



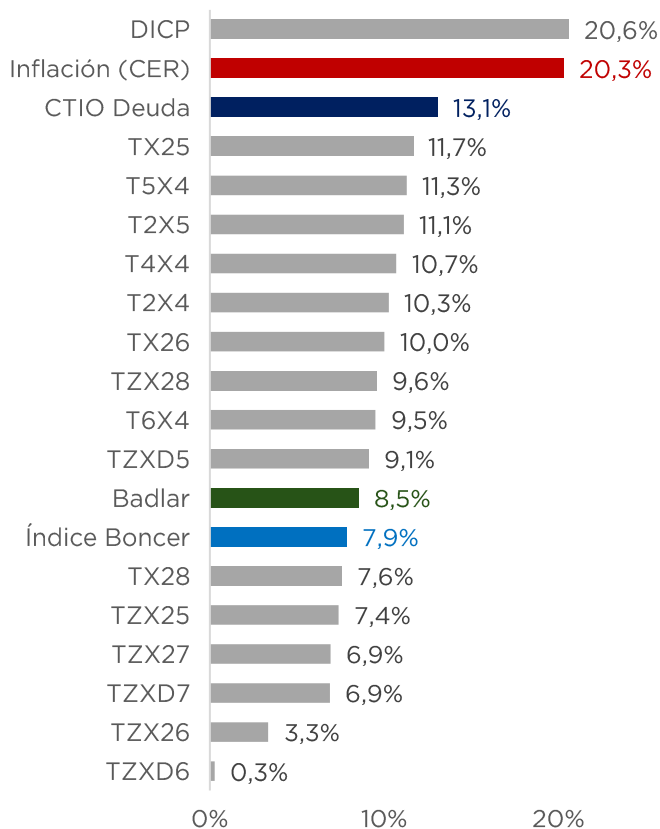
## Consultatio Deuda Argentina: actualizamos y reforzamos la recomendación del vehículo para captar el valor de la curva CER

Frente a un contexto renovado en términos fundamentales y técnicos, la pendiente de rendimientos de la curva CER vuelve a ser atractiva y el fondo Consultatio Deuda Argentina se presenta como el instrumento ideal para reflejar esta visión.

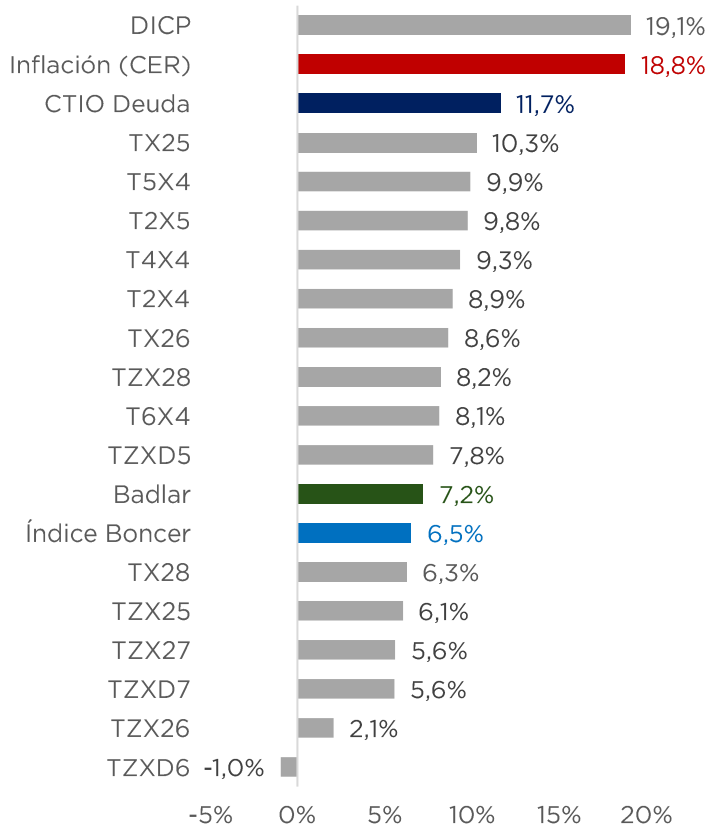
En el presente documento revisamos cuáles son las principales convicciones detrás del posicionamiento actual del fondo.

*A estos niveles de precios, la pendiente de rendimientos de la curva CER renueva su atractivo*

Retorno total: 7-may vs 19-mar



Retorno total en USD: 7-may vs 19-mar



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

## Consultatio Deuda Argentina: el vehículo para captar el valor de la curva CER

---

El 19-mar publicamos un investment case de nuestro fondo Consultatio Deuda Argentina donde recomendamos tomar posición sea con capital propio o con la rebajada tasa de caución. Aún con tasas en mínimos históricos, observamos que tenía sentido apostar por la *duration* en la curva CER en un escenario en el que la unificación cambiaría quedaba postergada. Los riesgos eran dos: i) una salida anticipada del cepo y ii) una desinflación más rápida de lo estimado.

Desde entonces, con lo fiscal “encaminado” se materializó un escenario de desinflación más pronunciada y el BCRA continuó profundizando su estrategia de licuación. El impacto sobre los precios de mercado fue importante: los bonos en pesos tuvieron varias jornadas negativas y el segmento CER experimentó pérdidas a lo largo de toda la curva, devolviendo parte de las subas de lo que va del año. Como contraste a esta reacción, las lecaps evidenciaron una muy buena performance.

El desempeño de la curva CER ha sido bueno en términos acumulados y el fondo Consultatio Deuda Argentina leyó perfectamente la coyuntura con una performance de +13,1% en pesos y +11,7% en dólares (ver gráfico de la portada). El *trade* se benefició en dos sentidos: supo aprovechar el atractivo de la pendiente de rendimientos de la curva mientras se benefició de la apreciación real del tipo de cambio.

A partir del cambio de precios e incorporando las novedades recientes nos preguntamos si sigue teniendo sentido apostar por los títulos ajustables por CER. La respuesta es afirmativa: la idea de inversión sigue siendo atractiva. Su *rationale* está ligado a un conjunto de razones fundamentales y técnicas que analizamos a continuación.

## Consultatio Deuda Argentina: el vehículo para captar el valor de la curva CER

---

### 1. Profundizar la licuación monetaria (extender el cepo):

Por tercera vez en el último mes, el BCRA sorprendió con un recorte de la tasa de interés de política monetaria con el objetivo de profundizar el saneamiento de su estado patrimonial. Como resultado, la tasa de interés en términos reales se tornó menos negativa (-2,6% mensual asumiendo una inflación de 7% en mayo) dado el desplome de las expectativas de inflación.

Con esta medida el BCRA se asegura una reducción real de sus pasivos mediante un traspaso del stock de pesos desde pases a títulos del Tesoro. Con acceso limitado a otras alternativas de inversión, la pendiente de rendimientos de la curva CER renueva su atractivo.

Lo relevante en este sentido es la señal de que el gobierno continúa aprovechando los desequilibrios de la coyuntura actual para atender otros frentes, posponiendo la eliminación de las restricciones cambiarias vigentes. Esta decisión confirma que la salida del cepo sigue estando lejana. O visto de otra manera, que con la licuación como eje central de la estrategia oficial, al esquema de tasas reales negativas le queda más tiempo.

### 2. La desinflación será más lenta de aquí en más:

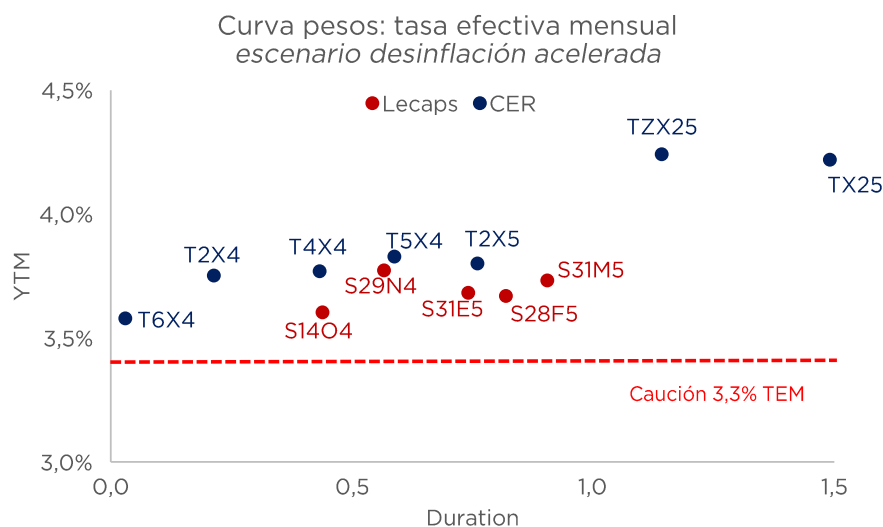
En términos de inflación la estrategia oficial mostró resultados muy pronto. Los datos preliminares de abril rompieron el piso de los dos dígitos mensuales y mayo promete ser también un mes bueno. En particular, en abril la inflación de CABA alcanzó el 9,8% mensual con alimentos viajando a un 5,1% mensual.

Pero si tenemos en cuenta que la recomposición de los precios relativos (especialmente los regulados) aún no terminó, la velocidad en la caída de la inflación que vimos hasta aquí podría ser más lenta. En ese caso, la inflación implícita en los precios de la deuda CER vs otras referencias de mercado luce optimista, dejando atractivas las tasas ajustadas por inflación.

---

## Consultatio Deuda Argentina: el vehículo para captar el valor de la curva CER

El desplome de las expectativas inflacionarias desafía esta visión, pero incluso asumiendo un escenario más optimista los títulos CER le ganan a la tasa fija. Los resultados presentados en el siguiente gráfico lo dejan en evidencia.



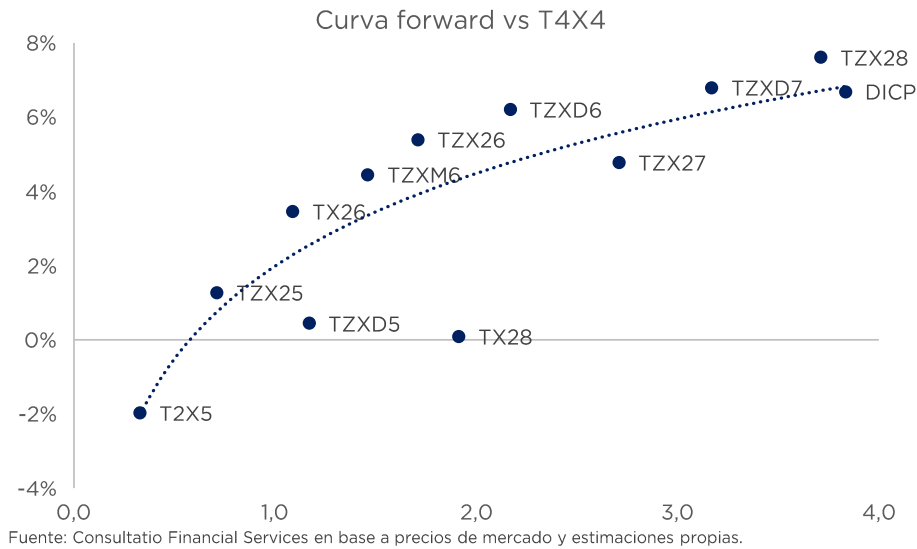
En un escenario donde la inflación del segundo semestre es del 4% promedio mensual y la del 2024 termina en 132,6% anual, los bonos CER presentan retornos al vencimiento que superan a los de las lecaps.

### 3. El ajuste de precios dejó al tramo medio y largo en niveles atractivos:

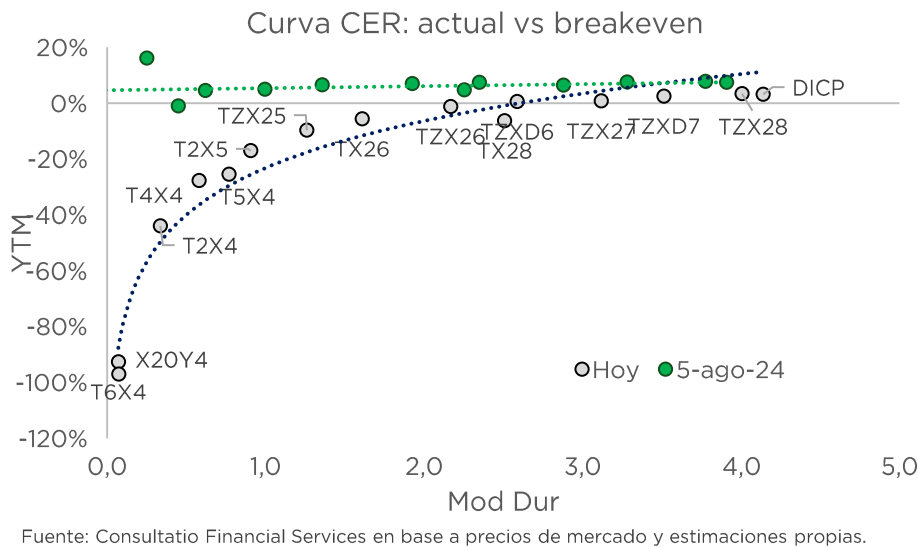
La corrección de los precios de mercado como respuesta a la rápida desinflación dejó a los vencimientos medios y largos de la curva CER en valores atractivos. En algunos casos incluso volvimos a ver rendimientos positivos. A nuestro entender, el *trade* de la desinflación parece haber ido demasiado lejos.

El escenario implícito en los precios evidencia que el mercado espera que a oct-24 (momento en el que la liberación del cepo se vuelve más probable) los bonos 2025/26 se encuentren rindiendo positivo, en un nivel de entre 4% y 6%. Por ello es que creemos que los rendimientos aún tienen espacio para comprimir.

## Consultatio Deuda Argentina: el vehículo para captar el valor de la curva CER



Esta visión se refuerza si además consideramos que la ampliación de rendimientos de los vencimientos medios y largos debería ser demasiado grande (alcanzar un nivel de aproximadamente 7%) para que su retorno iguale el de la tasa libre de riesgo, algo que parece poco probable para los próximos tres meses.

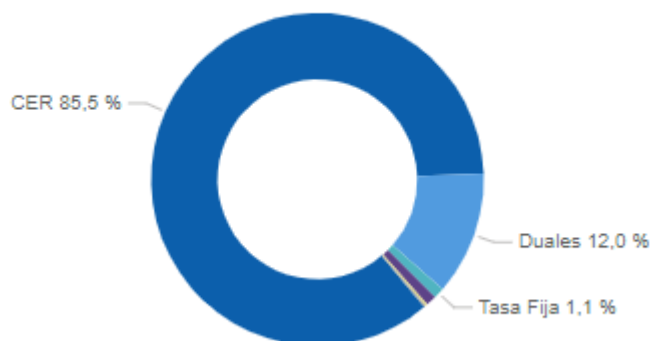


Frente a estos precios es que vemos al Consultatio Deuda Argentina como un vehículo especialmente atractivo para capturar el valor de la pendiente, aun a pesar de la rápida desinflación.

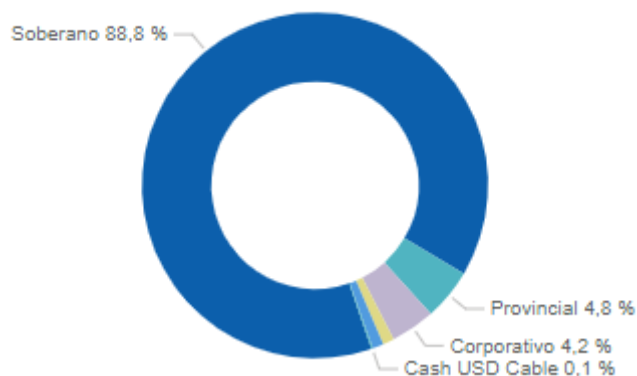
## Consultatio Deuda Argentina: el vehículo para captar el valor de la curva CER

<b>AUM</b>	<b>Duration</b>	<b>TNA</b>
61,60 mil M	1,33	78,8%

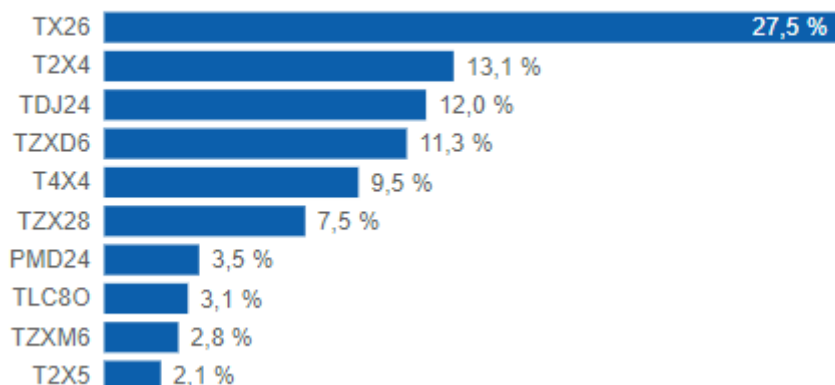
Apertura por tipo de ajuste



Apertura por crédito



Principales tenencias



Inversiones

Ajuste	Weight	Duration	TNA ARS	TNA Original
CER	85,5 %	1,54	81,8%	-12,4%
Duales	12,0 %	0,14	45,6%	-51,3%
Tasa Fija	1,1 %	0,00	83,7%	83,7%
USD Linked	0,2 %	1,24	28,3%	7,3%
Cash USD Cable	0,1 %			
Cash USD MEP	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.