

# No apto para cardíacos

## Resumen y conclusiones

- Desde que comenzó el año, nuestra principal tesis venía siendo que la macro y la política transitaban por carriles separados. La macro mostraba mejoras en varios frentes respecto de octubre del año pasado, mientras que la situación política se comenzaba a complicar. En su momento, destacábamos los dos caminos posibles: o bien la mejora macro derramaba en la política y dejaba mejor parado al gobierno de cara a las elecciones, o bien la situación política terminaba por contaminar la macro, interrumpiendo así su mejora. Parados a hoy, podemos decir que se ha confirmado una situación muy parecida a la segunda opción, aunque no exactamente igual.
- Decidimos levantar exposición a moneda extranjera para todos los perfiles en nuestras carteras recomendadas. Pasamos de un nivel de dolarización del 50%, 45% y 35% para los perfiles conservador, moderado y agresivo a niveles de 70%, 60% y 50%. A su vez, decidimos reducir el riesgo argentino de las carteras vía un incremento del fondo Retorno Absoluto en todos los perfiles (45% en el conservador, 35% en el moderado y 25% en el agresivo).

José M. Echagüe  
Estratega

Francisco Mattig  
Analista

+54 11 2206 2206

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

## No apto para cardíacos

Desde que comenzó el año, nuestra principal tesis venía siendo que la macro y la política transitaban por carriles separados. La macro mostraba mejoras en varios frentes respecto de octubre del año pasado, mientras que la situación política se comenzaba a complicar. En su momento, destacábamos los dos caminos posibles: o bien la mejora macro derramaba en la política y dejaba mejor parado al gobierno de cara a las elecciones, o bien la situación política terminaba por contaminar la macro, interrumpiendo así su mejora. Parados a hoy, podemos decir que se ha confirmado una situación muy parecida a la segunda opción, aunque no exactamente igual. Es verdad que la debilidad política del gobierno tiene gran responsabilidad sobre la inestabilidad financiera ocurrida fundamentalmente a partir de febrero, pero también es verdad que la inercia inflacionaria fue mucho mayor a la esperada y eso terminó por profundizar la volatilidad financiera. Con este nuevo panorama, en este informe trataremos de responder las siguientes preguntas: ¿cómo llegamos hasta acá?, ¿qué nos dice este comportamiento de los activos locales?, ¿qué podemos esperar hacia adelante? Y, finalmente, ¿qué es lo que recomendamos hacer en términos de inversiones?

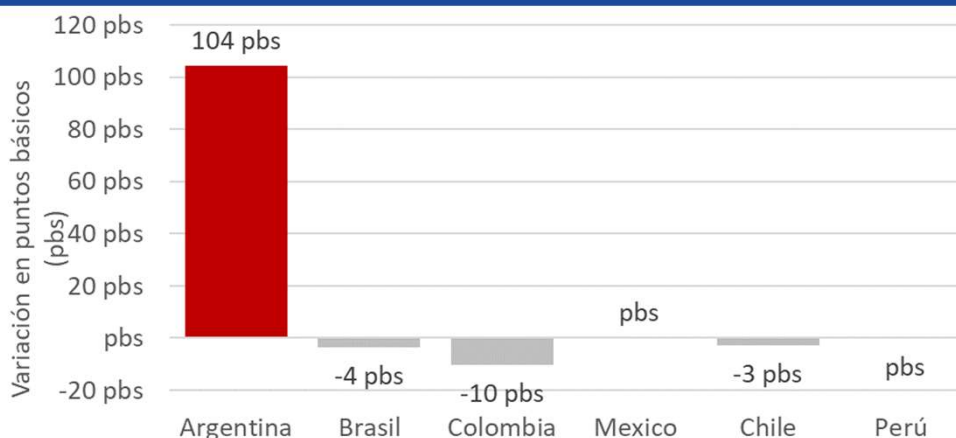
### ¿Cómo llegamos hasta acá?

Siguiendo en la misma tónica de la semana pasada, esta semana que pasó fue frenética. Los activos argentinos comenzaron a cotizar en base a rumores, como si fueran un papel en el viento. Eso comenzó el miércoles, día en el cual los activos argentinos sufrieron muchísimo, posiblemente afectados por trascendidos sobre una reunión en Wall Street donde economistas kirchneristas habrían afirmado que no pagarían la deuda en caso de ganar las elecciones. También se dijo que el discurso de Miguel Pichetto, del Peronismo Federal, en una reunión con un banco de inversión en Nueva York, fue muy poco amigable con los mercados. Ese día el peso se depreció 3,7%, los CDS a 5 años crecieron por arriba de 1100 puntos, el riesgo país trepó por sobre los 950 puntos y el Merval cayó 3,8% en pesos. El jueves, la volatilidad fue aun mayor, porque el mercado abrió con bajas importantísimas, profundizando el deterioro del día anterior, con el tipo de cambio subiendo más de 5%, riesgo país que cruzó los 1000 puntos y bonos en la parte corta que llegaron a estar más de 7% abajo. Sin embargo, a partir del mediodía, se empezó a ver una fuerte reversión de esos movimientos y el tipo de cambio cerró tan solo 2,4% arriba y los bonos terminaron, en su mayoría, en terreno positivo. Un ejemplo de la enorme volatilidad que se vivió el jueves es el AY24, que llegó a cotizar en USD 78,50 (-7,1% vs. el cierre del día anterior) pero terminó cerrando en USD 86,20.

## No apto para cardíacos

Tanto los bonos como el tipo de cambio abrieron en verde este viernes, revirtiendo parte del castigo de los días anteriores y probablemente beneficiado por una mayor ola de optimismo en los mercados globales derivada del buen dato de crecimiento del PBI americano (+3,2% m/m anualizado). Sin embargo, esa reversión ya se estaba quedando sin fuerza a la hora de publicar este informe.

### Argentina sufrió mucho esta semana: Variación del CDS a 5 años vs. países de la región



## ¿Qué nos dice este comportamiento de los activos locales?

Que Argentina cotiza en “modo pánico”. Los fundamentos macro no son relevantes si su impacto, por ser de mediano plazo, no logran influir en la dinámica electoral. Por ejemplo, en medio de esta semana no apta para cardíacos, se conocieron datos que no fueron malos: (1) el Gobierno sobrecumplió la meta fiscal para el 1T19 y está en una muy buena posición para cumplir con las del 2T y 3T, asegurando el financiamiento del FMI para este año; (2) el Tesoro emitió USD 750 millones de Letes a 5,50% con un ratio de renovación del 62% (mayor al requerido para cerrar el programa financiero); (3) el IPIM (inflación mayorista) creció 4,1% m/m en marzo, en línea con lo esperado; (4) el balance comercial de marzo fue superavitario (USD 1.200 M vs. USD 553 M de déficit en mar-2018). Sin embargo, ninguno de ellos mejoró el humor de los mercados ya que lo único que importa a esta altura es la política. Algo de eso ya habíamos visto la semana pasada, cuando el feriado del jueves los ADRs argentinos caían fuerte en Wall Street ante la publicación de una encuesta de Isonomía que daba ganadora a Cristina Fernández en un balotaje contra Macri por 9 puntos. De hecho, el jueves se conocieron datos de Confianza del Consumidor y de Confianza del Gobierno que no fueron buenos (caídas de 1,1% y 4,4% m/m en abril), pero el viernes el mercado respondió bien.

## No apto para cardíacos

---

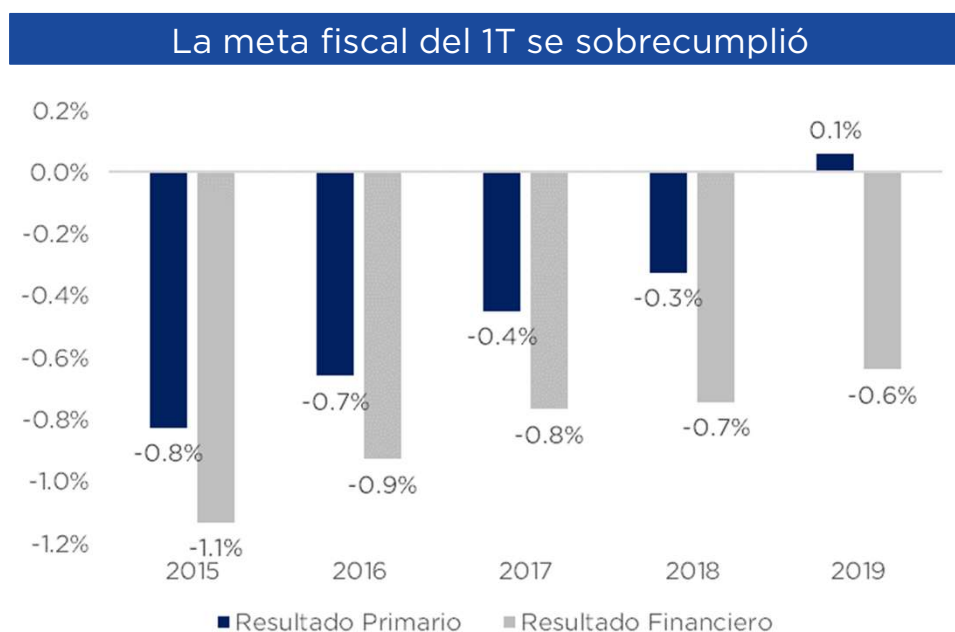
### ¿Qué podemos esperar hacia adelante?

En la dinámica de precios que se está desarrollando donde la política está en el centro de la escena, no vemos catalizadores que puedan generar un rebote sostenido en las valuaciones desde estos niveles. Por un lado, existen varias razones que nos llevan a pensar que las medidas económicas que el Gobierno pudiera tomar de ahora en adelante tendrían un efecto muy limitado. Una razón es la que comentamos anteriormente: en este contexto, la política es lo único que importa a la hora de ponerle un precio a los mercados. Otro argumento es que al Gobierno no tiene demasiado margen de maniobra. Sin ir mas lejos, la semana pasada se anunció un paquete de medidas que incluyó un mayor control de precios para combatir la inercia inflacionaria, un paquete de asistencia a jubilados y asistidos por programas sociales para reactivar el consumo y, mucho más relevante, la eliminación del piso de la zona de no intervención cambiaría hasta junio y la fijación del límite superior de la misma hasta diciembre (lo que reforzó el potencial sesgo contractivo). El margen de maniobra también es acotado porque las propuestas deben pasar el filtro del FMI. Finalmente, el impacto de nuevas medidas económicas sería limitado por la pérdida de credibilidad en el Gobierno. Las medidas que se anunciaron la semana pasada son el claro ejemplo de ello. Hay un consenso de que el núcleo duro de Cambiemos no cree en que el programa “Precios Esenciales” pueda bajar la inflación, sino que tuvo más que ver con una intención de fortalecer sus vínculos con el radicalismo y evitar así un alejamiento de cara a las elecciones. La decisión de fijar el techo de la banda cambiaría también es cuestionable, ya que es difícil pensar que la elevada inercia inflacionaria se debía a la pendiente de la zona de no intervención y que, por otro lado, el BCRA no cuenta con demasiadas reservas para hacer frente a intervenciones en el mercado cambiario. Para reforzar este punto, analizamos brevemente qué ocurriría con algunas medidas que potencialmente podría tomar el Gobierno y que se oyeron en concepto de rumores en el mercado.

- Recompra de deuda en el tramo corto de la curva: si bien el programa financiero de este año está prácticamente cerrado, creemos que si el Tesoro utiliza fondos para recomprar deuda estaría corriendo un riesgo. El programa cierra asumiendo una renovación de letes en USD de USD 4.500 M, que todavía no se dió (la Lete emitida esta semana es la más larga, con vencimiento a fines de noviembre). Además, se asume que el sector público renovará el 100% de los vencimientos, cosa que podría no ocurrir si optara por recomprar deuda, complicando el cierre del programa financiero de este año.

## No apto para cardíacos

- Volver más angosta la zona de no intervención y aumentar el monto de las intervenciones: esto sería un deja-vú de 2018, cuando el BCRA había puesto una orden de venta de USD 5.000 M en \$25,00, nivel que luego fue superado. Incluso, podría ocurrir que, al fijar el techo de la banda en un determinado nivel, el mercado instantáneamente busque testearlo. Los stocks de dolarización potencial están bastante al límite del poder de fuego del BCRA (Reservas Netas en torno a USD 20.000 M) y, de hecho, el lunes el BCRA informó que la formación de activos externos (compra de dólares del sector privado no financiero) se aceleró a un ritmo de USD 1.700 M en marzo (vs. USD 900 M en febrero).
- Medidas fiscales: lo que estamos sosteniendo es que, justamente, la macro no es lo que está en discusión y, por lo tanto, no creemos que alguna medida que tienda a mejorar el resultado fiscal marginalmente pueda tener un gran impacto. Probablemente, el resultado fiscal primario se ubique en -0,5% del PBI este año (en línea con la meta con ajustadores impuesta por el FMI), y la meta trimestral del 1T se sobre cumplió (0,1% del PBI de superávit), con lo cual no es un frente que deba ser atacado con urgencia al menos por este año. De todos modos, en las últimas horas circuló la versión de que el FMI estaría presionando para eliminar el techo fijo en pesos impuesto para las exportaciones del agro.



## No apto para cardíacos

¿Y cómo vemos una potencial recuperación de los activos de la mano de una mejora en las perspectivas políticas? Aquí también somos escépticos. Una posibilidad que se habló mucho durante la semana (aunque fue negada explícitamente por Larreta y Peña) fue la activación del Plan V: que Macri se baje de la carrera presidencial y que le haga lugar a Vidal. Si bien es cierto que la gobernadora tiene una mejor imagen, la realidad es que el deterioro político de Macri (que es posible que se profundice luego de los sucesos de esta semana) es tal que podría incluso terminar perjudicando a Vidal. También se escuchó la posibilidad de que el Gobierno adelante las elecciones. Vemos improbable a esta vía ya que su aprobación es muy difícil: la oposición no tiene incentivo a apoyarla. Asimismo, **con los sucesos de las últimas semanas, sería raro ver una mejora del Gobierno en las encuestas** por varias razones: (1) la esperanza de una recuperación de la actividad antes de las PASO ya está prácticamente descartada; (2) la suba del tipo de cambio probablemente se retroalimente en la inflación y el descenso de esta sea mucho más lento; (3) la dinámica del tipo de cambio, con una inflación persistente y un ritmo de salida de capitales elevado, probablemente sea más inestable. Finalmente, el panorama político sí podría mejorar para el Gobierno en el caso de que Cristina Kirchner levante su perfil. Sin embargo, eso podría no ocurrir incluso luego del 22 de junio, ya que la (seguramente) candidata no tiene incentivos a levantar su exposición.

## ¿Qué es lo que recomendamos hacer en términos de inversiones?

Aprovechando cierta recuperación del mercado en la tarde del jueves y la apertura del viernes, decidimos levantar exposición a moneda extranjera para todos los perfiles en nuestras carteras recomendadas. Pasamos de un nivel de dolarización del 50%, 45% y 35% para los perfiles conservador, moderado y agresivo a niveles de 70%, 60% y 50%. A su vez, decidimos reducir el riesgo argentino de las carteras vía un incremento del fondo Retorno Absoluto en todos los perfiles (45% en el conservador, 35% en el moderado y 25% en el agresivo). Asimismo, para la cartera en pesos, optamos por incrementar la incidencia del fondo Deuda Argentina en desmedro del Renta Nacional para los perfiles moderado y agresivo (a 20% en cada uno). El argumento detrás de esta decisión está en los elevados niveles de tasa de interés real y la elevada inercia inflacionaria que deberían favorecer a la performance del fondo en los próximos meses. Finalmente, mantenemos prácticamente sin cambios la exposición a acciones para los perfiles moderado (lo dejamos en 10%) y agresivo (bajamos de 25% a 20%) ya que creemos que es un escenario binario con mayor potencial de suba en acciones que en otros instrumentos en moneda local.



**BANCA PRIVADA**

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

**ATENCIÓN MINORISTA**

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

**INSTITUCIONALES**

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

**PARTNERS COMERCIALES**

Gisela Alonso  
galonso@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2212

**ESTRATEGIA**

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

**APERTURA DE CUENTA**

apertura@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206-2255

**ENCONTRANOS EN:** Avda. Ortiz de Ocampo 3302. WO Barrio Parque Bureaux Módulo IV. 3er Piso C1425DFE

## Disclaimer

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 de 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 de asumir, 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.