

¿Cómo aprovechar el “Peso Squeeze”?

RESUMEN EJECUTIVO

El conjunto de medidas y novedades de la semana pasada (canje de bonos, baja de tasas y caída de la tasa de inflación) reforzó el valor que veníamos viendo en la pendiente de la curva de rendimientos de CER. Especialmente si la comparamos con una tasa en pesos corta libre de riesgo (caución).

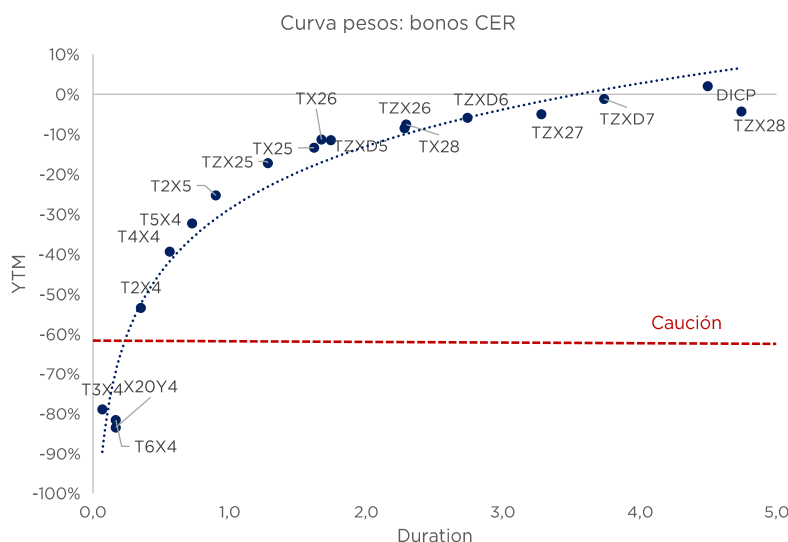
Con el nuevo set de precios, creemos que tiene sentido apostar por la *duration* en la curva CER. Este atractivo de la pendiente está directamente asociado al timing de la unificación cambiaria, que no creemos que ocurra de inmediato. Pero aún si ocurriera antes de lo que estimamos, vemos colchón suficiente en los precios como para que siga siendo atractivo.

Frente a este contexto, y con una pendiente de la curva CER que sigue siendo elevada, recomendamos tomar posición en fondo Consultatio Deuda Argentina, sea con capital propio o financiado a la rebajada tasa de caución.

José M. Echagüe
Estratega

Isaias Marini
Analista

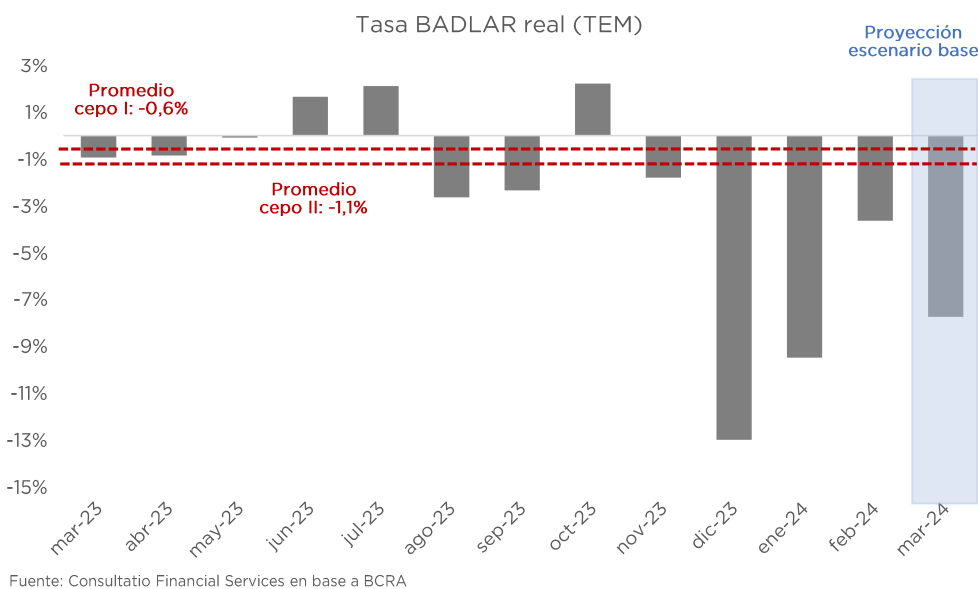
Melina Costanzo
Analista



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

El anuncio del canje, el nuevo recorte de las tasas de interés de política monetaria y el desmantelamiento del esquema de tasas de interés mínimas que regía para los plazos fijos anunciado en la previa del dato de inflación de febrero representan un nuevo capítulo del “Peso Squeeze” llevado adelante por el gobierno.

Como resultado de estas medidas, las tasas de corto plazo se desplomaron. La tasa BADLAR cayó más de 35 puntos porcentuales y medida en términos reales se tornó incluso más negativa que antes, (estimamos un -7,8% para marzo con una inflación mensual proyectada en 15%), renovando el atractivo de la pendiente de la curva CER. Un movimiento similar se produjo en las tasas de caución, con una caída desde 90% TNA a casi 70% TNA en el caso de la referencia a 1 día.



El gobierno aprovechó la compresión reciente de la brecha cambiaria para bajar las tasas y así seguir licuando los agregados monetarios, en lugar de avanzar con la eliminación de las restricciones cambiarias. Esta decisión confirma que la salida del cepo no será en el corto plazo. O alternativamente que al esquema de tasas reales negativas todavía le queda un tiempo.

Si además tenemos en cuenta que el ajuste de precios relativos (tarifas) que está en agenda tendrá un impacto muy fuerte sobre los precios regulados, la velocidad que vimos en la caída de la inflación podría aminorarse. En ese caso, el costo de fondeo de 5,9% mensual (70,5% de tasa de caución) competiría contra un CER que, como piso, rondaría el 13% mensual.

Dicho esto, seguimos viendo valor en la parte larga de la curva CER. Los títulos ajustables por CER con vencimiento desde fines de 2025 en adelante siguen teniendo espacio para beneficiarse del devengamiento (*carry*) de la inflación. O visto de otra manera, a estos precios la ampliación de rendimientos debería ser muy grande como para compensar el elevado *carry* de la inflación.

Con tasas cortas en pesos tan bajas y una desaceleración de la inflación que no será tan acelerada, la diferencia entre el costo de fondeo y el CER se profundiza. El fondo Deuda Argentina es un vehículo ideal para capturar este valor de la pendiente.

CER largo: ¿hasta cuándo?

Frente a estos precios, nos preguntamos hasta cuándo tiene sentido apostar por la *duration* de la curva CER, y la respuesta está directamente relacionada al timing de la unificación cambiaria (o relajamiento de las restricciones). A continuación, desarrollamos un ejercicio cuya idea subyacente es probar esta idea.

El mismo consiste en establecer distintos escenarios como “referencia” a los cuales ponderamos por probabilidad, y calcular el retorno de los títulos ajustables por CER para cada caso. Tomamos cuatro escenarios principales, que definimos en el siguiente cuadro.

| Escenario | Explicación |
|----------------------|--|
| Forward de mercado | Es la curva que espera el mercado para cada fecha de horizonte de análisis. Para fin de mayo, calculamos la curva fwd vs T6X4, para fin de junio contra TDJ24, julio vs T2X4, octubre vs T4X4 y noviembre vs T5X4. Es el escenario base “del mercado”. |
| Breakeven vs cash | Es la curva que iguala el retorno total de todos los bonos vs la caución. No dice mucho en el relativo de bonos, pero es de utilidad para compara el retorno vs otros escenarios. |
| Status quo | Es la curva formada por los rendimientos de cada uno de los bonos si la curva permaneciera igual. Cada bono, al ser más corto en duration, tiene el efecto del roll-down de la curva. |
| Curva de unificación | Es la curva más difícil de pensar, pero que suponemos que sería bastante más elevada en cuanto al nivel de tasas. |

Para analizar la dinámica de cada escenario, tomamos un mes “del medio” (31-oct-24). El retorno directo incorpora el devengamiento (*carry*) del índice CER en ese período sumado al de la tasa real de los bonos para igualar los rendimientos de la curva de referencia definida para cada uno de los escenarios.

| Hoy | Escenarios: exit YTM | | | | Escenarios: precios de salida | | | | Retorno Total | | | | | |
|-------|----------------------|-----------------|------------|------------|-------------------------------|-----------------|------------|------------|---------------|-----------------|------------|------------|-------------|-----------|
| | YTM | Forward mercado | BE Caución | Status Quo | Unificación | Forward mercado | BE Caución | Status Quo | Unificación | Forward mercado | BE Caución | Status Quo | Unificación | Ponderado |
| T5X4 | -30,3% | 13,9% | 73,5% | -92,8% | 35,2% | 588 | 555 | 692 | 575 | 61% | 52% | 89% | 58% | 66% |
| T2X5 | -21,9% | 16,0% | 40,5% | -57,7% | 33,2% | 704 | 662 | 897 | 674 | 62% | 52% | 106% | 55% | 69% |
| TZX25 | -15,5% | 7,6% | 14,8% | -34,4% | 32,8% | 228 | 218 | 308 | 196 | 60% | 52% | 115% | 37% | 62% |
| TX26 | -9,1% | 9,8% | 17,3% | -19,5% | 23,6% | 2428 | 2272 | 3320 | 2156 | 63% | 52% | 122% | 45% | 68% |
| TZXD5 | -8,4% | 9,6% | 14,6% | -18,2% | 20,5% | 194 | 184 | 268 | 174 | 61% | 52% | 121% | 43% | 66% |
| TZX26 | -7,1% | 5,6% | 8,5% | -8,6% | 18,0% | 267 | 254 | 338 | 219 | 60% | 52% | 103% | 31% | 56% |
| TX28 | -7,3% | 5,3% | 5,2% | -8,6% | 18,0% | 2225 | 2229 | 2953 | 1793 | 52% | 53% | 98% | 25% | 50% |
| TZXD6 | -3,6% | 7,5% | 10,3% | -7,5% | 17,8% | 185 | 175 | 254 | 151 | 61% | 52% | 122% | 31% | 61% |
| TZX27 | -5,3% | 3,1% | 4,8% | -4,2% | 15,0% | 269 | 258 | 327 | 199 | 59% | 52% | 94% | 18% | 46% |
| TZXD7 | -0,2% | 8,1% | 10,1% | -4,8% | 14,6% | 168 | 159 | 251 | 139 | 62% | 52% | 142% | 34% | 67% |
| TZX28 | 2,9% | 10,6% | 12,2% | -0,6% | 13,8% | 200 | 189 | 299 | 179 | 61% | 52% | 141% | 44% | 72% |
| DICP | 2,1% | 9,2% | 10,9% | 0,6% | 13,5% | 43780 | 41262 | 61146 | 37863 | 61% | 53% | 121% | 41% | 65% |

Los resultados para cada uno de los escenarios son:

- **Forward de mercado:** el escenario implícito en los precios evidencia que el mercado espera que el retorno de los bonos CER apenas supere al de la tasa en pesos corta libre de riesgo (ver columna 11 de la tabla), pero lo destacable en este sentido es que no espera que haya diferencia entre los vencimientos cortos y largos;
- **Status quo:** en un escenario en el que “todo se mantiene igual”, los retornos a lo largo de toda la curva más que duplican a lo esperado por el mercado (ver columna 13). En otras palabras, si se demora el levantamiento de las restricciones, la ganancia de la curva CER podría ser extraordinaria, independientemente de la *duration* de cada título;
- **Unificación cambiaria:** los resultados en este caso no lucen mal al compararlos con el rendimiento de la liquidez (ver columna 14), y tampoco hay una diferencia sustancial entre la performance de la parte corta y larga de la curva.

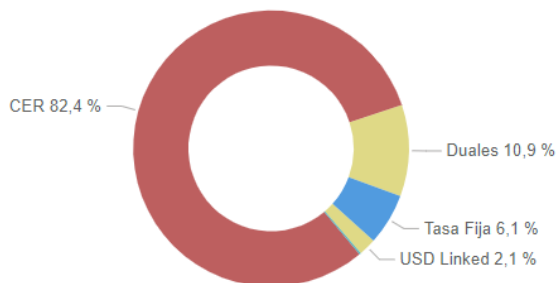
Repasados los resultados para cada caso, nuestro escenario base asigna una probabilidad mayor (50%) al escenario de unificación cambiaria combinado con una posibilidad considerable (25%) de que se mantengan las condiciones actuales, al menos por un tiempo más. En otras palabras, a pesar de la voluntad expresa del gobierno de acelerar la salida del cepo, no lo vemos como algo inmediato. De esta manera, llegamos a que los bonos CER largos son los más atractivos, con retornos que superan ampliamente al rendimiento del efectivo (ver columna 15 de la tabla).

Si además tenemos que la pendiente de la curva CER sigue siendo muy elevada, la ampliación de rendimientos de la parte larga debería ser demasiado grande como para compensar el elevado *carry* de la inflación a la hora de recibir un retorno “razonable” en pesos.

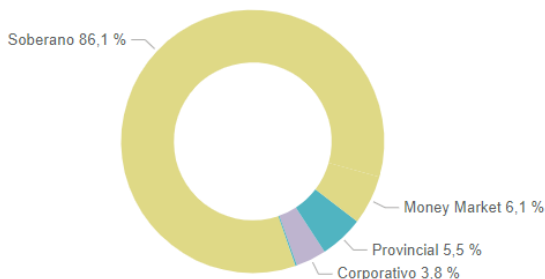
Consultatio Deuda Argentina

| | | |
|--------------------|-----------------|---------------|
| AUM | Duration | TNA |
| 46,21 mil M | 1,46 | 130,9% |

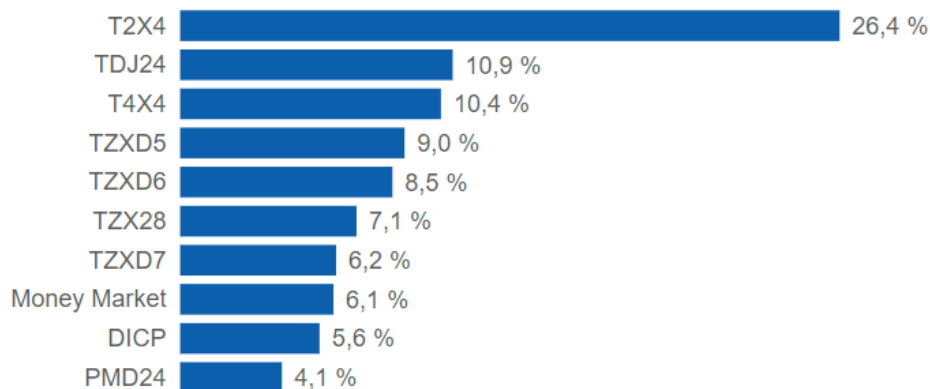
Apertura por tipo de ajuste



Apertura por crédito



Principales tenencias



Inversiones

| Ajuste | Weight | Duration | TNA ARS | TNA Original |
|----------------|--------|----------|---------|--------------|
| CER | 82,4 % | 1,72 | 139,8% | -28,0% |
| Duales | 10,9 % | 0,28 | 86,5% | -59,1% |
| Tasa Fija | 6,1 % | 0,00 | 83,3% | 83,3% |
| USD Linked | 2,1 % | 0,32 | 75,0% | 26,1% |
| Cash USD Cable | 0,2 % | | | |
| Cash USD MEP | 0,0 % | | | |
| Futuros ROFEX | -2,0 % | | | |

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.

INSTITUCIONALES & PARTNERS

Ingrid Epp
iepp@consultatioinvestments.com

INSTITUCIONALES

Martin Deluca
mdeluca@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN BANCA PRIVADA

Hernan Rodríguez
hrodriguez@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN MINORISTA

Adriana Caceres
asesores@consultatioinvestments.com

ESTRATEGIA

José Echagüe
jechague@consultatioinvestments.com

APERTURA DE CUENTA

apertura@consultatioinvestments.com

Nota de responsabilidad

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 Investments S.A es Agente de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 18 Disposición N° 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula N° 351 Resolución N° 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 47 Disposición N° 3321 de fecha 29-05-2017 , en todos los casos de la CNV. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros.

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 deasumir, 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.