



Semana del 09.11.2020 al 13.11.2020

DISCLAIMER

El presente informe ha sido elaborado por el equipo de WolfTrading, como objeto de estudio teniendo en cuenta la información pública de las compañías.

El mismo No representa una oferta de compra - venta, transacciones y/o ningún tipo de operaciones.

Los gráficos adjuntos al presente informe son 100% elaboración propia y las fuentes de datos son BCRA, AFIP, Investing, Bolsar, Tradingview y Bases de datos propias generadas para tales fines.

1. CONTEXTO

ECONOMIA

Con el anuncio de que no habrá IFE 4, el Gobierno ratificó el rumbo de las últimas semanas. “Hay que mantener los equilibrios para proteger a la actividad” dijo Guzmán para argumentar la decisión, en lo que es otra muestra de que el Ministro coincide con el diagnóstico que tiene el mercado acerca de la inestabilidad de la macro: el problema es la brecha (que obliga a vender reservas o a restringir cada vez más las importaciones) y es necesario reducir la emisión monetaria para bajar los tipos de cambio paralelos. “Nos guardamos cierto grado de flexibilidad por si la pandemia vuelve a pegar la vuelta como pasó en Europa”, dijo también Guzmán en la semana, reconociendo implícitamente que la viabilidad del ajuste fiscal dependerá en parte de cosas que el oficialismo no controla.

¿Alcanzará la actual dosis de ortodoxia, que incluyó recorte de retenciones, subas de tasas, ventas de USD linked, achicamiento de parking, licitaciones para no residentes, límites a Adelantos Transitorios, aceleración en negociaciones con FMI y suspensión de IFE? Es difícil, a nuestro juicio. Esta semana se volvió a demostrar que, salvo cuando coloca títulos USD linked, al Mecon le sigue costando mucho conseguir financiamiento neto del mercado, dado que el mercado local es pequeño y los no residentes ya tienen demasiada exposición a deuda argentina. El miércoles el Ministerio licitó 5 series de títulos (2 ajustables por la tasa de pases y 3 ajustables por CER), pero no logró rollear todos los vencimientos (aunque tampoco estuvo lejos; el rollover fue 97%). El inconveniente es que se viene diciembre, que es un mal mes para las cuentas públicas, con o sin IFE. Según publicó la prensa hoy, ayer hubo un giro de utilidades de ARS 30 mil millones, lo cual suena creíble considerando que se estaba agotando el stock de depósitos del Tesoro en el BCRA.

¿Volverán a emitir USD linked, los instrumentos que permitieron que el tesoro consiga AR\$ 250 mil millones netos del mercado en octubre? Podrían, pero la verdad es que el mercado viene mostrando cierto cansancio con esa curva, a juzgar por la performance de los soberanos en noviembre y el flujo a los FCI USD linked. En cualquier caso, no hay que descartar nuevas colocaciones de este tipo antes del cierre del año, pensando en el déficit de diciembre y en los vencimientos que todavía quedan antes de arrancar 2021.

Ayer el BCRA ajustó las tasas tras el mal dato de inflación, que confirmó que los precios están subiendo a un ritmo superior al que correspondería con el movimiento que está teniendo el FX oficial, si nos basamos en la historia de la última década. De cualquier manera, la suba de tasas para los plazos fijos mayoristas fue de apenas 2 puntos porcentuales hasta 34,0%, porcentaje que queda claramente corto si uno lo compara con la inflación mensual de 3,8% (que implica una TNA 30 días de 45,6%). ¿Entonces hay que subir más la tasa? Tampoco es obvio: es que si el problema fundamental que tiene la macro argentina es el exceso de Pesos, la suba de tasas solo agrandará el problema.

Volviendo a lo fiscal, núcleo del problema actual, los datos devengados de la Administración Pública Nacional (que publicó esta semana la OPC) muestran que el gasto primario nacional siguió subiendo más de 20% interanual en términos reales en octubre, como ha sido la norma desde abril. El viernes que viene tendremos los números del Mecon, que son base caja y permitirán contar con más información.

Otra de las novedades de la semana fue la confirmación por parte del Gobierno de querer volver a la fórmula vieja de jubilaciones, que ajustaba 50% por salarios y 50% por recaudación, dejando atrás la fórmula votada durante el macrismo, que ajusta 70% por IPC y 30% por salarios. La discusión es más que relevante, considerando que en 2019, previo a la pandemia, el 60% del gasto primario de Nación ya se explicaba por prestaciones sociales y que el 88% de esas prestaciones (jubilaciones, pensiones, AUH y asignaciones familiares principalmente) ajustan por la fórmula de movilidad. Seguramente el FMI tenga mucho para comentar sobre la idea de volver atrás con la reforma de 2017: recordar que el FMI criticaba la fórmula vieja por ser procíclica (los jubilados ganaban más en los años buenos y menos en los años malos) y porque generaba, de largo plazo, que las pensiones crezcan más que el IPC (considerando que salarios y recaudación deberían, en teoría, evolucionar en línea con el PBI nominal). Para leer los comentarios del FMI sobre la fórmula vieja ver páginas 63 y 64 de este documento de noviembre 2016.

Para cerrar esta sección, nuestra sensación es que el “veranito” financiero reciente es frágil, básicamente porque el Gobierno la tiene difícil: si continúa el ajuste que requiere el mercado (y que incluye, entre otras cosas, ajustar el tipo de cambio oficial), tendrá muchas dificultades políticas en el corto plazo, algo no tan fácil de manejar considerando la pérdida de imagen que tuvo el oficialismo en los últimos meses. Pero si no lo hace, las propias fuerzas de la macroeconomía podrían terminar imponiendo un ajuste (cambiario,

de precios, fiscal) más desordenado. El anuncio de anoche de que finalmente tratarán el impuesto a la riqueza el martes que viene en el Congreso viene a traer algo de ruido a la coyuntura, demostrando que no será sencillo para Guzmán revertir la desconfianza del mercado disparada a partir de mediados de septiembre.

ESTRATEGIA

Hace dos meses el Gobierno endurecía el cepo y el mercado temía una confiscación de depósitos, la única razón para explicar que salgan los dólares de un sistema financiero que ni siquiera los presta. Hoy la agenda cambió bastante (con el nuevo mix de políticas impulsado por el Mecon) y es lógico que la dinámica de bonos en USD y ARS hayan mejorado y que el stock de depósitos se haya estabilizado. La renta fija soberana ya recuperó cerca de la mitad de las pérdidas acumuladas las 5 semanas posteriores al 15 de septiembre, mientras que los depósitos descendieron apenas USD 44 millones en las primeras 6 ruedas de noviembre versus USD 509 millones en las primeras 6 ruedas de octubre.

El mejor contexto global y las intervenciones del Estado en el contado con liqui ayudaron a consolidar un mejor escenario financiero que, insistimos, es algo frágil desde nuestro punto de vista. Si bien no hay datos públicos que permitan confirmar que organismos estatales (FGS y/o BCRA) están activos en el mercado de bonos, en las últimas ruedas la actividad en el AL30 fue particular: de a ratos se ven bloques de venta grandes y los volúmenes se concentran mucho en determinados momentos del día. Además, observando la performance de todos los títulos soberanos nuevos en dólares, se ve claro que el AL30 viene siendo el de peor desempeño, lo cual podría explicarse tranquilamente por ventas públicas.

En cuanto al escenario frágil que mencionamos, la suba del blue de las últimas 3 jornadas (hoy volvía a situarse arriba de ARS/USD 170, según Ámbito) y las ventas del BCRA en el MULC de ayer y de hoy (en total alrededor de USD 150 millones, según estimaciones privadas), son obvias llamadas de atención. La performance diaria de los distintos FX paralelos, así como las intervenciones diarias del Central en el spot, seguirán siendo dos variables a monitorear durante las próximas semanas.

En términos de estrategia, mantenemos la visión que venimos dando en relación a la curva dólar: creemos que quien compre bonos ley NY abajo de USD 40 difícilmente salga perdiendo en el largo plazo, aunque advertimos que hay que saber soportar la volatilidad.

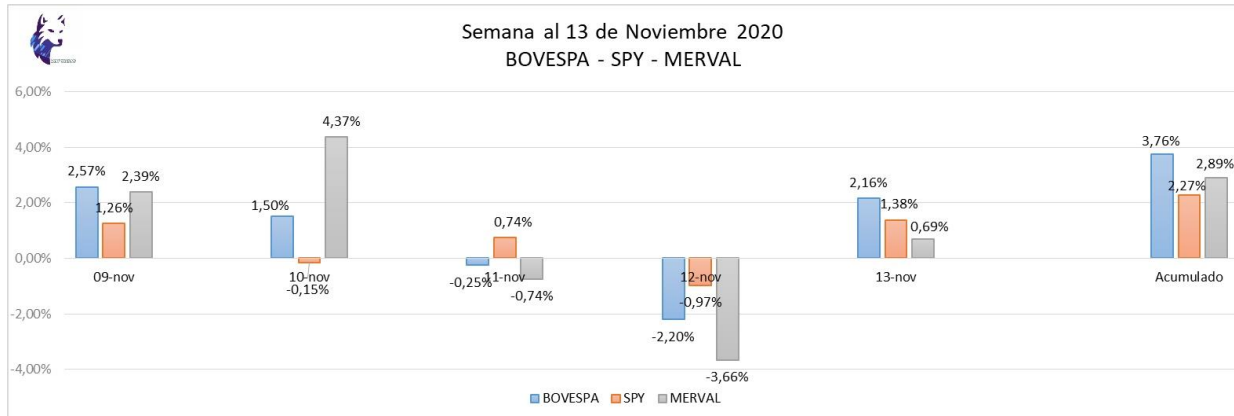
Entre instrumentos pagaderos en ARS, funcionó muy bien la recomendación del TX26 que hicimos a fin de octubre, cuando discutimos acerca del desenlace del FX A3500 (link). La lógica del trade era aprovechar la baja paridad de los Boncer largos y la ganancia de capital ya está hecha. En el relativo CER corto versus USD linked, que viene de ajustar fuerte, estamos neutrales: seguimos viendo como probable que el Gobierno desdoble antes de aceptar una devaluación “tradicional”.

Para cerrar, esta semana el Mecon logró una buena licitación para no residentes. Queda mucho camino por recorrer para “normalizar la curva Pesos” e insistimos en que la capacidad de continuar con estas licitaciones dependerá de la performance de los bonos en USD.

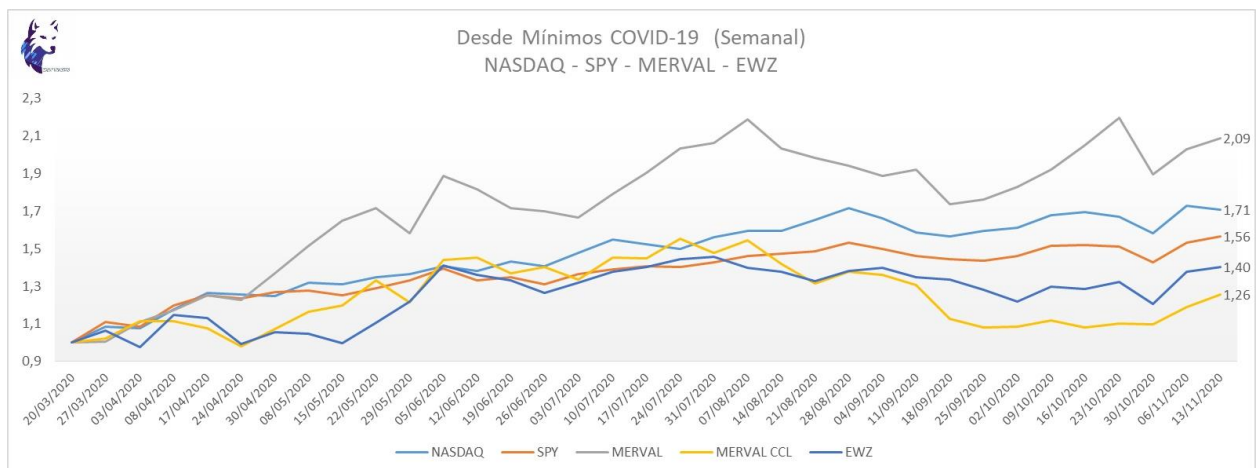
Fuente: 1816 Economía y Estrategia.

2. MERCADOS

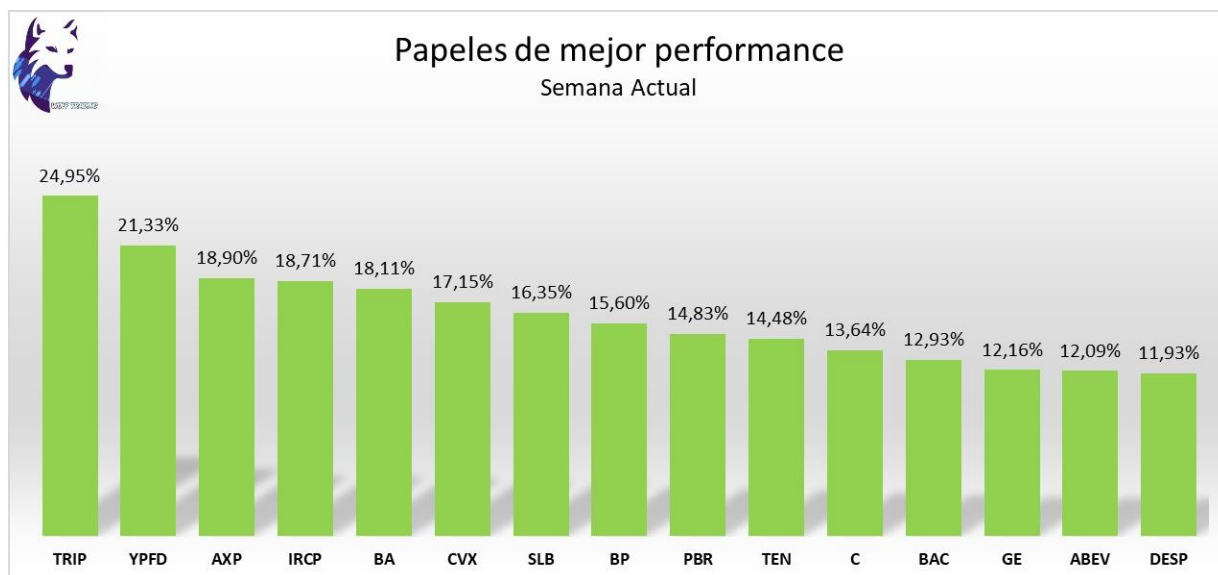
Los mercados globales siguieron al alza, con variaciones similares tanto el Bovespa +3.76%, como el Standard & Poor's 2.27% y nuestro Merval con un 2.89%:



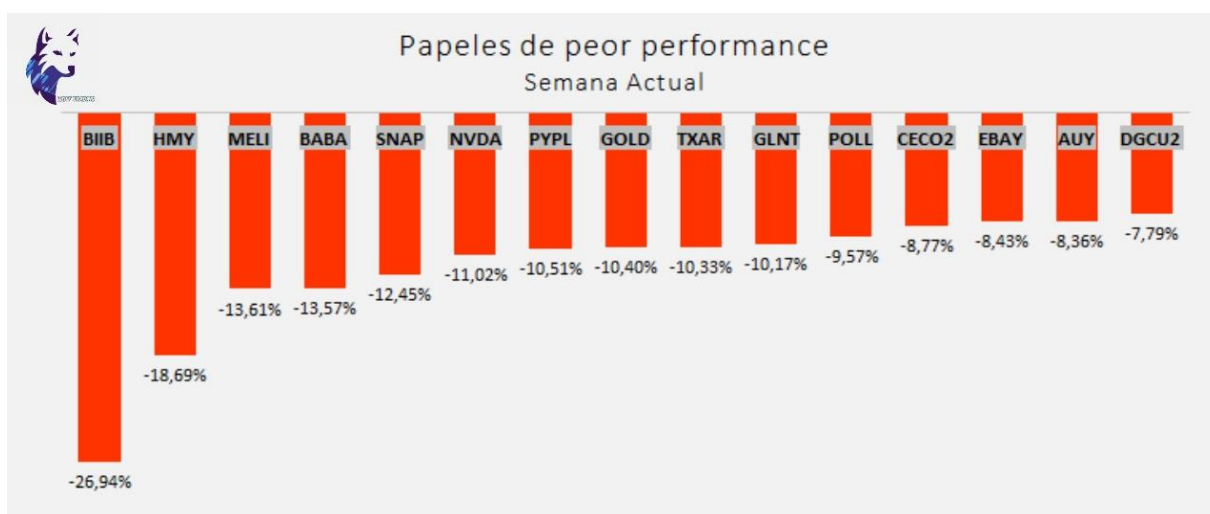
El Nasdaq en semana negativa luego que se dieran a conocer los avances respecto a la vacuna para el COVID-19; El Merval en CCL, lo mejor de la semana con un +5.59%:



Dentro de lo mejor de la semana encontramos empresas de turismo, petroleras y financieras, acaso de las más castigadas por la Pandemia:



Por el lado de las bajas, BIIB (luego de la enorme suba por supuesta cura del Alzheimer) y empresas eCommerce dentro de las más castigadas:



7

Medición de nuestro Índice General, Índice Cedear y el Índice Merval, de esta semana finalizada el día 13 muestra ganador al Panel Líder nuevamente:



INDICES
Semana Actual

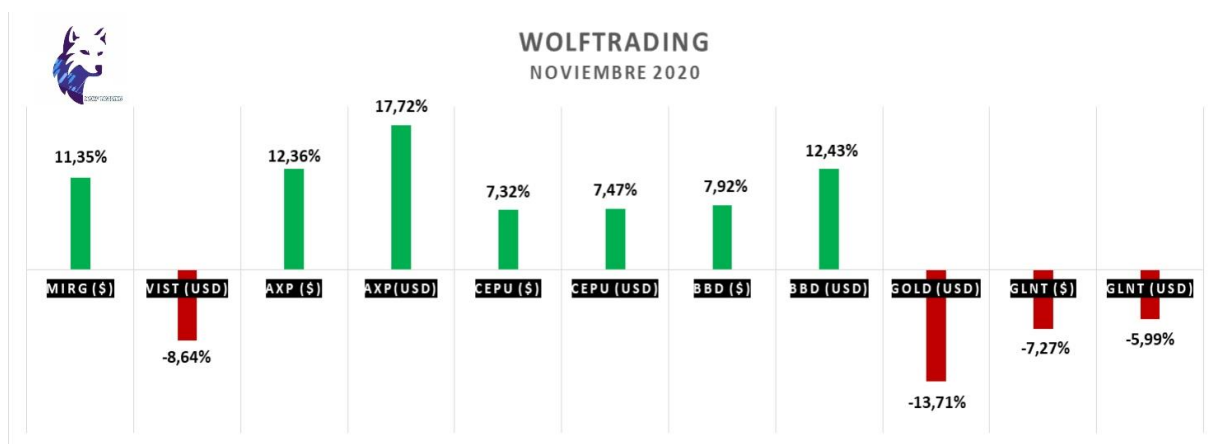


El Índice Merval sigue acortando diferencias vs. El Índice General (Wolf) en lo que va de Noviembre 2020:



3. RESULTADOS

Trades cerrados en lo que va de Noviembre:

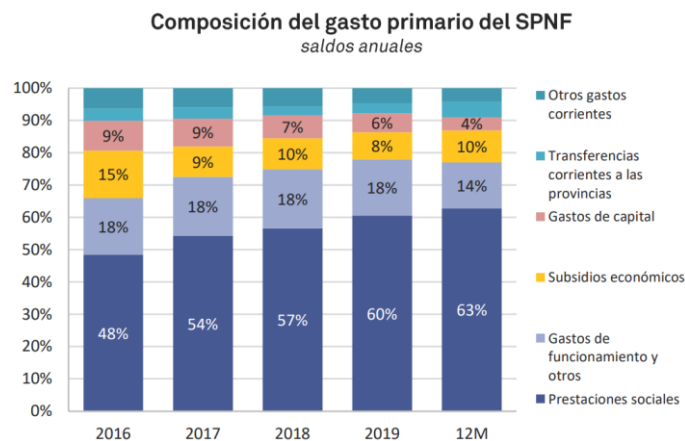
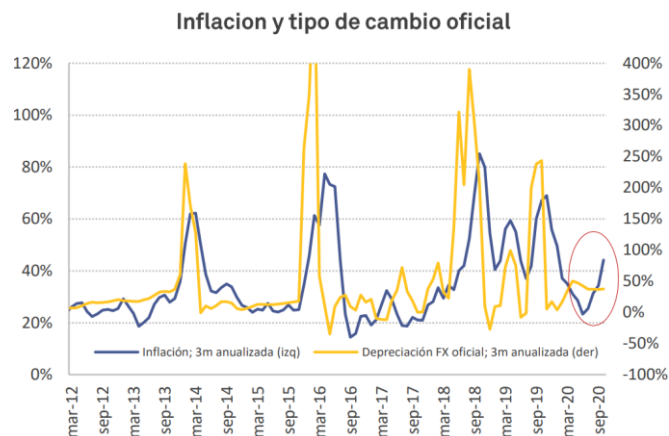
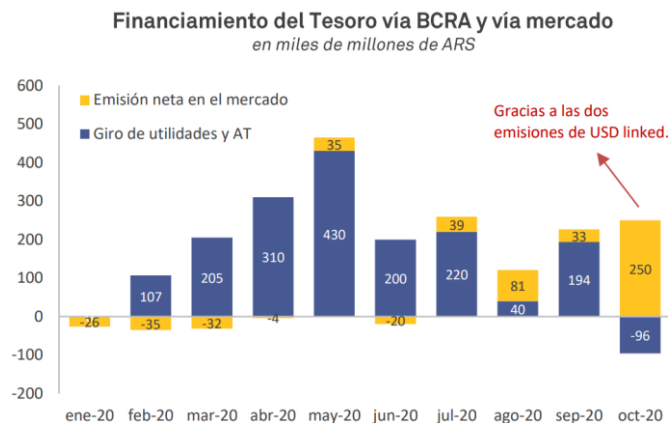


Nuestra Cartera de Mediano Plazo desde el mes de Abril, con rendimiento del +149,70%. Para la semana que comienza introduciremos un cambio, dándole rotación a MSFT luego de un suba del 52,53% y daremos ingreso de ERJ:

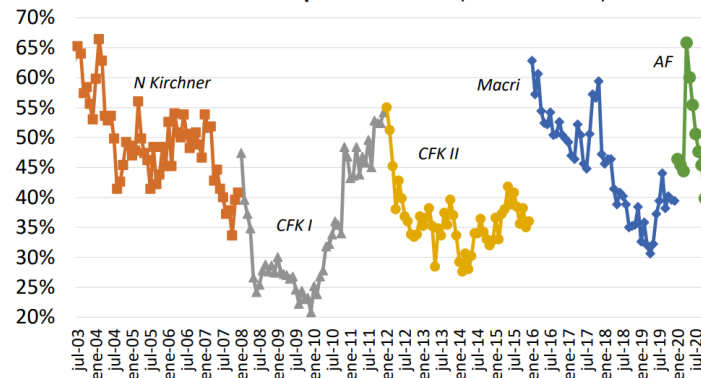
Fecha de Compra	Papel	Ponderación	Precio Compra	Cantidad Teórica	Precio Venta	Precio Actual	Variación	Fecha de Venta	TOTAL de Ruedas en Cartera
01/04/2020	BOLT		\$ 2,61		\$ 3,25		24,52%	02/04/2020	2
01/04/2020	MORI		\$ 5,35		\$ 7,35		37,38%	02/04/2020	2
01/04/2020	CVH		\$ 262,50		\$ 353,00		34,48%	07/04/2020	5
01/04/2020	PBR		\$ 452,50		\$ 583,00		28,84%	11/04/2020	8
11/04/2020	TJ20		\$ 62,60		\$ 91,00		45,37%	23/04/2020	9
02/04/2020	VALO		\$ 9,25		\$ 13,75		48,65%	29/04/2020	20
02/04/2020	PAM		\$ 36,50		\$ 53,25		45,89%	13/05/2020	30
07/04/2020	TECO		\$ 162,50		\$ 198,00		21,85%	18/05/2020	30
01/04/2020	KO		\$ 784,50		\$ 1.075,00		37,03%	16/06/2020	55
18/05/2020	GLNT		\$ 7.740,00		\$ 8.330,00		7,62%	16/06/2020	22
29/04/2020	ALUA		\$ 28,30		\$ 37,40		32,16%	30/06/2020	45
13/05/2020	LOMA		\$ 94,50		\$ 93,40		-1,16%	01/07/2020	37
16/06/2020	SAMI		\$ 138,50		\$ 137,00		-1,08%	25/08/2020	51
20/07/2020	WFC		\$ 582,00		\$ 775,00		33,16%	16/10/2020	66
23/04/2020	PR13	10,17%	\$ 462,58	0,0390		\$ 651,00	40,73%		147
29/04/2020	BMA	13,65%	\$ 185,80	0,1500		\$ 227,20	22,28%		143
16/06/2020	MSFT	9,10%	\$ 2.127,50	0,0070		\$ 3.245,00	52,53%		109
30/06/2020	TECO	11,00%	\$ 192,15	0,1350		\$ 203,40	5,85%		99
01/07/2020	DESP	11,98%	\$ 850,00	0,0220		\$ 1.360,00	60,00%		98
10/08/2020	PARP	10,31%	\$ 959,12	0,0330		\$ 780,00	-18,68%		70
25/08/2020	TGNO4	10,60%	\$ 42,30	0,6200		\$ 42,70	0,95%		59
25/08/2020	MIRG	13,02%	\$ 1.071,00	0,0248		\$ 1.309,00	22,22%		59
29/10/2020	INTC	10,18%	\$ 1.510,00	0,0188		\$ 1.352,00	-10,46%		12
INDICE WOLF		100,00%	100,00			249,70	149,70%		

4. DATOS ECONOMICOS

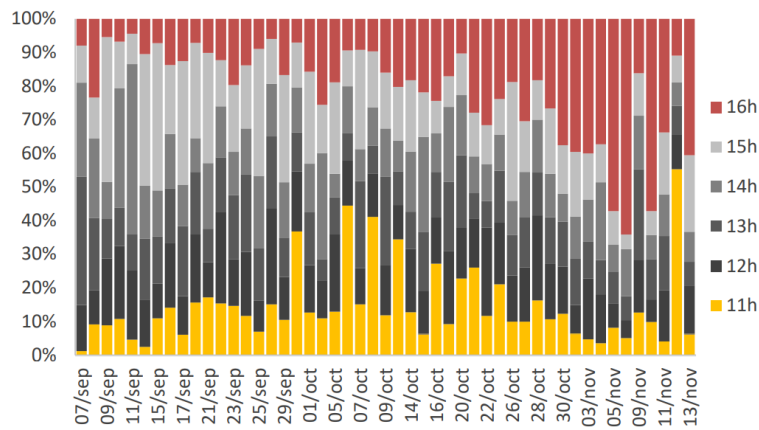
A través de distintas gráficas de la consultora 1816, exponemos la situación Macroeconómica Argentina actual:



Índice de Confianza en el Gobierno en distintos mandatos presidenciales (base 5=100%)



Distribución por hora del volumen diario operado en AL30 en Byma (contra Pesos, 48h)

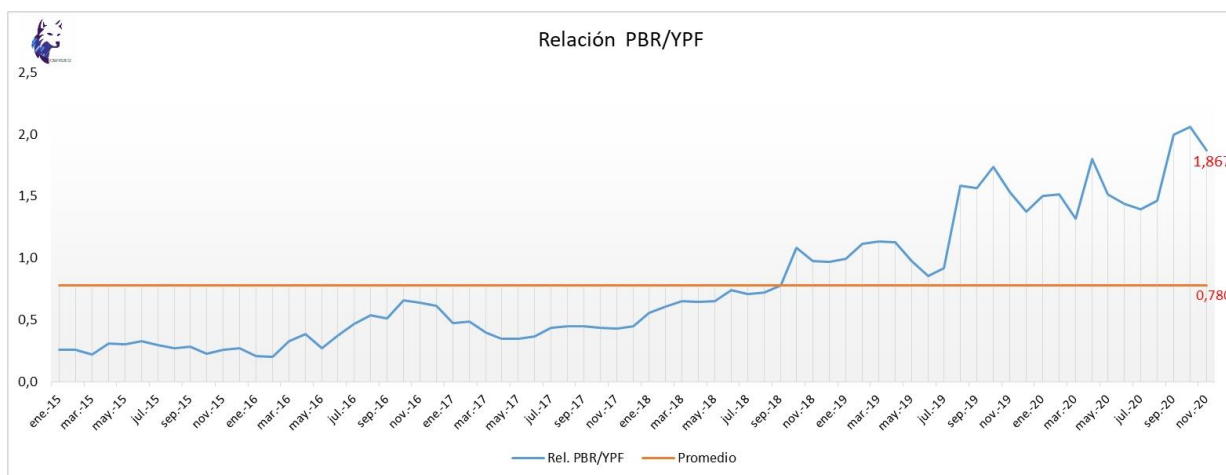


Brecha entre FX paralelos y oficial (series diarias)

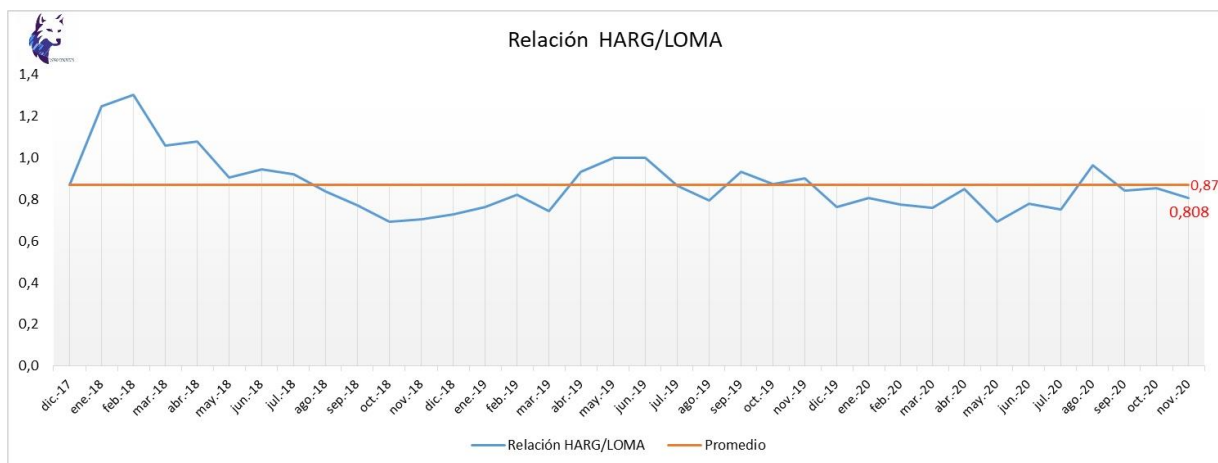


5. RELACIONES

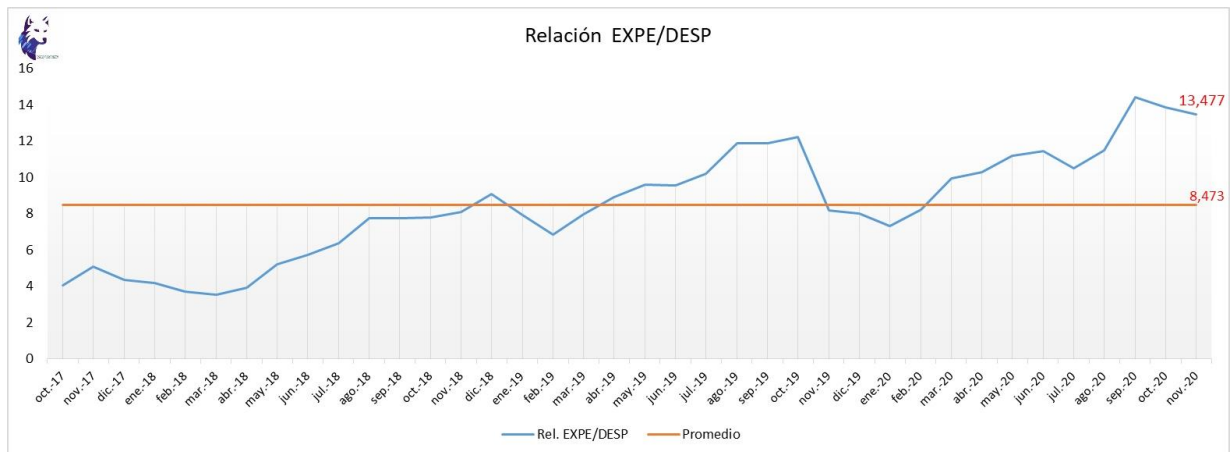
Expondremos una serie de relaciones de activos de mismos sectores, en primer lugar PBR e YPF. En la misma vemos como el promedio entre ambas desde 2015 a la fecha es de 0,78 YPFs por PBRs; Actualmente tenemos 1,867 YPFs por PBRs, es decir un 139% por encima del promedio:



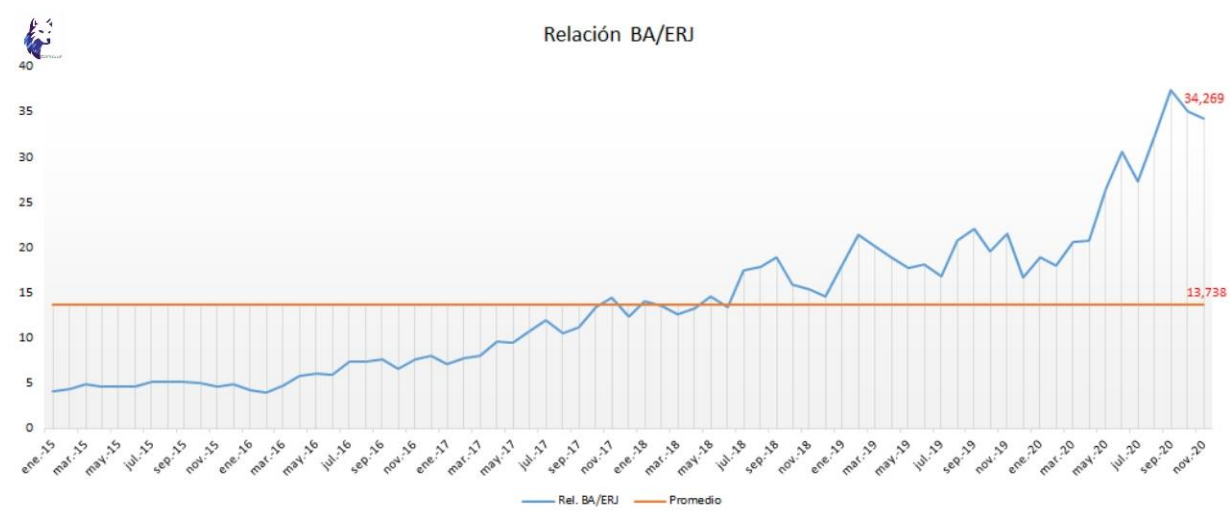
La relación entre HARG y LOMA, desde la salida de esta última en bolsa, es de 0,87 LOMAs por HARGs, actualmente la relación se encuentra muy a la par, tan sólo un 7,67% por debajo de ese promedio histórico:



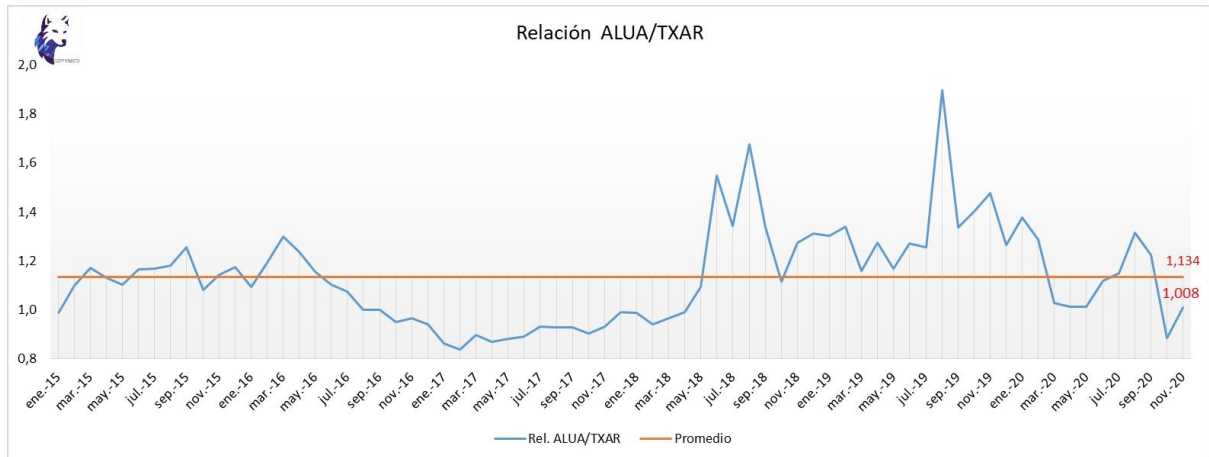
Relación desde la salida a Bolsa de DESP vs EXPE es de 8,473 DESPs por EXPES en promedio. Hoy la relación esta bastante más elevada, +59%, quedando en 13,477 DESPs por EXPES:



Otra relación posible es entre BA y ERJ. Desde 2015 tenemos una relación promedio de 13,738 ERJs por BAs; hoy esa relación esta en 34,269 aumentando la brecha en un +149%:



Por último la Relación entre ALUA y TXAR, la misma es históricamente de 1,134 TXARs por ALUAs; hoy la relación esta 12,5% por debajo de la media, es decir 1,008 TXARs por ALUAs:



Buena Semana para todos,
Equipo WolfTrading