

Una guía PASO por PASO

Resumen y conclusiones

- El resultado de las PASO será clave porque gatillará un círculo virtuoso o vicioso que influirá materialmente en los resultados de la primera vuelta. Las primarias suelen tener una menor tasa de participación, una mayor cantidad de votos en blanco y tienden a experimentar un menor grado de polarización que la primera vuelta: Macri podría sumar 1,5 millones de votos adicionales vs. 0,9 millones de Fernández.
- Definimos cuatro escenarios posibles para el mercado que podrían surgir de las primarias. Una diferencia menor a 3 pp puede ser vista por el mercado con optimismo, mientras que lo contrario aplica para una diferencia mayor a 6 pp. En el medio, cuando la diferencia sea entre 3 y 6 pp, la clave pasará por mirar la participación y los votos de Lavagna, Espert y Gomez Centurión.
- Para el escenario positivo, recomendamos acciones y CER con duración; para el medio-positivo bonos Badlar y CER corto; para el medio-negativo riesgo global y bonos largos en USD; mientras que para el escenario negativo recomendamos riesgo global y tipo de cambio.

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

Una guía PASO por PASO

El resultado de las PASO será clave por dos razones: porque revelará las preferencias de la sociedad de una manera mucho más precisa que las encuestas pero fundamentalmente porque gatillará un círculo virtuoso o vicioso que influirá materialmente en los resultados de la primera vuelta (octubre). Concretamente: un “buen” resultado para el gobierno extiende la *pax* cambiaria y estabilidad financiera mejorando sus chances de cara a octubre, y viceversa: un “mal” resultado para el gobierno altera este sendero, y refuerza las chances del la fórmula Fernández - Fernández.

En nuestro último reporte sostuvimos que en este corto camino a las primarias es posible que los precios de los activos se muevan alrededor de una suerte de “equilibrio momentáneo” del que solo se saldrá después del 11 de agosto. Aprovechamos este impasse para analizar los distintos escenarios posibles que podrían resultar de las primarias y comentar cuáles son nuestras recomendaciones de inversión en cada caso.

Para leer en clave de mercado el resultado electoral es importante advertir que las PASO tienen características que le son propias y que las diferencian de una primera vuelta: suelen tener una menor tasa de participación, una mayor cantidad de votos en blanco y tienden a experimentar un menor grado de polarización. En vista de ello, antes de definir cada uno de los escenarios posibles que se podrían desprender de las primarias, consideramos importante “limpiar” sus resultados por estos tres efectos para decodificar qué nos están diciendo realmente. En el cuadro de abajo presentamos este análisis.

| Candidatos | Resultados PASO (promedio encuestas) | | Efectos ajenos al aumento de polarización... | | | | Efecto por mayor polarización... | | Total Efectos | | Proyección Resultado 1era vuelta* | |
|---------------------------------|--------------------------------------|--------------|--|--------------|-----------------------------|--------------|----------------------------------|--------------|-------------------|--------------|-----------------------------------|-------|
| | # votos (millone) | % | Efecto Aumento Participación | | Efecto caída voto en blanco | | Efecto mayor polarización | | # votos (millone) | % | # votos (millone) | % |
| Fernández | 9.6 | 39.0% | +0.4 | -0.5% | +0.1 | +0.4% | +0.3 | +1.3% | +0.9 | +1.2% | 10.5 | 42.0% |
| Macri | 8.5 | 34.4% | +0.9 | +1.4% | +0.2 | +0.7% | +0.5 | +1.8% | +1.5 | +3.9% | 10.0 | 40.0% |
| Lavagna | 2.2 | 9.1% | +0.1 | +0.1% | +0.0 | +0.1% | -0.3 | -1.2% | -0.1 | -1.0% | 2.1 | 8.4% |
| Espert | 1.1 | 4.6% | +0.0 | -0.3% | +0.0 | +0.0% | -0.2 | -0.7% | -0.2 | -1.0% | 0.9 | 3.8% |
| G. Centurión | 0.6 | 2.3% | +0.0 | -0.1% | +0.0 | +0.0% | -0.1 | -0.4% | -0.1 | -0.5% | 0.5 | 1.9% |
| Del Caño | 0.8 | 3.2% | +0.0 | -0.2% | +0.0 | +0.0% | -0.1 | -0.5% | -0.1 | -0.7% | 0.7 | 2.6% |
| Castañeira | 0.4 | 1.6% | +0.0 | -0.1% | +0.0 | +0.0% | -0.1 | -0.3% | -0.1 | -0.4% | 0.3 | 1.3% |
| En Blanco | 1.1 | 4.3% | +0.0 | -0.2% | -0.3 | -1.2% | +0.0 | +0.0% | -0.3 | -1.5% | 0.7 | |
| Anulados | 0.4 | 1.5% | +0.0 | -0.1% | +0.0 | +0.0% | +0.0 | +0.0% | +0.0 | -0.1% | 0.4 | |
| Total votos positivos | 23.2 | | +1.5 | | +0.3 | | +0.0 | | +1.8 | | 25.0 | |
| Total votos participados | 24.6 | 76.8% | +1.5 | +4.5% | +0.0 | +0.0% | +0.0 | +0.0% | +1.5 | +4.5% | 26.1 | |
| Votos no participados | 7.4 | | -1.5 | | +0.0 | | -0.0 | | -1.5 | | 6.0 | |
| Electores hábiles | 32.1 | | +0.0 | | +0.0 | | +0.0 | | +0.0 | | 32.1 | |

* La proyección de los resultados de 1era vuelta se hace sobre votos válidos positivos, mientras que los cálculos previos se hicieron sobre votos participados.

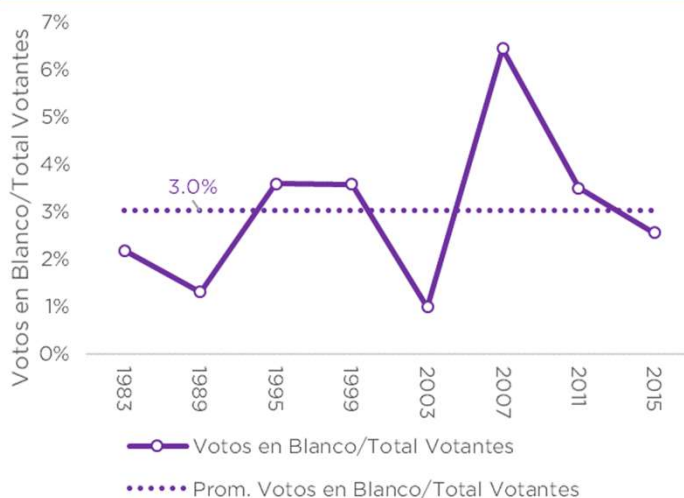
Una guía PASO por PASO

En las primeras dos columnas de la tabla anterior, podemos ver los resultados que proyectamos para las primarias, que surgen de nuestro modelo de seguimiento de encuestas que hoy nos indica que Fernández aventaja por 5 pp. a Macri (39% vs. 34%, respectivamente). Asumimos una tasa de participación del 76,8%, en línea con el promedio de las únicas dos PASO presidenciales (2011 y 2015). En las siguientes dos columnas, estimamos el efecto de un aumento en la tasa de participación hasta un nivel de 81,3%, en línea con el promedio desde el retorno a la democracia. La distribución de los nuevos votos la suponemos de la siguiente manera: Fernández 30%, Macri 60%, Lavagna 10%, que surge de analizar los datos de la elección de 2015. En las siguientes columnas, utilizamos la misma distribución para proyectar una caída del voto en blanco desde niveles del 4,3% (promedio de PASO 2011 y 2015) hasta un nivel de 3,0%, también en línea con el promedio desde 1983. Con estos dos efectos, Macri sumaría 1,1 millones de votos entre las primarias y octubre, mientras que Fernández sumaría 0,5 millones y Lavagna tan solo 0,1 millones.

Evolución tasa de participación - Elecciones Generales



Evolución votos en blanco - Elecciones Generales



Fuente: Consultatio Investments en base a Dirección Nacional Electoral

Finalmente, calculamos un tercer efecto que surge de una mayor polarización de la elección. Este efecto, que se vio con fuerza en 2015, parecería volver a repetirse en esta elección: los datos de las encuestas muestran un grado de polarización que cada vez en mayor. Para eso, creamos una matriz de desplazamiento de votos entre las PASO y octubre, que construimos en base a diversas encuestas de opinión. La mayor polarización le agregaría a Macri 0,5 millones de votos vs. 0,3 millones de nuevos votos a Fernández.

Una guía PASO por PASO

| Porcentaje de votos en las PASO que se desplazan a las principales fuerzas en 1era vuelta | | |
|---|-----------|-------|
| | Fernández | Macri |
| Lavagna | 5% | 8% |
| Espert | 3% | 14% |
| G. Centurión | 3% | 14% |
| Del Caño | 15% | 2% |
| Castañeira | 15% | 4% |

Fuente: Consultatio Investments

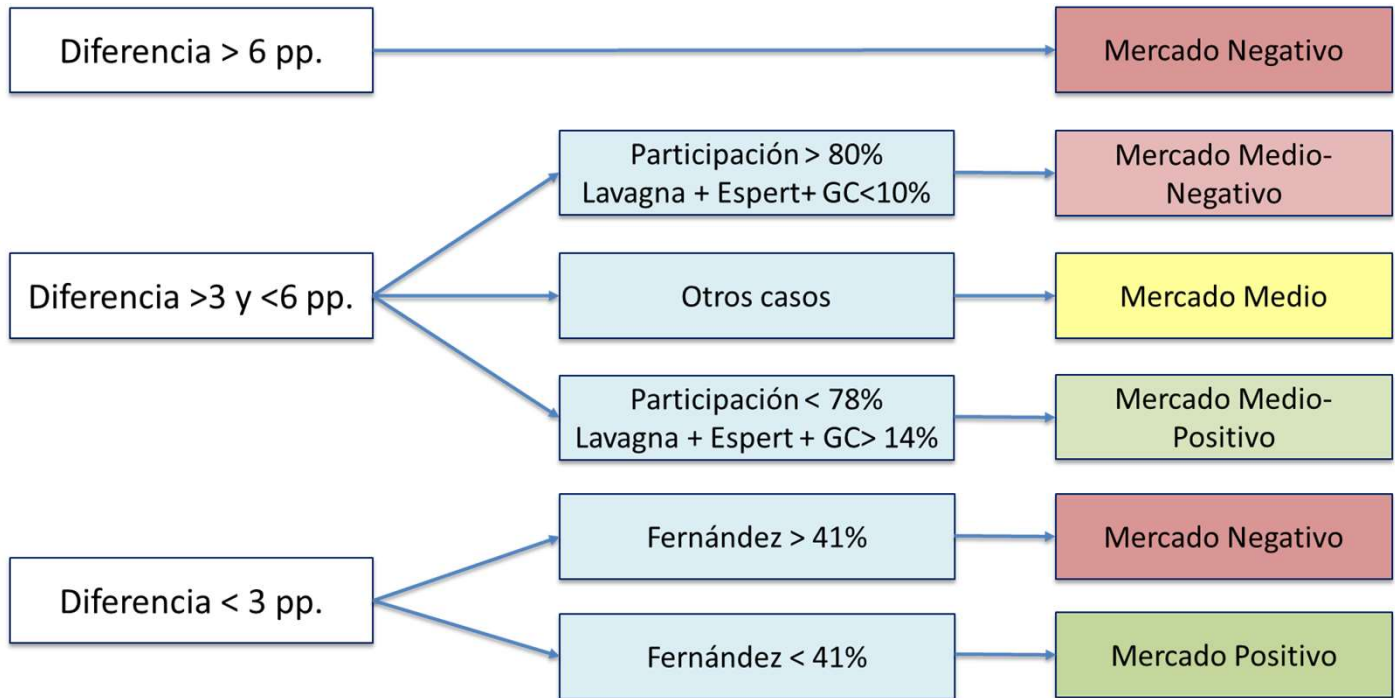
A partir de este ejercicio, podemos sacar varias conclusiones.

- A la hora de leer el resultado del 11 de agosto, será importante no sólo mirar la diferencia entre las dos primeras fuerzas, sino también la tasa de participación, los votos en blanco y la distribución de resto de los votos entre los partidos minoritarios.
- Una diferencia de 5 puntos a favor de Fernández en las PASO no debería preocuparle demasiado al Gobierno, ya que podría recortarla a menos de la mitad en octubre;
- Partiendo de lo que marcan actualmente las encuestas, el escenario donde Fernández gana en primera vuelta parecería poco probable dado que le cuesta mucho crecer entre una elección y otra;

En base a este análisis, definimos cuatro escenarios posibles para el mercado que podrían surgir de las primarias: positivo, medio positivo, medio negativo y negativo. Creemos que una diferencia menor a 3 puntos puede ser vista por el mercado con optimismo, mientras que lo contrario aplica para una diferencia mayor a 6 puntos. En el medio, cuando la diferencia sea entre 3 y 6 puntos, la clave pasará por mirar la tasa de participación (dada una diferencia, cuanto menor sea la participación en las PASO, mejor posicionado está el oficialismo) y la cantidad de votos de Lavagna, Espert y Gomez Centurión (mayor cantidad de votos, mejor para el Gobierno).

Una guía PASO por PASO

Definición de escenarios



Fuente: Consultatio Investments

Proyectando los escenarios

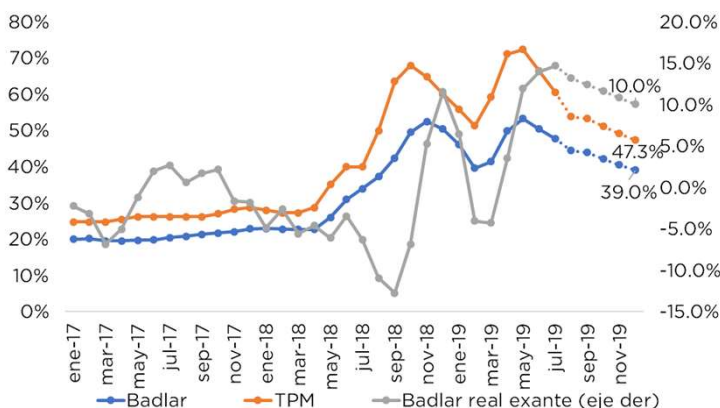
Habiendo parametrizado cada uno de los posibles escenarios post-11 de agosto, a continuación describimos el comportamiento de las principales variables macro en cada uno de ellos. Los escenarios mercado positivo y mercado negativo, vistos a diciembre, incorporan una reacción exagerada de las variables, en tanto entendemos que a comienzos del año que viene se irán acomodando a medida que el presidente electo vaya dando mayor visibilidad sobre sus verdaderas intenciones.

Una guía PASO por PASO

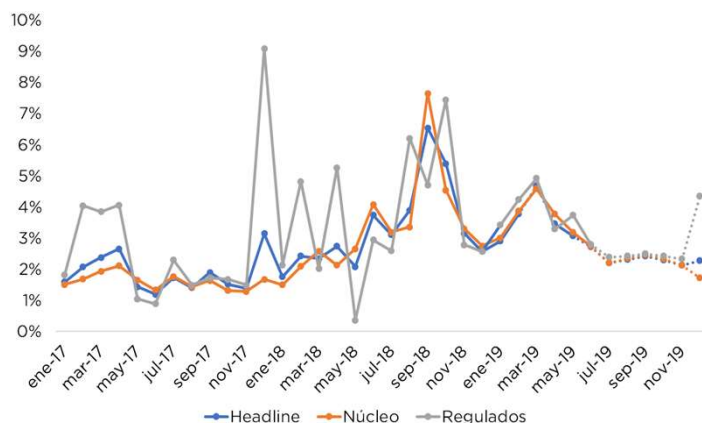
Escenario mercado positivo

La entrada de capitales le permitiría al BCRA retomar la baja de tasas sin sobresaltos en el tipo de cambio. Sandleris tendrá que perseguir un equilibrio delicado entre bajar las tasas para que el tipo de cambio no se aprecie demasiado en términos reales (lo que incrementaría los riesgos de un evento cambiario en la previa a octubre), pero no hacerlo muy pronunciadamente (lo que podría gatillar un evento similar a lo que ocurrió en febrero y marzo de este año). Si bien vemos una tasa real que va a ir cayendo desde estos niveles, todavía entendemos que estará en un nivel históricamente elevado hacia fin de año (Badlar real ex ante caería de niveles de 15% actualmente a 10% a diciembre). No creemos que la autoridad monetaria deba recurrir a comprar reservas, sino que en todo caso canalizará el mayor apetito por el peso vía menores tasas. El spread entre Leliq y Badlar debería caer, porque esperamos que en este escenario la economía siga recuperando y podría levantar marginalmente el crédito y también porque no descartamos que el BCRA siga introduciendo cambios en los encajes para evitar que la Badlar caiga excesivamente. En este escenario, entendemos que la trayectoria de desinflación se mantendría hasta acumular un 40% a/a en diciembre, lo que ayudaría a las tasas de interés nominales. Entendemos que la prima de riesgo país podría ubicarse en 650 pbs a fin de año en este escenario, donde además la pendiente de la curva se normaliza (pendiente positiva con tasas desde 6% en el tramo corto a 8% en tramo largo). Finalmente, el Merval en USD podría llegar a los 1.400 pts, consistentemente con un rendimiento de 8,0% en el AA46.

Escenario mercado positivo:
Trayectoria de tasas



Escenario mercado positivo:
Trayectoria de inflación m/m



Fuente: Consultatio Investments

Una guía PASO por PASO

Escenario mercado medio-positivo

En este escenario, podría darse una dinámica algo similar al escenario mercado positivo, pero la baja de tasas podría ser menos pronunciada, al tiempo que vemos aun más probable que el BCRA introduzca cambios en el esquema de encajes para favorecer la tasa Badlar. No vemos un escenario demasiado desafiante desde el punto de vista cambiario, teniendo en cuenta el poder de fuego del BCRA.

Escenario mercado medio-negativo

Aquí creemos que será importante el accionar del BCRA ante la eventual caída de demanda de pesos que podría ocurrir. Dependiendo de la diferencia entre Fernández y Macri, podría suceder que el resultado se revierta en segunda vuelta, aunque todo dependerá del manejo de la economía que haga el Gobierno.

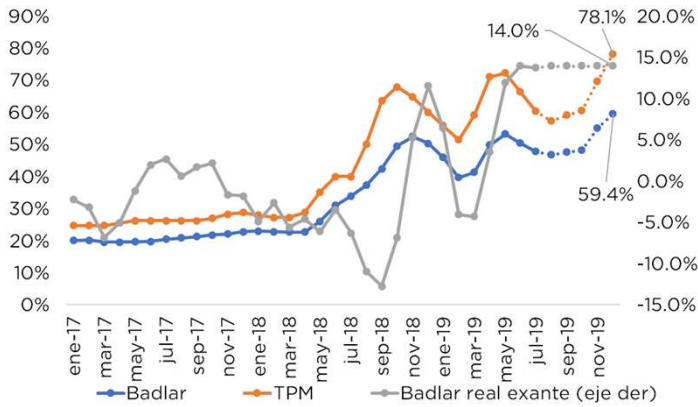
Escenario mercado-negativo

Se contempla una reacción negativa del mercado haría necesaria intervenciones no esterilizadas en el mercado cambiario spot de parte del BCRA. Esperamos que la tasa de interés real se mantenga en estos niveles (récord), sin espacio para que baje más. Respecto al tipo de cambio, si bien es verdad que el BCRA tiene un poder de fuego para nada despreciable, que seguramente utilizará para atenuar el ajuste, creemos que una corrección al alza en la paridad es inevitable: es entendible que el BCRA decida defender un nivel mas elevado, dado que existen razones fundamentales que la justificarían (la probabilidad de introducción de controles cambiarios el año que viene, por ejemplo).

Este ajuste controlado en el tipo de cambio haría que la trayectoria de desinflación se interrumpa y que el número final de inflación para 2019 se ubique más cerca del 45% que del 40%. En este caso, la prima de riesgo país podría ubicarse en torno a los 1400 pts a fin de año, con las curvas de bonos en dólares operando en base a paridades de USD 60 centavos. Por último, el Merval en USD podría llegar a niveles de 300 puntos.

Una guía PASO por PASO

Escenario mercado negativo: Trayectoria de tasas



Escenario mercado negativo: Trayectoria de inflación m/m

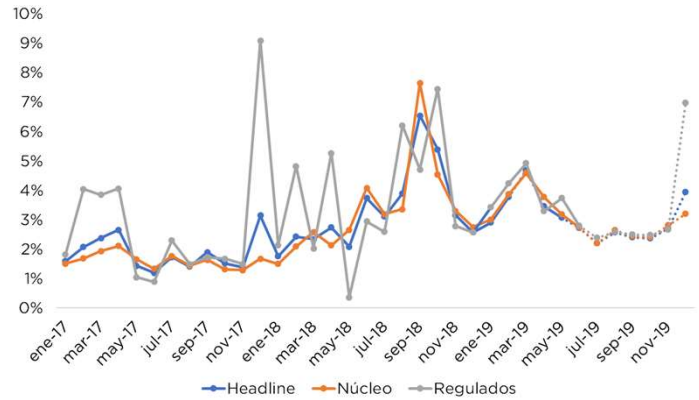


Tabla resumen de escenarios

| Escenario | Mercado positivo | Mercado medio-positivo | Mercado medio-negativo | Mercado negativo |
|----------------|---|---|---|--|
| Tipo de cambio | Tenderá a apreciarse (USD/ARS 49 fin de año), aunque creemos que el nivel real se mantendrá. | Es más probable que el BCRA tenga que continuar con intervenciones cambiarias en futuros. | Es más probable que el BCRA tenga que intervenir en el mercado spot. | Se haría una corrección al alza en el tipo de cambio real (a niveles de sep-18). El BCRA intervendría en una primera instancia, pero a un nivel mayor. |
| Inflación | Continúa desinflación, cerrando el año en 40% a/a | Continúa desinflación, cerrando el año en 40% a/a | Se interrumpe la desinflación por efecto del ajuste cambiario, cerrando el año más cerca de 45% que de 40%. | Se interrumpe la desinflación por efecto del ajuste cambiario, cerrando el año más cerca de 45% que de 40%. |
| Tasas | Caen en términos reales, pero sigue en niveles históricamente altos (Badlar real ex ante en 10%). Spread Leliq-Badlar comprime. | Baja de tasas menos pronunciada que en escenario mercado positivo. Mayor probabilidad de cambio en encajes para favorecer Badlar. | Las tasas reales no tienen espacio para caer, manteniéndose en niveles récord. | Las tasas reales no tienen espacio para caer, manteniéndose en niveles récord. |
| Riesgo país | 650 pbs a fin de año. | Podría terminar en 650 pbs a fin de año, pero la dinámica de convergencia sería mucho menos lineal. | Podría terminar en 1400 pbs a fin de año, pero la dinámica de convergencia sería mucho menos lineal. | 1400 pbs a fin de año. |
| Acciones | Merval en USD en torno a 1.400 pts. | Merval en USD podría converger a 1.400 pts pero el ajuste se haría esperar. | Merval en USD podría converger a 300 pts pero el ajuste se haría esperar. | Merval en USD en torno a 300 pts. |

Fuente: Consultatio Investments

Una guía PASO por PASO

¿Qué recomendamos para cada escenario?

Escenario mercado-positivo

Recomendación: Acciones y CER con duración.

Pensamos que en este caso los bonos en pesos son más atractivos que los bonos dolarizados. De acuerdo nuestro ejercicio de carry, que calcula cuál sería el spread sobre tipo de cambio, inflación, Badlar y tasa de Leliq que sería necesario para igualar un rendimiento de una Lecap corta hacia fin de año, los bonos CER son los más atractivos a los precios actuales, favorecidos por el amplio spread al que están operando; en este punto, creemos que tendría sentido tomar algo mas de riesgo duración en la curva CER. En segundo lugar, el Argpom (bono atado a tasa de Leliq) ya que a pesar de que proyectamos una baja de tasas en este escenario, creemos que la tasa real se mantendrá elevada. Los Bonos Badlar siguen en el ranking de preferencias, mientras que las Lecaps son los activos de renta fija menos atractivos. Dentro de los bonos en dólares, si bien esperamos que la forma de la curva se normalice, pensamos que el efecto duración predominará, volviendo a los bonos más largos como el DICY/DICA, AA46 y AC17 los más atractivos. De todos modos, la clase de activos estrella en este escenario son las acciones, ya que pensamos que podrían rendir cerca de 50% en dólares a fin de año, si este escenario se materializa.

Escenario mercado medio-positivo

Recomendación: Bonos Badlar y CER corto.

La reacción del mercado sería mucho menos pronunciada y el circulo vicioso que podría darse en el escenario mercado positivo de cara a octubre y el balotaje, podría verse retrasado. En este escenario, favorecemos más a los bonos Badlar que a los CER, al tiempo que no creemos que tenga demasiado sentido tomar duración en CER más allá de los dos años. Los precios actuales de los bonos en dólares son consistentes con un escenario de este tipo, con lo cual no esperamos una reacción inmediata.

Una guía PASO por PASO

Escenario mercado medio-negativo

Recomendación: Reducir parcialmente riesgo local y bonos largos en USD.

En este caso, no recomendamos reducir totalmente el riesgo argentino, aunque ante un panorama todavía más binario y con riesgos bastante elevados, recomendamos reducir algo de exposición a riesgo argentino. El lugar más cubierto donde mantener posición en este caso es a la parte larga de la curva de bonos en USD, que tienen cierto colchón en un escenario negativo vs. otros activos locales y potencial de suba considerable si el escenario se revierte hacia noviembre.

Escenario mercado negativo

Recomendación: Riesgo global y tipo de cambio.

De materializarse el escenario “mercado-negativo”, el ajuste del tipo de cambio hará que los retornos de los bonos en pesos medidos en dólares sean negativos, al tiempo que el pesimismo sobre los bonos en dólares hará que comiencen a ser operados en base a paridades y, por lo tanto, también tengan retornos negativos. Si el Merval en USD a fin de año busca valores de 300 pts, la caída será mayor al 60% y, por lo tanto, las acciones serán la peor opción. Por esta razón, en este escenario, recomendamos reducir riesgo argentino y pensar las carteras desde un punto de vista internacional. Para aquellos que tienen una referencia de mercado en pesos, creemos que el activo más defensivo es el Argpom, ya sea por su liquidez, como por su deprimida valuación y el hecho de que la sobre reacción en la tasa de Leliq podría compensar en parte la ampliación en su spread.

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.