



Semana del 16.11.2020 al 20.11.2020

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

El BCRA volvió a vender más de USD 40 millones promedio al día en el mercado de cambios desde el martes de la semana pasada (combinando datos oficiales hasta este lunes con estimaciones privadas para las últimas 4 ruedas), que es apenas menos de lo que vendía en una rueda normal de octubre. De este modo, tras lo que había sido un buen inicio de noviembre, la dinámica obliga a seguir monitoreando de forma diaria las mediciones alternativas de reservas netas. De acuerdo con nuestros registros, las reservas netas son hoy de entre USD 5,2 y 3,3 mil millones (según si se restan o no los treasuries que le presta SEDESA al BCRA), cifra que se vuelve negativa en USD 1,9 mil millones si no contamos ni las posiciones en oro ni las posiciones en DEG.

¿Nos puede salvar en los próximos meses la soja, que tocó hoy los USD 435 por tonelada, nivel que no alcanzaba desde el año 2014? Creemos que es pronto para decirlo: con los nuevos precios de soja, trigo y maíz (25% superiores al promedio YTD) y las estimaciones preliminares de producción (que sugieren una caída de 8% en las cantidades), la cosecha 2021 tendría un valor de mercado USD 4,0 mil millones superior a la de 2020, cifra interesante considerando la escasez de divisas de la economía local. Pero el fenómeno La Niña, uno de los drivers de la suba de precios reciente, puede achicar los rindes previstos para el año que viene, lo que obliga a ser cautelosos aún con las estimaciones. Durante la última gran sequía que sufrió Argentina, en 2018, los recortes en las proyecciones de producción se dieron recién a partir de fin de febrero de ese mismo año. En definitiva, hay que estar atentos a las condiciones climáticas de las próximas semanas para saber si los nuevos precios agrícolas son una gran noticia para el país o simplemente algo que ayudará a mitigar los efectos de una mala cosecha.

En cuanto a la dinámica fiscal, esta semana el Mecon consiguió refinanciar el vencimiento del Bote 20 (TN20), algo que era a priori sencillo por la normativa de encajes (los bancos tenían que elegir entre canjear el TN20 por el TY22 o dejar Pesos al 0% en el BCRA), pero había que pasar la prueba y se pasó exitosamente. La tenencia conjunta de TN20 y TY22 (ambos títulos tienen el mismo tratamiento en la normativa de efectivo mínimo) pasó a ser del 4,8% del stock total de depósitos en Pesos en el sistema financiero local, porcentaje superior al verificado tras las últimas cuatro licitaciones de Botes.

En la licitación de esta semana también hubo buena demanda del mercado por los TX21 y TX22, seguramente en parte gracias al mal dato de IPC de octubre. Para lo que resta del año quedan vencimientos por ARS 496 mil millones (básicamente por dos Ledes, una Lebad y una Lecer) y dado el déficit de diciembre probablemente se terminen girando todas las utilidades 2019 del BCRA. Esta semana el Central le transfirió al Tesoro ARS 30 mil millones y queda un saldo de ARS 370 mil millones por las ganancias contables del año pasado.

Hablando de la dinámica de precios, tras el dato de IPC de la semana pasada ayer el INDEC informó que los precios mayoristas subieron más de 3,5% por quinto mes consecutivo en octubre, incrementándose 4,7% el mes pasado, máximo registro en lo que va del año. Es otro número que confirma las dificultades del Gobierno para contener precios, pese a controlar FX y tarifas. Esta misma semana Alberto Fernández dijo que recién en marzo ajustarán tarifas, un tema que dará que hablar en los próximos meses: tener presente que, con valores cerrados a octubre, los precios regulados de CABA deberían subir 32,4% para igualar la inflación núcleo acumulada desde mayo 2019, que es cuando el Gobierno de Macri empezó a atrasar tarifas. Argentina sigue así desandando el camino de la normalización de precios relativos: entre noviembre 2015 (fin del mandato de CFK) y mayo de 2019, la inflación “regulada” había sido 84,7% superior a la núcleo de ese período.

Para cerrar esta sección, durante la semana se aprobó en Diputados el impuesto o aporte de grandes fortunas, que pasa ahora al Senado, donde el Gobierno no debería tener problemas para convertirlo en ley. AFIP estimó una recaudación de \$307 mil millones, pero falta la reglamentación del proyecto para tener una mejor idea de cuánto se recaudará finalmente (en un contexto en el que los principales empresarios del país ya adelantaron que habrá “rebelión fiscal” y presentaciones judiciales) y cuándo el Tesoro podrá contar con esos fondos.

ESTRATEGIA

Si bien con mayor volatilidad, el tipo de cambio oficial empezó a correr más rápido que antes. Pasó de subir al 37% anualizado entre junio y septiembre a hacerlo al 44% anualizado desde principios de octubre. Con FX e IPC a nuevas velocidades (la inflación

mensual de 3,8% de octubre es 56,4% anualizada), la que quedó atrasada es la tasa de plazos fijos mayoristas, en 39,8% de TEA (=34% TNA). El Gobierno viene de incrementar la tasa de las colocaciones a plazo, pero con esta coyuntura siguen perdiendo tanto contra la inflación como contra el tipo de cambio oficial. La dinámica reciente de los Botes 21, 23 y 26 (que son los Botes no sujetos a normativa de encajes) refleja bien este salto en la nominalidad: los tres títulos ya rinden más de 50% de TNA.

Con las curvas soberanas en los niveles actuales, nosotros priorizamos los bonos ley NY. Si bien el escenario macro sigue siendo muy frágil (el déficit fiscal obliga a seguir emitiendo Pesos y el stock de reservas sigue descendiendo), lo cierto es que los títulos operan por debajo de los USD 40 de paridad en un mundo de tasas cero. En cuanto al spread de legislación, el propio Gobierno reconoció en los últimos días que los bonos ley extranjera tienen mayor seniority que los ley local. En el flamante proyecto de ley de “Fortalecimiento de la Sostenibilidad de la Deuda” Guzmán pide que futuros endeudamientos en moneda extranjera y bajo ley extranjera requieran autorización previa del Congreso. Pero esa misma exigencia no aplicaría para nuevos endeudamientos bajo ley local, más fáciles de reestructurar.

Dentro del universo de instrumentos pagaderos en Pesos, seguimos neutrales entre los bonos CER cortos (que tienen a favor el carry de la alta inflación y en contra el supply risk en un contexto de mucho déficit) y los USD link (que tienen a favor el atraso del FX oficial y en contra el riesgo de desdoblamiento). En las últimas ruedas los papeles CER siguieron recuperándose de las pérdidas de octubre, con las paridades volviendo a los niveles de principios del mes pasado.

Es interesante notar que pese al rally de instrumentos CER, siguen sin consolidarse los plazos fijos UVA. El stock de plazos fijos UVA del sector privado, que había llegado a prácticamente \$60 mil millones en el mes de abril, ahora apenas supera los \$36 mil millones. Lo interesante de estas colocaciones UVA es que pueden hacerse a solo 90 días y hay momentos (como ahora, pocos días después de la publicación del IPC de octubre) en que uno conoce de antemano la evolución del índice. Con casi un tercio de esos 90 días corriendo a tasa mensual de 3,8% (la inflación de octubre), parece difícil que una colocación así pierda contra una Lede u otro instrumento en ARS de similar duración en el próximo trimestre. Como ejemplo, si la inflación de noviembre y diciembre son las que dice el REM (3,5% y 4,0%), entonces un PF UVA a 90 días al 0% de tasa rendiría 46,9% de TNA (55,8% de TEA). Para ganarle a esas tasas hay que exponerse en duration (vía un

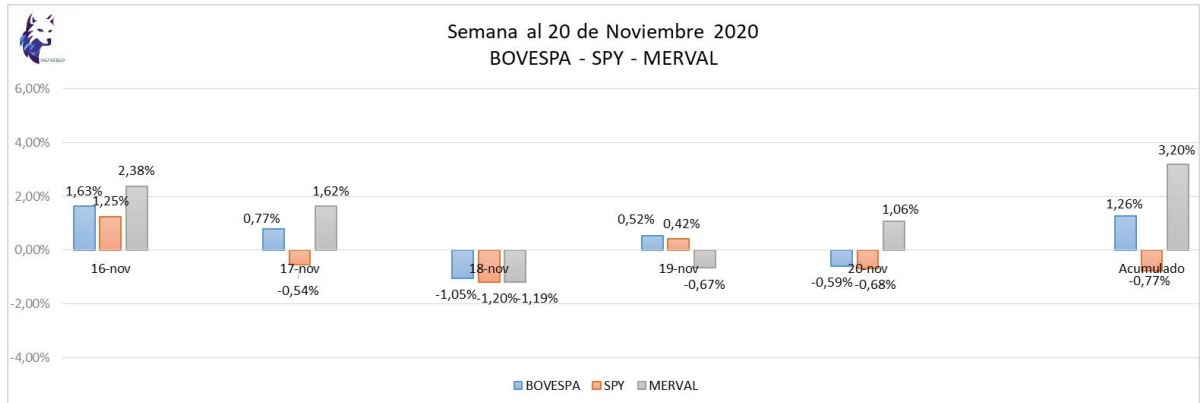
bono CER, vía un sintético con USD linked + Rofex, o vía Botes). Los PF UVA mayoristas se ofrecen hace meses a tasas anuales de entre 0,5% y 1,0%. Dicho todo esto, lo cierto es que los bancos no están ofreciendo el producto al segmento institucional. En definitiva, un instrumento casi ideal para este contexto, pero hoy sin oferta.

Para cerrar esta sección, el BCRA está llegando a fin de mes en futuros con bastante mejor margen que en octubre: a ayer (19-nov) el Interés Abierto en Rofex era de USD 5,2 mil millones, muy por debajo de los USD 5,7 mil millones que había el mismo día del mes pasado (19-oct). Recordar que octubre terminó con un alza muy fuerte de implícitas, que se corrigió apenas iniciado este mes. Esta vez parece más difícil que tengamos movimientos tan abruptos, considerando los stocks vigentes. Hoy al mediodía el Central informó que terminó octubre con futuros vendidos por USD 5.683 millones, casi sin cambios respecto a septiembre (USD 5.577 millones). Esos números reflejan que, al menos el mes pasado, el apetito del sector privado por exponerse al FX oficial fue satisfecho con las dos colocaciones USD linked soberanas, por un total de USD 3.500 millones.

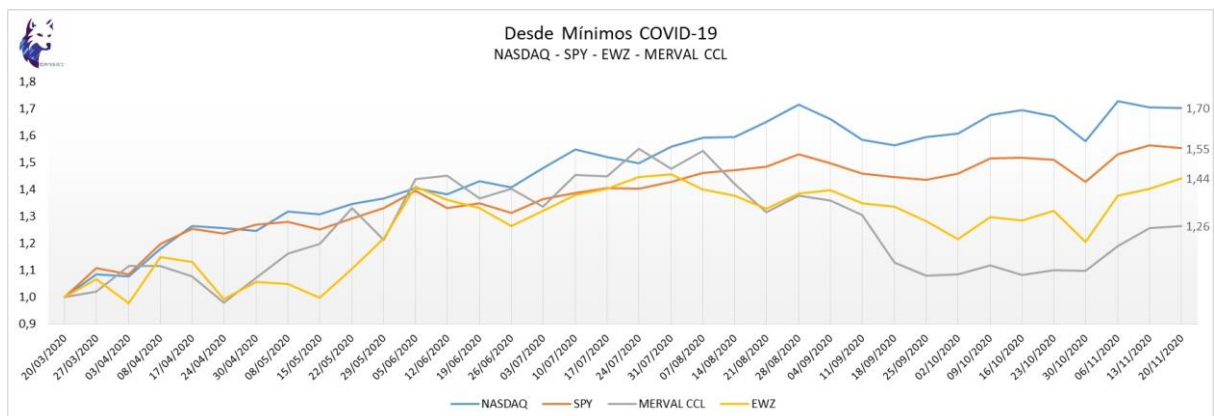
Fuente: 1816 Economía y Estrategia.

2. MERCADOS

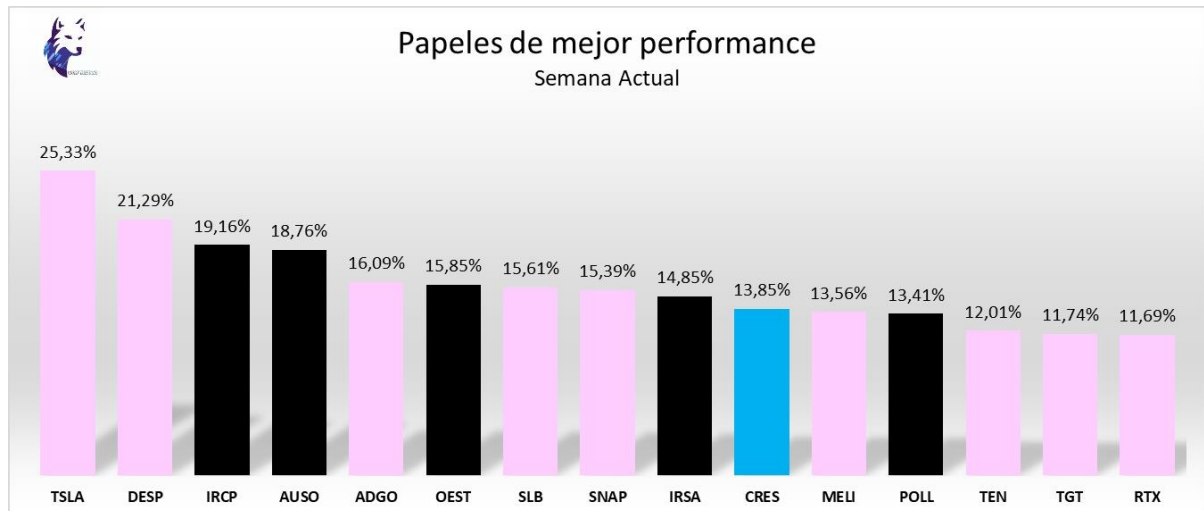
Semana positiva nuevamente para la Región con el Merval (ya con CCL en aparente piso) y el Bovespa positivos. El Standard & Poor's negativo un 0.77%:



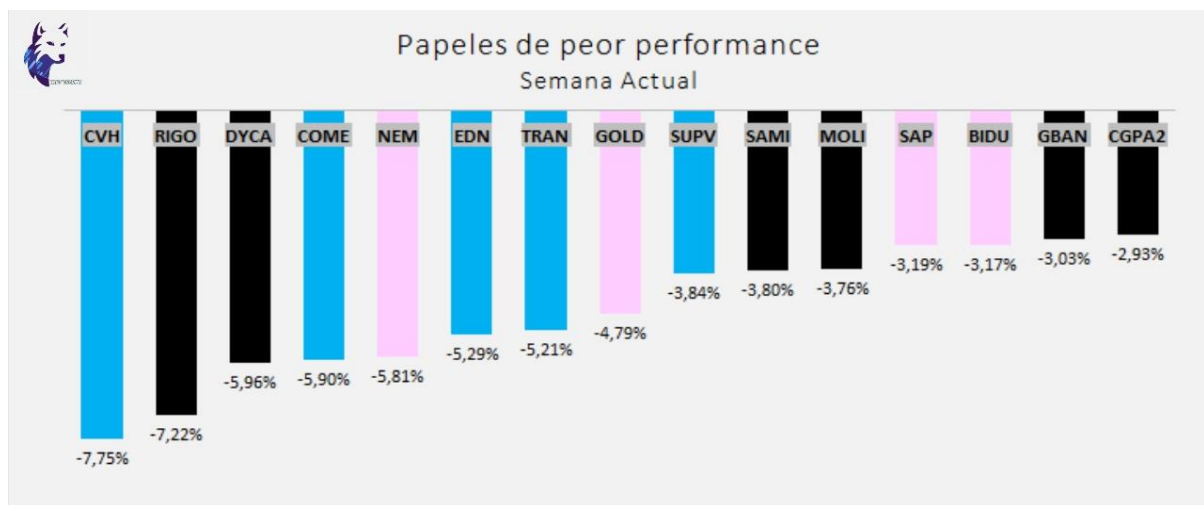
Desde mínimos COVID-19 tenemos a Brasil a través del EWZ acercándose rápidamente al rendimiento que viene trayendo el SPY, el Nasdaq sigue en niveles máximos pero aparente corrección de corto plazo; el Merval CCL levemente positivo:



Dentro de lo mejor de la semana se destaca TSLA y su incorporación al índice más importante del mundo, el Standard & Poor's DESP y ADGO por el lado de Cedears. Del Panel General IRCP (luego de los interesantes dividendos anunciados), AUSO y OEST con la novedad de un posible aumento en los peajes. Del Panel Líder solamente CRES:

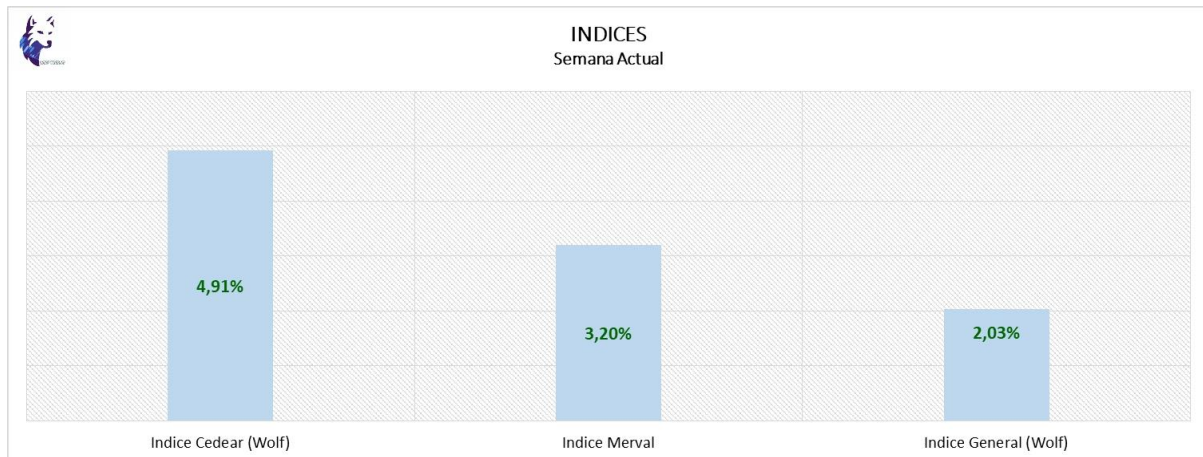


Por el lado de las bajas, CVH luego de que la presentación de los resultados del Q3, volvieran a arrojar pérdidas, EDN y TRAN (se volvió a poner en duda el aumento de tarifas ya anunciado para principios de 2021):



7

Medición de nuestro Índice General, Índice Cedear y el Índice Merval, de esta semana finalizada el día 20 lo lideran los CEDEARs:

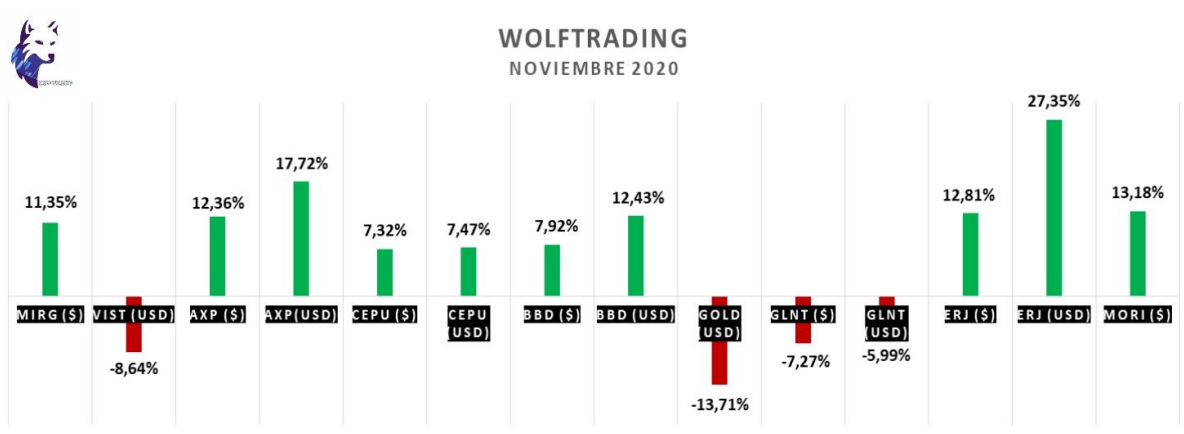


El Índice Merval sigue acortando diferencias vs. El Índice General (Wolf) en lo que va de Noviembre 2020:



3. RESULTADOS

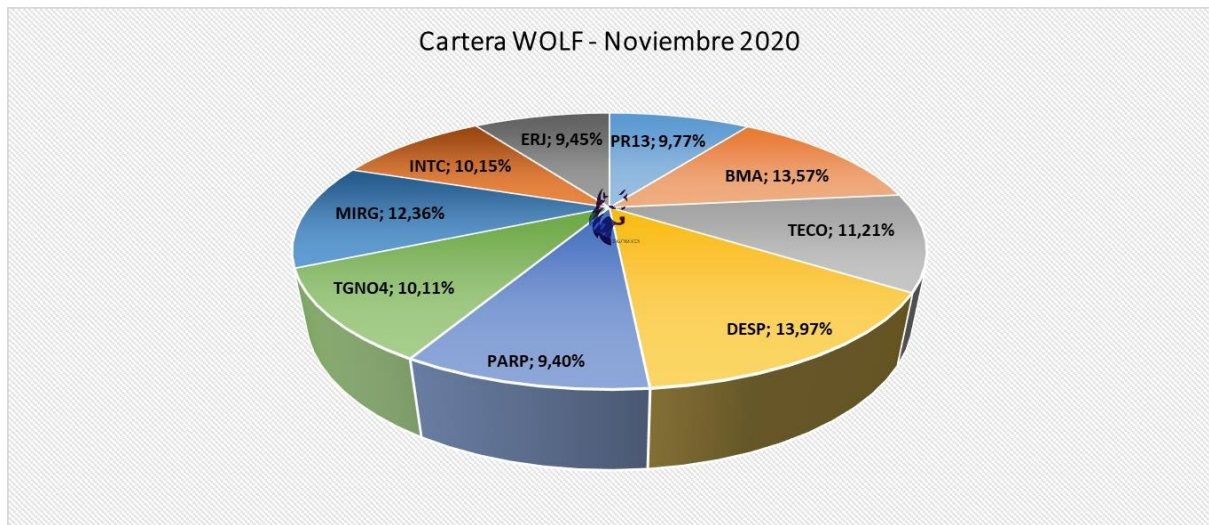
Trades cerrados en lo que va de Noviembre:



Nuestra Cartera de Mediano Plazo desde el mes de Abril, con rendimiento del +159,77%, ya con el cambio de ERJ por MSFT. Excelente rendimiento para DESP que se acerca al 100%:

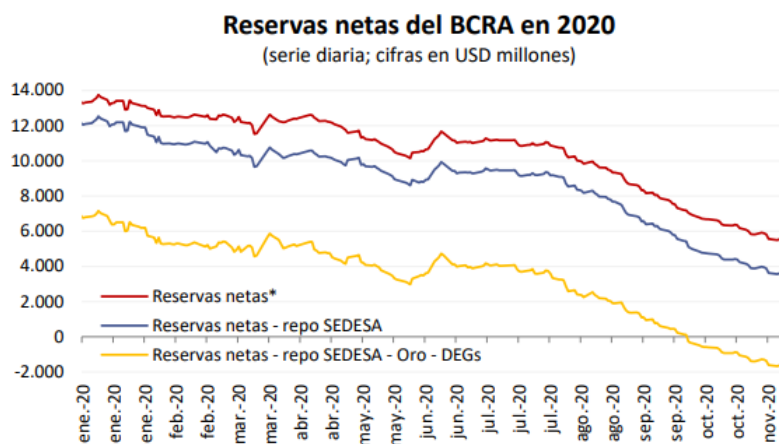
Fecha de Compra	Papel	Ponderación	Precio Compra	Cantidad Teórica	Precio Venta	Precio Actual	Variación	Fecha de Venta	TOTAL de Ruedas en Cartera
01/04/2020	BOLT		\$ 2,61		\$ 3,25		24,52%	02/04/2020	2
01/04/2020	MORI		\$ 5,35		\$ 7,35		37,38%	02/04/2020	2
01/04/2020	CVH		\$ 262,50		\$ 353,00		34,48%	07/04/2020	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
16/06/2020	MSFT		\$ 2.127,50		\$ 3.255,00		53,00%	17/11/2020	109
23/04/2020	PR13	9,77%	\$ 462,58	0,0390		\$ 651,00	40,73%		152
29/04/2020	BMA	13,57%	\$ 185,80	0,1500		\$ 235,00	26,48%		148
30/06/2020	TECO	11,21%	\$ 192,15	0,1350		\$ 215,80	12,31%		104
01/07/2020	DESP	13,97%	\$ 850,00	0,0220		\$ 1.649,50	94,06%		103
10/08/2020	PARP	9,40%	\$ 959,12	0,0330		\$ 740,00	-22,85%		75
25/08/2020	TGNO4	10,11%	\$ 42,30	0,6200		\$ 42,35	0,12%		64
25/08/2020	MORG	12,36%	\$ 1.071,00	0,0248		\$ 1.293,50	20,77%		64
29/10/2020	INTC	10,15%	\$ 1.510,00	0,0188		\$ 1.402,00	-7,15%		17
17/11/2020	ERJ	9,45%	\$ 840,00	0,0271		\$ 908,00	8,10%		4
INDICE WOLF		100,00%	100,00			259,77	159,77%		

La Ponderación:

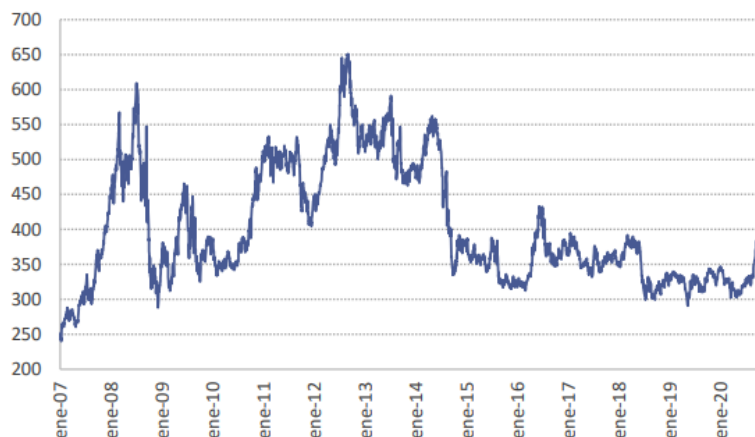


4. DATOS ECONOMICOS

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



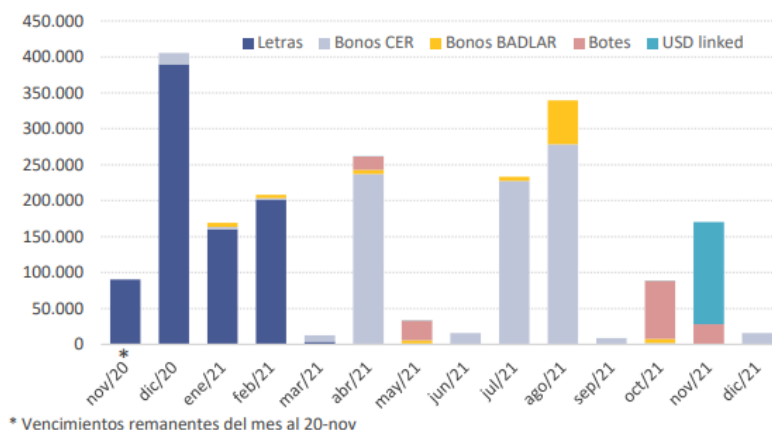
Precio de la Soja, en máximos desde 2014 precio en USD por tonelada



Stocks en circulación de TN20 + TY22 como % de Cajas de Ahorro, Ctas Ctes y PF en Pesos

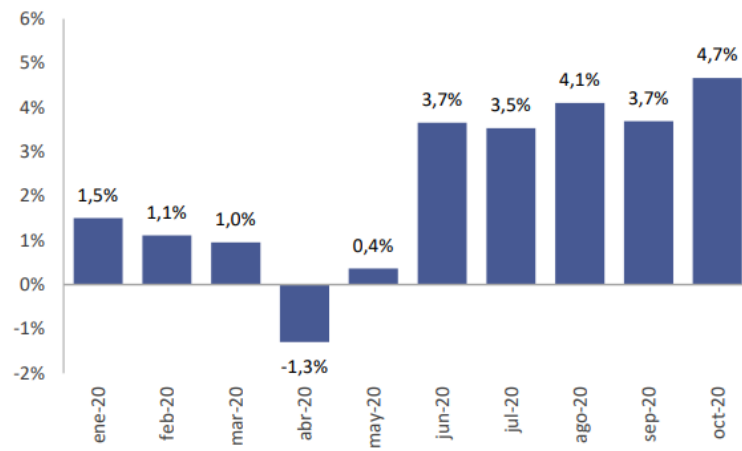


Vencimientos en pesos del Tesoro interés+capital, en millones de ARS

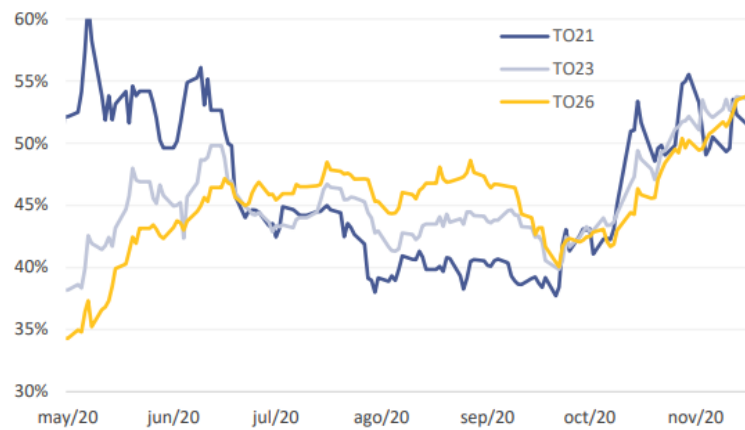


* Vencimientos remanentes del mes al 20-nov

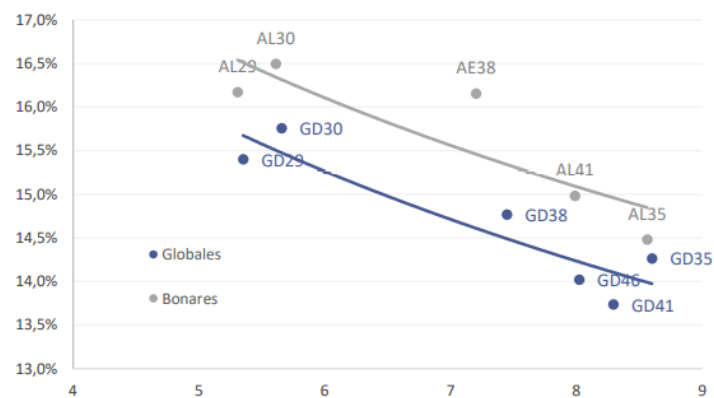
Índice de Precios Mayoristas inflación mensual en 2020



Rendimiento (TNA) de bonos a tasa fija soberanos

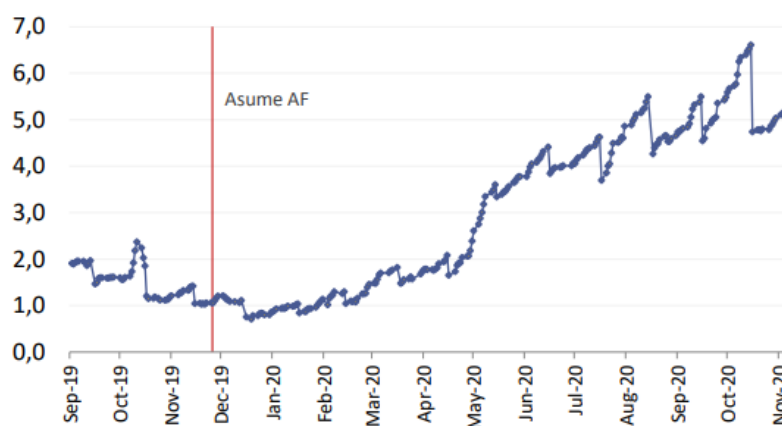


Bonos Argentinos en USD: Globales vs. Bonares al 19/nov



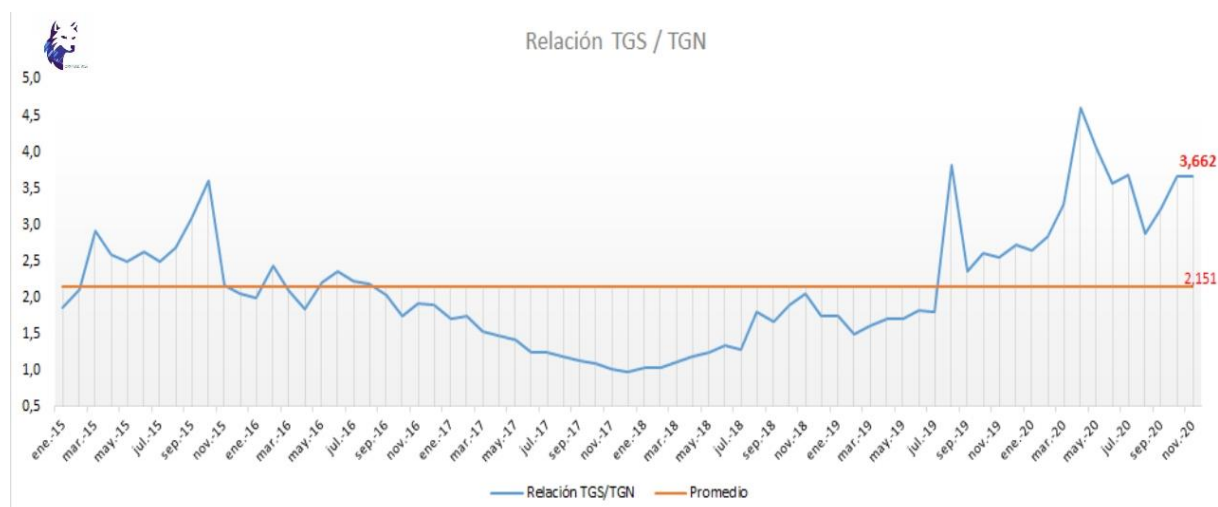
Interés abierto en futuros de USD en Rofex

(datos en USD bn; datos llegan al 19-nov)

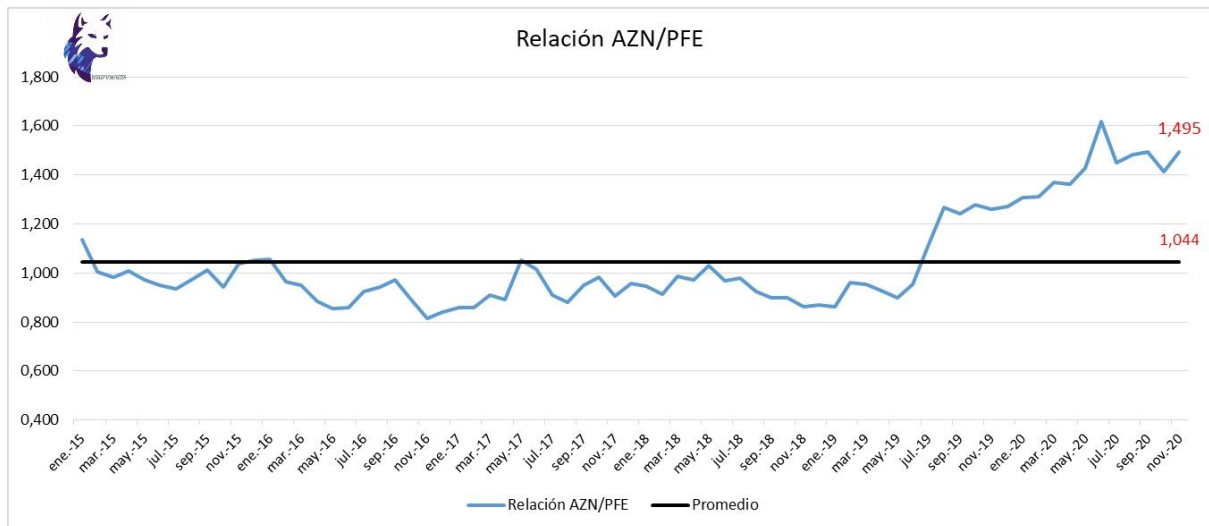


5. RELACIONES

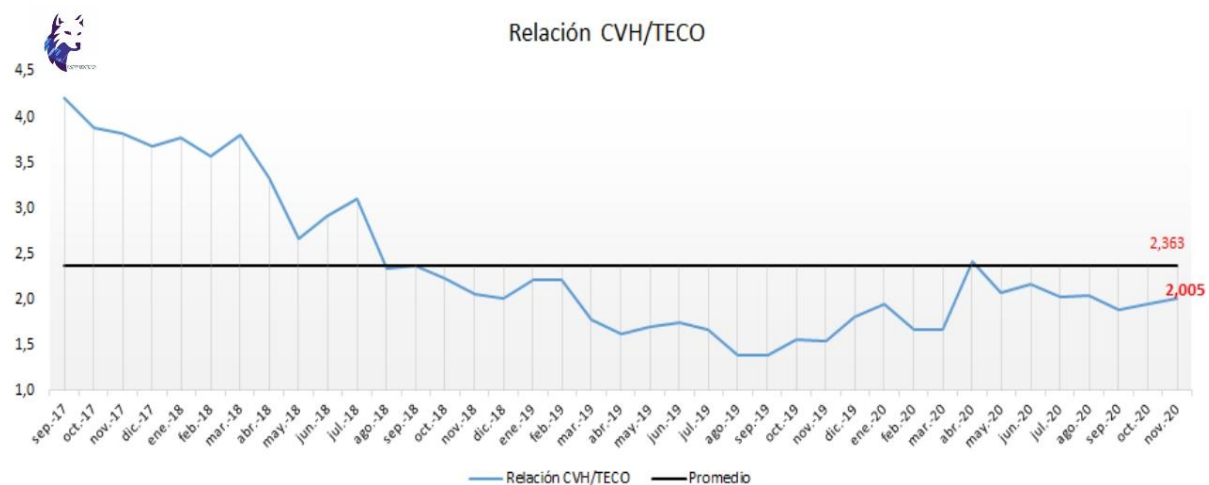
TGS y TGN el promedio entre ambas desde 2015 a la fecha es de 2,151 TGNs por cada TGS; Actualmente la relación esta bastante por encima del promedio (+70,25%) con lo cuál para adquirir una TGS, estamos necesitando de 3,662 TGNs:



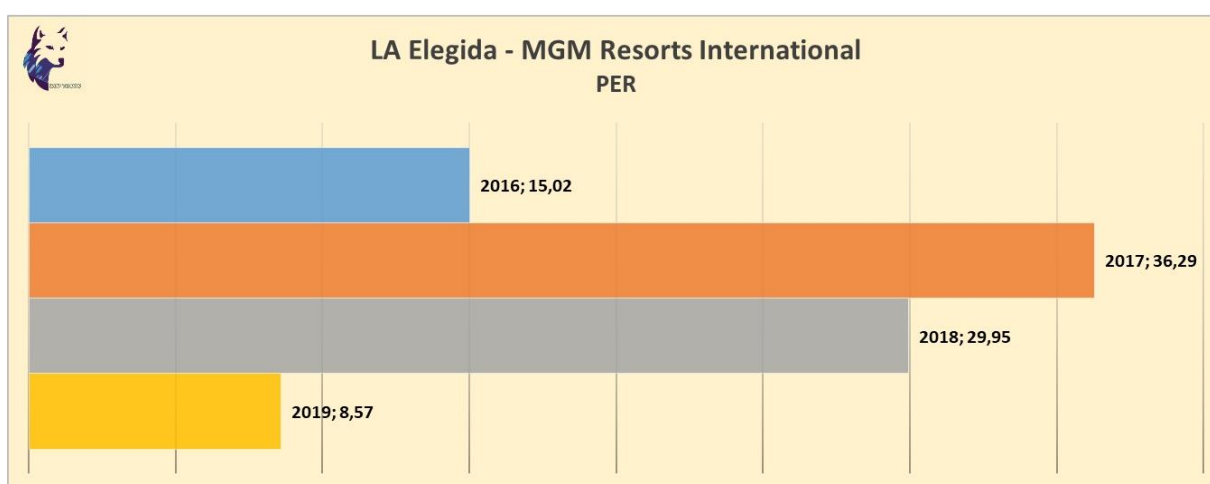
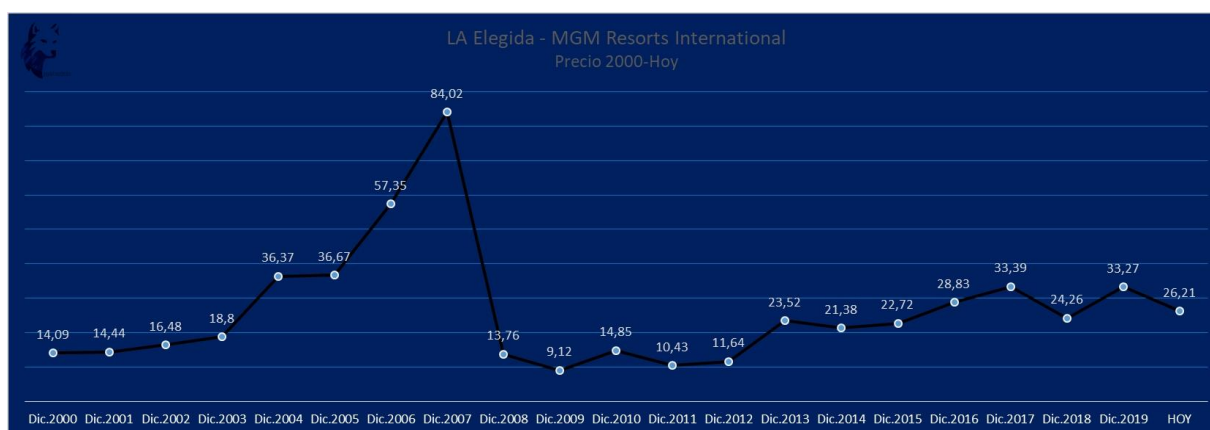
La relación entre AZN y PFE, tiene un promedio desde 2015 de 1,044 PFEs por cada AZN. Actualmente y a pesar de que PFE ya ha anunciado la culminación de la fase 3 de su vacuna para el COVID-19 y AZN aún no, esa relación las lleva a 1.495 PFEs por cada AZN:



Se leen muchos análisis fundamentales intentado concluir que CVH esta desorbitada respecto a TECO, desde hace ya un par de años, el hecho es que la relación la mantiene siempre por debajo, con un promedio de 2.363 TECOs por CVH y actualmente en 2.005:



6. LA Elegida de la Semana



El informe completo desarrollado en: <https://www.wolftradinggroup.com/l/la-elegida-de-la-semana-24-mgm-resorts-international/>

7. Bonus Track

Relacionamos el Peso con el Real, y en lo que va del año, esta semana el Peso logró superar en cuanto a devaluación vs el Dólar a la moneda Brasileira.

El problema esta dado que las economías no son iguales, la caída del PBI tampoco lo es, y que Argentina necesita mantener una Balanza Comercial positiva.

Ahora bien, alcanza con este tipo de cambio ¿? A priori parece que no, si bien el PESO se devalúa en lo que va de 2020 un 34,5%, la inflación acumulada para dicho período es del 27,23%; Brasil devalúa un 32,27%, pero con la enorme diferencia de que su inflación acumulada 2020 es de tan sólo 2,22%...



Buena Semana para todos,

Equipo WolfTrading