



Consultatio Deuda: el vehículo para captar la normalización de la curva pesos

Resumen ejecutivo

- La preocupación sobre la dinámica de deuda dominó la atención hasta hace muy pocos meses, pero a partir de la política de despeje de vencimientos (canjes) y la intervención en el mercado secundario del Banco Central, la dependencia del sector privado se fue reduciendo y este problema se fue convirtiendo cada vez más en un tema de resolución intra sector público.
- En un contexto de normalización de la curva pesos, el tramo largo de la curva CER luce como el instrumento más atractivo entre las distintas alternativas en pesos que hoy ofrece el mercado local, independientemente del timing que asuma del sendero de ajuste cambiario.
- Con una duración de 1 año e íntegramente compuesto por deuda ajustable por CER, el fondo Consultatio Deuda es el vehículo que está en mejores condiciones para captar esta normalización. Adicionalmente, la deuda ajustable por CER luce como la más atractiva de acuerdo con nuestros escenarios de retornos para los próximos meses.
- La performance histórica del fondo ha sido muy buena tanto en términos de retorno acumulado (es el mejor fondo entre sus pares desde 2020) como en períodos de crisis como junio de 2022.

José M. Echagüe
Estratega

Isaías Marini
Analista

Melina Costanzo
Analista

+54 11 2206 2206

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

Consultatio Deuda: el vehículo para captar la normalización de las curvas pesos

La preocupación sobre la dinámica de deuda dominó la atención hasta hace muy pocos meses. Sin embargo, a partir de la política de despeje de vencimientos (canjes) y la intervención muy fuerte en el mercado secundario por parte del Banco Central, este problema se fue convirtiendo cada vez más en un tema de resolución intra sector público.

Cuando miramos la composición estimada de la deuda en pesos, vemos que el sector público hoy explica casi el 70% del total. El stock de deuda en pesos en manos del sector privado hoy alcanza a 7% del PBI y una proyección conservadora para fin de 2023 ronda el 5%. En este contexto, la relación costo beneficio de reperfilar un stock tan chico de deuda se volvió muy asimétrica.

Deuda en pesos: un tema de resolución intra sector público

Deuda bruta de la Administración Central

En miles de millones de dólares

	dic-21	jun-22	dic-22	Dif. Dic-dic
Deuda bruta performing*	360,8	376,1	394,2	33,4
En pesos	108,2	119,6	131,3	23,0
En moneda extranjera	252,6	256,5	262,9	10,4

Por tipo de acreedor y moneda

Sector privado	130,2	131,7	131,7	1,5
En pesos	37,7	40,8	43,3	5,6
En moneda extranjera	92,4	90,9	88,3	-4,1
Sector público	157,9	167,6	181,9	24,1
En pesos	69,5	78,8	87,7	18,2
BCRA	7,9	-	20,6	12,7
En moneda extranjera	88,4	88,8	94,2	5,8
Multilaterales y bilaterales	72,8	76,8	80,6	7,8

(*) En situación de pago normal.

Fuente: Consultatio en base a Min. de Economía y BCRA.

En esta situación, el riesgo percibido de la deuda con vencimiento posterior a las elecciones debería bajar, volviéndose más atractivo asumir riesgo duración en la curva CER. Algo de esto efectivamente ya empezó a suceder: los títulos 2024 pasaron de rendir 13% promedio hace casi un mes y medio a 10% promedio al último cierre, comprimiendo la tasa *forward* entre el TX24 y el T2X3 hasta 14% (apenas por encima de su promedio histórico).

Consultatio Deuda: el vehículo para captar la normalización de las curvas pesos

¿Cuánto hay para ganar?

El tramo largo de la curva CER luce como el más atractivo entre las distintas alternativas que hoy ofrece el mundo pesos en el mercado local (ver cuadro) cuando se considera un horizonte de inversión de 6 meses. El resultado surge de evaluar en un ejercicio de retorno total con distintos senderos de ajuste cambiario y normalización de la curva de pesos. El resultado muestra que la normalización de la curva pesos (no reperfilamiento) termina siendo dominante respecto del timing que tenga el salto cambiario.

En otras palabras, a estos niveles de precios el retorno de la curva CER en este horizonte termina siendo mayor que el retorno de la curva USD link, independientemente de si el salto en el tipo de cambio se da antes (ago-23) o después de las elecciones (ene-24). Por normalización de la curva de pesos entendemos una curva de forma normal, donde el tramo largo (DICP) se estacione en niveles de 6%.

CER largo: lo más atractivo para lo que queda del año

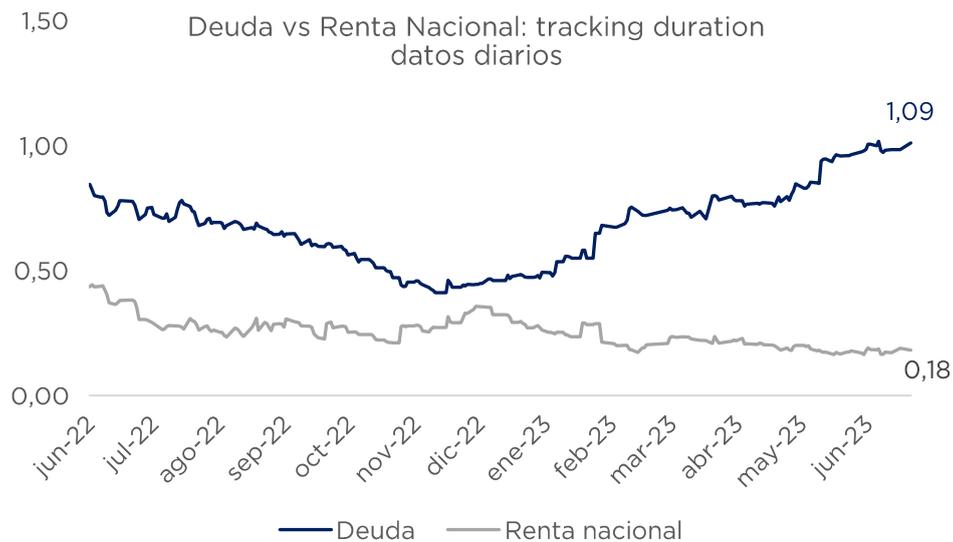
Bono	YTM actual	Carry	Escenario Base	
			Gcia. de capital	Retorno Total
Cer Corto	-9,2%	40%	0%	40%
Cer 24/25	9,4%	52%	5%	57%
Cer Largo	10,1%	53%	15%	68%
Tasa Fija	106,9%	47%	1%	48%
Badlar Sob	21,7%	60%	1%	61%
Badlar CAB	4,8%	52%	-1%	51%
DL 23	-21,4%	28%	0%	28%
DL 24	-6,2%	34%	6%	41%
Duales 23	-24,9%	35%	0%	35%
Duales 24	-8,7%	42%	8%	51%

Consultatio Deuda: el vehículo para captar la normalización de las curvas pesos

Consultatio Deuda: el vehículo para captar la normalización

Consultatio Deuda se presenta como el mejor instrumento para reflejar esta visión. El posicionamiento actual del fondo está focalizado en beneficiarse del alto devengamiento que proporciona tener inversiones indexadas a CER.

El siguiente gráfico muestra la evolución de la duración promedio del fondo y en el último tiempo, dada nuestra creencia respecto a la deuda en pesos, decidimos empezar a estirlarla.



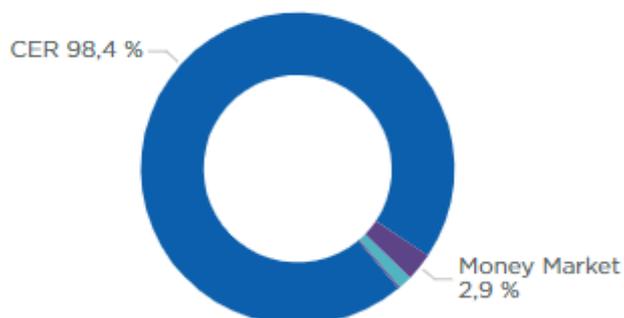
La apuesta en términos de posicionamiento resultó conveniente y, cuando de performance se trata, el Deuda se ha destacado entre sus pares en el acumulado 2020-2023, mientras que en la última crisis de la curva pesos se mostró muy consistente.



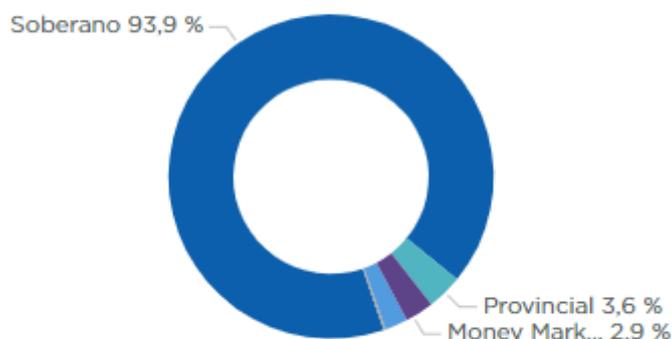
Consultatio Deuda: el vehículo para captar la normalización de las curvas pesos

AUM	Duration	TNA
12,46 mil M	1,09	165,5%

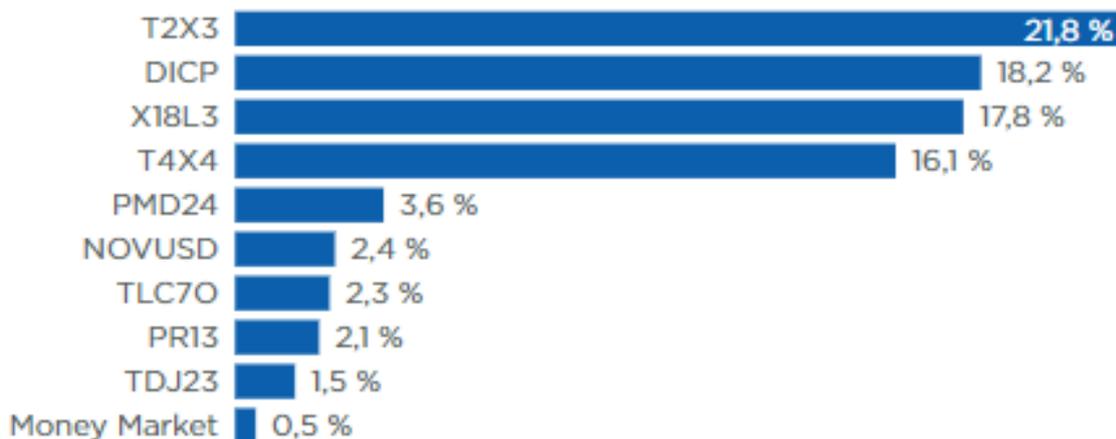
Apertura por tipo de ajuste



Apertura por crédito



Principales tenencias



Inversiones

Ajuste	Weight	Duration	TNA Original	Tasa Fija ARS
CER	97,5 %	0,56	-7,1 %	144,6%
Tasa Fija	8,0 %			
Money Market	3,8 %	0,08	80,4 %	80,4%
Dual CER/DL	1,5 %	0,02	1,8 %	167,9%
Tasa Variable	0,0 %	0,15	4,1 %	96,7%