

## ***Actualizamos la recomendación del Consultatio Balance, un vehículo flexible para una coyuntura inestable***

Con precios que ya no reflejan una situación de *distress* y desequilibrios aún por estabilizarse, el *timing* y la capacidad de adaptarse a los cambios adquieren relevancia. Un fondo de retorno total que cuente con la flexibilidad para posicionarse como el Consultatio Balance se vuelve especialmente atractivo.

En el presente documento realizamos una actualización sobre nuestras principales convicciones y los fundamentos del posicionamiento del fondo.

### ***Las principales convicciones reflejadas en el posicionamiento***

El contexto internacional se tornó más desafiante para las monedas emergentes.

- 20% de la cartera en exposición a brecha.

La curva CER todavía ofrece rendimientos atractivos

- Exposición de 54% del fondo en títulos CER con vencimiento en 2026.

El rally de las lecaps fue demasiado lejos

- Reducción de duration y baja de exposición a Lecaps al 19% del fondo.

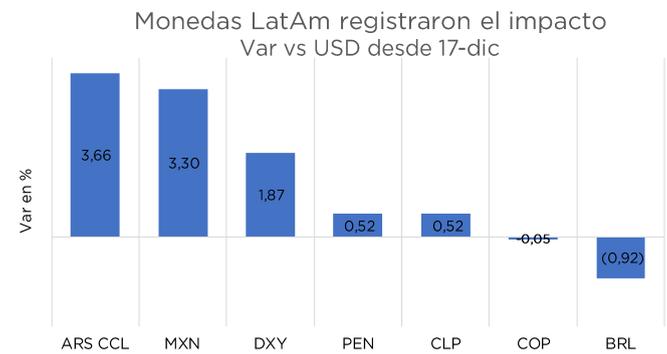
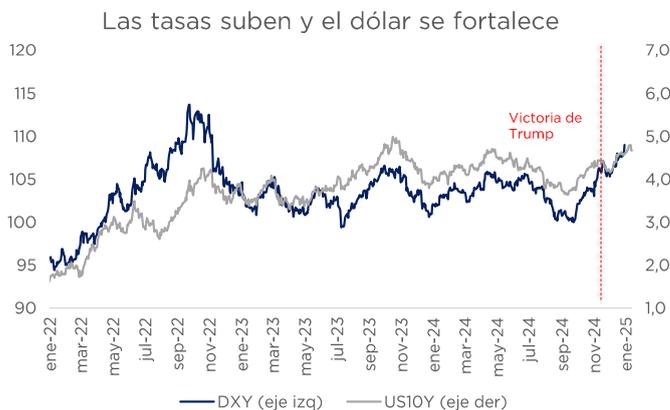
La baja del crawling peg afectará el carry del tipo de cambio oficial.

- 5% de la cartera en USD-L corporativos y 31% de la cartera vendida en contratos ROFEX cortos.

## Consultatio Balance: las claves detrás del posicionamiento

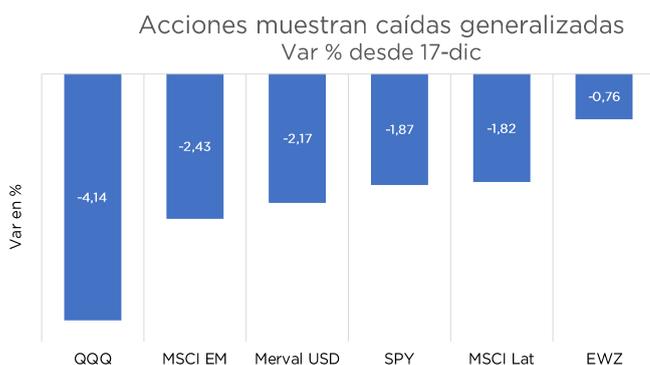
El cierre del 2024 trajo aparejado un cambio significativo en las condiciones externas. La victoria de Donald Trump junto con la fortaleza de la economía estadounidense y la elevada inercia que viene mostrando la inflación se tradujeron en una apreciación global del USD y en una suba de tasas de interés de mercado (USTs). En paralelo, las proyecciones de la propia FED publicadas el 18-dic se ajustaron al alza para 2025 en materia de actividad económica, inflación y las tasas de interés de política.

En este contexto, el rendimiento de los Treasuries se ubicó cerca de máximos desde 2007 y el dólar se fortaleció hasta los niveles más altos desde 2022. Las monedas emergentes sufrieron caídas generalizadas.

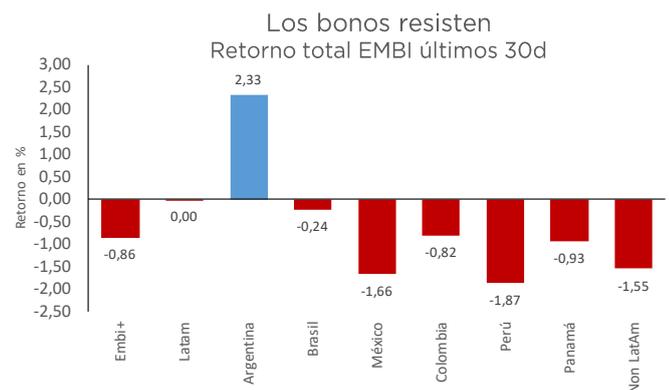


Fuente: Consultatio en base a Bloomberg

Los activos financieros argentinos incorporaron este contexto de una manera singular y diferenciada. La moneda acusó impacto, depreciándose mas que sus pares (+3,7%), mientras que las acciones cayeron 2,2%, en línea con emergentes. Los bonos resistieron sorprendentemente bien: el retorno total del EMBI Argentina desde el 17-dic fue de 2,3% frente a caídas generalizadas en emergentes.



Fuente: Consultatio en base a Bloomberg



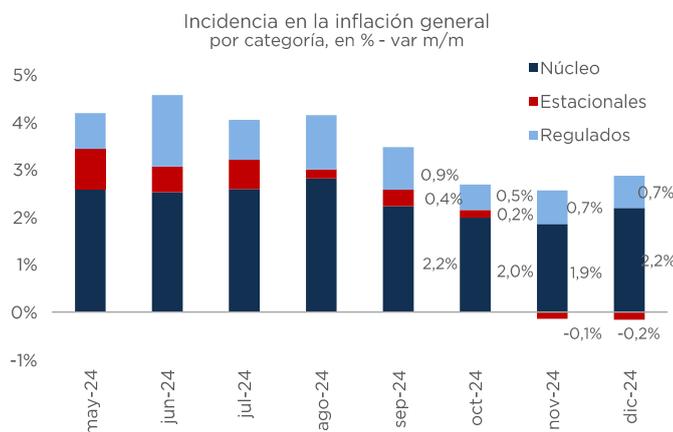
## Consultatio Balance: las claves detrás del posicionamiento

En el ámbito local, el hito más importante de las últimas semanas fue la publicación de la inflación de diciembre que sorprendió al alza, confirmando nuestra expectativa de una desinflación más lenta que la que anticipa el mercado en los breakevens.

Inmediatamente tras la publicación del dato de inflación, el BCRA dispuso de una baja del ritmo de crawling peg al 1% a partir del 1° de febrero. Esta decisión refuerza la intención del gobierno de usar el tipo de cambio como ancla, y agrega un riesgo sobre la brecha en un momento donde el contexto internacional se volvió más desafiante. En este sentido, será clave la decisión que el BCRA tome sobre la tasa de política monetaria, que por ahora se mantiene inalterada.



Fuente: Consultatio Financial Services en base a INDEC

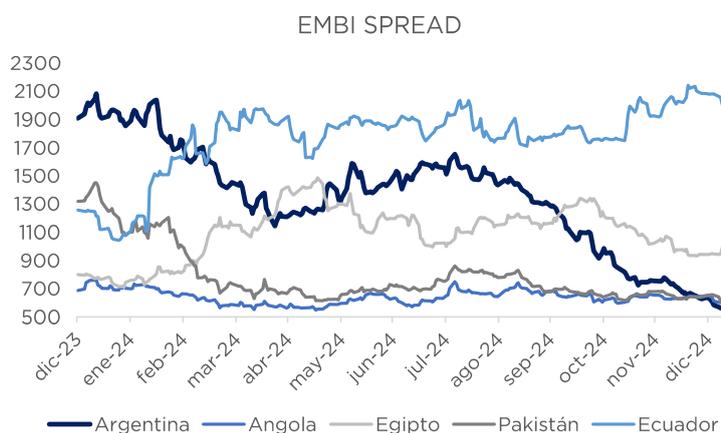


Fuente: Consultatio Financial Services en base a INDEC y BCRA

### • Bonos Hard USD: firmes frente al cambio de contexto

Durante 2024 la caída de la prima de riesgo fue fenomenal: 1272 puntos básicos, contracara de una suba promedio de los globales de 102%. El optimismo de la curva de globales se extendió desde que publicamos la última actualización del investment case de nuestro fondo Balance el 12-dic. Desde entonces, nuestro target de 600 puntos básicos de riesgo país se materializó a una mayor velocidad de la esperada, con una caída del EMBI spread de más de 90 bps durante este período. Nuestro nuevo target es de 450 pb hacia fin de año. Por el atractivo de la relación riesgo retorno que vemos en los bonos soberanos, esta clase de activos prácticamente representa la totalidad de la exposición que tenemos a USD en el portafolio.

## Consultatio Balance: las claves detrás del posicionamiento



La resiliencia que mostraron los bonos tras el cambio de contexto externo reforzó nuestra convicción de posicionarnos en esta clase de activo. La porción del fondo invertida en fondos hard USD no sólo permitió capturar esta suba en dólares, sino que también permitió cubrirse de manera parcial de la ampliación de la brecha cambiaria en el último mes.

- **CER: vemos valor en el tramo medio de la curva**

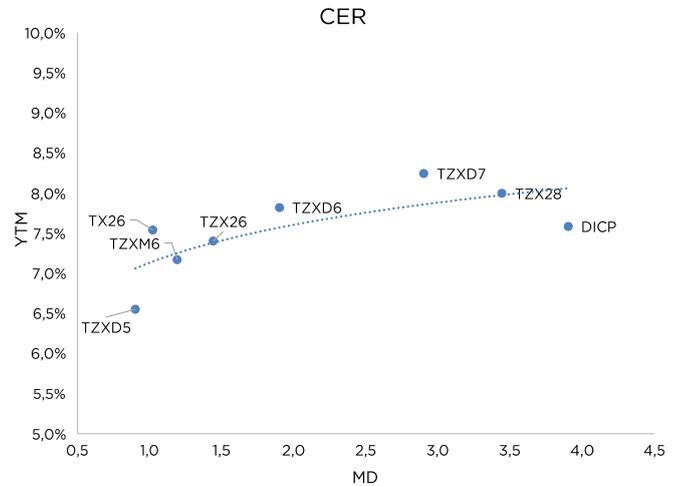
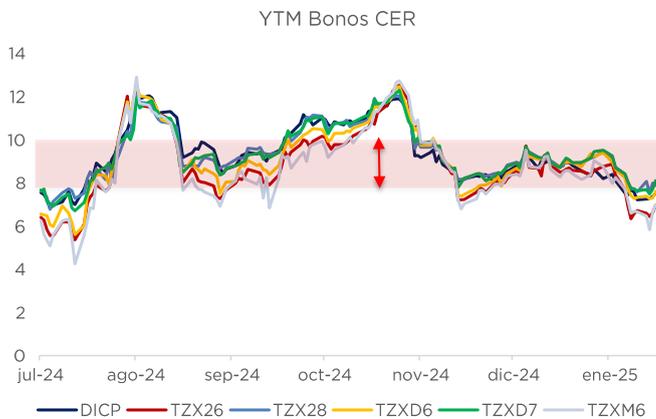
Desde la última actualización del investment case incrementamos la posición en bonos CER en 4,9 puntos hasta 54% de la cartera, confirmando que es nuestra principal convicción.

La compresión adicional del riesgo país que esperamos implica un techo para las tasas, especialmente considerando que las tasas reales siguen en niveles históricamente altos. El límite lo pondrá la tasa de política monetaria, que en un entorno con menor inflación y baja liquidez en las entidades financieras podría volverse más positiva en términos reales, especialmente en la medida que se vayan levantando las restricciones cambiarias.

En los últimos 6 meses, este equilibrio entre el techo que pone la prima de riesgo y el piso de la referencia de tasa de política parece haber encontrado su lugar en el rango de entre 8% y 10% de rendimiento. En esta interpretación y con una curva que cotiza básicamente plana, no vemos bien remunerado al riesgo duration. A este argumento podemos agregarle dos más: 1) la posibilidad de una salida del cepo más rápida y 2) la desinflación va a continuar.

## Consultatio Balance: las claves detrás del posicionamiento

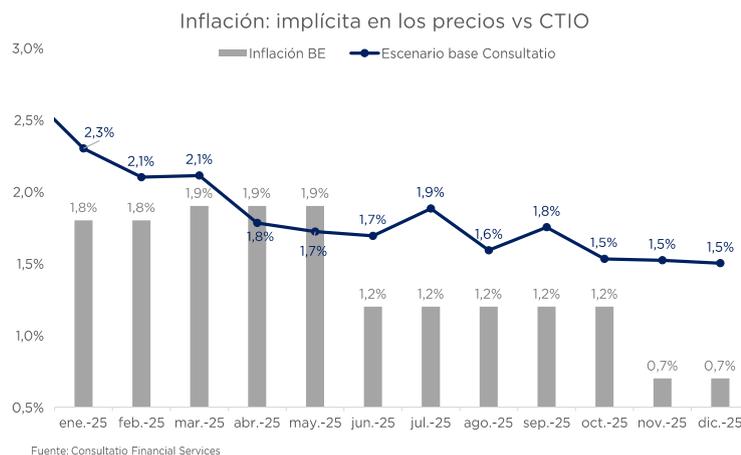
Por las anteriores razones, nuestra apuesta se concentra en el tramo medio, particularmente en bonos que vencen en 2026.



- Tasa fija: el rally de lecaps fue demasiado lejos**

Durante diciembre los instrumentos de tasa fija en pesos (lecaps) mostraron una performance excepcional, con un retorno promedio de 4,2%, muy superior a la inflación de 2,7%. En este contexto, decidimos tomar ganancias del tramo largo y redujimos exposición de la cartera a lecaps en casi 4 puntos.

Vemos a la inflación implícita en el tramo largo optimista en relación tanto a nuestras proyecciones como a la mediana de relevamiento del REM. En especial, si se postergan ajustes tarifarios hasta después de las elecciones. La inflación breakeven promedio hasta diciembre es de 1,4% vs nuestra expectativa de 1,8%.



## Consultatio Balance: las claves detrás del posicionamiento

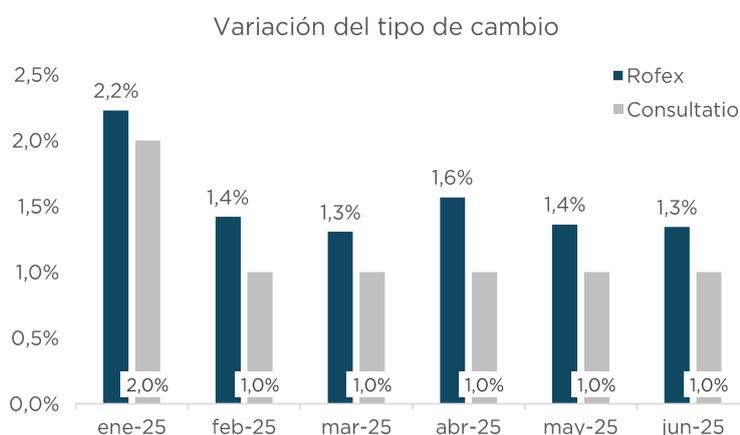
Por otro lado, la baja de tasas implícita en el tramo largo se tornó muy agresiva, y nuestra visión es que la menor liquidez ejercerá presión al alza de tasas y esta cobrará mayor importancia en la medida que se levanten mayores restricciones cambiarias.

Con estos elementos, privilegiamos el posicionamiento en el tramo corto de la curva (duration 0,35 años).

- USD-L

La decisión de bajar la tasa de crawl a 1% mensual le quitó mas atractivo del poco que ya tenía la curva USDL. Con un menor carry ofrecido por los instrumentos dollar-link en comparación con sus pares de tasa fija, nuestro posicionamiento directo se redujo hasta 5% de la cartera, y refleja una apuesta a que salgamos del cepo a fin de año con un régimen cambiario que incorpore algún régimen de flotación y se cierre la brecha.

Esta posición está cubierta con contratos vendidos en Rofex en torno al 31% de la cartera que permiten capturar el diferencial entre nuestra visión de la evolución del tipo de cambio y la implícita en los futuros de Rofex.

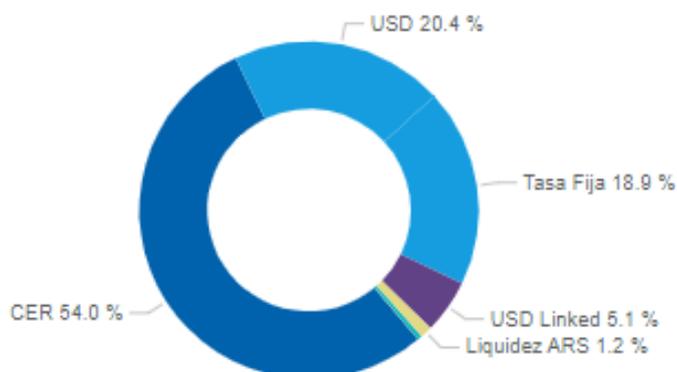


Fuente: Consultatio Financial Services en base a Matba Rofex

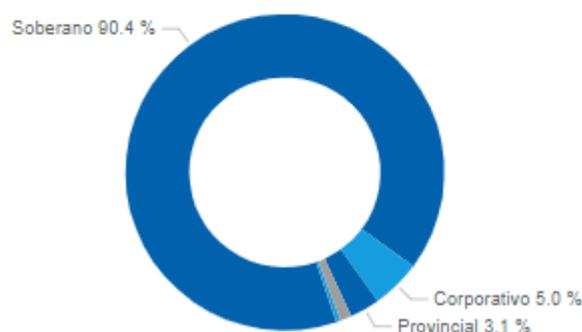
## Consultatio Balance: cartera

<b>AUM</b>	<b>Duration</b>	<b>TNA</b>
118.64 mil M	2.04	29.0%

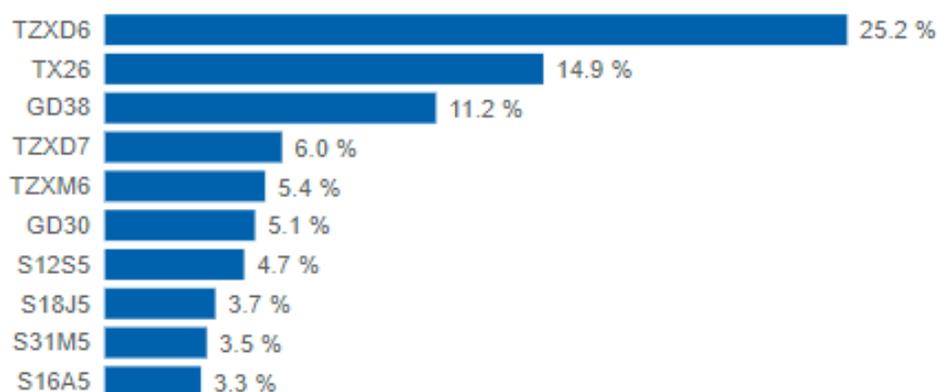
Apertura por tipo de ajuste



Apertura por crédito



Principales tenencias



Inversiones

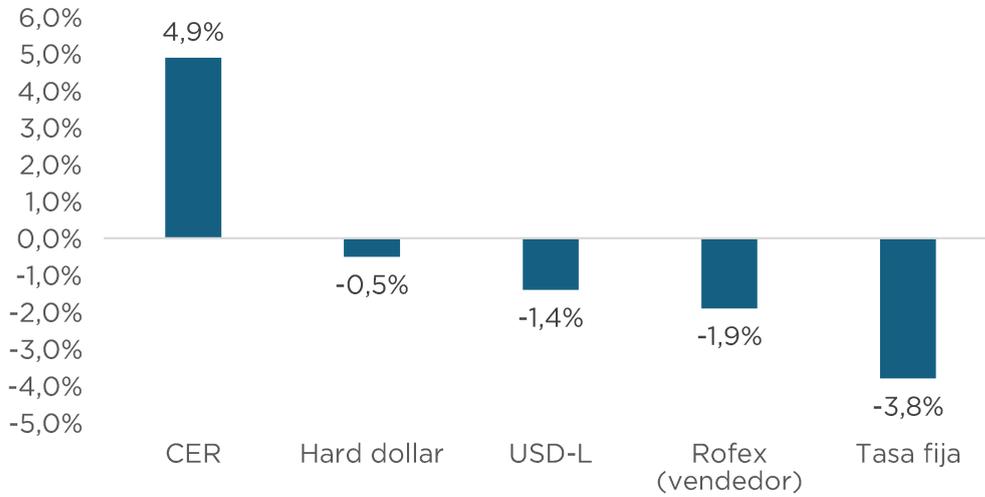
Ajuste	Weight	Duration	TNA ARS	TNA Original
CER	54.0 %	1.71	30.5%	7.6%
USD	20.4 %	4.79	23.7%	10.9%
Tasa Fija	18.9 %	0.35	30.3%	30.3%
USD Linked	5.1 %	1.41	22.1%	9.5%
Liquidez ARS	1.2 %	0.01	64.8%	64.8%
Liquidez USD Cable	0.4 %			
Badlar	0.0 %	0.29	40.6%	9.0%
Liquidez USD MEP	0.0 %			
Futuros ROFEX	-31.4 %			

Otros: Incluye operaciones de Fase, otros activos a cobrar y pasivos a pagar.

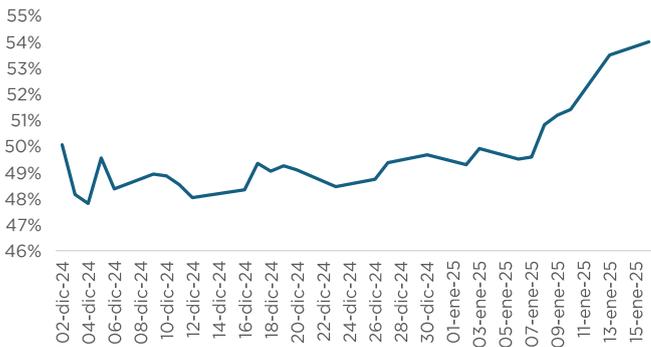
Para la conversión de la TNA a pesos se toma en cuenta la expectativa de CER, BADLAR, tipo de cambio oficial y dólar OCL que tenemos para el resto del año.

## Consultatio Balance: movimientos desde el último investment case

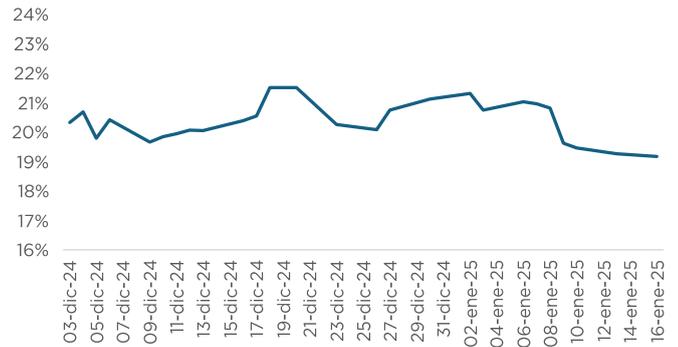
Variaciones en weights del Fondo Balance vs 12-dic



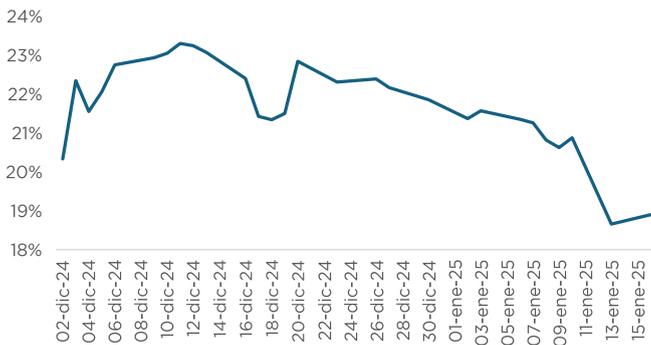
Fondo Balance: posicionamiento en CER



Fondo Balance: posicionamiento en USD



Fondo Balance: posicionamiento en tasa fija



Fondo Balance: posicionamiento en USD-L (neto)

