



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. 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 fundamentan nuestra visión y posicionamiento.

Las principales convicciones reflejadas en el posicionamiento

Se aceitaron los engranajes del círculo virtuoso ...

- 20% en instrumentos soberanos en USD.

... y le ponen techo a la curva CER.

- 54% de la cartera en CER medio.

Las tasas son positivas en términos reales.

- Exposición de 14% del fondo en Lecaps medias.

La unificación sucedió, pero no nos dimos cuenta.

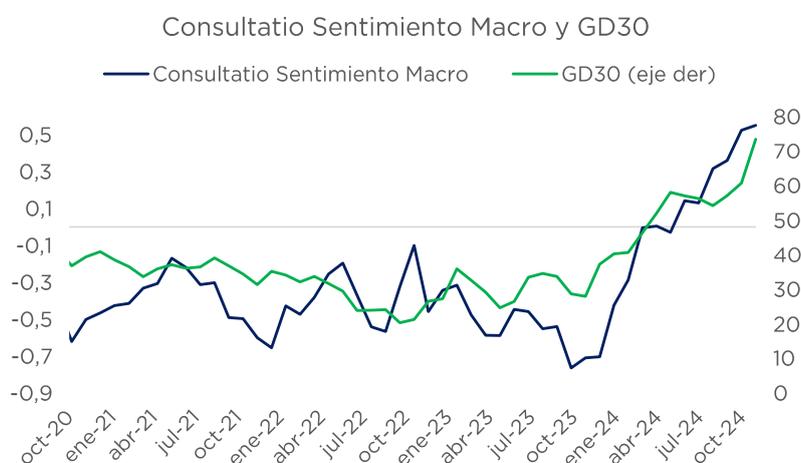
- 9% de la cartera en USD-L corporativos cubierta con una posición vendida en contratos ROFEX cortos.

Consultatio Balance: las claves detrás del posicionamiento

1. Se aceitaron los engranajes del círculo virtuoso ...

El *trade* de normalización de la curva de globales tuvo hasta aquí un gran recorrido, pero entendemos que aún sigue habiendo valor. El optimismo puede continuar favorecido por las mayores certezas respecto al cambio de rumbo local y la mejora de las condiciones externas, dado el inicio del proceso de recorte de las tasas de interés a nivel global.

Por supuesto que el *trade* ya no es el mismo que hace unos meses atrás. Sin embargo, aún desde estos niveles los precios de los globales (GD30) quedaron rezagados y todavía no reflejan plenamente la mejora de los *fundamentals*. En ese caso, hay espacio para una compresión adicional del riesgo país que proyectamos que se extienda hasta los 600 puntos básicos.



Para calcular el retorno potencial de los títulos soberanos en dólares tomamos como referencia las curvas de algunos de nuestros pares emergentes con un nivel de deuda bruta similar, como es el caso de Egipto, El Salvador, Angola o Pakistán.

Retorno total esperado para cada escenario

	Actual			Egipto		El Salvador		Angola		Pakistán		Promedio	
	Precio	YTM	MD	YTM	Retorno	YTM	Retorno	YTM	Retorno	YTM	Retorno	YTM	Retorno
GD29	77,5	12,9	1,9	7,9	11%	7,7	11%	10,0	6%	10,7	4%	9,1	8%
GD30	73,1	13,3	2,2	8,1	13%	7,8	14%	10,0	8%	10,7	6%	9,2	11%
GD35	63,1	11,7	5,7	9,8	13%	8,4	24%	10,9	5%	10,6	7%	9,9	12%
GD38	66,9	11,9	4,9	9,4	15%	8,2	23%	10,7	7%	10,6	7%	9,7	13%
GD41	59,1	11,4	6,1	10,0	10%	8,4	23%	11,0	3%	10,6	6%	10,0	10%
GD46	63,8	11,2	5,5	9,7	10%	8,3	20%	10,8	2%	10,6	4%	9,9	9%

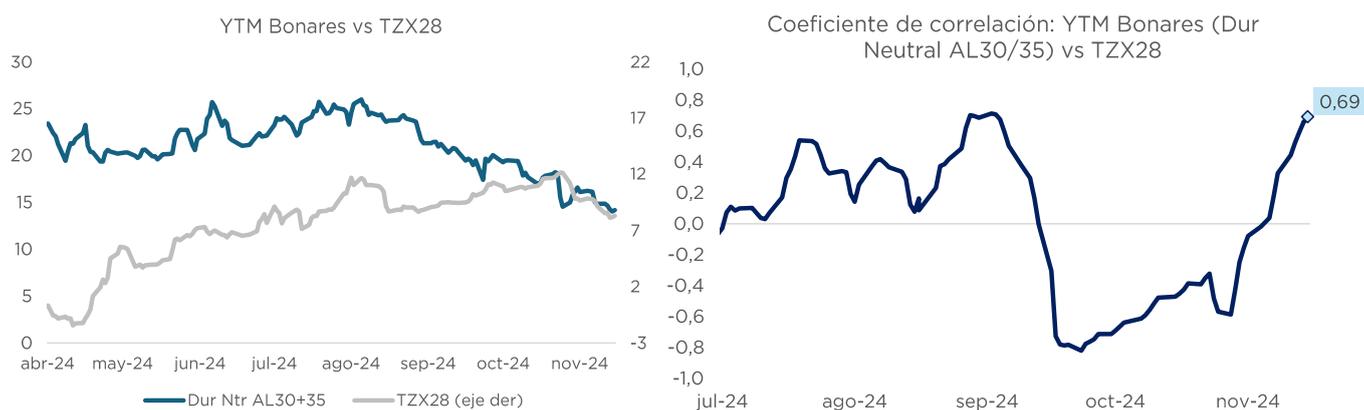
Consultatio Balance: las claves detrás del posicionamiento

Los resultados evidencian que las valuaciones siguen castigadas y que la compresión de los rendimientos hacia un nivel promedio comparable aún implica potencial de suba en términos de retorno total. Es condición necesaria que el equilibrio fiscal se mantenga y que en última instancia el gobierno flexibilice las restricciones cambiarias. Pero aún si esto no fuera así, los bonos más cortos se verían favorecidos por un cronograma de pagos menos expuesto a riesgo de tasa en el próximo año.

Bajo esta perspectiva, el fondo Consultatio Balance mantiene casi el 20% de su cartera posicionada en globales con una estrategia compuesta por GD30, GD35 y GD41.

2. ... y le ponen techo a la curva CER

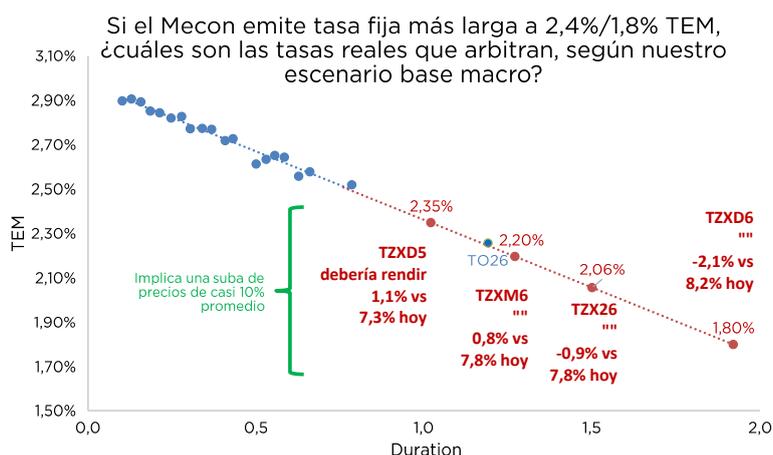
El *selloff* de los títulos ajustables por CER encontró un límite en la fuerte compresión del riesgo país. Las buenas noticias retroalimentaron el círculo virtuoso que benefició a casi todos los activos de riesgo locales, incluida la curva CER. Esto se reflejó en una mayor correlación entre los títulos CER y los *hard dollar* y una compresión de los rendimientos hacia el terreno de un dígito.



En el caso de una compresión adicional del riesgo país (escenario base), los bonos CER aún tienen margen de mejora. Esto se refuerza si además consideramos que las tasas reales siguen en niveles históricamente altos, comparables con contextos mucho más desafiantes y difíciles de sostener en un contexto en el que la política monetaria no es tan rígida.

Consultatio Balance: las claves detrás del posicionamiento

Si la inflación sigue bajando, el Tesoro podría volver a emitir deuda a tasa fija a más largo plazo, aprovechando la (todavía leve) inversión de la curva. Partiendo desde los rendimientos actuales, estas emisiones tendrían tasas nominales de entre 2,4% y 1,8% TEM, lo que sería consistente con tasas reales de entre 1,1% y -2,1% para bonos CER con vencimiento desde fines de 2025. Esto podría implicar un aumento de casi 10% promedio en los precios de estos títulos.



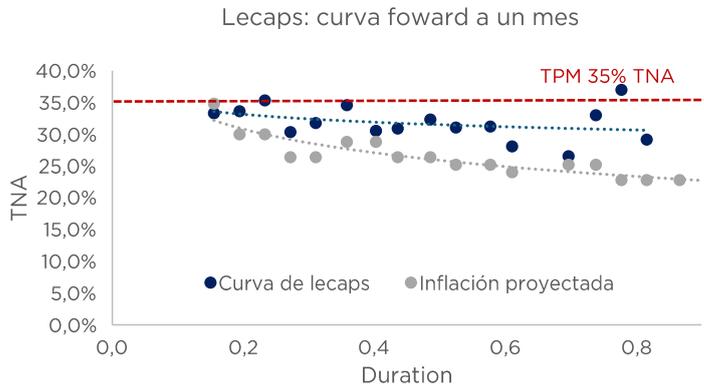
Esta visión se ve reflejada en el fondo Consultatio Balance con una posición de 54% en CER. Dado el aplanamiento de la curva en el último mes, creemos que tiene sentido ser más selectivos con la duration de la curva y rotamos desde los vencimientos más largos (DICP) hacia la parte media, principalmente vencimientos de 2026.

3. Las tasas son positivas en términos reales

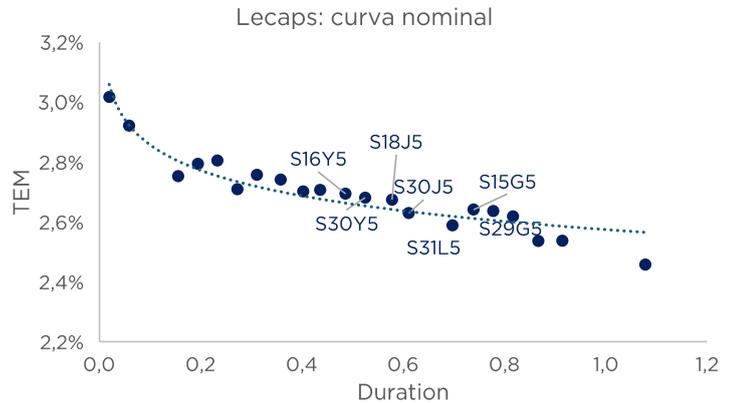
Con el recorte de la tasa de política monetaria e impulsada por los buenos datos de inflación, la curva de lecaps ajustó desde un nivel promedio de 3,8% TEM hasta 2,4%, registrando una ganancia acumulada de 10,3% promedio en los últimos 30 días.

A pesar del *rally*, nos siguen gustando las lecaps con vencimiento en el segundo trimestre de 2025. Si la inflación sigue bajando, las tasas forwards implícitas en los precios de mercado parecen altas: hasta el momento casi toda la curva se mantiene cerca de la tasa de política monetaria y bien por encima de nuestro escenario proyectado de inflación. O, dicho de otra manera: los retornos proyectados al vencimiento resultan positivos en términos reales.

Consultatio Balance: las claves detrás del posicionamiento



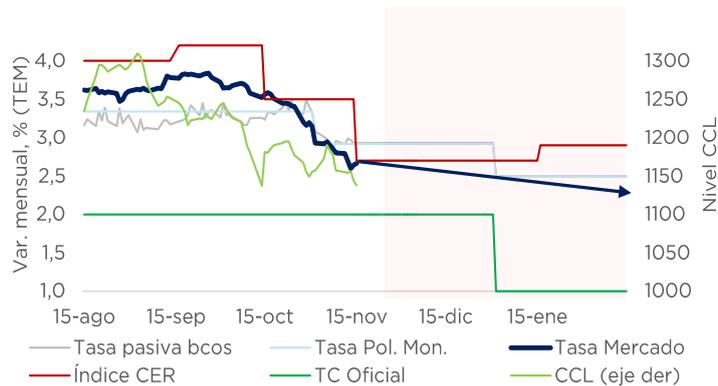
Fuente: Consultatio Financial Services en base a precios de mercado.



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

En ese caso, las tasas en el mercado secundario aún tienen espacio para seguir comprimiendo. En el corto plazo esto también dependerá de otros factores: si el gobierno decide reducir el *crawling peg*, emitir nuevas lecaps o convalidar una nueva baja de tasas, entre otros. Un detalle no menor: con el dato actual de inflación, la tasa de política monetaria resulta positiva en términos reales.

¿A dónde pueden ir las tasas de Lecaps?



El atractivo de la tasa fija se ve reflejada en el fondo Consultatio Balance con una posición de 14% en lecaps con vencimiento en el segundo trimestre de 2025.

Consultatio Balance: las claves detrás del posicionamiento

4. La unificación sucedió, pero no nos dimos cuenta

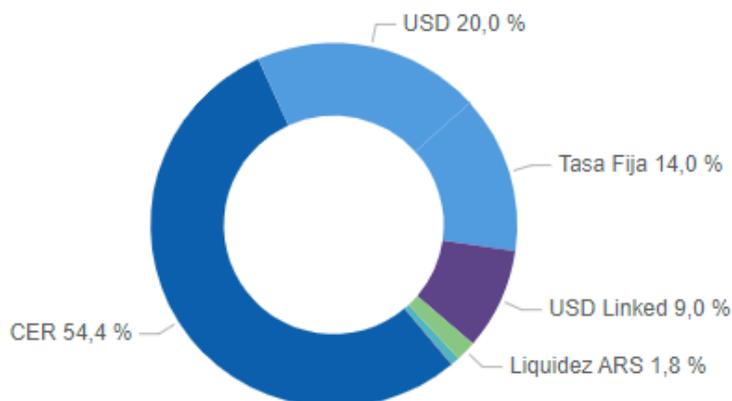
Con la brecha cambiaria en mínimos históricos y la posibilidad de que el gobierno decida reducir el *crawling peg*, es claro que el *carry* favorece al CER sobre USD-L. Sin embargo, creemos que los portafolios deberían tener algo de exposición a USD-L.

Por ello el fondo Consultatio Balance cuenta actualmente con una posición de 9% en títulos USD-L del segmento corporativo, que actualmente operan a tasas por encima de sus pares *hard dollar* y ofrecen un seguro razonable ante un eventual evento cambiario. Dado que en el corto plazo el *carry* no es atractivo, cubrimos la totalidad de la posición con ventas en contratos cortos ROFEX.

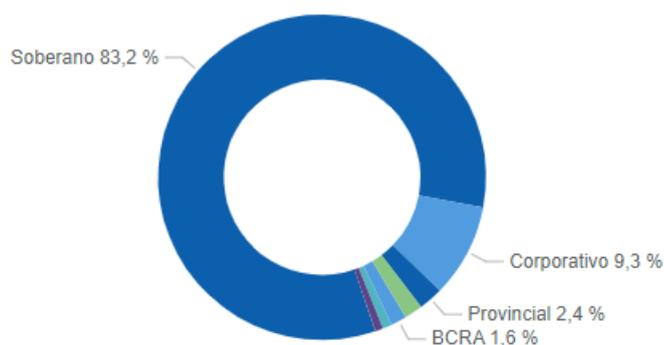
Consultatio Balance: un vehículo flexible para una coyuntura inestable

AUM	Duration	TNA
111,41 mil M	2,14	34,2%

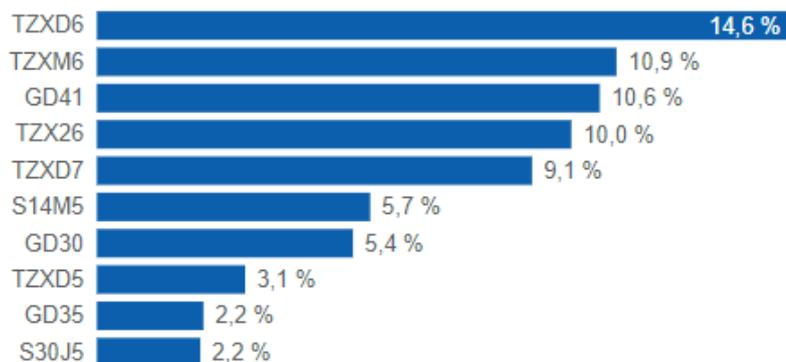
Apertura por tipo de ajuste



Apertura por crédito



Principales tenencias



Inversiones

Ajuste	Weight	Duration	TNAARS	TNA Original
CER	54,4 %	1,83	35,4%	7,6%
USD	20,0 %	4,73	34,9%	12,8%
Tasa Fija	14,0 %	0,47	35,1%	35,1%
USD Linked	9,0 %	1,46	27,5%	6,7%
Liquidez ARS	1,8 %	0,00	5,3%	5,3%
Cash USD Cable	0,8 %			
Badlar	0,0 %	0,38	44,7%	9,0%
Cash USD MEP	0,0 %			
Futuros ROFEX	-29,5 %			

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.