



Actualizamos la recomendación del Consultatio Balance, un vehículo flexible para una coyuntura inestable

En una situación en la que los principales desequilibrios de la economía argentina aún no se estabilizaron, con una nominalidad alta e inestable, 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 la flexibilidad para posicionarse como el Consultatio Balance gana atractivo en este contexto.

En el presente documento realizamos una actualización a mar-24 sobre las principales convicciones que están por detrás del posicionamiento actual del fondo.

Las principales convicciones de mediano plazo reflejadas en el posicionamiento

Duration de curva CER: salida del cepo no será inmediata, por lo que la normalización de tasas reales será lenta...

- Apreciación real favorece aumento de exposición a CER vs USD link;
- Pendiente de la curva ofrece valor: 40% de la cartera en CER vía T2X4, TZX26 y DICP.

... aunque mantenemos nuestra visión de unificación cambiaria en el mediano plazo

- Exposición de 25% de la cartera en DLK vía bonos corporativos. Apuesta de mediano/largo plazo.

La apreciación del tipo de cambio libre y las tasas reales tan negativas nos hacen mantenernos *long* CCL

- 25% de la cartera en USD a través de instrumentos soberanos y corporativos

Consultatio Balance: un vehículo flexible para una coyuntura inestable

1. Postergación en la salida del cepo favorece CER vs USD link y posterga normalización del nivel de tasas dándole valor a la pendiente.

El régimen cambiario actual no es sostenible indefinidamente. Sin embargo, su fin o su reemplazo puede tomar algún tiempo: el levantamiento del cepo en el corto plazo luce poco cumplible. Aún con la performance muy positiva del BCRA en el MULC (compras netas desde la devaluación del 13-dic ya superaron los USD 8.500 M), las reservas todavía están en niveles muy negativos (pasaron de USD -11.200 M a un nivel cercano a los USD -4.000 M) como para poder dejar al tipo de cambio flotar libremente y/o liberar restricciones aceleradamente.

Con una inflación que viaja al 15% mensual y un ritmo del *crawling-peg* que continua en el 2% mensual, el tipo de cambio real continúa apreciándose. De hecho, el A3500 en términos reales ya se encuentra por debajo del nivel definido por el FMI como consistente con los *fundamentals* de mediano plazo, en tanto que el tipo de cambio efectivo impuesto para las exportaciones y las importaciones se acerca al nivel de referencia de forma acelerada. Además, los flujos del agro no serán tan fuertes como se preveía por la baja estimada en los rindes de la cosecha gruesa y el descenso del precio de la soja.



(*) Para el cálculo de TC exportador consideramos el detalle de cada régimen de dolar soja/agro, sin incluir retenciones. Para el de TC importador, se aplica el impuesto PAÍS.

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

Consultatio Balance: un vehículo flexible para una coyuntura inestable

Por otro lado, el actual ritmo de compras que evidencia el BCRA se sustenta en gran medida por un flujo de pagos de importaciones que aún no se vieron normalizados. El nuevo esquema de pago de importaciones (en cuatro cuotas de 25% para la mayoría de las posiciones arancelarias) está diseñado de forma tal del gobierno de empalmar aquellos pagos con el inicio de la liquidación de la cosecha, por lo que en abril comenzaremos a ver un flujo normal que podría limitar la acumulación de reservas netas por parte del BCRA.

Por último, el calendario de vencimientos en dólares al cual se enfrentará la economía en 2024 marca un punto de partida complejo. Concretamente, aun proyectando financiamiento neto de organismos multilaterales por USD 1.300 M (estimación FMI), los vencimientos de capital e intereses ascienden a USD 3.800 M a los que además hay que sumarle USD 2.000 M de deuda provincial y corporativa y USD 3.000 M de Bonares y globales. Por su parte, los desembolsos acordados con el FMI no serán suficientes para cubrir todos los vencimientos y en el neto Argentina deberá pagar USD 1.200 M.

Por estos motivos, nos inclinamos hacia un escenario de aceleración del *crawling-peg* y levantamiento progresivo de las restricciones cambiarias. En este contexto, y con acceso limitado a otras alternativas de inversión, los rendimientos de la curva CER se mantendrán artificialmente bajos por más tiempo. Es por ello que vemos en el corto plazo a los títulos CER como atractivos, en particular a los vencimientos más largos considerando que el tramo corto de la curva quedó caro en relación a la tasa libre de riesgo.

Esta convicción se expresa en el Consultatio Balance con una posición en CER que en el último tiempo ascendió a más del 40% del fondo contra una reducción de la porción dólar link más corta. La apuesta se centra puntualmente en los bonos T2X4, TZX26 y DICP.

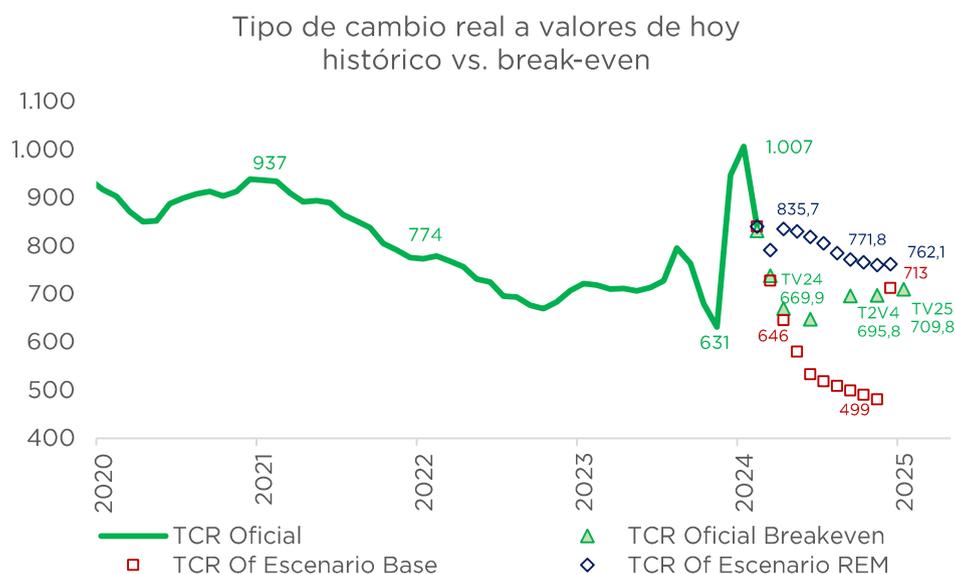
2. La reducción del riesgo de salto cambiario en el corto plazo no altera nuestra visión de unificación cambiaria en el mediano.

El mercado viene haciendo oídos sordos al ruido de la política. Quien parece entenderlo es el ministro Luis Caputo, que adquirió un rol clave en administrar las expectativas del mercado dejando en segundo plano el conflicto político actual, pero sobre todo resaltando los resultados económicos obtenidos hasta el momento.

Consultatio Balance: un vehículo flexible para una coyuntura inestable

Esto fue de especial importancia en lo que respecta al plano cambiario, con Caputo diferenciándose de quienes anticipan un salto cambiario en marzo o abril, dado el ritmo de apreciación del tipo de cambio oficial. El ministro se concentró en la desaceleración de la inflación, que según algunas estimaciones privadas trascendidas rondaría el 15% mensual durante febrero. A esto se le suma la colocación exitosa de BOPREAL: hasta aquí, el BCRA logró colocar el total de la serie 1 y 2, lo que quita presión sobre el frente externo.

En este contexto, el mercado hoy da especial crédito a las palabras de Caputo. De hecho, los precios actuales descuentan que el gobierno continuará depreciando el tipo de cambio por debajo de ritmo de inflación para moderar su traspaso a precios, al menos hasta fin de año. Suscribimos esa visión, dado que levantar el cepo es algo que luce muy difícil de lograr en el corto plazo aun asumiendo circunstancias favorables.



Esta convicción la expresamos en el Fondo Consultatio Balance con una porción en deuda soberana dólar link y duales que achicamos en el último tiempo, y actualmente se encuentra en un nivel de 25%.

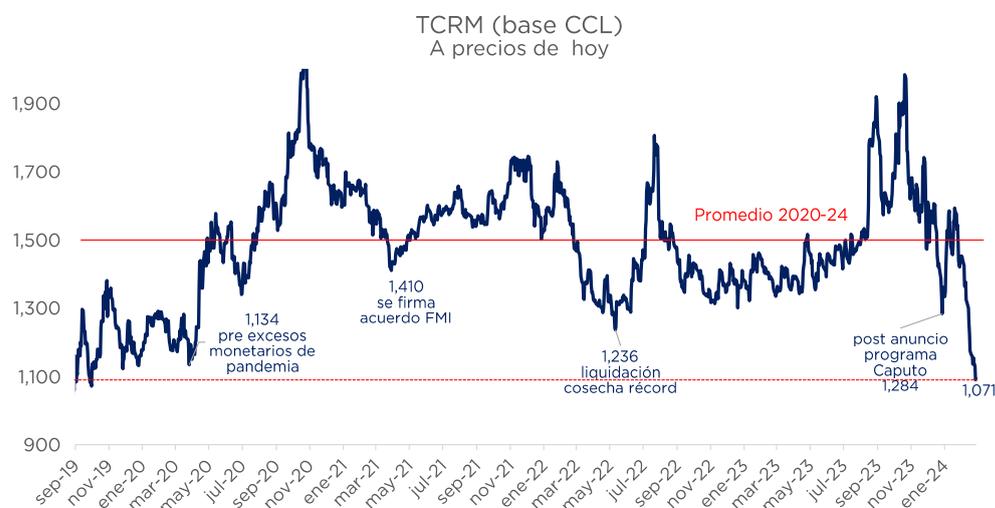
La reducción del riesgo cambiario en el corto plazo también justifica nuestra posición en corporativos dólar link, particularmente los de vencimiento en 2025 y 2026 que hoy rinden positivo y apenas menos que sus pares hard-USD.

Consultatio Balance: un vehículo flexible para una coyuntura inestable

3. La apreciación del tipo de cambio libre y las tasas reales negativas nos hacen mantenernos *long* CCL

El tipo de cambio libre ajustado por inflación local y externa alcanzó su nivel más bajo desde fines de 2019, ubicándose incluso por debajo de los momentos de mayor optimismo de los últimos 4 años. Esta performance se explica en parte por los buenos resultados que mostró el gobierno en materia fiscal en lo que va de su gestión, pero fundamentalmente por el fuerte flujo derivado del esquema “80-20”, en un contexto de liquidación récord del agro. Otros factores transitorios -como la estacionalidad del CCL y el frenazo de la actividad económica- también ayudan a explicar esta dinámica.

La corrección del tipo de cambio oficial fue el primer paso hacia el reacomodamiento de los precios relativos, pero los precios regulados continúan exhibiendo un gran atraso relativo que presionará sobre la inflación general en los próximos meses. En este contexto, no creemos que el CCL tenga mucho margen para continuar apreciándose en el corto plazo, aunque esta apuesta se enfrenta al costo de oportunidad de no hacer *carry* en pesos. La baja del CCL en las últimas semanas afectó la performance relativa del fondo, pero con estos niveles de precios nuestra expectativa es que esto se revierta en el corto plazo.



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

Consultatio Balance: un vehículo flexible para una coyuntura inestable

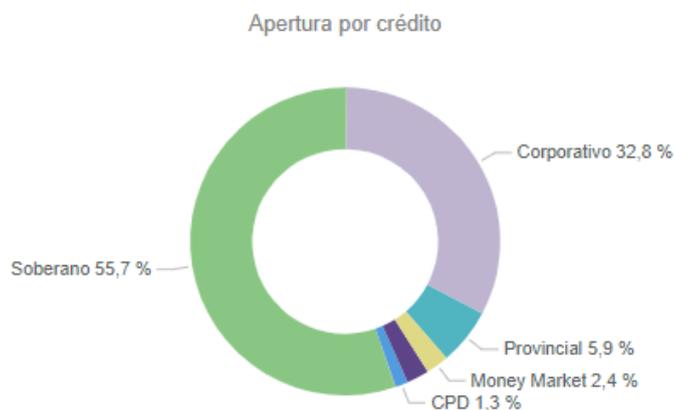
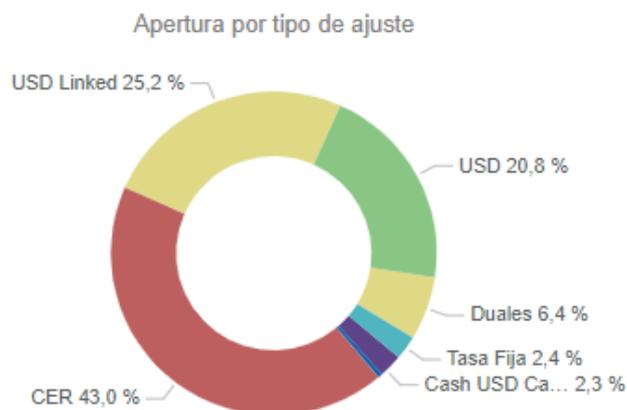
En este contexto, mantenemos nuestra exposición a CCL cercana al máximo que permite la regulación para un fondo común con cuotaparte en pesos (25%). La exposición a CCL nos sirve como amortiguador a los vaivenes a los que está expuesto el rumbo económico (y político) hoy, y por ello concentramos casi el total de la exposición en instrumentos corporativos de menor riesgo.

De hecho, los precios actuales de la curva corporativa descuentan un tipo de cambio real ajustado por CCL inferior al actual, pero con brecha positiva hasta 2028. En otras palabras, no tienen implícita una unificación cambiaria durante todo el mandato de Milei, lo que brinda mayor atractivo si, como nosotros, se espera que eventualmente el cepo se levante.

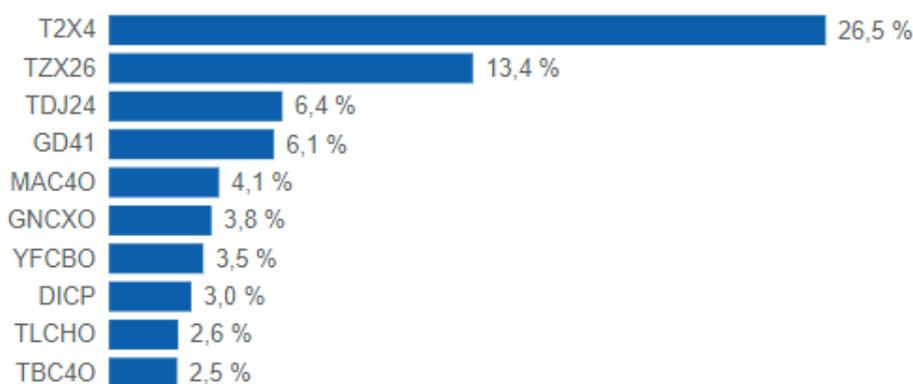


Consultatio Balance: un vehículo flexible para una coyuntura inestable

AUM	Duration	TNA
81,02 mil M	1,38	157,6%



Principales tenencias



Inversiones

Ajuste	Weight	Duration	TNAARS	TNA Original
CER	43,0 %	1,30	141,1%	-35,4%
USD Linked	25,2 %	0,98	183,6%	4,6%
USD	20,8 %	2,64	211,1%	15,3%
Duales	6,4 %	0,32	110,3%	-62,5%
Tasa Fija	2,4 %	0,00	83,1%	83,1%
Cash USD Cable	2,3 %			
Badlar	0,4 %	0,28	112,2%	3,1%
Cash USD MFP	0,0 %			

Otros: Incluye operaciones de Pase, otros activos a cobrar y pasivos a pagar.

Para la conversión de la TNA a pesos se toma en cuenta la expectativa de CER, BADLAR, tipo de cambio oficial y dólar CCL que tenemos para el resto del año.