



Consultatio Balance: nuestro fondo de retorno total que refleja la visión de la casa

La definición de candidatos que competirán en las PASO confirmó dos novedades importantes: la primera es que con Massa el cortocircuito interno del gobierno se reduce de cara en la campaña, volviendo más transitable el camino de la transición presidencial. La segunda es que, con su nominación, quien gobierne Argentina a partir de 2024 tiene una orientación marcadamente más *market friendly* que la actual.

Con un rumbo algo más esclarecido, el *timing* y la capacidad de adaptarse a los cambios se vuelve mucho más relevante. Por ello, un fondo de retorno total que cuente con flexibilidad para posicionarse como el Consultatio Balance gana atractivo en este contexto.

En el presente documento revisamos cuales son las principales convicciones que están por detrás del posicionamiento actual del fondo.

Las 5 principales convicciones de mediano plazo reflejadas en el posicionamiento

Apreciación real del tipo de cambio

- Posición preponderante (46% de la cartera) en CER: 21% de leceres, 5% en DICP y lo restante en títulos con vencimiento en 2024.

Normalización de la curva pesos

- 20% de la cartera en títulos con vencimiento en 2024.

No reestructuración de la deuda en USD

- Posición de 15% en globales.

La macro “aguanta” en el corto plazo

- 40% de posición vendida en futuros cortos.

Corrección cambiaria es postergable, pero no evitable

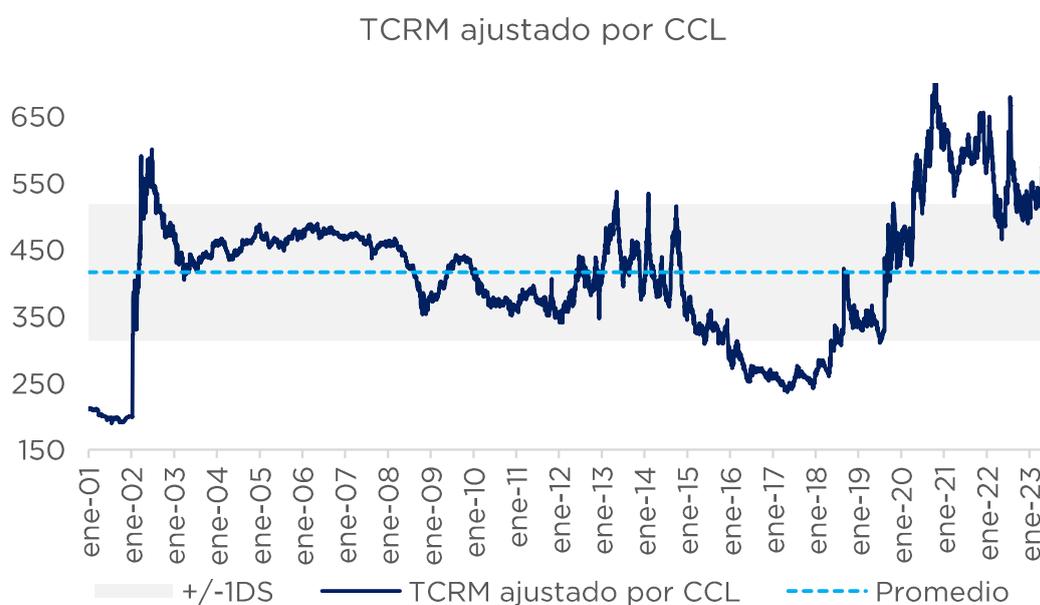
- Posición de 26% en dólar link: 8,5% de la cartera en soberanos dólar link con vencimiento en 2024, 16% en corporativos dólar link y 1% en provinciales.

Consultatio Balance: el vehículo que refleja la visión de la casa

1. Apreciación real del tipo de cambio

Aún con la mejora de expectativas que surge del plano político, la situación de los *fundamentals* de la economía sigue siendo crítica. A 4 meses de la elección presidencial el nivel de reservas netas ya es récord negativo (USD -7,300 millones), la inflación está cómodamente estabilizada en tres dígitos (+115% últimos 12 meses) y todavía no hay señales de cómo se renegociará el acuerdo con el FMI del que se acaban de incumplir todas sus metas. En otras palabras: aún en un escenario optimista, Argentina tiene por delante un shock para empezar a ordenar los desequilibrios acumulados. El nuevo gobierno no tendrá sobre la mesa la opción del gradualismo.

Un rasgo estilizado de todos los planes de estabilización que logran algún éxito es que se traducen en primer lugar en una sobrerreacción cambiaria (*overshoot*) que es seguida de una apreciación del tipo de cambio real. En el caso de Argentina 2023, ese primer movimiento podríamos pensar que en gran medida ya sucedió: exceptuando algunos picos que duraron poco tiempo, el tipo de cambio libre (CCL) cotiza en niveles cercanos a máximos de 30 años. El margen para apreciación real del CCL es amplio.



Fuente: Consultatio Financial Services en base a BCRA y precios de mercado.

Consultatio Balance: el vehículo que refleja la visión de la casa

Aún con demasiadas variables todavía por definir, entendemos que existe un consenso relativamente amplio respecto de la necesidad de que el próximo gobierno ataque sin demoras los desequilibrios acumulados. Esto tendrá implicancias para la inflación. La historia muestra que los diferentes eventos de salto de tipo de cambio tuvieron un traslado a precios muy variable a lo largo del tiempo, pero el punto de partida es hoy mucho más complejo desde los *fundamentals* macro lo que justifica un pasaje a precios más alto, pero sobre todo rápido.

Por ello, en el horizonte de un año parece razonable asumir que la inflación ganará la carrera al tipo de cambio CCL. Esta es la principal convicción detrás del 46% de exposición a la curva CER.

	ene-02 dic-01	ene-14 dic-13	dic-15 nov-15	may-18 abr-18	sep-18 ago-18	ago-19 jul-19	ene-24
Pass-through a 3 meses	0,1	0,5	0,2	0,3	0,7	0,4	0,7
Inflación anual mes antes del salto	-1,5%	28,4%	25,9%	25,5%	34,4%	54,4%	134%
% del salto nominal	233%	24%	41%	31%	28%	23%	50%
Nivel del TCR de partida	160,0	236,8	170,8	210,6	312,0	259,2	177,1
Nivel del TCR (CCL) de partida	159,6	323,7	258,9	211,4	323,1	259,9	
Brecha de partida	0%	36,9%	51,7%	0,4%	3,6%	0,3%	80,0%

	ene-02 dic-01	ene-14 dic-13	dic-15 nov-15	may-18 abr-18	sep-18 ago-18	ago-19 jul-19	ene-24
Pass-through a 6 meses	0,1	0,8	0,6	0,3	1,0	0,6	0,9
Inflación anual mes antes del salto	-1,5%	28,4%	25,9%	25,5%	34,4%	54,4%	134%
% del salto nominal	233%	24%	41%	31%	28%	23%	50%
Nivel del TCR de partida	160,0	236,8	170,8	210,6	312,0	259,2	177,1
Nivel del TCR (CCL) de partida	159,6	323,7	258,9	211,4	323,1	259,9	
Brecha de partida	0%	36,9%	51,7%	0,4%	3,6%	0,3%	80,0%

	ene-02 dic-01	ene-14 dic-13	dic-15 nov-15	may-18 abr-18	sep-18 ago-18	ago-19 jul-19	ene-24
Pass-through a 10 meses	0,2	1,1	0,7	0,5	1,2	0,6	1,1
Inflación anual mes antes del salto	-1,5%	28,4%	25,9%	25,5%	34,4%	54,4%	134%
% del salto nominal	233%	24%	41%	31%	28%	23%	50%
Nivel del TCR de partida	160,0	236,8	170,8	210,6	312,0	259,2	177,1
Nivel del TCR (CCL) de partida	159,6	323,7	258,9	211,4	323,1	259,9	
Brecha de partida	0%	36,9%	51,7%	0,4%	3,6%	0,3%	80,0%

Consultatio Balance: el vehículo que refleja la visión de la casa

2. Normalización de la curva pesos

Tras el éxito en la postergación de vencimientos que logró el Massa a través de canjes de deuda que despeja el camino hasta la elección, la experiencia de *reperfilamiento* de la deuda en pesos del gobierno anterior es un fantasma que recorre al mercado. Sin embargo, la amarga cosecha de esa experiencia junto con un nivel de deuda proyectado de menos de 5% del PBI en manos del sector privado para fin de año debería volver muy poco atractiva la tentación de destruir el crédito público en moneda local, que será el único que haya disponible en un inicio.

Cuando miramos la composición estimada de la deuda en pesos, vemos que el sector público hoy explica casi el 70% del total mientras que el stock en manos del sector privado alcanza apenas el 7% del PBI. La relación costo beneficio de reperfilar un stock tan chico de deuda se volvió demasiado asimétrica y pierde sentido.

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	% del PBI
Deuda bruta performing*	360,8	376,1	394,2	33,4	68,0%
En pesos	108,2	119,6	131,3	23,0	22,6%
En moneda extranjera	252,6	256,5	262,9	10,4	45,3%
Por tipo de acreedor y moneda					
Sector privado	130,2	131,7	131,7	1,5	22,7%
En pesos	37,7	40,8	43,3	5,6	7,5%
En moneda extranjera	92,4	90,9	88,3	-4,1	15,2%
Sector público	157,9	167,6	181,9	24,1	31,4%
En pesos	69,5	78,8	87,7	18,2	15,1%
BCRA	3,0	-	16,6	13,6	2,9%
En moneda extranjera	88,4	88,8	94,2	5,8	16,3%
Multilaterales y bilaterales	72,8	76,8	80,6	7,8	13,9%

(*) En situación de pago normal.

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

Consultatio Balance: el vehículo que refleja la visión de la casa

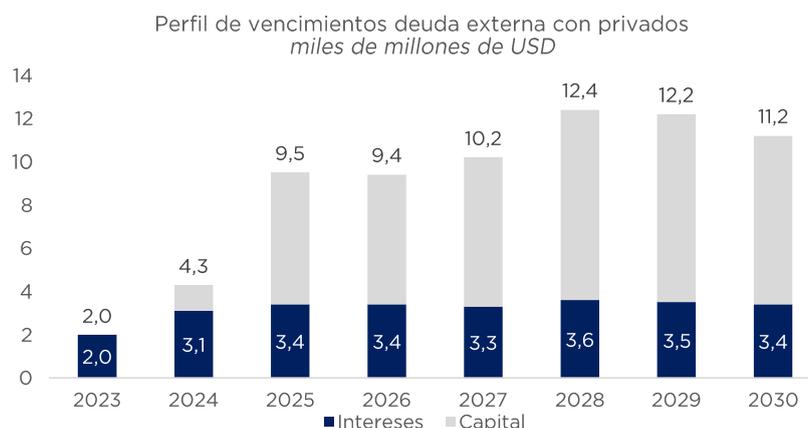
El mercado empezó a descontar esta situación de manera creciente mejorando las valuaciones de la deuda con vencimiento 2024 en adelante. Esta convicción se expresa en Consultatio Balance con una porción de 20% de deuda soberana vencimiento 2024.

3. No reestructuración de la deuda en dólares

La visión con respecto de un eventual de ejercicio de reestructuración de la deuda en USD es similar a la de pesos: el stock de deuda es bajo, especialmente cuando se lo mide en valor presente: la deuda en bonos valuada a precios de mercado alcanza apenas 5 puntos porcentuales del PBI - y está en gran medida en manos del sector público, lo que hace que una reestructuración sea poco probable.

En un entorno de tasas de interés global que cambió rotundamente desde sep-20 cuando fue reestructurada la deuda, la consecuencia de esta situación es que cualquier reestructuración de la deuda en USD será muy traumática, obtendrá pocos beneficios (el stock es bajo) y potencialmente deberá ser repactada a tasas mucho más altas. Eso implica, en el evento de una reestructuración a los costos del stress financiero le debemos agregar la posibilidad alta de terminar con un perfil de vencimientos de corto plazo mayor al que tenemos con estos bonos, cuyos cupones son bajos.

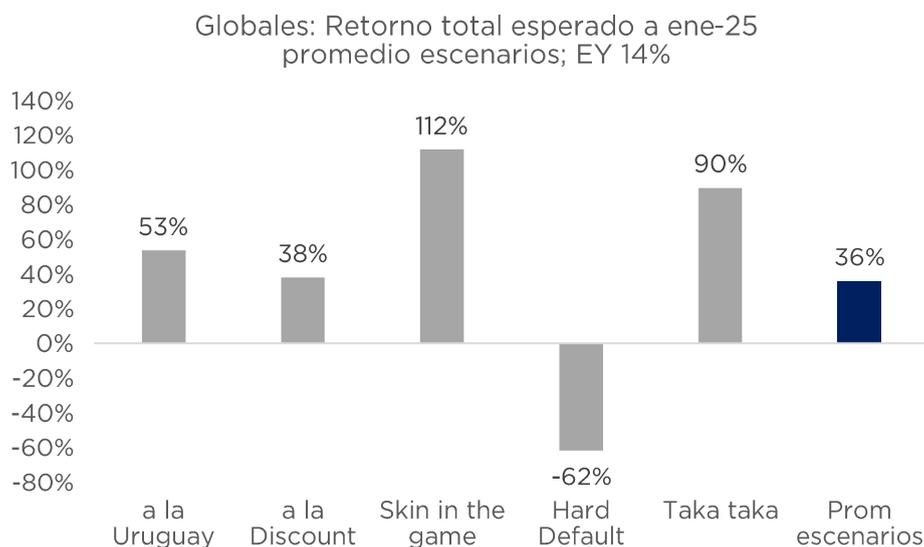
A diferencia de lo que sucede con la deuda en pesos, no vemos todavía que los precios de mercado reflejen plenamente esta visión. En otras palabras, el potencial de suba que vemos en esta porción de la cartera que hoy representa el 15% del fondo es alta prácticamente en cualquier escenario que evite un default.



Fuente: Consultatio en base a datos de la Oficina de Presupuesto del Congreso.

Consultatio Balance: el vehículo que refleja la visión de la casa

El fondo cuenta hoy con 15% de bonos globales, cuya justificación descansa en el potencial de suba que tienen esos instrumentos no solo en el escenario de no reestructuración (ver escenario “Taka Taka”) sino en una variedad de otros escenarios alternativos que no incluyan el default.



4. La macro “aguanta” en el corto plazo

La dilatación de noticias que muestren algún avance en materia de negociación con el Fondo agitó el fantasma de un default con el organismo. Sin embargo, los incentivos de ambas partes para dejar caer el acuerdo son muy bajas.

A nuestro entender, habrá acuerdo, aunque sea testimonial (con todas las metas del año prácticamente incumplidas). Tarde o temprano el Fondo anunciará los desembolsos necesarios para cubrir los vencimientos hasta fin de año. Mientras tanto, con una transición presidencial un poco más ordenada con Massa como candidato, el escenario más probable es que se extremen todas las medidas para evitar el salto cambiario y la macro “aguante”.

Dicho esto, no deberíamos esperar que se revierta la expectativa de deterioro de las condiciones macro, pero sí debemos asignarle una chance a que el gobierno logre postergar el salto cambiario hasta el recambio gubernamental. De ser necesario, el BCRA agostará su capacidad de intervención. Esta voluntad por postergar los ajustes para después de las elecciones se expresa hoy en nuestro fondo como una posición vendida de futuros de tipo de cambio de corto plazo.

Consultatio Balance: el vehículo que refleja la visión de la casa

	USD	Yuanes	Total
1. Reservas prestadas (1.1 + 1.2)	15.234	17.992	33.226
1.1 "Inutilizables"	10.285	11.412	21.697
<i>Encajes</i>	<i>10.285</i>		<i>10.285</i>
<i>Swap PBoC</i>		<i>11.412</i>	<i>11.412</i>
1.2 Utilizables	4.949	6.580	11.529
<i>Repo SEDESA</i>	<i>1.808</i>		<i>1.808</i>
<i>Obligaciones con OOII</i>	<i>3.141</i>		<i>3.141</i>
<i>Swap PBoC</i>		<i>6.580</i>	<i>6.580</i>
2. Reservas internacionales brutas	12.044	14.572	26.616
3. Reservas internacionales netas (2-1)	-3.190	-3.420	-6.610
4. DEGs	69		69
5. Oro	3.823		3.823
6. Reservas líquidas (3-4-5)	-7.083	-3.420	-10.503
Poder de fuego actual (1.2 - 6)	-2.134	6.580	4.446
Poder de fuego potencial* (1.2 - 6 + 4 + 5)	1.759	14.572	16.331

*Con activación del resto del SWAP y uso del oro y DEGs.

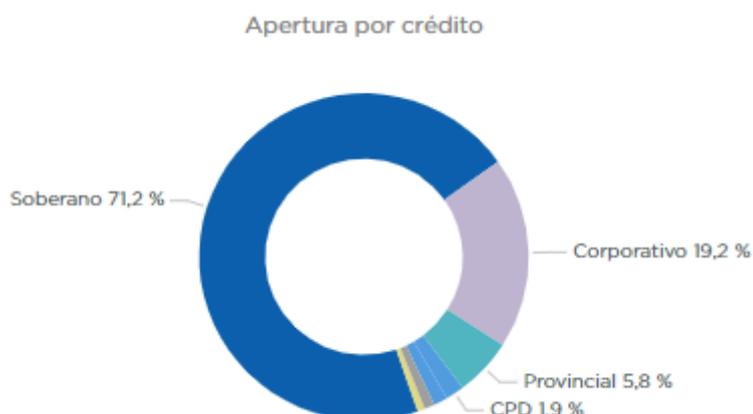
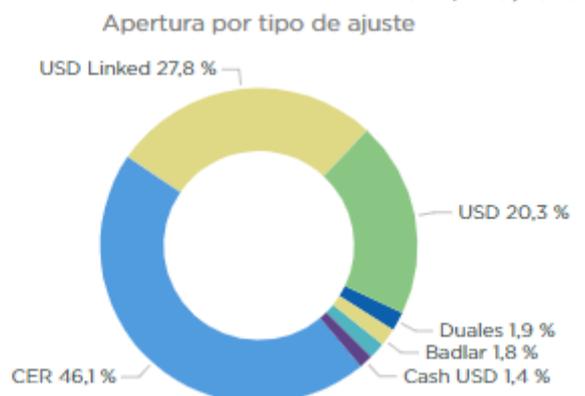
5. Corrección cambiaria es postergable, pero no evitable

En la delicada situación que muestran hoy los *fundamentals* de la economía, el ajuste cambiario puede ser postergable pero no evitable. El atractivo de la curva dólar link entonces está centrado en el timing que vaya a tener la devaluación.

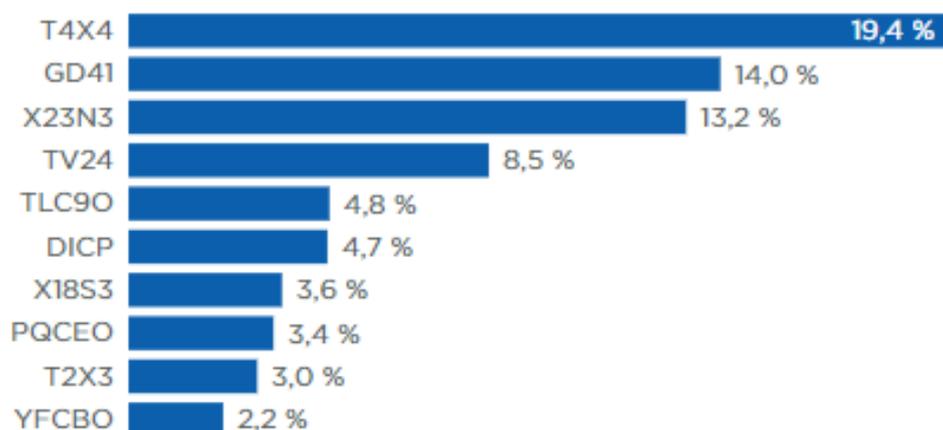
El fondo cuenta hoy con un 26% de deuda ajustada por tipo de cambio oficial. De ese total, el 16% es deuda corporativa con duración promedio de 1,1%, lo que nos deja cómodos con que más allá de que la posición no sea ganadora en el corto plazo, el evento esperado sobre el tipo de cambio está reflejado en el posicionamiento.

Consultatio Balance: composición de cartera

AUM	Duration	TNA
29,88 mil M	1,66	110,4%



Principales tenencias



Inversiones

Ajuste	Weight	Duration	TNA ARS	TNA Original
CER	46,1 %	1,02	126,6%	8,9%
USD Linked	27,8 %	1,02	65,4%	-10,7%
USD	20,3 %	4,37	115,7%	18,8%
Duales	1,9 %	0,74	95,2%	-5,1%
Badlar	1,8 %	0,31	98,3%	5,4%
Tasa Fija	1,7 %	0,00	81,1%	81,1%
Futuros ROFEX	-39,3 %			

Consultatio Balance: Performance

