



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

En el presente documento realizamos una actualización sobre las principales convicciones que están por detrás del posicionamiento, además de los movimientos recientes que reflejan la flexibilidad del fondo.

Las principales convicciones reflejadas en el posicionamiento

Mantenemos nuestra visión de que la liberación del cepo no será inmediata...

- Exposición de 48% de la cartera a CER, con apuestas puntuales en la parte media y larga de la curva.

... aunque la unificación cambiaria eventualmente llegará

- Exposición de 23% de la cartera a DLK cubierta tácticamente con posiciones vendidas en ROFEX y bonos corporativos. Apuesta de mediano/largo plazo.

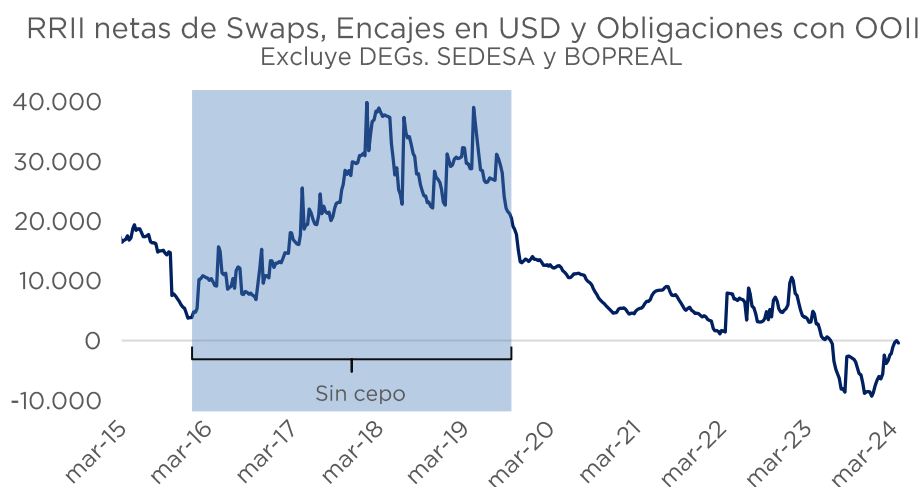
La brecha debería ampliarse previo a la unificación

- 25% de la cartera en USD a través de bopreales, instrumentos soberanos y provinciales.

Consultatio Balance: un vehículo flexible para una coyuntura inestable

1. La liberación del cepo no será inmediata, lo que retrasa la normalización de la curva CER

El régimen cambiario actual no luce sostenible en el mediano plazo. Sin embargo, seguimos pensando que su fin o su reemplazo no será inmediato. Uno de los motivos radica en que, a pesar de la buena performance del BCRA de los últimos meses (en gran medida sustentada por el desplome del pago de importaciones), desde un punto de vista histórico el nivel actual de reservas internacionales netas continúa siendo demasiado bajo como para liberar el tipo de cambio. Dicho de otra manera, con el stock actual, el BCRA tendría muy poco margen de acción frente a una eventual corrida.

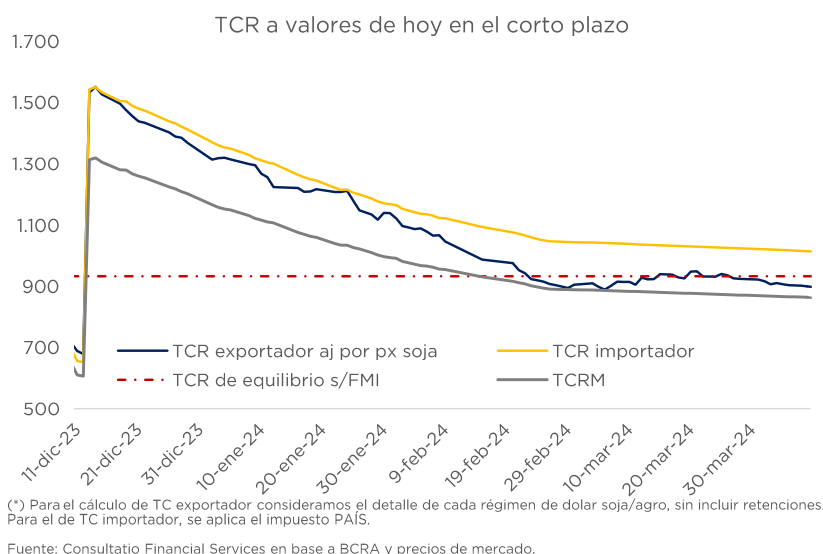


Fuente: Consultatio Financial Services en base a BCRA

Si además tenemos en cuenta que las múltiples restricciones vigentes han sido a su vez grandes aliadas para la obtención de algunos de los resultados económicos (algo que es especialmente claro en el frente fiscal, con la recaudación del impuesto PAIS), creemos que el gobierno mantendrá la política cambiaria actual, al menos en el corto plazo.

Su accionar de la última semana así lo refleja. El gobierno continúa aprovechando la compresión de brecha cambiaria para recortar tasas y profundizar el saneamiento del estado patrimonial del BCRA, en lugar de avanzar con la liberación de las restricciones cambiarias. Y aún tiene algo de espacio para hacerlo: la desaceleración de la inflación registrada en febrero y profundizada en marzo ha puesto un piso a la velocidad de apreciación real del tipo de cambio.

Consultatio Balance: un vehículo flexible para una coyuntura inestable



En este contexto, y con acceso limitado a otras alternativas de inversión, la normalización de la pendiente de la curva CER se posterga en el tiempo y los títulos con vencimientos más largos siguen teniendo espacio para beneficiarse del *carry* de la inflación.

Hace ya un mes esta convicción nos llevó a participar con 15% del Consultatio Balance en el canje de deuda 2024. Precisamente, aprovechamos el anuncio para vender nuestra posición en TZX26 al bid del BCRA y comprar TX24 con un premio de entre 3% y 4%, para luego entrar al canje. La apuesta resultó exitosa con una performance de la canasta de la licitación casi 5pp por encima de la del TZX26 desde aquel entonces.

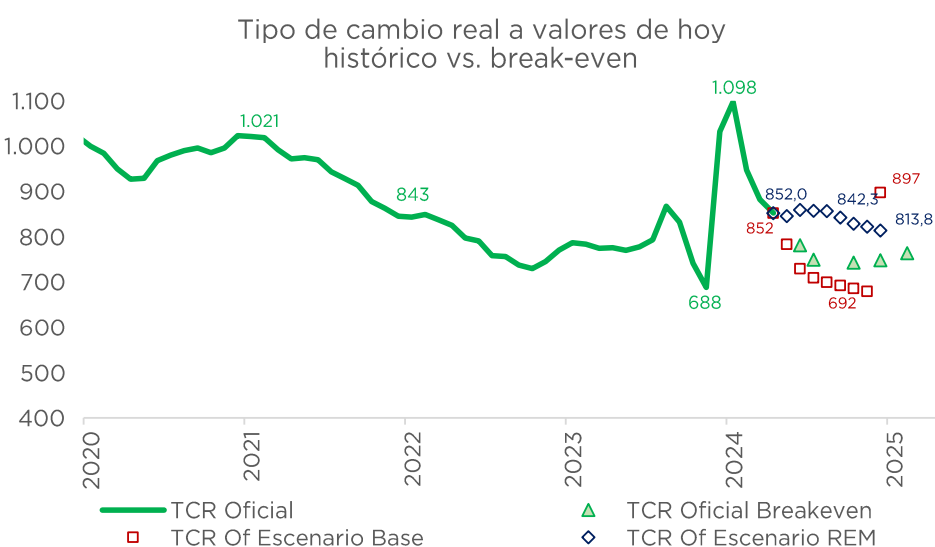
De la misma manera, incrementamos nuestra posición en el bono TX26, que dados los precios actuales resulta especialmente atractivo. Sus amortizaciones anticipadas le dan aún más valor si consideramos que permitirían reinvertir a una tasa más alta hacia fin de 2024.

En resumen, nuestra visión optimista con la parte larga de la curva CER se expresa en nuestro fondo Consultatio Balance con una exposición a CER de casi 50%, centrada puntualmente en los bonos T2X4 y TX26.

Consultatio Balance: un vehículo flexible para una coyuntura inestable

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

Hasta aquí, el mercado descuenta que el gobierno continuará depreciando el tipo de cambio oficial por debajo del ritmo de la inflación para moderar su traspaso a precios, al menos hasta fin de año. Dado que el levantamiento del cepo luce poco cumplible en lo inmediato, suscribimos esta visión y preferimos los títulos ajustables por CER antes que dólar link.



Esta convicción la expresamos en el Fondo Consultatio Balance con una porción en deuda soberana dólar link y duales que achicamos, y actualmente se encuentra en un nivel de 23% de la cartera.

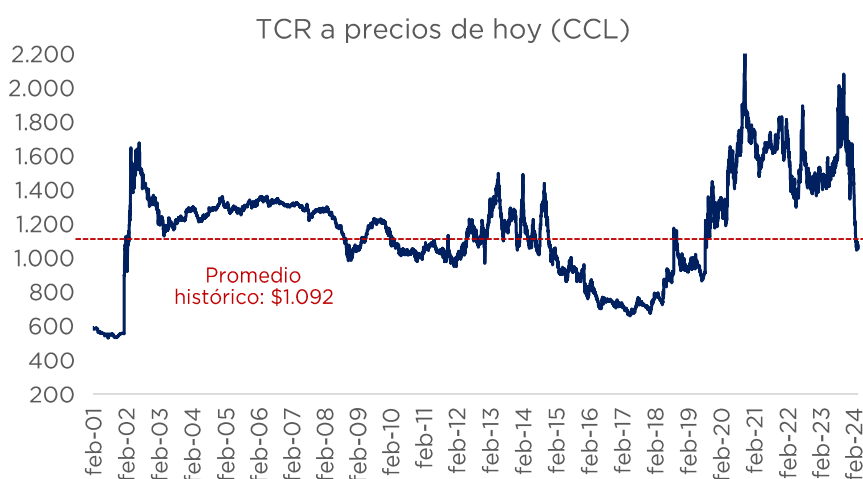
La apuesta de “status quo” en el régimen cambiario justifica nuestra posición en títulos corporativos con vencimiento en 2025 y 2026, que hoy rinden positivo y apenas por debajo de sus pares hard-USD por lo que no descuentan unificación cambiaria.

Ahora bien, los bonos corporativos no tienen buen *carry* en el corto plazo, por lo que decidimos profundizar hasta 25pp del fondo nuestra posición vendida en el contrato de dólar futuro a un mes. La estrategia se llevó a cabo en un momento en que el contrato de abril descontaba una depreciación de 5,0% mensual o, lo que es lo mismo, un precio del dólar futuro de \$912/913 cuando hoy se encuentra casi \$30 por debajo.

Consultatio Balance: un vehículo flexible para una coyuntura inestable

3. La brecha debería ampliarse previo a la unificación

El tipo de cambio libre ajustado por inflación local y externa se mantiene estable en su nivel más bajo de los últimos 5 años, incluso ubicándose por debajo de los momentos recientes de mayor optimismo. Esto se explica en gran medida por los buenos resultados que ha mostrado hasta aquí el gobierno en materia económica, aunque la fuerte liquidación del agro bajo el esquema “80-20” fue una condición necesaria.



Dicho esto, no creemos que el CCL tenga mucho espacio para continuar apreciándose en el corto plazo. En particular, considerando que el gobierno tiene aún algunas “cuentas pendientes” por resolver, como por ejemplo el gran atraso de los precios regulados.

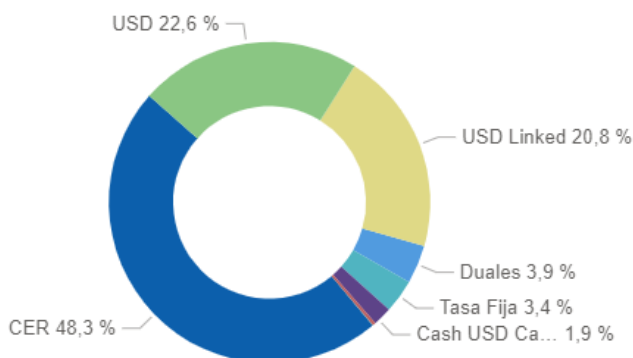
Por ello, mantenemos nuestra exposición a CCL cercana al máximo (25%) que permite la regulación para un fondo con cuotaparte en pesos. Si bien nos enfrentamos al costo de oportunidad de hacer *carry* en pesos, esta apuesta nos permite amortiguar el efecto de la posible inestabilidad a la que está expuesta la coyuntura local.

La visión más cautelosa también justifica nuestra rotación desde títulos corporativos hard-USD a los diferentes strips del Bopreal serie 1, donde vemos especial valor por ser utilizable para la cancelación de impuestos (put AFIP). Este beneficio reduce su riesgo de default.

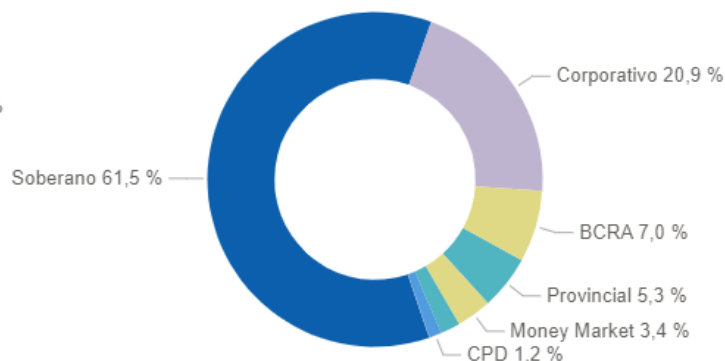
Consultatio Balance: un vehículo flexible para una coyuntura inestable

AUM	Duration	TNA
92,13 mil M	1,66	102,9%

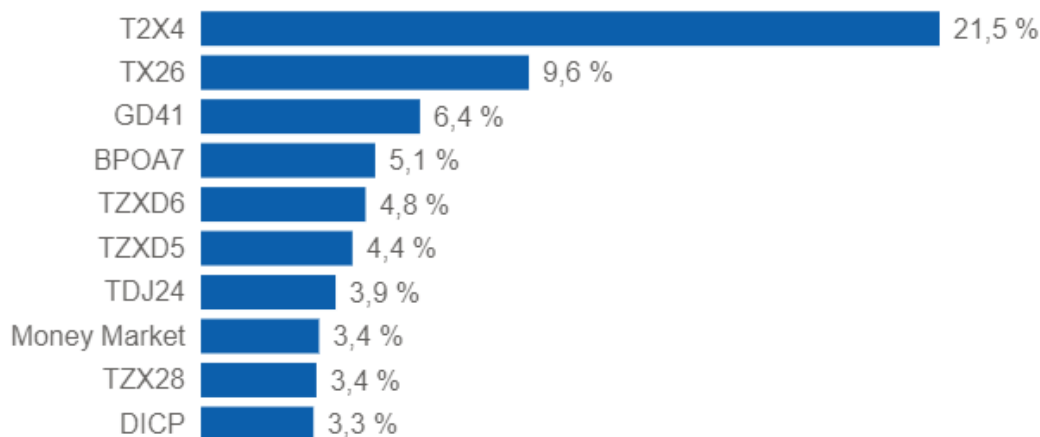
Apertura por tipo de ajuste



Apertura por crédito



Principales tenencias



Inversiones

Ajuste	Weight	Duration	TNA ARS	TNA Original
CER	48,3 %	1,57	93,3%	-28,2%
USD	22,6 %	2,85	133,0%	16,8%
USD Linked	20,8 %	1,21	114,3%	6,5%
Duales	3,9 %	0,21	83,5%	-49,6%
Tasa Fija	3,4 %	0,00	83,8%	83,8%
Cash USD Cable	1,9 %			
Badlar	0,3 %	0,43	73,4%	2,2%
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.