



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

Frente al aplanamiento de la curva CER, mantenemos exposición y rotamos al tramo medio

- 49% de la cartera en CER vía instrumentos del tramo medio.

La desinflación tiene algo más para dar

- Exposición de 16% del fondo en Lecaps cortas.

Aunque el *timing* es incierto, la unificación sucederá

- 15% de la cartera en USD-L corporativos cubierta con una posición vendida en ROFEX. Apuesta de mediano y largo plazo.

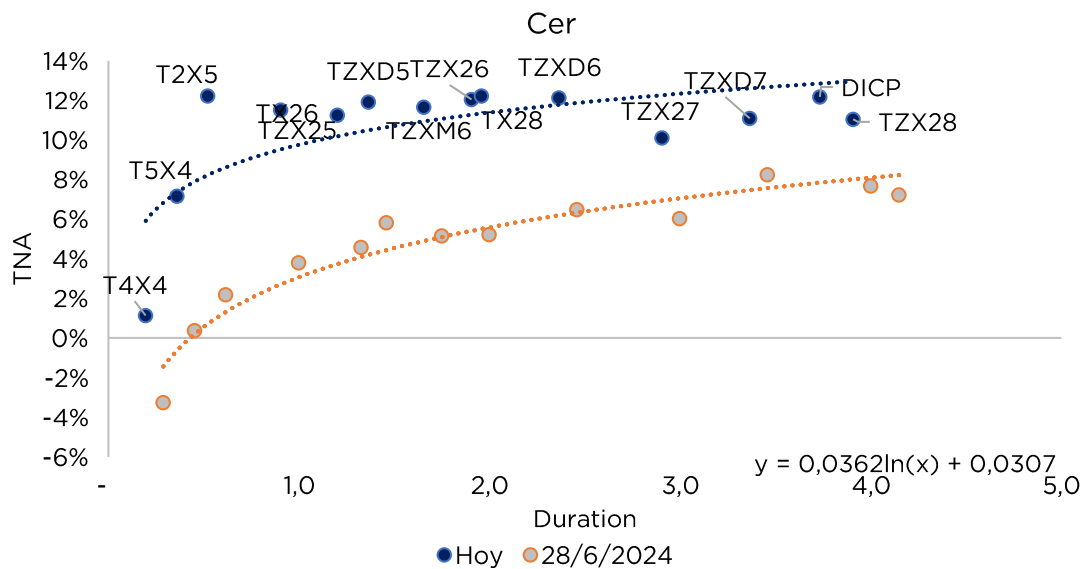
La baja de la brecha cambiaria puede ser transitoria

- 18% de la cartera en USD a través de instrumentos soberanos, bopreales y provinciales.

Consultatio Balance: un vehículo flexible para una coyuntura inestable

1. Frente al aplanamiento de la curva CER, mantenemos exposición y rotamos al tramo medio

La rotación del mercado hacia Lecaps dejó a los títulos ajustables por CER en valores muy atractivos: la curva se aplanó y ya rinde alrededor de 10% promedio. La corrección de precios como respuesta a la desinflación dejó a este segmento como el que más valor ofrece entre las distintas curvas soberanas y reflejamos esta convicción como la principal apuesta del fondo con una exposición de casi 50% a CER, concentrada principalmente en los vencimientos de 2026.

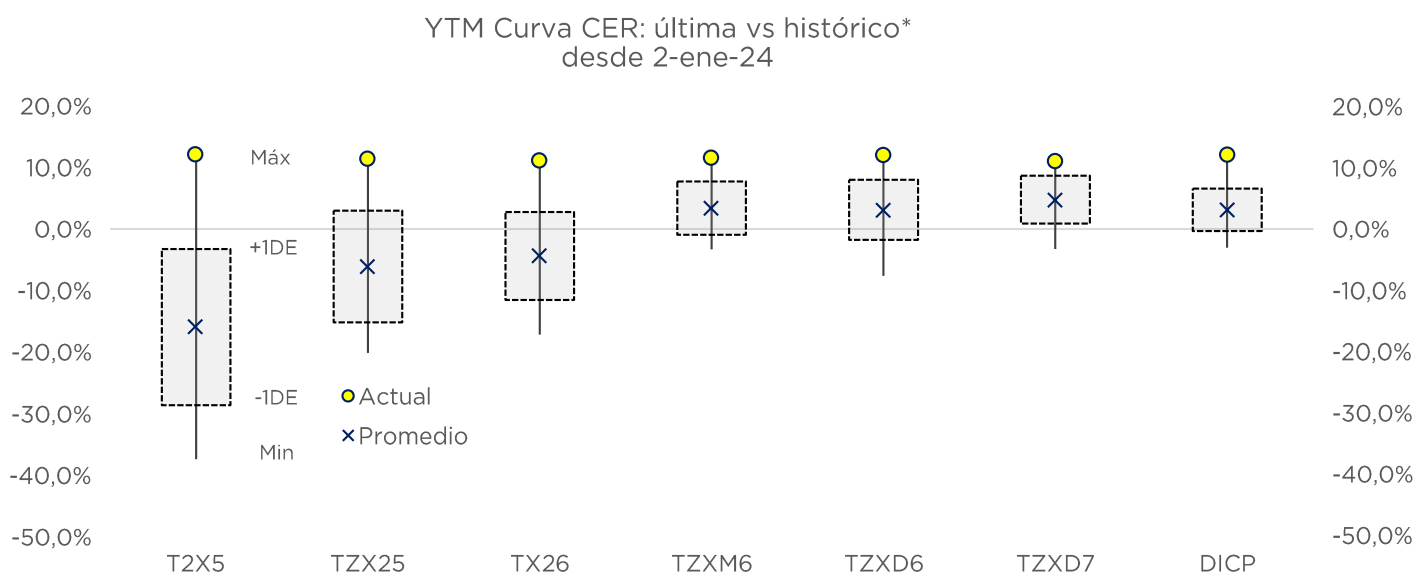


Los precios actuales parecen compatibles con un entorno de menores restricciones cambiarias o una economía que directamente ya salió del cepo. Esto es claro si comparamos la tasa real local de largo plazo con aquella de nuestros países vecinos, que cuentan con regímenes cambiarios y cuentas de capital más abiertas.

Consultatio Balance: un vehículo flexible para una coyuntura inestable

La curva CER también luce atractiva vs la de Lecaps. El diferencial (*breakevens*) entre ambas anticipa una desinflación para fin de año que juzgamos demasiado agresiva (1,5% en diciembre).

Por último, cuando miramos en perspectiva histórica estos rendimientos vemos que se encuentran en niveles máximos y bien alejados de su promedio histórico, sobre todo en el caso de los vencimientos medios (2026).



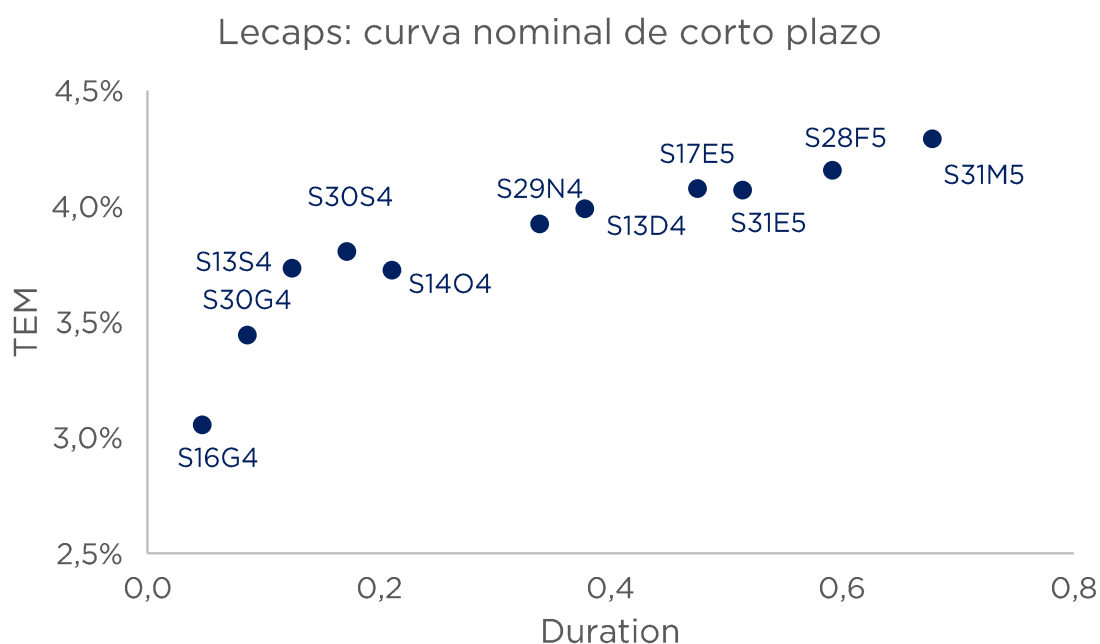
2. Lecaps: La desinflación tiene algo más para dar

El último comunicado del BCRA deja en evidencia que el principal objetivo del gobierno es eliminar la inflación asumiendo el costo que deba asumirse en términos de nivel de actividad y relegando la meta de acumulación de reservas internacionales.

Consultatio Balance: un vehículo flexible para una coyuntura inestable

Desde los niveles actuales la desaceleración de la inflación aún tiene más para dar en el corto plazo. Los resultados de junio sorprendieron y los datos preliminares de julio también prometen un mes bueno. En particular, algunas de las proyecciones privadas apuntan a una inflación general que ya viaja al 2,4% mensual y una núcleo que hace lo propio por 2,0%.

La exposición de 16,0% en Lecaps cortas (sep-24) refleja la confianza en la desinflación de corto plazo. Para un plazo mayor, privilegiamos la exposición a CER porque juzgamos que los *breakevens* incorporan una desinflación demasiado optimista para los meses siguientes.

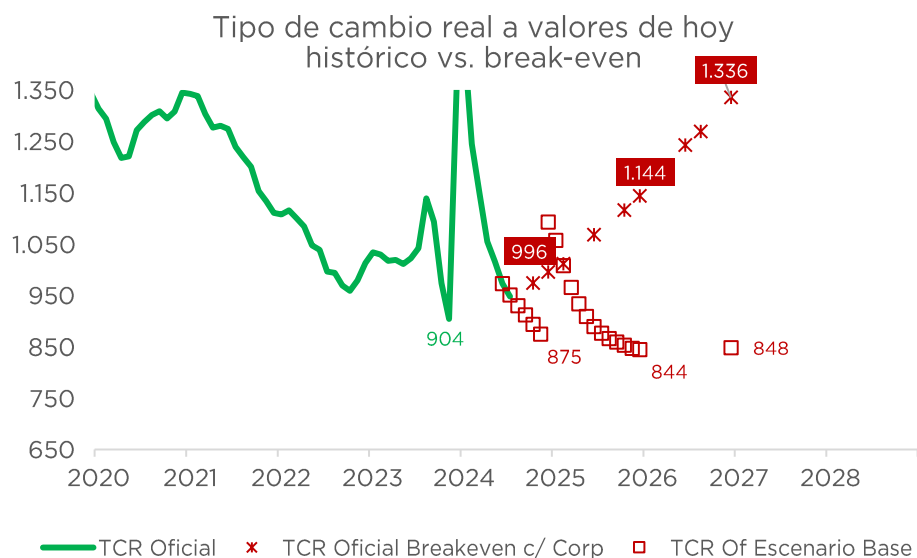


Fuente: Consultatio Financial Services en base a precios de mercado.

3. Aunque el timing es incierto, la unificación sucederá

El inicio del segundo semestre y las últimas medidas condicionan la capacidad del BCRA de acumular reservas. El mercado espera entonces definiciones en el frente cambiario. Con una agenda que se diferencia de la oficial, el mercado de títulos dólar link corporativos descuenta que el tipo de cambio oficial se depreciará por encima de la inflación en los próximos meses.

Consultatio Balance: un vehículo flexible para una coyuntura inestable



Nuestra expectativa es que el tipo de cambio se siga apreciando al menos en los próximos meses (crawl 2% e inflación superior) y que el escenario que el mercado anticipa en los precios se materialice recién a fin de año (unificación/corrección cambiaria). Las medidas anunciadas en las últimas semanas confirman nuestra visión, que se ve reforzada por el hecho de que la inflación nula (condición que estableció Milei para la salida del cepo) tardará en materializarse. Es por ello que preferimos al segmento CER frente al USD-L hasta fin de año.

Dados los desafíos externos de cara a 2025 (vencimientos en dólares + resultado de cuenta corriente más moderado) creemos que los portafolios deberían tener algo de exposición a dólar link. En otras palabras: la unificación finalmente sucederá. En ese caso, los títulos corporativos se presentan como la mejor alternativa con rendimientos que todavía se encuentran bien por encima de los de sus pares soberanos.

Frente a este escenario, el Consultatio Balance cuenta con una porción cercana al 15% en bonos corporativos de primera línea que se encuentra cubierta por una posición vendida en el contrato de dólar futuro a un mes. La lógica detrás de esta estrategia: si bien los bonos corporativos nos parecen atractivos, en el corto plazo no cuentan con buen *carry*.

Consultatio Balance: un vehículo flexible para una coyuntura inestable

4. La baja de la brecha puede ser transitoria

El desplome de la brecha cambiaria desde 55% a la zona de 40% no necesariamente refleja un “visto bueno” de los inversores a las últimas medidas del gobierno. Es más bien la respuesta de un mercado regulado que se vio amenazado por una potencial ampliación de la oferta.

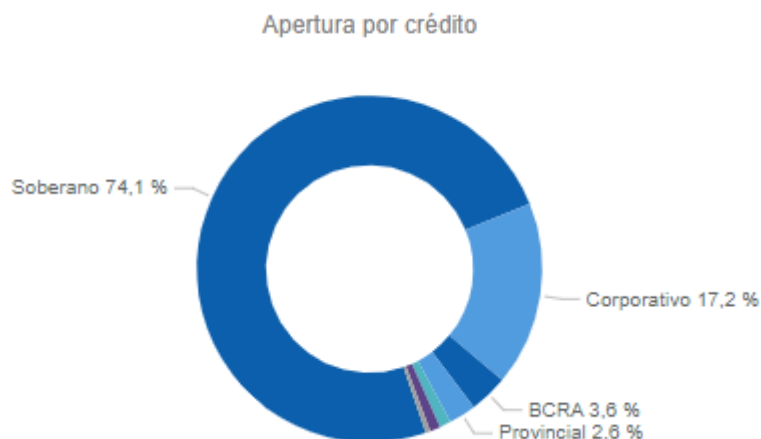
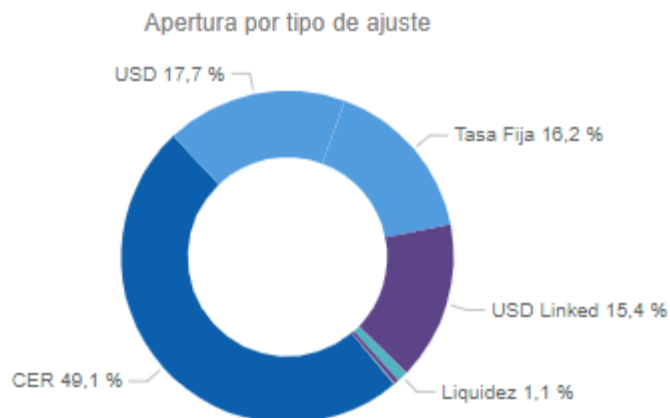
Esta tendencia bajista basada en las ventas del BCRA es transitoria. El segundo semestre es históricamente complicado en términos estacionales para el tipo de cambio libre, lo que nos hace pensar que este nivel es poco representativo. El desarme de regulaciones también podría generar presión al alza, sobre todo considerando que la situación de las reservas es endeble.

Por esto mantenemos nuestra exposición a CCL cercana al 18,0% del fondo, concentrada principalmente en globales largos con *indenture* 2005 (GD41). Nuestro principal argumento detrás de esta posición es de valuación: el GD41 no tuvo una performance tan espectacular en lo que va del año y su paridad es la que más por debajo se encuentra en términos relativos, tanto en el último tiempo como desde que se emitieron.

Otra manera de justificar esta postura: en un escenario en el que el gobierno logra mantener el equilibrio fiscal, la normalización del mercado cambiario debería derivar en una compresión importante del riesgo país (*¿exit yield* de 10/12%?). Vemos al Global 2041 como la opción que más tiene por ganar en términos de retorno total y que mejor protege frente a un escenario donde estos supuestos no se materializan.

Consultatio Balance: un vehículo flexible para una coyuntura inestable

AUM	Duration	TNA
97,91 mil M	1,82	52,2%



Principales tenencias

TX26	17,7 %
S13S4	16,2 %
GD41	11,5 %
TZXD7	8,4 %
TZXM6	7,7 %
TZXD6	5,9 %
T2X5	2,6 %
BPOA7	2,6 %
AE100	2,2 %
T4X4	2,2 %

Inversiones

Ajuste	Weight	Duration	TNA ARS	TNA Original
CER	49,1 %	1,75	38,2%	11,1%
USD	17,7 %	4,04	93,2%	18,4%
Tasa Fija	16,2 %	0,08	42,2%	42,2%
USD Linked	15,4 %	1,51	61,4%	-1,1%
Liquidez	1,1 %	0,00	37,7%	37,7%
Cash USD Cable	0,4 %			
Badlar	0,1 %	0,86	44,1%	5,9%
Cash USD MEP	0,0 %			
CPD	-0,0 %			
Futuros ROFEX	-16,7 %			

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.