

# Un largo camino a las PASO

## Resumen y conclusiones

- Habiéndose despejado gran parte de la incertidumbre política ligada a las alianzas y los candidatos, lo que queda ahora es un largo camino a las PASO. De ahora en más, es el turno de los encuestadores.
- El punto de partida del Gobierno respecto al que podríamos haber imaginado unos meses atrás, es bueno: hubo cierto repunte en su imagen positiva, mientras que los activos financieros locales siguieron mostrando un buen comportamiento.
- El hasta ahora exitoso esquema cambiario parece contar con un aliado extra: la mayor laxitud de los principales bancos centrales a nivel global. Además, todo parecería indicar que el BCRA ha estado recomponiendo su posición de futuros, con lo cual estaría listo para moderar la volatilidad del tipo de cambio en el futuro, si las condiciones así lo requiriesen.
- Frente a este panorama, mantenemos los cambios que hicimos la semana pasada en nuestras carteras recomendadas.

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

## Un largo camino a las PASO

*Habiéndose despejado gran parte de la incertidumbre política ligada a las alianzas y los candidatos, lo que queda ahora es un largo camino a las PASO. De ahora en más, es el turno de los encuestadores: los sondeos tendrán ahora un mayor valor y potencial impacto de mercado. En términos generales, creemos que la configuración del tablero político deja al Gobierno relativamente bien posicionado para transitar este camino. Su punto de partida respecto al que podríamos haber imaginado unos meses atrás, es bueno: hubo cierto repunte en su imagen positiva, mientras que los activos financieros locales siguieron mostrando un buen comportamiento. Creemos que la probabilidad de un evento del tipo de cambio antes de las primarias disminuyó. El hasta ahora exitoso esquema cambiario parece contar con un aliado extra: la mayor laxitud de los principales bancos centrales a nivel global. Además, todo parecería indicar que el BCRA ha estado recomponiendo su posición de futuros, con lo cual estaría listo para moderar la volatilidad del tipo de cambio en el futuro, si las condiciones así lo requiriesen.*

**En las últimas semanas, los movimientos en el tablero político ayudaron a despejar en gran medida la incertidumbre ligada a las alianzas y los candidatos. Ya se sabe cuáles son las fuerzas que competirán en agosto y cuáles son los nombres propios que las encabezarán en los puestos más importantes (candidatos a presidente, vice de la Nación, gobernador de Buenos Aires y Jefe de Gobierno de CABA). Sólo resta conocer algunos nombres y posiciones en la lista de candidatos a legisladores, cuestión que si bien puede mover la ajuga de intención de voto hacia un lado u otro, tiene un efecto mucho más marginal que lo previamente descrito. Lo que queda ahora es un largo camino a las PASO. De ahora en más, es el turno de los encuestadores: los relevamientos tendrán ahora un mayor valor y potencial impacto de mercado.**

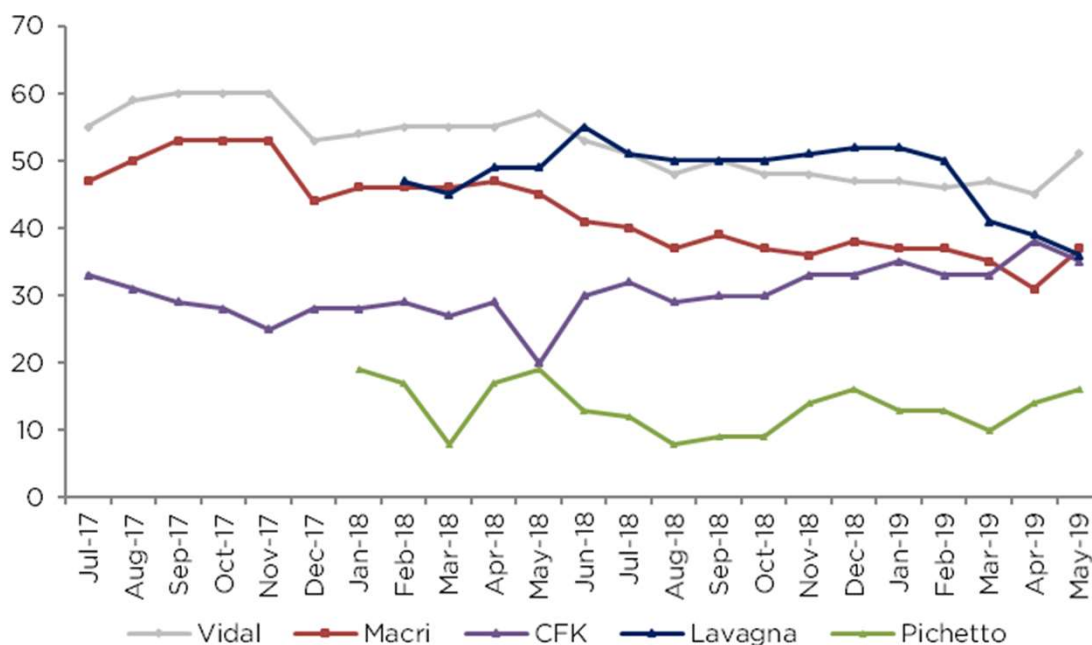
**En términos generales, creemos que la configuración del tablero político deja al Gobierno relativamente bien posicionado para transitar este camino. El oficialismo pareció resolver de una manera bastante exitosa sus cuestiones internas y las rispideces que había con el radicalismo, algo que hace unos meses hacía algo de ruido. Este logro cobra aun mucho más valor luego del ingreso de un nuevo actor: cierta parte del peronismo. Esta “peronización de Cambiemos” ha sido una movida astuta y, a nuestro entender, podría jugar muy a favor principalmente en Provincia de Buenos Aires, que es donde se juega el partido.**

## Un largo camino a las PASO

El punto de partida del Gobierno, respecto del que podríamos haber imaginado unos meses atrás, es bueno. A lo anterior, debemos sumarle el dato de inflación de la semana pasada, que confirmó la desaceleración que tuvo lugar en abril y, de esa manera, ayudó a sostener el momentum de Cambiemos luego de la designación de Pichetto. La desaceleración fuerte del rubro de alimentos y bebidas, probablemente impulsada por el programa de control de precios anunciado en Semana Santa, tiene un impacto positivo en la sociedad. Asimismo, la dinámica de ingresos, habiendo cerrado una parte importante de las negociaciones salariales y en un mes donde se cobra el aguinaldo, sumado al paquete de medidas que busca impulsar el consumo, seguramente sumen algo de combustible a esta tendencia. Pero más importante que todo lo anterior es la calma cambiaria que se extendió más allá de mayo y se encamina a cumplir dos meses.

Validando todo esto, algunas mediciones que se conocieron esta semana dan cuenta de una importante mejora en la imagen del Gobierno. Según un informe de D'Alessio IROL y Berensztein, las imágenes positivas de Macri, Vidal y Pichetto mostraron una mejoría en mayo, en paralelo a una caída marginal de las imágenes positivas de los Fernández y un desplome de la de Lavagna.

Hubo una mejora del Gobierno en la imagen positiva, frente a un empeoramiento en el margen del kirchnerismo

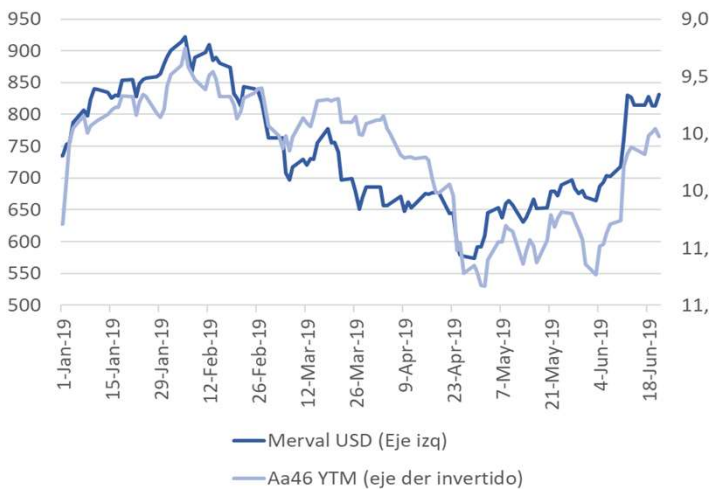


Fuente: D'Alessio IROL y Berensztein

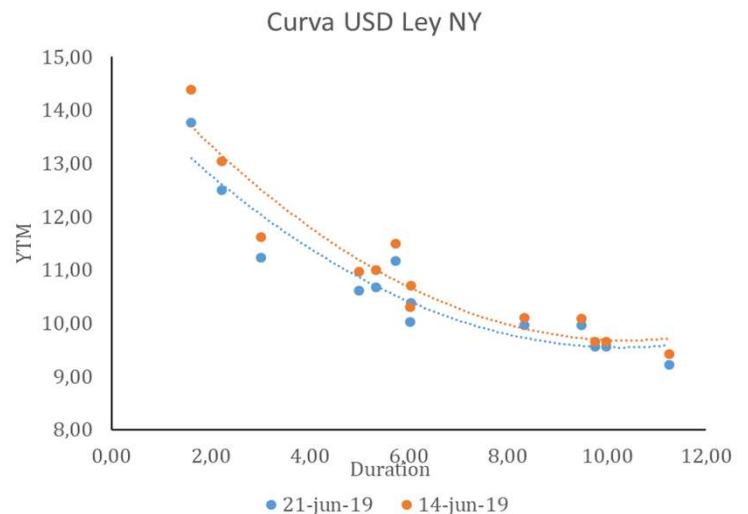
## Un largo camino a las PASO

La acción de precios del mercado durante la última semana apunta en el mismo sentido. El mercado continúa positivo desde el anuncio de la nueva fórmula de Cambiemos, esta última semana el Merval subió 2.8%, en línea con el promedio Latam. Y en cuanto a los bonos soberanos, la imagen si bien no es tan entusiasta como el Merval (gráfico Merval USD vs AA46) también es buena. Las caídas en los rendimientos son entre 9 p.b y 62 p.b tanto los ley local como ley extranjera y las mejoras fueron más visibles en la parte corta de la curva. El AA21 se redujo 62 p.b mientras que el AC17 lo hizo en 9 p.b, y de esta manera continúa la desinversión en la curva. En el mundo pesos, las letras del tesoro a tasa fija (Lecaps) redujeron su rendimiento de manera considerable en la parte larga, y aumentaron levemente en la corta, aplanando así la curva.

El Merval en USD, mejor que los bonos largos



La curva de bonos en USD siguió desinvertiéndose



En base a todo lo anterior, creemos que la probabilidad de un evento de tipo de cambio antes de las primarias disminuyó. Al hasta ahora exitoso esquema con mayor potencial de intervención en el mercado spot, debemos sumarle otro factor que puede ayudar a la estabilidad de la divisa en el futuro cercano: todo parecería indicar que el BCRA estuvo comprando tipo de cambio futuro. De esta manera, la autoridad monetaria sigue reconstruyendo su poder de fuego para reducir la volatilidad cambiaria mediante eventuales intervenciones que podrían llegar a ser necesarias a medida que nuevas encuestas se van publicando. Cabe recordar que, a fines de mayo, el BCRA ya mostraba una posición neta compradora de USD 1500 M, y parecería que la ha estado profundizando.

## Un largo camino a las PASO

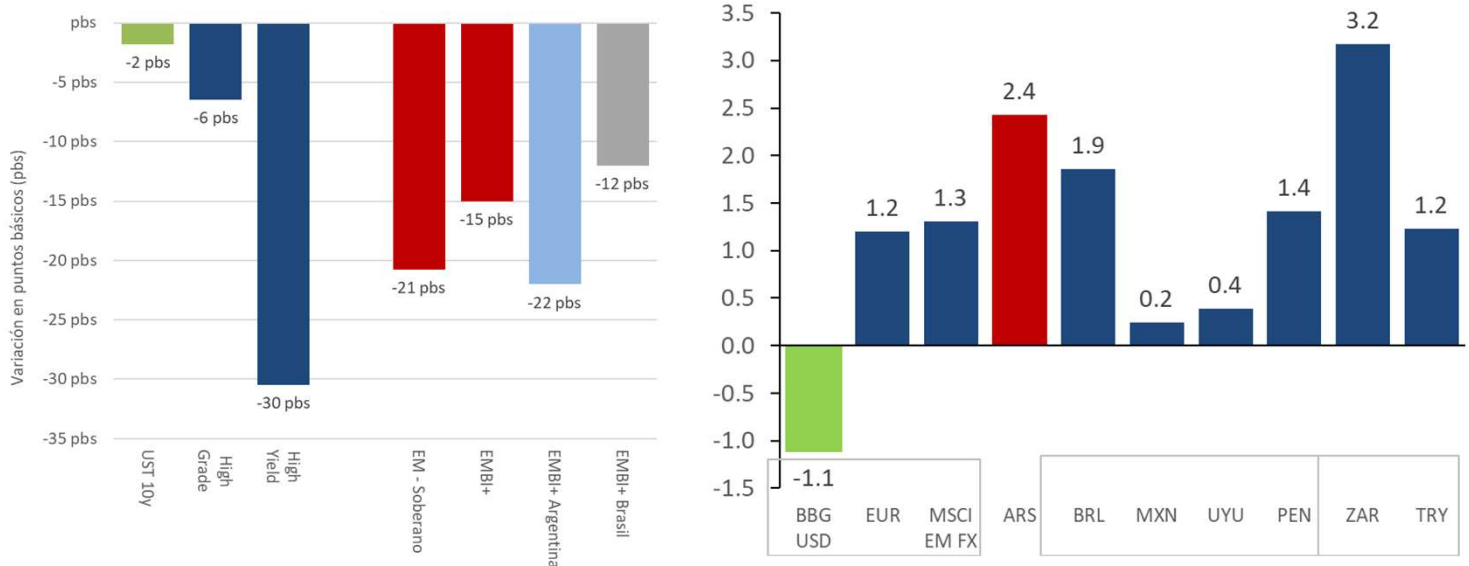
El interés abierto en ROFEX se ha incrementado considerablemente



En este largo camino a agosto, el Gobierno encontró dos grandes aliados electorales: Mario Draghi y Jerome Powell. Este martes, el titular del Banco Central Europeo dijo que “serán necesarios estímulos monetarios adicionales” si no hay “progresos” que empujen la inflación hacia arriba. Draghi se refirió en concreto a nuevos recortes de tasas y al programa estrella de la expansión cuantitativa, la compra de activos públicos y corporativos. Al día siguiente, la Fed mantuvo sin cambios la tasa pero citó “incertidumbre en las perspectivas que han aumentado la probabilidad de reducciones en la tasa durante este año”. En línea con este escenario de mayor laxitud monetaria, la tasa a 10 años de los bonos del Tesoro americano cayó por debajo del 2% por primera vez desde 2016 y el S&P alcanzó un nuevo máximo histórico. La configuración de los mercados globales favoreció a las monedas emergentes, que se apreciaron bastante esta semana y, de esa manera, ayudan a que el peso no se aprecie en términos reales a un ritmo tan acelerado.

## Un largo camino a las PASO

La caída en las tasas libres de riesgo impactó positivamente en monedas emergentes y en los spreads de crédito - Var últimos 7 días



Frente a este panorama, mantenemos los cambios que hicimos la semana pasada en nuestras carteras recomendadas: redujimos el sesgo defensivo vía una menor dolarización para todos los perfiles (el conservador quedó en 60%, el moderado en 40% y el agresivo en 30%). El incremento en la exposición a pesos lo hicimos vía el Fondo Consultatio Deuda Argentina: notamos que los niveles de inflación implícitos en los precios de mercado son muy inferiores a los que proyectamos y, por lo tanto, creemos que hay una oportunidad atractiva en la parte corta de la curva CER.



**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 cuotas partes 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 cuotas partes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.