Viernes
8



# (Seguimos) Esperando señales

## Resumen y conclusiones

- El balance general de los primeros 12 días post elecciones es mixto: una transición política que comenzó mejor de lo que se esperaba (pero empeorando), sin definiciones en torno al Gabinete (aunque todo indicaría funcionarios más "pro Alberto"), búsqueda de un delicado equilibrio en las relaciones internacionales, nulo avance en las negociaciones con el FMI, algunas definiciones sobre la macro (pero ninguna referencia sobre un plan integral consistente) y varias medidas en el plano cambiario y monetario acordadas entre gobierno y oposición, pero sin dar pistas sobre la necesaria restructuración de la deuda.
- Frente a un panorama mixto en términos de las señales que dio Fernández, la reacción del mercado ha sido relativamente neutra: las acciones están en el mismo nivel que el viernes pre elecciones (25 de octubre), mientras que los bonos algo por debajo.
- De todos modos, el rasgo principal no es la dirección de la respuesta, sino más bien su amplia heterogeneidad. Es por ello por lo que detectamos algunas divergencias en términos de valuaciones relativas: acciones lucen caras vs. bonos y, a su vez, ley local está sobrevaluada respecto de ley internacional.

José M. Echagüe
Estratega

Francisco Mattig
Analista

Federico Bruno
Analista

Erik Schachter
Analista

+54 11 2206 2206

Avda. Ortiz de Ocampo 3302
WO Barrio Parque Bureaux
Módulo IV – 3er Piso
C1425DFE

# (Seguimos) Esperando señales

En el informe semanal previo a las elecciones habíamos puesto el foco en 8 puntos a los cuales había que mirar post 27-oct (ver reporte). En la presente publicación, aprovechamos la oportunidad para hacer una actualización sobre el estado de situación de cada uno de ellos, con el objetivo de poder trazar un panorama sobre qué es lo que se viene en términos macro y, consecuentemente, de mercado.

El balance general de los primeros 12 días post elecciones es mixto: una transición política que comenzó mejor de lo que se esperaba (pero empeorando), sin definiciones en torno al Gabinete (aunque todo indicaría funcionarios más "pro Alberto"), búsqueda de un delicado equilibrio en las relaciones internacionales, nulo avance en las negociaciones con el FMI, algunas definiciones sobre la macro (pero ninguna referencia sobre un plan integral consistente) y varias medidas en el plano cambiario y monetario acordadas entre gobierno y oposición, pero sin dar pistas sobre la necesaria restructuración de la deuda.

En este contexto, la reacción del mercado ha sido relativamente neutra, aunque muy heterogénea. Es por ello que detectamos algunas divergencias en términos de valuaciones relativas: las acciones y los bonos bajo legislación local parecen estar sobrevalorados respecto a los bonos con legislación internacional, que parecerían estar jugando otro partido. En este contexto, nuestra preferencia se inclina hacia A2E2, A2E7 y el AC17.

## 1 - ¿Cómo viene la transición?

**Mejor de lo que se esperaba, pero empeorando.** En términos de cooperación entre ambas fuerzas, arrancó superando todas las expectativas, con la reunión (foto incluida) entre Fernández y Macri y la promesa del primero de crear un equipo para la transición. Pero con el correr del tiempo, el traspaso está empeorando: hubo fuego cruzado entre funcionaros del actual Gobierno y dirigentes del Frente de Todos. Según dio a conocer la prensa, las versiones indican que la transición viene mucho más lenta que lo pautado, con muy pocos contactos entre los funcionarios actuales y los que vendrán. El punto máximo al que llegó este empeoramiento de la transición lo conocimos el miércoles, cuando Macri anunció que si Alberto Fernández no enviaba a sus delegados, él iba a cerrar la transición mediante un decreto. Esta dinámica que se fue dando tiene su espejo en los precios de mercado, que replicaron esta narrativa (ver próxima sección "Reacción de mercado").

# (Seguimos) Esperando señales

**Otro punto gris de la transición es la pasividad del Frente de Todos, que intenta todo el tiempo despegarse de las medidas tomadas post 27 de octubre.** Esto se da a pesar de que resulta claro que a partir de múltiples señales las medidas estaban acordadas entre ambas fuerzas. Esto podría tener dos lecturas negativas: por un lado, podría pensarse que el presidente electo no percibe el carácter de urgencia que en verdad requiere la situación macro tal como la conocemos hoy; por otro lado, también puede interpretarse que el Frente de Todos no está dispuesto a asumir el costo político de las decisiones de la transición, lo que gatilla el interrogante de si continuará por la misma senda luego de asumir. La esperanza es que Alberto Fernández no quiera dar señales de antemano, de modo tal de generar un shock de expectativas.

## 2 - Armado de Gabinete

La falta de señales en relación a los principales nombres del gabinete encierra una incertidumbre mayor: cuáles serán los lineamientos fundamentales de la orientación económica del nuevo gobierno.

A partir de las versiones de la prensa que indican que el ministro de Economía saldría del tridente Matías Kulfas, Cecilia Todesca o Guillermo Nielsen, lo único que podemos inferir es que se trataría de un gabinete mucho más pro-Alberto. Todesca podría ocuparse de la renegociación de la deuda y del acuerdo con el FMI (trabajó en el organismo), mientras que Kulfas podría dedicarse a temas de producción y Nielsen a Energía. Creemos que ese es el consenso del mercado.

Las últimas declaraciones de Fernández nos llevan a pensar que el margen para una sorpresa positiva (de la mano de un ministro más pro mercado) es cada vez mas acotado.

## 3 - Programa económico

La falta de pistas sobre un plan económico está estrechamente relacionada con el punto anterior. En otros términos, primero tendremos que esperar a saber quién es el próximo ministro, para escuchar cuál es su diagnóstico y, por consiguiente, sus pasos a seguir.

# (Seguimos) Esperando señales

La incertidumbre respecto a este punto es claramente un aspecto negativo, y habilita dos observaciones al respecto. El peor escenario es que la falta de comunicación sobre un plan económico se deba a que, en realidad, ese plan no existe ni en los papeles; por otro lado, la lectura optimista sería que Fernández este "guardando municiones" para intentar generar un efecto de shock de confianza.

Algunos de los pocos trascendidos indican que Fernández buscará un acuerdo social de precios y salarios (la prensa indicó que sondearon a Lavagna para que presida el Consejo que lo llevará adelante). Este acuerdo podría incluir congelamientos de precios e intervención (al menos indirecta) en las paritarias. Algo de esto ya se pudo entrever en las declaraciones de ciertos líderes sindicales (Daer, Baradel). Asimismo, el presidente electo dio definiciones bastante categóricas en México sobre las tarifas: "la carencia de dólares que tiene el país no puede ser que siga con las tarifas dolarizadas cuando el resto de la economía no lo está. Eso dije desde el primer día que debería ser revisado". Finalmente, se descuenta una batería de medidas destinadas a aumentar la recaudación (suba de las retenciones a las exportaciones agrícolas y suba de la alícuota de bienes personales).

## 4 - El nuevo Banco Central

Donde sí hubo novedades fue en materia cambiaria y monetaria. El BCRA de Sandleris tomó la iniciativa y comenzó a virar hacia un accionar que parecería estar más en línea con la visión del Frente de Todos. Es claro que este viraje estuvo acordado. El interrogante central es ¿con quién?.

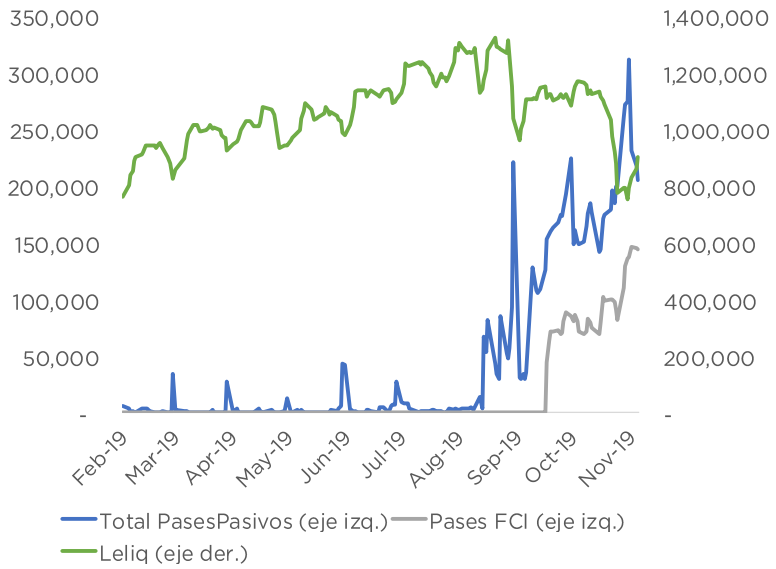
**En el plano cambiario, lo más importante fue el endurecimiento del cepo post-elecciones, lo que resultó clave para contener la caída de las reservas netas.** Con este grado de controles cambiarios, deberíamos esperar que la Formación de Activos Externos (FAE) disminuya en noviembre hasta niveles cercanos e incluso inferiores a USD 500 M (desde los USD 3.000 M de septiembre, último dato).

En esa misma línea, la variación diaria de los depósitos en dólares se redujo considerablemente desde niveles de USD 300 M en los días previos a la elección hasta prácticamente cero a fines de octubre. Esto también ayudó a frenar la caída de reservas.

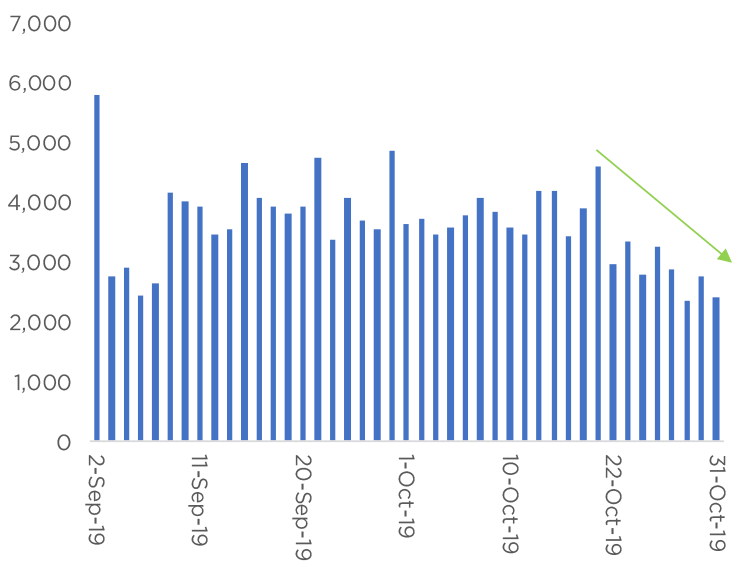
# (Seguimos) Esperando señales

En el plano monetario, el nuevo BCRA comenzó a transitar un camino de fuerte desarme de Leliqs desde mediados de octubre, acompañado de una baja en la tasa de interés. Durante el mes de octubre, el stock de Leliqs bajó ARS 290 Bn, mientras que los pases a 1 día aumentaron sólo ARS 90 Bn. En consecuencia, el monto diario que el BCRA emite como pago de intereses se redujo de ARS 4 bn a ARS 2,5 Bn diarios aproximadamente (¿se desarma la bola de Leliqs?).

Stock de Pases y Leliqs




Intereses diarios de Leliq y Pases




## 5 - Señales al exterior

En lo que respecta a política exterior, las señales hacia el mercado no fueron del todo buenas, aunque podrían haber sido peores. En este punto es donde quizás haya habido más novedades y movimientos por iniciativa propia de Fernández, a quien se lo ve en busca de lograr un delicado equilibrio en sus relaciones internacionales.

Por el lado negativo, el presidente electo se mostró mucho más inclinado hacia países con gobiernos progresistas y menos pro mercado. De hecho, su primer viaje fue a Mexico, cuyo presidente, Lopez Obrador, es catalogado como un populista. La respuesta al saludo de felicitación por parte de Evo Morales también dejó entrever una postura amigable para con Bolivia. En la misma línea, la relación con Brasil arrancó con el pie izquierdo. Bolsonaro dijo que "Argentina cometió un error" al elegir a Fernández y decidió profundizar aún más su distanciamiento al anunciar que enviará como su representante en la ceremonia del 10 de diciembre a un ministro que aún no fue designado.

# (Seguimos) Esperando señales

Por el lado positivo, se puede destacar que Fernández no ha mostrado el mismo grado de alineamiento y condescendencia con Venezuela, al tiempo que tuvo algún mínimo acercamiento con EE.UU.. Ante el saludo de Maduro, Fernández respondió llamando a "profundizar las raíces democráticas en la región", lo que puede ser entendido como un cuestionamiento indirecto. Asimismo, el presidente electo ha tenido algunos acercamientos con EE.UU.: "no tengo ganas de llevarme mal con EE.UU.", dijo Fernández en su viaje a Mexico. Y durante el día de ayer, Fernández mantuvo una reunión con un asesor clave de Trump, Mauricio Clave-Carone, quien hasta hace un tiempo fue representante de su país en el FMI.

## 6 - Acuerdo con el FMI

Por el momento, no hay avances en la relación con el FMI. De hecho, durante el día de ayer, el vocero principal del organismo, Gerry Rice, dijo que "el FMI no está en condiciones de hacer una evaluación porque la discusión con la nueva administración no ha tenido lugar". Rice también sacó a relucir la falta de conocimiento sobre el plan económico del Frente de Todos: "necesitamos la información sobre los planes de políticas de las autoridades y darle una mirada al panorama macroeconómico consistente con esos planes", dijo.

Si bien es algo que ya se esperaba, los dichos del vocero del FMI durante el día de ayer confirman que el organismo pedirá una restructuración con acreedores privados como condición para continuar con el programa. "Nuestro papel es evaluar si la deuda es sostenible con una alta probabilidad en línea con nuestra política de acceso excepcional", sostuvo.

## 7 - Reacción de mercado

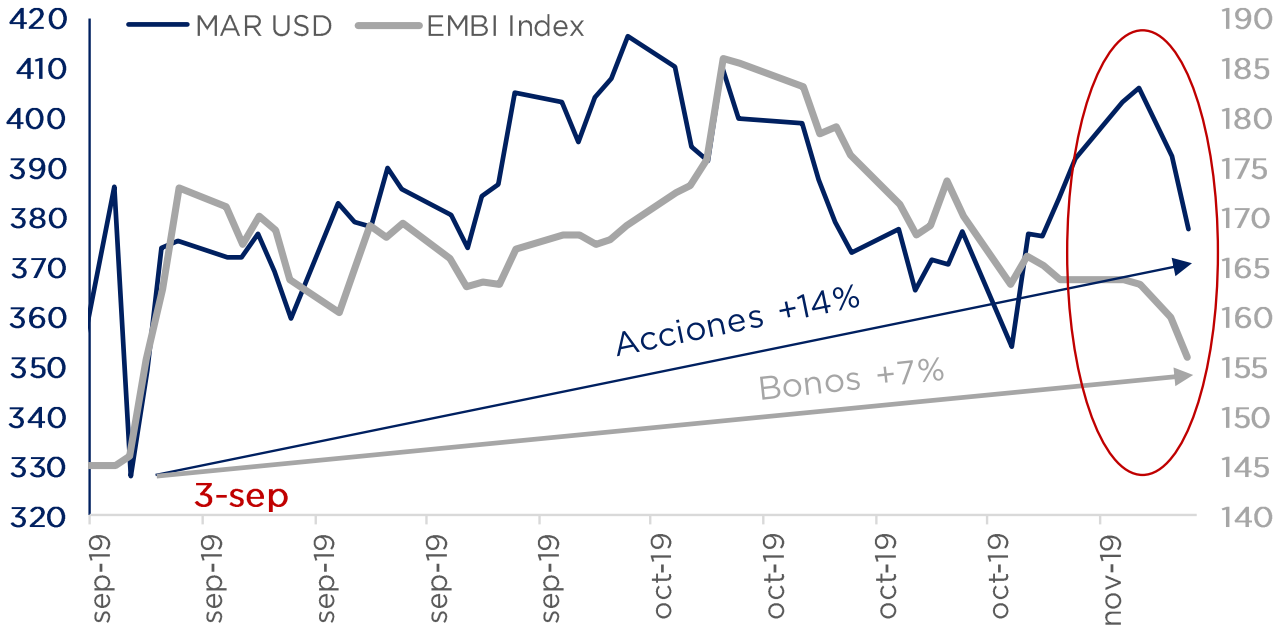
**Frente a un panorama mixto en términos de las señales que dio Fernández, la reacción del mercado ha sido más o menos neutra**: las acciones están en el mismo nivel que el viernes pre elecciones (25 de octubre), mientras que los bonos algo por debajo. La respuesta de los mercados había sido buena hasta el cierre del jueves, pero hoy tuvo una marcada reacción negativa.

**De todos modos, el rasgo principal no es la dirección de la respuesta, sino más bien su amplia heterogeneidad.** Es por ello por lo que detectamos algunas divergencias en términos de valuaciones relativas:

# (Seguimos) Esperando señales

Acciones lucen caras vs. bonos: Desde el mínimo del 3 de septiembre, el Merval Argentina subió 14% en dólares, mientras que los bonos con legislación extranjera subieron solo 7%. Esto representa un beta de casi 2x para las acciones, métrica que resulta mucho menor al beta histórico que estimamos en torno a 1,2x. Dicha divergencia se dio, casi en su totalidad, a partir de las elecciones generales del 27 de octubre (ver gráfico siguiente).

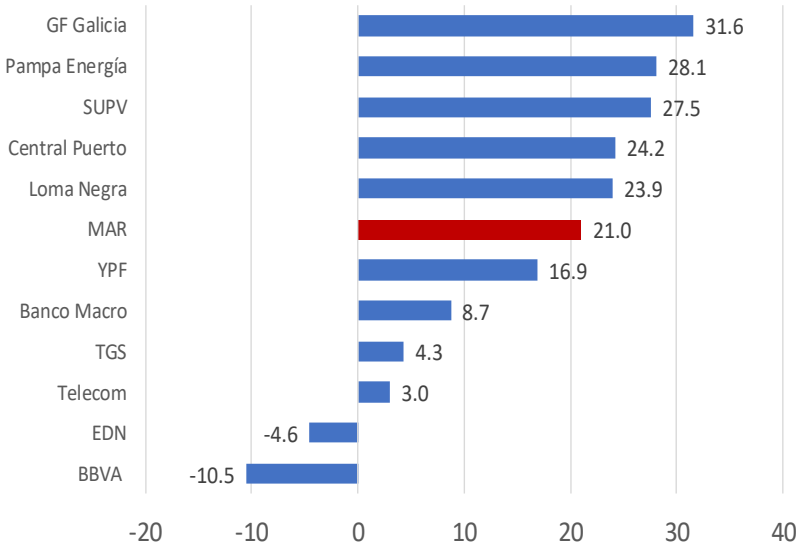
MAR en USD vs. EMBI Index




En este sentido, recomendamos vender aquellas acciones que más han subido respecto de sus valores mínimos tales como Galicia, Pampa, Supervielle, Central Puerto y Loma Negra y canjearlas por bonos con legislación extranjera. Nuestros preferidos son el A2E2, A2E7 y el AC17. En realidad, casi todos los bonos ley internacional han subido muy poco desde los mínimos del 3 de septiembre, con la excepción del DICY y el PARY (ver tabla en página siguiente). Si bien esto último podría estar relacionado con la mayor protección que brindan las cláusulas de acción colectiva del DICY y el PARY, no creemos que la magnitud del premio de dichos títulos valga la pena y, por lo tanto, preferiríamos evitarlos.

# (Seguimos) Esperando señales

Acciones
Retorno en USD desde 3-sep (mínimo)

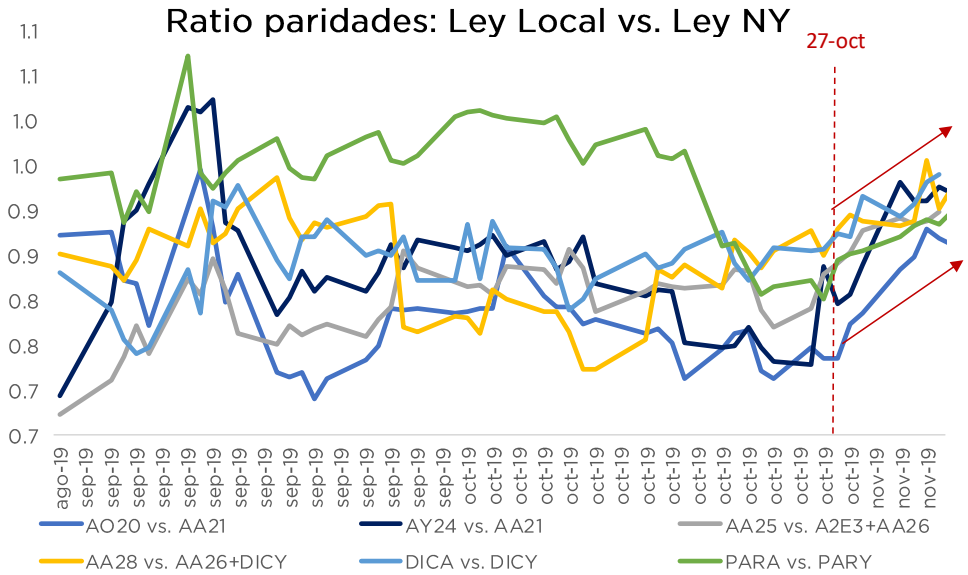



Bonos ley NY
Retornos entre 3-sep y 8-nov

| | Precios | | |
|---|---|---|---|
| | 8-nov-19 | 3-sep-19 | Δ M Orig |
| Curva USDD L NY | | | 2.78% |
| GL 21 | 43.74 | 41.99 | 4.18% |
| GL 22 | 40.14 | 39.67 | 1.18% |
| GL 23 | 38.78 | 38.61 | 0.43% |
| GL 26 | 40.63 | 38.63 | 5.17% |
| GL 27 | 37.37 | 37.21 | 0.43% |
| GL28 | 37.17 | 37.27 | -0.28% |
| Disco | 49.30 | 41.30 | 19.36% |
| GL 28N | 36.68 | 37.12 | -1.19% |
| GL 36 | 37.42 | 37.23 | 0.51% |
| GL 46 | 38.76 | 38.76 | -0.01% |
| GL 48 | 37.21 | 37.74 | -1.40% |
| PAR | 39.26 | 36.16 | 8.59% |
| AC17 | 38.85 | 39.19 | -0.87% |

<u>Ley local está sobrevaluada respecto de ley internacional:</u> Las paridades de los bonos ley local lucen altas vs. la de los bonos ley NY en relación a lo que han estado operando post-PASO. Como podemos ver en el gráfico de abajo, los ratios de la paridad de bonos ley local vs. internacional han subido bastante desde el 27 de octubre y, a nuestro entender, no hay una razón que justifique esta acción de precios dado que Fernández no se expresó en mayor detalle sobre un canje de deuda. Los bonos con legislación local parecerían estar jugando el mismo partido que las acciones, mientras que la legislación internacional va por otro camino. Como ya hemos dicho, dentro de los papeles con ley internacional, preferimos el A2E2, el A2E7 y el AC17.

Ratio paridades: Ley Local vs. Ley NY



**ATENCIÓN INDIVIDUOS**
Alejandro Gorostiaga
agorostiaga@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2260

**PARTNERS COMERCIALES**
María José Adamoli
mjadamoli@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2229

**ATENCIÓN MINORISTA**
Juan Pablo Petre
jpetre@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2261

Agustina Battaglini
abattaglini@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2281

**APERTURA DE CUENTA**
apertura@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2255

**INSTITUCIONALES**
Martín Deluca
mdeluca@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2296

**ESTRATEGIA**
José Echagüe
jechague@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2247

# Nota de responsabilidad

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. y Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. (ambas en conjunto, "Consultatio"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de Consultatio. El presente tiene un fin exclusivamente informativo y se ha basado en información proveniente de fuentes públicas, siendo que Consultatio no ha verificado su veracidad, integridad y/o exactitud, ni ha sometido la misma a un proceso de auditoría. Consecuentemente, Consultatio no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. Todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso.

El presente no constituye asesoramiento en inversiones ni una invitación a operar con valores negociables a través de Consultatio. Cualquier persona interesada en analizar y, en su caso, operar los valores negociables aquí descriptos, deberá consultar la información contenida en sus documentos de emisión. La información aquí inserta ha sido confeccionada exclusivamente para la República Argentina, no debiendo interpretarse destinado a cualquier otra jurisdicción o territorio. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir significativamente de lo expresado en las estimaciones futuras. La información aquí contenida está sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada definitiva por aquellas personas que tomen conocimiento de ella. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables.

Consultatio Investment S.A. es un Agente de Liquidación y Compensación - Propio registrado bajo la matrícula n° [351], Agente de Colocación y Distribución de FCI registrado bajo la matrícula n° [18] y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° [47], todos ellos de la CNV. Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. es un Agente de Administración de Productos de Inversión Colectiva registrado bajo la matrícula n° 13 de la CNV.

Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros. En particular ha de tenerse presente que las inversiones en cuotapartes de fondos comunes de inversión no constituyen depósitos en el agente de custodia de tales fondos a los fines de la Ley de Entidades Financieras ni cuentan con ninguna de las garantías que tales depósitos a la vista o a plazo puedan gozar de acuerdo a la legislación y reglamentación aplicables en materia d e depósitos en entidades financieras. Asimismo el agente de custodia los fondos comunes de inversión se encuentra impedido por normas del Banco Central de la República Argentina deasumir, tácita o expresamente, compromiso alguno en cuanto al mantenimiento, en cualquier momento, del valor del capital invertido, al rendimiento, al valor de rescate de las cuotapartes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.