

# Ajedrez político

## Resumen y conclusiones

- La expresidente CF sorprendió a todos con una movida audaz y de resultados inciertos. Entre los efectos de corto plazo se destacan dos: el primero fue precipitar los tiempos de definiciones del resto del arco político, forzando el adelantamiento de los tiempos de aclaraciones y formalización de alianzas y rupturas. Este proceso está todavía en curso, ya se independizó del calendario electoral preexistente.
- Creemos que subsiste una fuente de incertidumbre enorme en el plano político. Esa misma serie de riesgos, que se condice con una visión propia que no termina de ser del todo clara, es la que nos lleva a mantener una posición cauta.
- En una semana con datos macro relevantes, se encendieron algunas luces amarillas. El balance cambiario de abril fue el dato más sensible de la semana y nos hace poner el foco en la presión cambiaria de acá al 27 de octubre. Por otro lado, la actividad no repunta y se van esfumando las esperanzas de una recuperación económica palpable para la segunda mitad del año.

José M. Echagüe  
Estratega

Francisco Mattig  
Analista

Federico Bruno  
Analista

+54 11 2206 2206

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

## Ajedrez político

---

En este país, la dinámica de la coyuntura hace perder a menudo la noción del tiempo. Parece mentira que, al momento de escribir este informe, todavía no haya transcurrido ni una semana del histórico anuncio (porque nunca había ocurrido de esa manera) de la flamante pre candidata a la Vicepresidencia de la Nación Cristina Fernández (CF). **La expresidente CF sorprendió a todos con una movida audaz y de resultados inciertos. Entre los efectos de corto plazo se destacan dos: el primero fue precipitar los tiempos de definiciones del resto del arco político, forzando el adelantamiento de los tiempos de aclaraciones y formalización de alianzas y rupturas.** Este proceso está todavía en curso, ya se independizó del calendario electoral preexistente.

Fiel a la grieta que caracteriza al electorado argentino, la movida despertó interpretaciones contrapuestas respecto de la efectividad que tendrá la nueva fórmula en términos de performance electoral de cara a octubre. Algunas de ellas lo presentaban como un hecho positivo para la lectura del mercado (“es una fórmula más moderada”; “está reconociendo tácitamente una menor fortaleza”), mientras que otras lo presentaban como un hecho marcadamente negativo (“erosiona la polarización que favorece las chances de Cambiemos”; “hay una menor atomización de la oposición”). A continuación, algunos comentarios al respecto.

En favor de la lectura negativa, tenemos que decir que, si bien ya estaba prácticamente descontado, la confirmación de la candidatura de CF representa algo negativo para el mercado: su propio discurso sigue siendo poco amigable. Además, CF puso al frente de la fórmula a alguien que ya estaba trabajando con ella y que no tiene votos propios, con lo cual es probable que termine respondiéndole. Pero también es verdad que, a juzgar por el timing del anuncio, pareciera que la jugada de CF surgió más como una búsqueda de consenso que como un resultado de él. Asimismo, todavía no hay indicios claros de que dicho consenso se logrará. Los principales referentes de Alternativa Federal salieron rápidamente a reafirmar la tercera vía: el lunes Juan Schiaretti ratificó que “Alternativa Federal tendrá su fórmula presidencial propia”, mientras que ese mismo día Roberto Lavagna confirmó su precandidatura a la Presidencia vía Instagram. La adhesión que consiguió la fórmula Fernández-Fernández de parte de los 9 gobernadores peronistas parecería ser insuficiente: San Juan, Catamarca, Entre Ríos, Tierra del Fuego, Santa Cruz, La Rioja, Santiago del Estero, Tucumán y Chaco representan en conjunto un 12% del padrón electoral.

## Ajedrez político

---

En resumidas cuentas, y para ser sinceros, nuestra lectura del tablero político no está tan clara. Esto se da un poco por falta de convencimiento pleno respecto de los argumentos de cada una de las teorías y otro tanto por la gran fuente de incertidumbre que todavía existe. Si tuviéramos que definirnos hoy, diríamos que estamos pesimistas: la propia falta de convencimiento nos lleva a eso. Pero también, muy probablemente, esta postura está vinculada con una serie de señales de alarma que sonaron esta semana desde el plano macro, las cuales comentamos más adelante en este reporte.

### Persiste una gran fuente de incertidumbre

Hemos oído algunas lecturas que resaltaban que el panorama electoral comenzaba a aclararse con la definición sorpresiva de CF, y que eso de por sí debía ser algo positivo. Nosotros, sin embargo, creemos que subsiste una fuente de incertidumbre enorme en el plano político. Esa misma serie de riesgos, que se condice con una visión propia que no termina de ser del todo clara, es la que nos lleva a mantener una posición cauta. A continuación, destacamos los distintos riesgos de cara al futuro.

1) Si bien el movimiento de CF no parecería haber logrado juntar a todo el peronismo, todavía queda por saber qué hará Sergio Massa: ¿se alinearé con el kirchnerismo? Si es así, ¿aceptará bajarse a la candidatura de Gobernador de Buenos Aires?; ¿o bien decidirá ir por el premio mayor con su propio partido, Alternativa Federal?;

2) Todavía resta develar cuánto se mueve el techo del kirchnerismo a partir de la inclusión de Alberto Fernández (AF) como precandidato a Presidente. Por el contrario, existe cierto consenso lógico en que el piso del kirchnerismo se mantiene. Durante la semana salieron algunas encuestas pero la mayoría (sino todas) fueron realizadas de manera poco precisa, por lo cual no creemos que valga la pena prestarle atención. Esta será una incógnita que se irá develando a medida que las encuestadoras más serias vayan publicando sus proyecciones;

3) Tampoco está claro qué papel cumpliría un eventual AF como Presidente: ¿será un delfín de Cristina, tendrá algún margen de acción limitado, o bien dará un giro y expresará su visión más crítica de CF? Los más optimistas pensarán en esta última opción y recordarán la experiencia de Rafael Correa (expresidente de Ecuador) con el actual presidente Lenin Moreno; mientras que los más pesimistas optarán por la primera opción: después de todo si AF gana, será con los votos prestados de CF;

## Ajedrez político

---

**4) El comportamiento de Lavagna a lo largo de la semana nos hace pensar que podría ir incluso por fuera de Alternativa Federal:** el jueves dijo en una entrevista en TN que “Alternativa Federal es un capítulo cerrado”, probablemente disgustado por la convocatoria de Schiaretti a Scioli. Dada la no unión total del peronismo, el escenario del ex ministro de economía yendo por fuera de Alternativa Federal seguramente sea visto con buenos ojos por parte del kirchnerismo: después de todo, los potenciales votantes de Lavagna se parecen más a los de Cambiemos que a los del kirchnerismo. De todos modos, el ex ministro se desdijo más tarde.

**5) La reacción del Gobierno todavía se mantiene como una incógnita.** La precandidatura de Macri ya había sido cuestionada luego de los malos resultados en materia de inflación y tipo de cambio, pero en su momento había sido ratificada tanto por él mismo como por sus funcionarios más cercanos. Sin embargo, la jugada de CF lo vuelve a poner en tela de juicio. Para añadir más ruido a la situación, el martes el vicejefe de Gobierno de CABA, Diego Santilli, tuvo un fallido al hablar del candidato de Cambiemos: “nuestro candidato es María Eug...”. Macri pidió a Durán Barba realizar una gran encuesta que, según palabras del periodista Carlos Pagni, “calibrará el volumen y la consistencia del antimacrismo”.

**6) Ni siquiera se sabe qué postura tomará la UCR, luego de su convención del lunes próximo.** Hay cierta chance de que una facción de los radicales decida apoyar a Lavagna (o Alternativa Federal), aunque la visión más de consenso sería que Alfredo Cornejo se empape del poder necesario como para negociar con Macri la participación del radicalismo en la fórmula de Cambiemos.

### ¿Cuál fue el veredicto del mercado?

**A decir verdad, fue una semana buena para el mercado: podríamos decir que por ahora aprueba el nuevo escenario.** Los activos locales habían abierto en rojo el lunes, tras las novedades de políticas del sábado, pero lograron darse vuelta hacia el mediodía con la noticia de que la “tercera vía” peronista aparentemente todavía tiene vida. El martes fue un buen día para todos los activos locales y el resto de la semana no hubo grandes movimientos. El tipo de cambio al cierre del jueves se encontraba prácticamente sin cambios respecto del cierre de la semana pasada, en línea con las monedas de la región; mientras que la renta fija mostró un comportamiento relativo bueno: el spread EMBI Arg se contrajo 23 pts, mientras que el EMBI+ subió 7 pts. Nuevamente, la clase de activos que mejor performance relativa tuvo fueron las acciones, al cierre del jueves, el Merval subía 3% en USD en la semana, lo que se comparaba con acciones emergentes en terreno negativo por 2,5% en USD.

## Ajedrez político

---

La mejora de mercado se explica a partir de una percepción de que los escenarios extremos se redujeron y que, con la nueva fórmula del kirchnerismo, el valor de recupero de los bonos es mayor. Esto podría basarse en las declaraciones del precandidato kirchnerista a la Presidencia, AF, sobre la situación de la deuda argentina: “hay dos terceras partes (de la deuda) que sí podemos renegociar con acreedores privados, y que podemos buscar mecanismos de espera, no de quita, pero al menos de espera”. La mejora del mercado también podría venir por el lado de la división del peronismo, como ya mencionamos anteriormente.

Cabe recordar que fue una semana mala en el plano global, con el conflicto entre EE.UU. y China recrudeciéndose, lo que se reflejó en una caída significativa en las tasas del Tesoro americano de 7 bps hasta 2,32%. Otro reflejo del pesimismo local es la caída del S&P 500 de 1,30% al cierre del jueves.

### En una semana con datos macro relevantes, se encendieron algunas luces amarillas

En particular, el balance cambiario mostró señales de aceleración en la dolarización (formación de activos externos del sector privado no financiero (SPNF) sumó USD 2.300 M en abril y USD 7.300 M en lo que va del año) y el dato de actividad de marzo del EMAE confirmó las estimaciones privadas negativas; la inflación mayorista mostró un avance respecto de marzo debido a la mayor volatilidad del dólar en abril pero los datos de alta frecuencia del mostraron una continuación en la desinflación que vimos en abril.

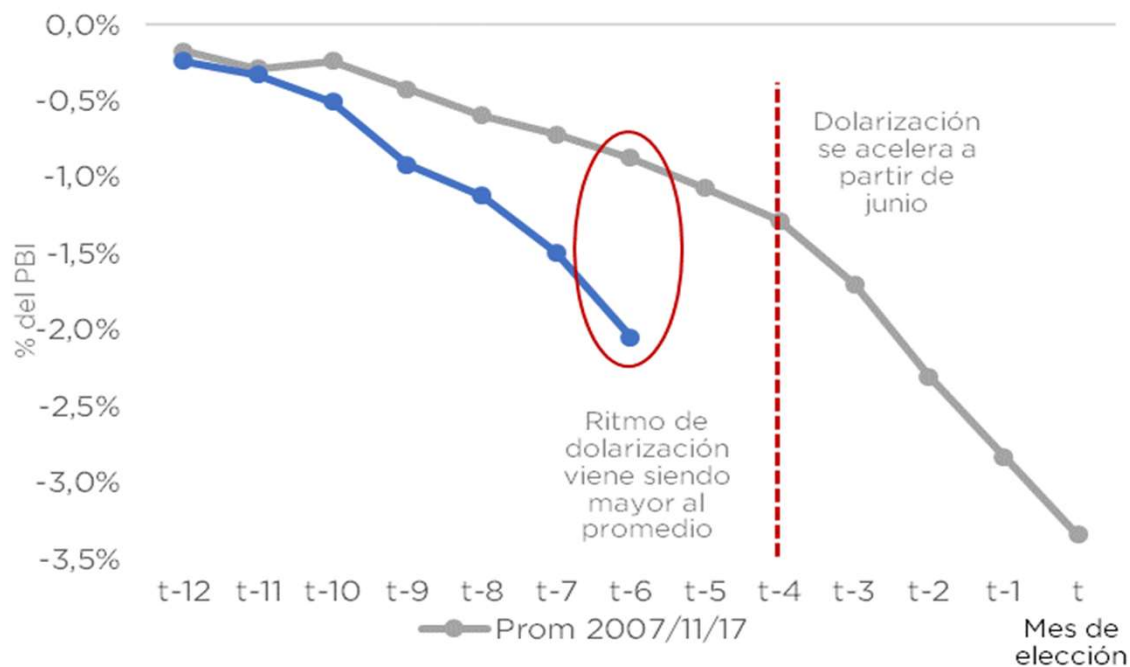
**El balance cambiario de abril fue el dato más sensible de la semana y nos hace poner el foco en la presión cambiaria de acá al 27 de octubre.** La dolarización del SPNF se aceleró en abril (USD 2.300 M) y lleva USD 7.300 M en lo que va del año. Si observamos el comportamiento en años electorales previos, la dolarización se acelera a partir de junio. Lo que preocupa es que este año vemos esta dinámica desde febrero, y si se mantiene el ritmo de abril (USD 2.700 M) hasta las elecciones, esto implicaría salidas por más de USD 10.000 M, que es el equivalente a los desembolsos pendientes del FMI para este año.

## Ajedrez político

En este sentido, la cuenta financiera fue apuntalada en abril por los USD 10.000 M del desembolso del cuarto tramo del acuerdo stand-by con el FMI que ayudarán a afrontar los próximos vencimientos de deuda y que, de no haber sido por ellos, el resultado de la cuenta capital y financiera habría sido un rojo de USD 6,000 M. A pesar de esto, el dato positivo es que continúa el superávit de cuenta corriente que se explica únicamente por las exportaciones de bienes (USD 4.500 M) y se limita ante los intereses de deuda que ocupan alrededor de USD 900 M en promedio mensual durante el año.

También se debe tener en cuenta la salida por inversiones de portafolio de no residentes, la cual volvió a mostrar un saldo negativo, como viene ocurriendo desde hace un año (con la única excepción de febrero de 2019), aunque en volúmenes mucho más moderados, (- USD 140 M). En este rubro, además, habrá que prestar atención al mes de mayo, ya que el clima global se volvió mucho más pesimista durante dicho mes.

La dolarización del sector privado, a mayor ritmo que en otras elecciones

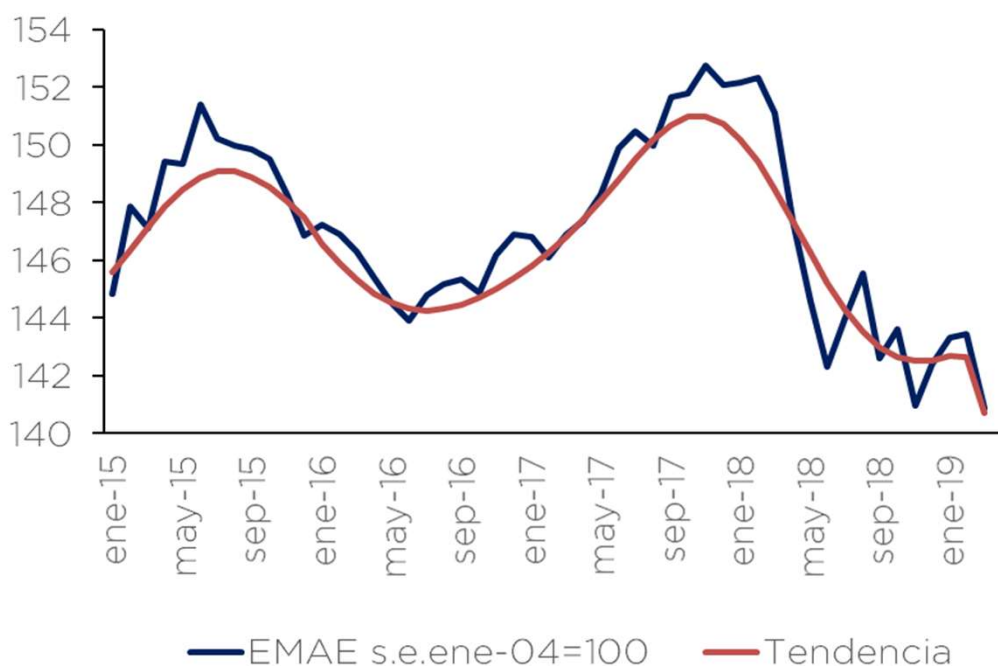


## Ajedrez político

La actividad no repunta y se van esfumando las esperanzas de una recuperación económica palpable para la segunda mitad del año. El dato del EMAE confirmó lo que se preveía para marzo, la actividad cayó 1,3% de forma desestacionalizada respecto del mes previo. Esto da una contracción de la economía en el primer trimestre de 0,2% respecto del último trimestre de 2018. Para el estimado de abril a pesar de no ver una mejora, la caída podría no ser tan profunda; el Índice Líder (IL) de la Universidad Di Tella proyectó una caída de 0,66%, en tanto el Índice de Producción Industrial (IPI) de FIEL muestra una caída desestacionalizada de 0,5% m/m.

Así como la volatilidad cambiaria y el aumento de tasas pudieron haber afectado negativamente en marzo, creemos que estos factores (particularmente el primero) podrían influir positivamente para los próximos meses dado el nuevo esquema de intervención cambiaria del BCRA. La tracción del campo también comenzará a jugar más fuerte en abril y mayo. Finalmente, el cierre de paritarias ayudará parcialmente a la recomposición salarial y probablemente empuje el consumo privado. De todos modos, vemos pocas chances de que tenga lugar una recuperación económica de magnitudes significativas que pueda influir en el escenario electoral.

La actividad no repunta y se van esfumando las esperanzas de una recuperación palpable para la segunda mitad del año



## Ajedrez político

---

La inflación parecería continuar en el sendero de desaceleración: los datos de alta frecuencia arrojaron optimismo respecto del número de mayo. Sin embargo, las causas de esa mayor desaceleración se vieron influenciadas por el “Hot Sale” que duró una semana e impactó de lleno en la segunda semana de mayo, mientras que la desaceleración de precios estacionales parecería seguir jugando a favor. Sin embargo, el dato a monitorear es la inflación núcleo, que el mes pasado se desaceleró mucho menos que la de estacionales y regulados.

### Un riesgo en el plano financiero

Se licitó la primera Lete post cambio de Gobierno con vencimiento en 20-dic-19, oferta que se hizo en conjunto con una opción mucho más corta al 27-jul-19. La demanda por la Lete mas larga logró cubrir el máximo monto ofertado, de USD 300 M, a una tasa que fue del 6,2%, que resultó ser menor a la que esperaba el mercado y que, por lo tanto, algunos vieron como “exitosa” en una semana cargada de definiciones e indefiniciones políticas. Para la Lete con vencimiento en julio se adjudicó USD 600 M a una tasa del 4,00%, en línea con los rendimientos de las Letes que vencen antes del cambio de Gobierno. En total vencían USD 850 M, de los cuales USD 130 M estaban en manos del sector público, quien renovó solo parcialmente los vencimientos. Nuestra visión de este primer ensayo es un poco más crítica: el monto que se emitió en la Lete post cambio de Gobierno es muy bajo para lo que son los vencimientos que vendrán en los próximos meses y que el Gobierno deberá intentar renovar para el año que viene de manera tal que el programa financiero pueda cerrarse como fue anunciado. Además, hay que tener en cuenta que el vencimiento de la nueva Lete es tan solo 10 días después del cambio de Gobierno. Vemos en ese punto un riesgo importante a ser monitoreado.

### Comentarios finales

Lo que pasó en la semana nos deja con más preguntas de las que teníamos el viernes pasado. Esto es válido tanto para el plano macro (algo positivo en inflación, pero alarmas en el frente externo y un poco de desesperanza por el lado de la actividad económica), como para el plano político. Es por eso que nos sentimos cómodos manteniendo la postura conservadora de nuestro posicionamiento.



**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 descritos, 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.