMP) se ubica 40% por encima al del de fines de 2019. Esto, sumado a la liquidación de stocks y de la buena cosecha, generó un fuerte aumento de la liquidación de divisas del agro, y compensó a su vez la pérdida de 17% en la competitividad que tuvo el peso debido a que la aceleración inflacionaria -que pasó del 36% en 2020 al 50% en 2021- no fue acompañada por el tipo de cambio oficial -que subió 25%-. Así las cosas, en los primeros 10 meses del año las exportaciones de bienes marcaron un incremento de 39% i.a., explicado por el alza de 26% i.a. en los precios, mientras que las cantidades lo hicieron al 10% i.a. Esto permitió mantener el excedente comercial pese al mayor incremento que tuvieron las importaciones que, en el mismo período, marcaron un alza de 49% i.a., principalmente explicado por la suba de 31% en las cantidades, mientras que los precios aumentaron 13% i.a.

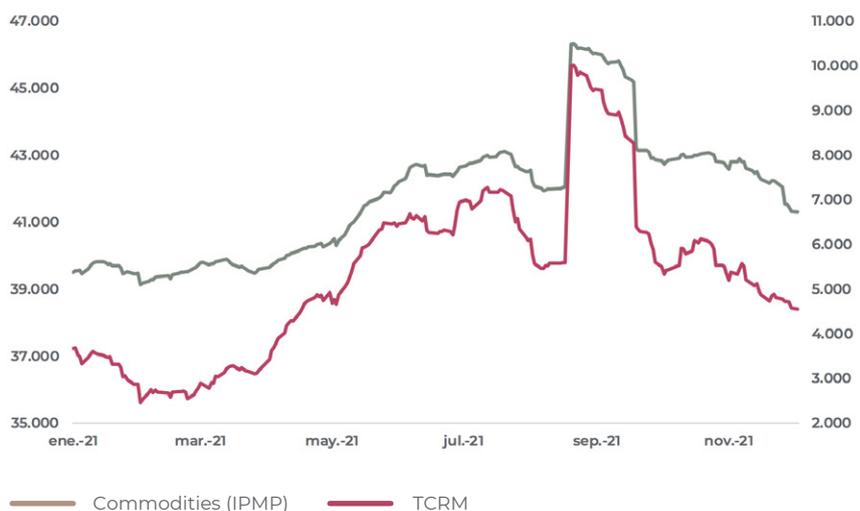
PRECIO DE MATERIAS PRIMAS Y TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL LABORAL EE.UU.



Presión sobre las reservas

Pese al buen dinamismo de las exportaciones -que destacamos más arriba-, dado el adelanto que hubo en las liquidaciones del agro en la primera mitad del año, en el segundo semestre el ingreso se moderó, al tiempo que aumentó la demanda de divisas por importaciones: esto se deba tanto al aumento de actividad como al adelantamiento de los pagos. Así las cosas, el excedente comercial se redujo notablemente, y no fue suficiente para abastecer la mayor demanda neta por servicios reales, pagos de intereses y el déficit en la cuenta capital, debido a la demanda de dólar ahorro y cancelaciones de deuda. Concretamente, desde agosto a noviembre, el BCRA vendió a razón de USD 500 M por mes, y diciembre arrancó con igual tendencia. Con esta performance, las reservas internacionales brutas cayeron hasta los USD 41.300 M, en tanto que las reservas netas retrocedieron hasta los USD 4.500 M.

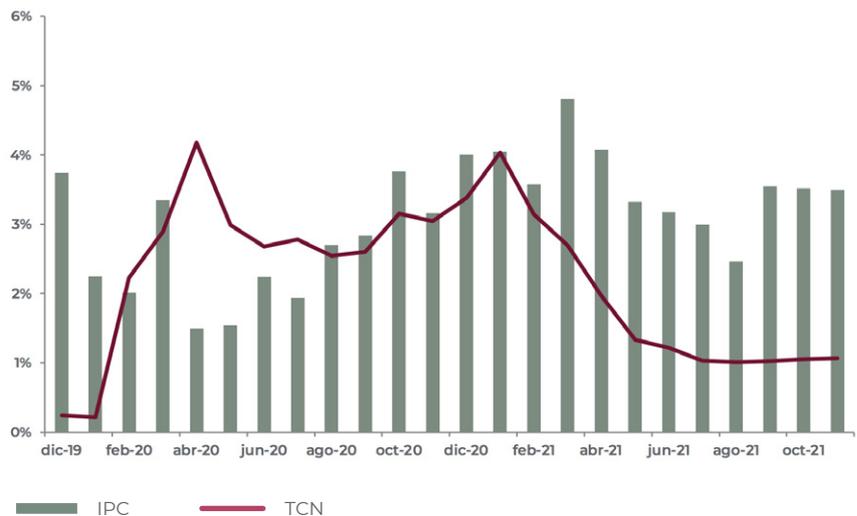
RESERVAS INTERNACIONALES EN MILLONES DE USD



Presión sobre el tipo de cambio

Con las reservas internacionales en baja, un cargado perfil de vencimientos en moneda extranjera y un control de cambios cada vez más estricto, el tipo de cambio oficial comenzó una gradual aceleración en el ritmo de devaluación, desde el 15% anualizado -durante el período de mayo a octubre- al 26% anualizado, registrado en la primera semana de diciembre. Pese al repunte, aún sigue muy por debajo del ritmo de la inflación, que no sólo no baja, sino que se acelera por encima del 3% mensual. El CCL libre de regulaciones continuó en alza (en el año acumuló una suba de 50%) y la brecha cambiaria con el tipo de cambio oficial se mantuvo por encima del 100%. Sin dudas, es una dinámica insostenible para el corto y el mediano plazo.

VAR MENSUAL PROMEDIO

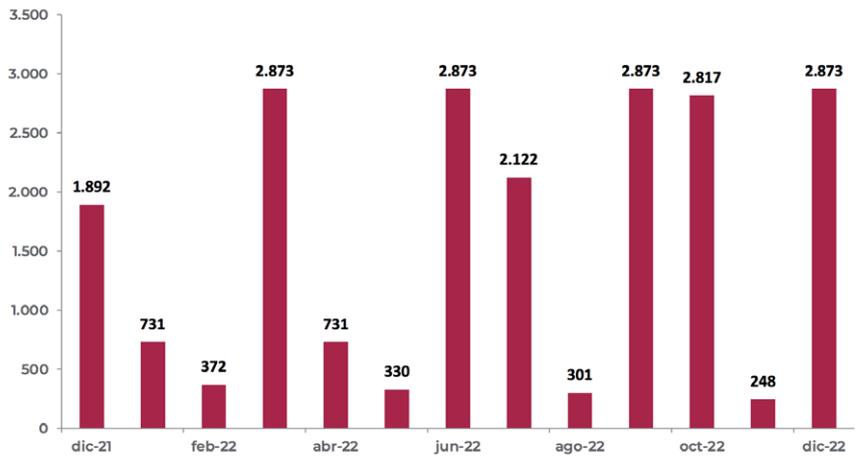


El acuerdo con el FMI como catalizador

En 2022 los vencimientos con el FMI suman más de USD 19.000 M, a los que se agregan USD 2.100 M de deuda con el Club de París. Sin acceso al financiamiento en el mercado, ni a utilizar las reservas internacionales para afrontar los vencimientos, la única manera de

evitar un default con el organismo es llegando a un acuerdo por un nuevo programa. A lo largo del año no hubo avances en la negociación, dado que los objetivos de cada una de las partes eran contrapuestos, al tiempo que el contexto electoral limitaba los incentivos. Los principales puntos de discusión son: la reducción del déficit fiscal -lo cual requerirá un ordenamiento del gasto y de los subsidios a los servicios públicos-, menor emisión monetaria para financiar el déficit, tasas de interés que le ganen a la inflación y un ordenamiento del mercado cambiario que permita acumular reservas internacionales de manera sostenible. Creemos que, más allá de las dificultades, a más tardar en marzo se lograría cierto acuerdo “light”, en el que se lograría estirar los vencimientos de deuda, aunque esto también implicaría un ajuste más rápido del tipo de cambio y un ajuste de tarifas que le darían un nuevo impulso a la inflación.

PERFIL DE VENCIMIENTOS DEUDA CON FMI CAPITAL + INTERESES



RECOMENDACIONES DE INVERSIÓN

Bonos soberanos. La falta de avances en la negociación con el fondo muestra su correlato en los precios, con las paridades alcanzando en noviembre sus valores más bajos desde la reestructuración. No recomendamos sumar posiciones, dado que creemos que todavía se verán rispideces, debido a que los tiempos operativos y el reloj juegan en contra. Aún queda mucho por hacer. Seguimos creyendo que el mayor valor dentro de la curva se encuentra en los globales indenture 2005 (GD38 y GD41), el GD35 -por su baja paridad- y el AE38. En caso de mayores ajustes de precio, veríamos como oportunidad paridades por debajo de 30% para el AE38 o de 35% para el GD38. Habiendo hecho las menciones pertinentes, quienes deseen especular con el eventual acuerdo y asumir el riesgo deberían optar por el AL30, puesto que la ganancia potencial que obtendría en tal caso sería la más alta.

Bonos CER. La tendencia alcista de los CER viene muy firme, con algunos bonos alcanzando los rendimientos más bajos de su historia y el resto quedando no muy lejos de ellos. Esto encuentra su correlato en una percepción inflacionaria cada vez peor: ya van 7 meses seguidos en los que el REM (relevamiento de expectativas de mercado) eleva sus pronósticos para la inflación de 2022. Si bien hay un piso de demanda que se basa en la rigidez del cepo y en la alta emisión monetaria, que termina desembocando en rendimientos artificialmente bajos para los activos en pesos, los precios actuales invitan a la cautela para ciertos tramos de la curva CER (vale mencionar que, en abril de este año, el tramo largo sufrió caídas de precios cercanas al 10%). Creemos que el mayor valor se encuentra en los activos que vencen entre junio y septiembre de 2022, entre los cuales destacamos las LECER X30J2 (vence el 30/6/22), X29L2 (29/7/22), X16G2 (16/8/22) o el BONCER T2X2 (vence el 20/9/22); debido a que estos activos permiten devengar los meses que, estimamos, serán más alcistas para la inflación, pero sin asumir un riesgo duration considerable.

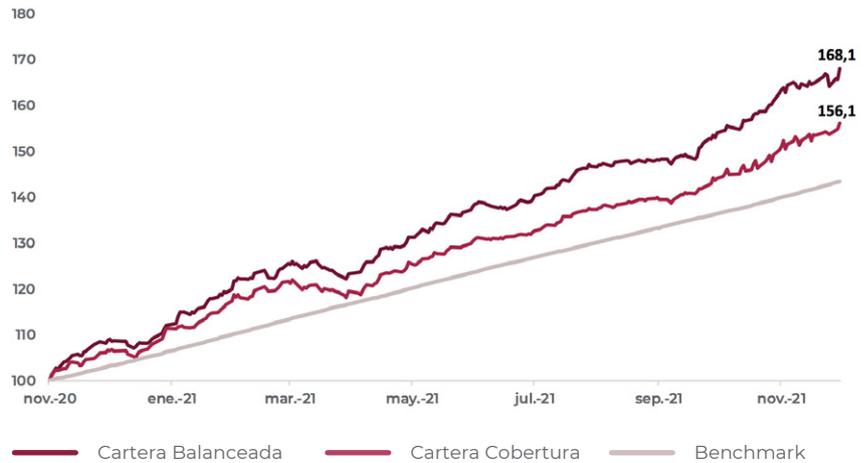
Dollar linked. Noviembre se coronó como el mes récord de ingresos a fondos dollar linked, con suscripciones netas por \$56.000 (desde \$44.000 en octubre y \$21.000 en septiembre), reflejando un fuerte apetito por cobertura, que se evidenció sobre todo en la semana previa a las elecciones legislativas. Tras no convalidar un ajuste cambiario luego de los comicios, el asset class sufrió ajustes de precios, aunque la frágil dinámica de las reservas del BCRA volvió a repercutir en un renovado interés en el asset class. Dentro de los dollar linked, vemos con mayor interés el TV22, puesto que su próximo vencimiento (30/4/22) nos protege de un escenario en el que, luego de una devaluación significativa, puedan haber fuertes ventas de dollar linked que mitiguen las ganancias del evento devaluatorio.

Carteras Cedears. También son instrumentos de cobertura ante escenarios de aceleración del tipo de cambio y, al mismo tiempo, aprovechan el crecimiento del contexto internacional. En este momento, nuestra mayor recomendación está en la cartera A -que replica el índice S&P-, ya que es la que más logra optimizar la relación riesgo/retorno ([todo lo que tenés que saber sobre la cartera A](#)). La cartera F -que replica el sector financiero- sigue estando en nuestras recomendaciones pese a la caída del último, el contexto internacional de alza de tasas que beneficia a este sector ([todo lo que tenés que saber sobre la cartera F](#)).

Conocé, además, el [rendimiento de nuestras carteras Cedears en el mes de noviembre](#).

Carteras en pesos diversificadas. Dentro de nuestras recomendaciones están nuestras carteras, tanto la de Cobertura como la Balanceada, las cuales ambas se destacan por incluir activos que logran la diversificación y así la baja del riesgo intrínseco. Las dos incluyen en sus activos una gran proporción de activos indexados, lo que los vuelve una gran oportunidad de cobertura ante los escenarios futuros comentados anteriormente. Ambas carteras lograron superar en lo que va del año al benchmark y sólo en Marzo no pudieron superar a este índice.

VER MENSUAL PROMEDIO



El benchmark de la cartera se compone en un 50% por la variación de la tasa BADLAR, 25% por variación del índice de precios del consumidor (IPC), y 25% por variación del tipo de cambio mayorista.

Acciones. El Merval respetó la dinámica del riesgo país durante el último mes. Es claro que el trade electoral ya fue licuado por el mercado y el sector bancario fue el gran perdedor bajo el contexto actual. Las acciones que venimos recomendando tuvieron un mejor desempeño que el índice en general, con la única excepción de Vista Oil & Gas, que se vio castigada por la caída internacional del crudo. Dentro de nuestras recomendaciones destacamos a **Ternium Argentina**, que, a pesar de la ganancia acumulada en lo que va del año, sigue teniendo potencial alcista superior al 60%. **Pampa Energía** es otra opción interesante, dado que viene mejorando sus balances de la mano del plan GasAr y otras actividades; además, tiene un upside de al menos el 50%. Por último, vemos valor en **Mirgor** y **Vista Oil & Gas**, empresas que, dadas sus características y el contexto internacional, esperamos que tengan un alza respecto a sus valores actuales de 35% y 85% respectivamente.

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.