

Llegó el día

Resumen y conclusiones

- Este domingo se llevarán a cabo las PASO y, en este informe, aprovechamos la oportunidad para brindar nuestra opinión sobre cómo leerá el mercado los resultados del domingo y qué curso de acción recomendamos para cada escenario posible.
- Elaboramos una herramienta para testear de manera rápida y clara los resultados de la elección: el barómetro de mercado.
- La reacción de mercado debería ser levemente positiva si los resultados de las elecciones vienen en línea con lo que anticipan las encuestas.

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

Barómetro de mercado



El barómetro de mercado oscila entre -1 (mercado negativo) y 1 (mercado positivo) La barra indica el valor del barómetro que surge del resultado de la PASO

Llegó el día

Este domingo se llevarán a cabo las PASO y, en este informe, aprovechamos la oportunidad para brindar nuestra opinión sobre cómo leerá el mercado los resultados del domingo y qué curso de acción recomendamos para cada escenario posible.

La reacción de mercado debería ser levemente positiva si los resultados de las elecciones vienen en línea con lo que anticipan las encuestas.

Traduciendo resultados a mercado: el barómetro

Como señalamos en reiteradas ocasiones, pensamos que las elecciones primarias que se llevarán a cabo este domingo son muy importantes por dos motivos principales: (i) podrían gatillar un círculo vicioso o virtuoso que termine definiendo el resultado de la primera vuelta (y, de la misma manera, el de un eventual balotaje); y (ii) permiten captar mucho mejor que cualquier encuesta las preferencias políticas de la sociedad.

En nuestro informe del 26 de julio ("[Una guía PASO por PASO](#)") definimos 4 escenarios de mercado posibles en base a una lectura de los resultados de las PASO que ponía especial énfasis en las diferencias entre las primarias y la primera vuelta. Sin embargo, dicho modelo tenía algunas desventajas. La más importante es que no incorporaba, al menos de manera explícita y completa, las expectativas del mercado. Además, la calibración del modelo era compleja, lo que lo volvía poco útil para testear de una manera rápida y clara los resultados del próximo domingo. Para solucionar esto, elaboramos una herramienta que, según confiamos, será útil para tratar de entender cómo reaccionará el mercado la semana que viene: el barómetro de mercado.

Es un indicador que mide la distancia entre el resultado de la elección y, lo que entendemos que es, la expectativa del mercado. El indicador está construido de manera tal de que tenga un rango de -1 a 1, donde -1 indica la peor reacción de mercado posible y 1 la mejor. Un valor de barómetro igual a 0 indicaría una reacción neutra del mercado ya que los resultados de la elección van en línea con lo que se esperaba. El barómetro se construye como un promedio ponderado de otros 6 indicadores que buscan captar las distintas dimensiones del resultado electoral en las que creemos se enfocará el mercado. Estas dimensiones son las siguientes:

Llegó el día

- (i) Riesgo de primera vuelta: se mide como la distancia entre el umbral de 45% (por encima del cual un candidato podría ser electo en primera vuelta el 27-oct) y el porcentaje de votos obtenidos por la fórmula Fernández-Fernández. Cuanto menor es esta distancia, peor será la reacción del mercado. Pensamos que el mercado espera que Fernández se ubique 5 pp. por debajo del 45%.
- (ii) Competitividad del oficialismo: captado como la diferencia entre el porcentaje de votos obtenido por Fernández y Macri. A menor diferencia, mejor sería la reacción del mercado. En el escenario base descontado, la diferencia es de 4 pp.
- (iii) Potencial de crecimiento de Macri en primera vuelta I: intenta captar el voto no polarizado proclive a Macri. Se mide como la diferencia entre: (i) el 60% de los votos de Lavagna, más los votos de Espert y Gómez Centurión; y (ii) el 40% de los votos de Lavagna más los votos de la izquierda. Cuanto mayor sea la diferencia, mejor será la reacción del mercado. Definido así, entendemos que el voto no polarizado proclive a Macri se descuenta en 2 pp.
- (iv) Potencial de crecimiento de Macri en primera vuelta II: se mide a partir de la tasa de participación, entendiendo que a menor tasa de participación en las PASO, mayor es el potencial de crecimiento del oficialismo de cara a octubre. Entendemos que el mercado tiene descontado en su escenario base una tasa de participación del 78%.
- (v) Grado de polarización: se captura mediante la suma del porcentaje de votos obtenido por las dos fuerzas mayoritarias. Dado que una mayor polarización implica un mayor riesgo de primera vuelta, cuanto más alto es este número más negativa sería la reacción del mercado. Entendemos que el mercado espera una polarización del 80%.
- (vi) Potencial de crecimiento de Macri en primera vuelta III: medimos este efecto como el porcentaje de votos en blanco obtenidos en las PASO. Es un efecto menor, pero entendemos que el Gobierno podría captar una parte de éstos votos en octubre. El mercado espera 4,0% de votos en blanco, en el escenario base.

Llegó el día

En base a los valores posibles que podría tomar el barómetro, redefinimos los escenarios de mercado correspondientes: (i) escenario mercado positivo: barómetro mayor a 0,5; (ii) escenario mercado medio-positivo: barómetro entre 0 y 0,5; (iii) escenario mercado medio-negativo: barómetro entre -0,5 y 0; (iv) escenario mercado negativo: barómetro menor a -0,5.

Resultados: qué indica el barómetro para el lunes

A continuación, mostramos el barómetro de mercado calibrado según el promedio que arroja nuestro modelo de seguimiento de encuestas desde el anuncio oficial de las fórmulas.

Como podemos ver en la tabla de abajo, nuestro barómetro indica un valor de 0,19 según el promedio de encuestas. Esto es un escenario prácticamente neutral, marginalmente sesgado hacia un escenario mercado medio-positivo.

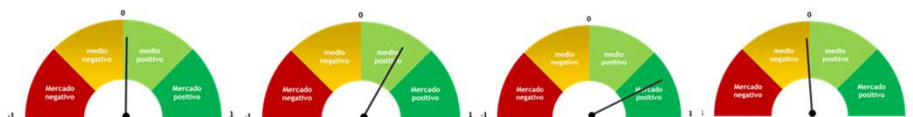
Dimensión	Ponderación	Escenario Mercado Neutral	Resultado PASO proy.	Barómetro de mercado	Reacción de mercado esperada	Límite pesimista	Límite optimista
Riesgo 1era vuelta	35%	5.0%	5.9%	0.2	FF > 40% = mercado negativo	0%	10%
Competitividad oficialismo	30%	4.0%	4.1%	-0.02	FF - MP > 4% = mercado negativo	10%	-2%
Potencial crecimiento Macri I	10%	78.0%	76.8%	0.2	TP > 78% = mercado negativo	83%	73%
Riesgo Polarización	10%	2.0%	3.2%	0.4	VNP < 2% = mercado negativo	-1%	5%
Potencial crecimiento Macri I	10%	80.0%	74.1%	0.6	FF + MP > 80% = mercado negativo	90%	70%
Potencial crecimiento Macri I	5%	4.0%	3.0%	-0.3	VB < 4% = mercado negativo	1%	7%
Barometro mercado				0.16			

* Diferencia entre votos Espert + Gomez Centurón + 60% Lavagna vs. Del Caño + Castañeira + 40% Lavagna

También creemos que es útil testear cómo se comporta el barómetro frente a los resultados de las últimas 4 encuestas que se conocieron. En todos los casos, el valor del indicador indica una reacción medio-positiva del mercado, con tan solo una excepción donde la encuesta estaría anticipando un escenario mercado positivo.

Llegó el día

Resultados PASO	Promedio Encuestas	Encuesta 6-ago	Encuesta 31-jul	Encuesta 24-jul	Encuesta 23-jul
Fernández-Fernández	39.1%	41.3%	39.1%	35.6%	42.0%
Macri-Pichetto	35.0%	37.5%	37.3%	37.5%	37.0%
Lavagna	8.8%	8.5%	11.1%	8.0%	7.0%
Espert	4.7%	3.8%	3.4%	3.0%	5.0%
G. Centurión	2.4%	1.9%	1.7%	1.5%	2.5%
Del Caño	3.8%	2.2%	1.9%	2.7%	2.0%
Castañeira	1.9%	1.1%	1.0%	1.3%	1.0%
Otros	0.0%	0.0%	0.8%	6.8%	0.0%
En Blanco	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Anulados	1.3%	0.7%	0.7%	0.7%	0.5%



Barómetro de mercado

0.20

0.01

0.30

0.68

-0.04

La principal conclusión de este análisis es que no esperamos un resultado categórico hacia ninguno de los escenarios más extremos: la incertidumbre continuará hasta octubre. De esto se desprende que el posicionamiento óptimo de cara a las elecciones del domingo es uno neutral, con un leve sesgo al escenario positivo. De todos modos, creemos que habrá tiempo de evaluar el reposicionamiento el lunes, una vez que ya se conozcan los resultados definitivos, dado que probablemente el mercado no ajuste de forma completa en un solo día. En otros términos: no será (demasiado) tarde para entrar/salir en el caso de que se materialice un escenario mercado positivo/negativo.

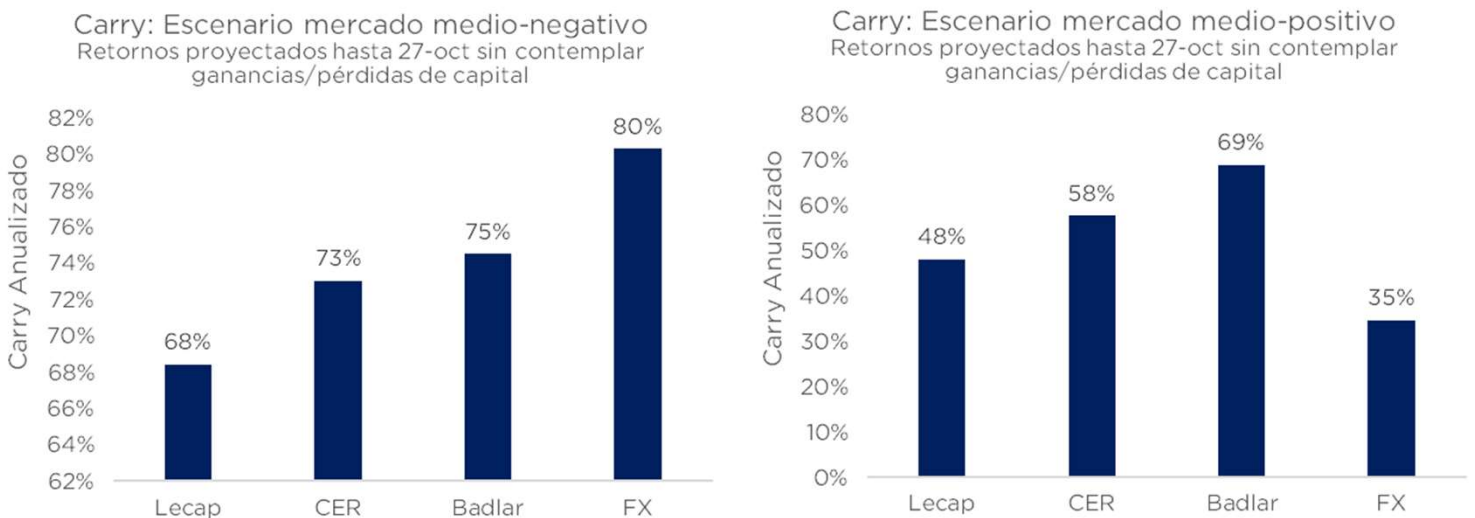
Del barómetro a los portafolios: ¿Qué recomendamos en cada escenario?

Escenario mercado negativo (barómetro < -0,5): Esperamos que la reacción del mercado sea negativa y, por lo tanto, recomendamos reducir exposición a activos locales. El fondo que recomendamos para este caso es el Consultatio Retorno Absoluto, que invierte en bonos de Chile y bonos del Tesoro de EEUU. Recomendamos también dolarizar más las carteras de inversión ya que esperamos que el tipo de cambio ajuste significativamente al alza. Si bien esperamos que el BCRA intervenga (vía futuros, spot y/o tasa) para evitar un ajuste excesivo que se transmita a inflación, entendemos que lo haría recién un escalón por encima del nivel actual en línea con el nivel de tipo de cambio real bilateral con EE.UU. de abril de este año (hoy equivaldría a un tipo de cambio de \$50).

Llegó el día

Escenario mercado medio-negativo (barómetro entre -0,5 y 0): En los escenarios intermedios, esperamos que la reacción del mercado sea menos direccional y, por lo tanto, creemos que la principal fuente de retorno será el carry (vs. apreciación/pérdida de capital en los escenarios extremos) hasta la fecha de la primera vuelta. Por lo tanto, realizamos dos simulaciones sobre cómo serían los retornos del carry para cada uno de los escenarios. En el escenario mercado medio-negativo, vemos que el carry en dólares (Lete USD previa a diciembre) es la opción más atractiva, seguido muy de cerca por bonos que ajustan a tasa flotante (Argpom) dado que en este caso pensamos que el BCRA tendría que recurrir a subir la tasa de interés para contener al tipo de cambio.

Escenario mercado medio-positivo (barómetro entre 0 y 0,5): En este caso, pensamos que el carry favorecerá a los bonos con tasa flotante (Argpom), así como también a la parte corta de la curva CER (A2M2 y TC20), ya que el tipo de cambio se mantendría menos contenido y, por lo tanto, el carry con dólares quedaría algo retrasado.



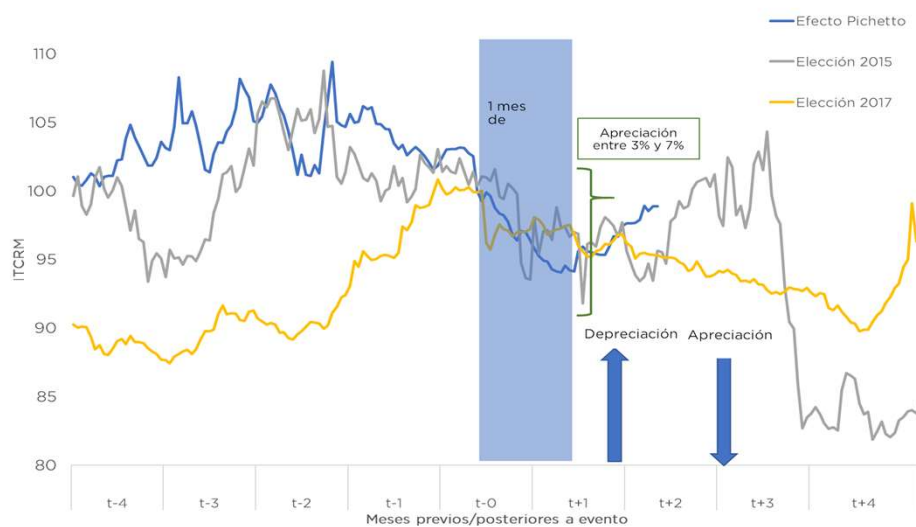
Fuente: Consultatio Investments

Escenario mercado positivo (barómetro > 0,5): En este escenario, el tipo de cambio tendería apreciarse en términos reales. Como surge del análisis de otros episodios políticos (PASO 2015, 2017 y efecto Pichetto) la tendencia a la apreciación del tipo de cambio real podría extenderse por alrededor de un mes y llegar a ser de 7,0% (o incluso más, si tenemos en cuenta que el shock podría ser mucho más relevante).

Llegó el día

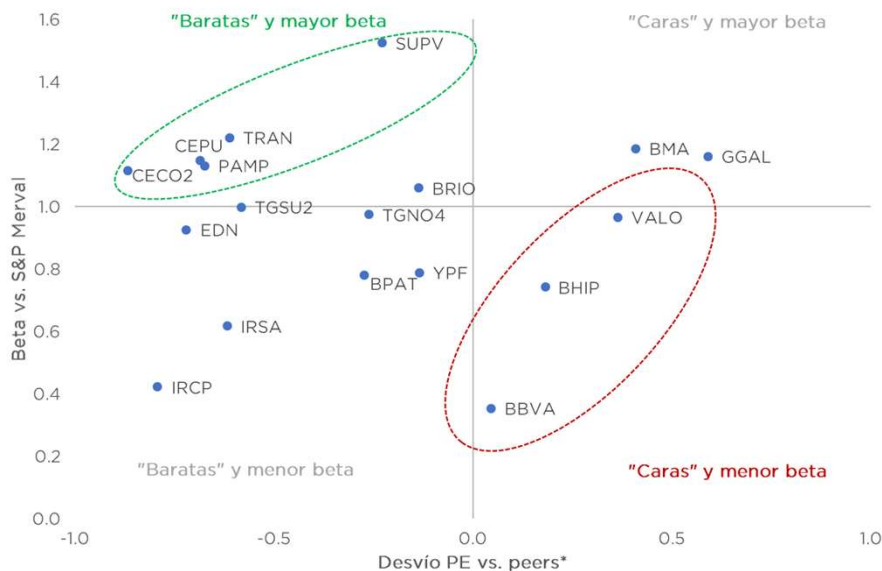
En este caso, pensamos que la mejor opción de inversión son las acciones argentinas. En esta clase de activos, destacamos el sector energético, que cuenta con valuaciones atractivas. En particular, destacamos TRAN, PAMP y CEPU. Adicionalmente, también creemos que SUPV podría verse beneficiada por su elevado beta y su valuación más atractiva que otros bancos argentinos. En segundo lugar, creemos que la parte media de la curva CER, en especial el TC21, es una opción atractiva en el escenario mercado-positivo ya que vemos que la tasa real podría caer significativamente, obteniendo retornos en dólares superiores al 20%.

Tipo de cambio real vs. eventos políticos



Nota: Base 100 = 11-jun-19 (Efecto Pichetto); 10-ago-15 (Elección 2015); 11-ago-17 (Elección 2017). ITCRM ajustado por CCL durante periodo CEPO.

Escenario positivo: TRAN, PAMP, CEPU y SUPV son las más atractivas



* Para bancos se usó P/BV; para el resto P/E

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.