



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

La curva CER ya salió del cepo

- 43% de la cartera en CER vía instrumentos del tramo medio.

Nos anticipamos al riesgo cambiario de cara al segundo semestre

- Exposición de 16% de la cartera en USD-L vía bonos corporativos. Apuesta de mediano y largo plazo.

Posicionamiento táctico

- 15% del fondo en Lecaps cortas.

Riesgo de ampliación de la brecha se profundiza en el segundo semestre

- 24% de la cartera en USD a través de bopreales, instrumentos soberanos y provinciales.

Consultatio Balance: un vehículo flexible para una coyuntura inestable

1. La curva CER ya salió del cepo

La rotación del mercado hacia dólar link y Lecaps dejó a los títulos ajustables por CER en valores atractivos. A partir de este *repricing*, vemos a los bonos CER como los que más valor ofrecen entre las distintas curvas soberanas y reflejamos esta visión en el fondo con una exposición de casi 40% a CER que se concentra principalmente en los vencimientos de 2026.

Los motivos fundamentales detrás de esta convicción son dos: i) el gobierno ratificó nuevamente el *status quo* cambiario (crawling + cepo), lo que posterga la unificación; y ii) la recomposición de los precios regulados pone un piso a la desinflación, que según estimaciones privadas ya se evidencia en el registro de junio.

Aunque todavía sea incierto el momento, nuestra visión es que la unificación cambiaria finalmente sucederá (es un objetivo explícito del gobierno). Tiene sentido entonces preguntarse “dónde irá” la curva CER en ese escenario. Para ello, tomamos como referencia las curvas de títulos ajustables por inflación de distintos países de la región, que ilustramos en el siguiente cuadro.

Bonos a 10 años atados a la inflación: países de la región

País	Tasa real 10 años	Últimos 2 años		
		Prom	Máx	Min
Brasil	6,52%	5,90%	6,52%	5,18%
Colombia	5,60%	5,30%	6,70%	4,09%
México	5,29%	4,72%	5,59%	3,86%
Chile	3,06%	2,32%	3,41%	1,55%
Uruguay	3,30%	3,35%	3,75%	3,02%
Perú	3,37%	3,57%	4,80%	2,04%
En lo que va del año				
Argentina Unifica	8,30%	2,37%	7,55%	-3,00%

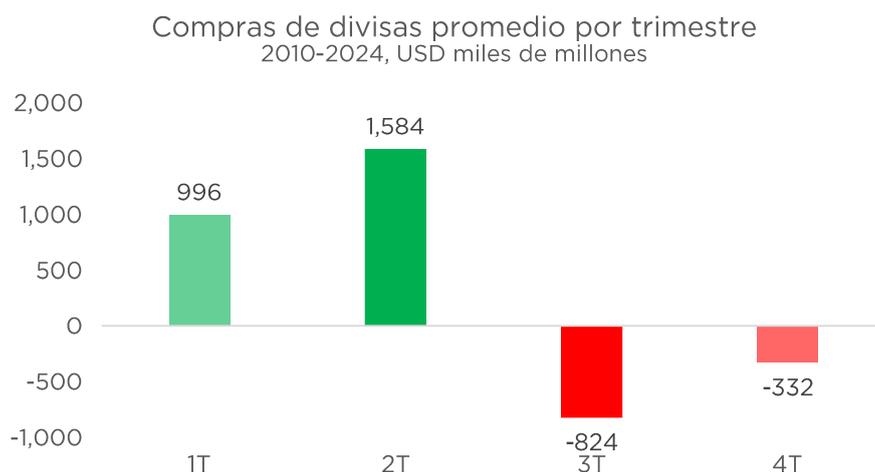
Fuente: Consultatio Financial Services en base a precios de mercado.

Consultatio Balance: un vehículo flexible para una coyuntura inestable

Lo que vemos es que -con la tradicional excepción de Brasil- las tasas reales del tramo largo de nuestros pares de la región no son tan elevadas vs Argentina. Es un dato a tener en cuenta ya que nuestros vecinos cuentan con regímenes cambiarios más flexibles y cuentas de capital más abiertas. Esto sugiere que la tasa real local de largo plazo no debería estar demasiado lejos del nivel actual (+100/150 pbs), algo que se refuerza si suponemos que el riesgo país caería a un nivel de 800 pbs post unificación y que los *fundamentals* mejorarían. Dicho de otra manera, en el caso de que la unificación se siga posponiendo, las tasas de la parte larga de la curva CER aún tienen espacio para comprimir.

2. Nos anticipamos al riesgo cambiario de cara al segundo semestre

El frente externo se posiciona nuevamente como fuente de incertidumbre con el fin de la liquidación de la cosecha gruesa, y al BCRA se le hará cada vez más difícil seguir acumulando reservas. Los datos de los últimos 15 años evidencian que, en promedio, el BCRA fue vendedor neto por más de USD 800 M y USD 300 M durante el tercer y cuarto trimestre. Esto no es insignificante, ya que el nivel de reservas internacionales es un factor clave para la transición del régimen cambiario.

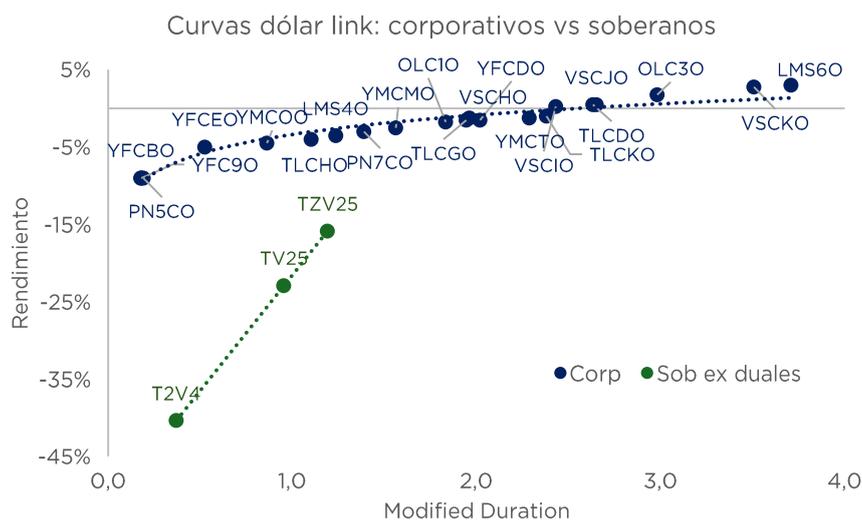


Fuente: Consultatio Financial Services en base a BCRA

Por el momento, los anuncios recientes dejan en evidencia que el gobierno básicamente cree que la forma de resolver el frente externo (salir del cepo) es acelerando la normalización del monetario y el fiscal. En otras palabras: el gobierno se mostró más inclinado a mantener el *status quo* en el frente cambiario, al menos hasta que finalice lo que denominó la “fase dos” del programa económico.

Consultatio Balance: un vehículo flexible para una coyuntura inestable

Esta interpretación oficial no terminó de convencer al mercado. La demanda de activos de cobertura fue muy clara: los bonos soberanos dólar link rebotaron 3,6% en la última semana y el segmento corporativo hizo lo propio por 2,8%. Incluso tras el *rally* creemos que la curva dólar link aún tiene espacio para comprimir. Esto es especialmente cierto para los títulos corporativos de primera línea, que todavía rinden bien por encima de sus pares soberanos.



A estos precios y frente a un escenario en el que la acumulación de reservas internacionales del BCRA empeora por factores principalmente estacionales, el fondo Consultatio Balance cuenta con una exposición a títulos corporativos dólar link cercana al 16,0%.

3. Posicionamiento táctico

El avance del gobierno en el saneamiento del BCRA resultó en una curva de Lecaps que es cada vez más líquida, poblada y con una amplitud de vencimientos significativa.

Esta novedad tiene varias consecuencias atractivas desde el punto de vista de la gestión activa, que podemos resumir en: i) tasas de referencia más altas; ii) liquidez ampliada; y iii) la posibilidad de una administración activa dentro de ese segmento.

Consultatio Balance: un vehículo flexible para una coyuntura inestable

Aprovechando estas virtudes y la euforia del mercado por este *asset class*, el Consultatio Balance cuenta con una posición de 15,0% del fondo en vencimientos más bien cortos (ago-24 y sep-24) que se encuentran actualmente en niveles atractivos.

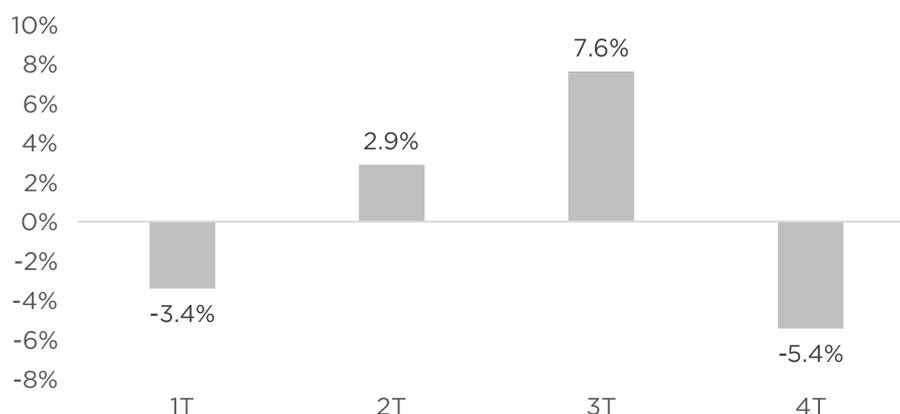
Finalmente, un detalle no menor: el rendimiento real de estos activos de bajo riesgo dejó de ser negativo en términos reales y su mecanismo de fijación de precios a futuro será sobre bases de mercado.

4. Riesgo de ampliación de la brecha se profundiza en el segundo semestre

Si bien la ampliación de la brecha cambiaria se materializó antes de lo esperado, lo cierto es que nos encontramos bien posicionados. Hacia adelante, no creemos que haya espacio para que vuelva a los mínimos de 20,0% y mantenemos nuestra exposición cercana al máximo regulatorio (25,0%) permitido para un fondo con cuotaparte en pesos.

Nuestro principal argumento es de valuación: el tipo de cambio libre en términos reales continúa por debajo de los niveles recientes de mayor optimismo, incluso tras la suba de las últimas semanas. Si además tenemos en cuenta que el segundo semestre es históricamente complicado en términos estacionales, este nivel luce poco representativo.

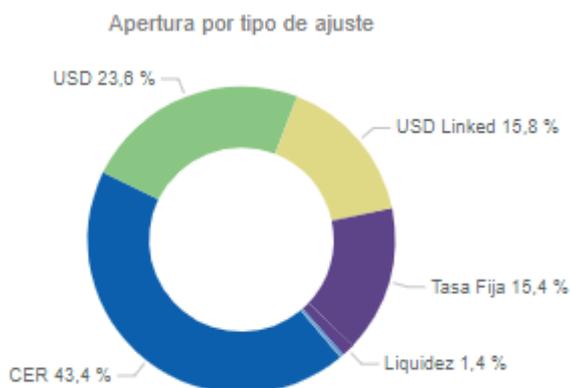
Variación trimestral del TCR al CCL
promedio 2011-24, años con cepo



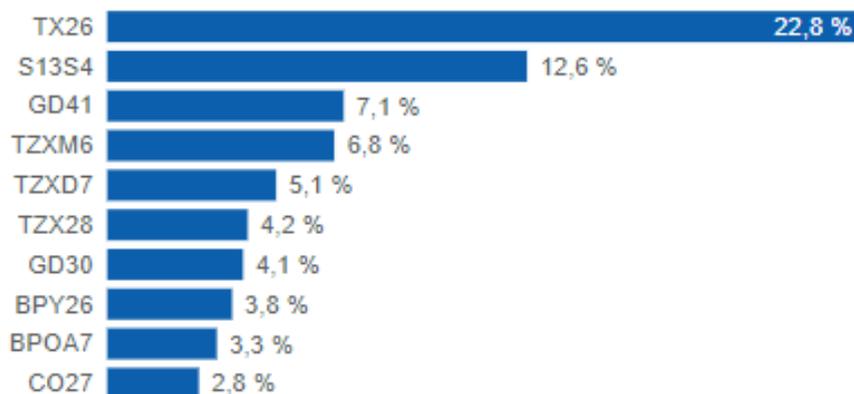
Fuente: Consultatio Financial Services en base a BCRA y precios de mercado

Consultatio Balance: un vehículo flexible para una coyuntura inestable

AUM	Duration	TNA
99,49 mil M	1,70	59,8%



Principales tenencias



Inversiones

Ajuste	Weight	Duration	TNA ARS	TNA Original
CER	43,4 %	1,93	49,4%	5,7%
USD	23,6 %	2,66	51,3%	19,6%
USD Linked	15,8 %	1,34	26,9%	-1,4%
Tasa Fija	15,4 %	0,12	51,3%	51,3%
Liquidez	1,4 %	0,01	66,8%	66,8%
Cash USD Cable	0,3 %			
Badlar	0,1 %	0,83	39,9%	5,2%
Cash USD MFP	0,0 %			

Otros: incluye operaciones de Fase, 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.