

**M E G A Q M**

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN

# Perspectivas Mensuales

---

Octubre 2022

# Fuerte Cambio en las Expectativas

En la última semana se percibe un deterior en las expectativas que se volcó a los mercados

## Avances Realizados

El nuevo equipo económico avanzó en temas centrales:

Bajó el ritmo de expansión del gasto.

Logró buenos niveles de financiamiento en el mercado de capitales.

Recalibró las tasas de interés

Acumuló reservas vías dólar soja y acuerdos con Organismos.

## Pero no alcanza...

Incertidumbre cambiaria desde el 3 de octubre. Por ahora más restricciones a las importaciones.

Aumento en el excedente de pesos con alto costo de esterilización.

Expectativas inflacionarias que no logran empezar a converger hacia ritmos menores.

Incremento en la conflictividad laboral / social.

# Impacto del Dólar Soja

## Reservas vs Exceso de Pesos

- La medida logró un éxito mayor al esperado en términos de liquidación de divisas. Se compraron USD 4,968 millones y quedarían pendientes USD 500 millones adicionales que entraron en el programa pero todavía no se efectivizaron.
- El interrogante queda en dos frentes, el monetario y la oferta futura de dólares.
- Se generó una expansión monetaria puntual de \$1,15 billones, lo que equivale al 27,5% de la Base Monetaria.
- La oferta de dólares para los próximos 3 meses se vería fuertemente afectada.

	Acumulado MES			
	USD M	Prom D	TCN	Arg\$ M
Dólar Soja	7.646,0	402,4	200	1.529.200
Demanda Neta	-2.677,8	-140,9	144	-385.398
<b>TOTAL</b>	<b>4.968</b>	<b>261</b>		<b>1.143.802</b>

# Sin Equilibrio Cambiario

## ¿Cómo responde el BCRA a partir de octubre?

- El dólar soja anticipó liquidación y baja necesidades de pesos de los productores hacia adelante.
- Si bien bajan los pagos de importaciones de energía, aparecen los vencimientos de la financiación de importaciones.
- Sin equilibrio en la caja, ¿el BCRA se gasta los dólares que acumuló?
- **MEDIDAS PARA OCTUBRE/NOVIEMBRE**  
 Por ahora más restricciones a las importaciones.  
 ¿Dólar Minero?  
 ¿Dólar Qatar?  
 ¿Desdoblamiento más amplio?

**Probable combinación de varias de estas medidas, pero necesariamente en un Plan de Estabilización**

USD Mill promedios x mes	I-22	II-22	jul-22	ago-22	sep-22	oct-22	nov-22	dic-22
<b>Intervenciones BCRA</b>	<b>-16</b>	<b>631</b>	<b>-1.284</b>	<b>-522</b>	<b>4.968</b>	<b>-2.301</b>	<b>-1.829</b>	<b>-1.289</b>
<b>EXPORTACIONES</b>	<b>6.579</b>	<b>8.189</b>	<b>7.240</b>	<b>7.541</b>	<b>12.319</b>	<b>5.451</b>	<b>6.309</b>	<b>7.410</b>
<b>DEMANDA NETA</b>	<b>6.865</b>	<b>8.027</b>	<b>8.548</b>	<b>8.290</b>	<b>7.351</b>	<b>7.752</b>	<b>8.138</b>	<b>8.700</b>
<b>Importaciones</b>	<b>5.240</b>	<b>6.423</b>	<b>6.528</b>	<b>6.197</b>	<b>5.336</b>	<b>5.742</b>	<b>5.978</b>	<b>6.540</b>
<b>Demanda Estructural</b>	<b>1.626</b>	<b>1.604</b>	<b>2.021</b>	<b>2.093</b>	<b>2.015</b>	<b>2.010</b>	<b>2.160</b>	<b>2.160</b>
Saldo Neto de Servicios	713	839	1.037	1.072	1.100	1.150	1.350	1.350
Intereses y Dividendos	257	184	338	331	300	300	300	300
Préstamos Financieros	491	397	455	537	450	400	350	350
Atesoramiento y Otros	164	183	190	153	165	160	160	160
<b>Financiamiento Comercial</b>	<b>824</b>	<b>1.168</b>	<b>1.173</b>	<b>1.645</b>	<b>3.184</b>	<b>1.209</b>	<b>1.031</b>	<b>464</b>
<b>Por Exportaciones</b>	128	<b>-145</b>	-565	4	1.519	-49	-191	-70
<b>Por Importaciones</b>	696	1.313	1.739	1.640	1.665	1.258	1.222	533

# El Problema Monetario

- La compra de bonos en junio/julio y el dólar soja en septiembre, generaron saltos en el stock de Pasivos Remunerados del BCRA. Se buscó atenuar su impacto monetario vía absorción, pero dadas las tasas actuales, se genera una fuerte emisión vía intereses que hace difícil pensar en niveles más bajos de inflación.
- De todas maneras los procesos de compra de bonos y dólar soja desde la perspectiva monetaria tienen mecanismos de transmisión muy diferentes. En el caso del dólar soja el impacto sobre precios es más rápido por su capilaridad y derrame.

Arg\$ M	dic-21	mar-22	jun-22	jul-22	ago-22	sep-22
<b>Base Monetaria</b>	<b>3.688.188</b>	<b>3.547.938</b>	<b>4.016.073</b>	<b>4.351.151</b>	<b>4.225.536</b>	<b>4.168.042</b>
<b>Pasivos Remunerados</b>	<b>4.711.549</b>	<b>4.865.535</b>	<b>6.720.111</b>	<b>6.720.896</b>	<b>7.069.009</b>	<b>8.593.095</b>
Pases	2.895.615	677.469	1.170.860	891.566	995.387	1.556.356
Leliqs	1.815.935	4.188.066	5.549.252	5.829.330	6.073.622	7.036.739
En % Base Monetaria	127,7%	137,1%	167,3%	154,5%	167,3%	206,2%
Pasivos Rem / PBI	9,1%	8,4%	9,7%	9,1%	9,1%	10,5%
BM / PBI	7,1%	6,1%	5,8%	5,9%	5,4%	5,1%
<b>Intereses Mensuales</b>	<b>142.690</b>	<b>175.460</b>	<b>280.233</b>	<b>329.721</b>	<b>404.962</b>	<b>531.974</b>
<b>Intereses / BM</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,9%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,6%</b>	<b>9,6%</b>	<b>12,8%</b>

# Dinámica de TCN, Tasa e Inflación

## Pasado el Dólar Soja, devaluación queda debajo de la Tasa de Interés

- El BCRA aceleró el ritmo de depreciación ni bien abrió la operatoria del dólar soja. Cerca del final vuelve a posicionarlo por debajo de la tasa de Leliqs y más alineado con Badlar.
- Esto le hace volver a perder TCRM, en especial en un contexto donde el dólar se fortalece.
- Las tasas siguen sin ser positivas en términos reales, aunque el nivel creciente de Pasivos Remunerados empieza a jugar cada vez más fuerte como límite a las tasas del BCRA.
- Pesce sigue reforzando enfoque de tasas del Tesoro por arriba de BCRA



# Tasas de Interés: Casi sin margen

## A determinados valores la tasa pierde eficacia como herramienta

- Cuando los ritmos nominales se aceleran mucho, la tasa de interés pierde capacidad de influir sobre la toma de decisiones. El factor incertidumbre es tan grande que el sobre-precio necesario aumenta.
- La economía opera con niveles de nominalidad del orden del 7%, en estos valores la tasa deja de ser efectiva, porque el riesgo es una inflación espiralizada, donde no hay tasa que compense.
- A su vez, el costo de los pasivos remunerados impone un techo a las tasas reales.
- ¿Qué tasas requiere un Plan de Estabilización?

	Tasas Efectivas Anuales (TEA)							
	dic-21	ene-22	abr-22	jul-22	ago-22	Actual		
						TNA	TEA	Mensual
<b>Tasa Política Monetaria</b>	<b>43,1%</b>	<b>46,2%</b>	<b>56,7%</b>	<b>77,7%</b>	<b>95,1%</b>	<b>76,7%</b>	<b>105,7%</b>	<b>6,2%</b>
Pase 1d	37,7%	37,7%	43,3%	73,3%	90,5%	70,0%	101,2%	5,92%
Leliqs 28d	45,4%	48,3%	58,7%	79,8%	96,8%	75,0%	107,3%	6,18%
Ledes 90d	49,3%	50,3%	54,6%	67,8%	89,9%	86,0%	108,6%	6,23%
<b>Plazo Fijo (Badlar)</b>	<b>40,2%</b>	<b>44,7%</b>	<b>55,6%</b>	<b>74,3%</b>	<b>87,4%</b>	<b>69,5%</b>	<b>97,5%</b>	<b>5,8%</b>
Minorista	44,0%	46,8%	57,1%	81,3%	96,6%	75,0%	107,1%	6,3%
Mayorista	39,8%	44,0%	54,1%	69,6%	81,3%	66,5%	91,1%	5,5%
<b>Badlar - Pase 1d</b>	<b>2,5%</b>	<b>7,0%</b>	<b>12,3%</b>	<b>1,1%</b>	<b>-3,1%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>-3,8%</b>	<b>-0,3%</b>
<b>Spread Lede / Leliqs en Pts</b>	<b>3,8%</b>	<b>2,0%</b>	<b>-4,1%</b>	<b>-12,0%</b>	<b>-6,9%</b>	<b>n.c.</b>	<b>1,3%</b>	<b>0,1%</b>



# Fortalecimiento del Dólar

## Impacto sobre monedas de la región

- El fortalecimiento del dólar vía suba de tasas y reducción de balance FED implica un aumento en el flujo de inversiones que se retiran de emergentes y van hacia el dólar.
- Eso implica dólar fuerte y monedas emergentes debilitadas. El caso extremo es Chile donde se han sumado factores políticos locales.
- Para Argentina implica un doble problema, ya que al desafío local de sostener el TCR con alta inflación se suma la fortaleza del dólar y debilidad de las monedas de los principales socios comerciales.
- **¿Cómo se recuperan 30 puntos de TCRM?**
- **¿Cómo responde el Pass Through ante estos niveles de TCRM y brecha?**

MONEDAS	Precio	jul-22	ago-22	sep-22	YTD
Argentina TCN	145,4	-4,6%	-5,4%	-4,6%	-29,4%
Argentina CCL	313,5	-14,4%	-0,5%	-5,4%	-35,6%
Dólar Index	113,2	1,2%	2,6%	4,1%	17,9%
Brasil	5,3	1,6%	-0,2%	-1,5%	5,9%
Chile	968,8	1,9%	0,3%	-7,5%	-12,1%
México	20,2	-1,3%	1,1%	-0,2%	1,4%
Perú	3,9	-2,6%	2,2%	-2,0%	1,8%

	Var %		
	2021	2022	Acum
<b>TCRM</b>	<b>-17,8%</b>	<b>-13,1%</b>	<b>-28,5%</b>
<b>Brasil</b>	-17%	-6%	-22%
<b>Chile</b>	-28%	-17%	-40%
<b>EE.UU.</b>	<b>-13%</b>	<b>-8%</b>	<b>-20%</b>
<b>Zona Euro</b>	-21%	-22%	-38%
<b>China</b>	-16%	-20%	-33%



# ¿Se puede ganar TCR con un salto discreto?

## Relación con nivel de TCRM y magnitud

- En los últimos saltos discretos, en promedio se ha ganado 0,3 puntos de TCR por cada punto de ajuste discreto medido a los 12 meses del salto.
- Si esto sucediera en la actualidad, con un ajuste del 36% se ganarían casi 12 puntos de TCR (asumiendo resto de monedas estables).
- Este factor es clave para entender el equilibrio entre CER y DLK.

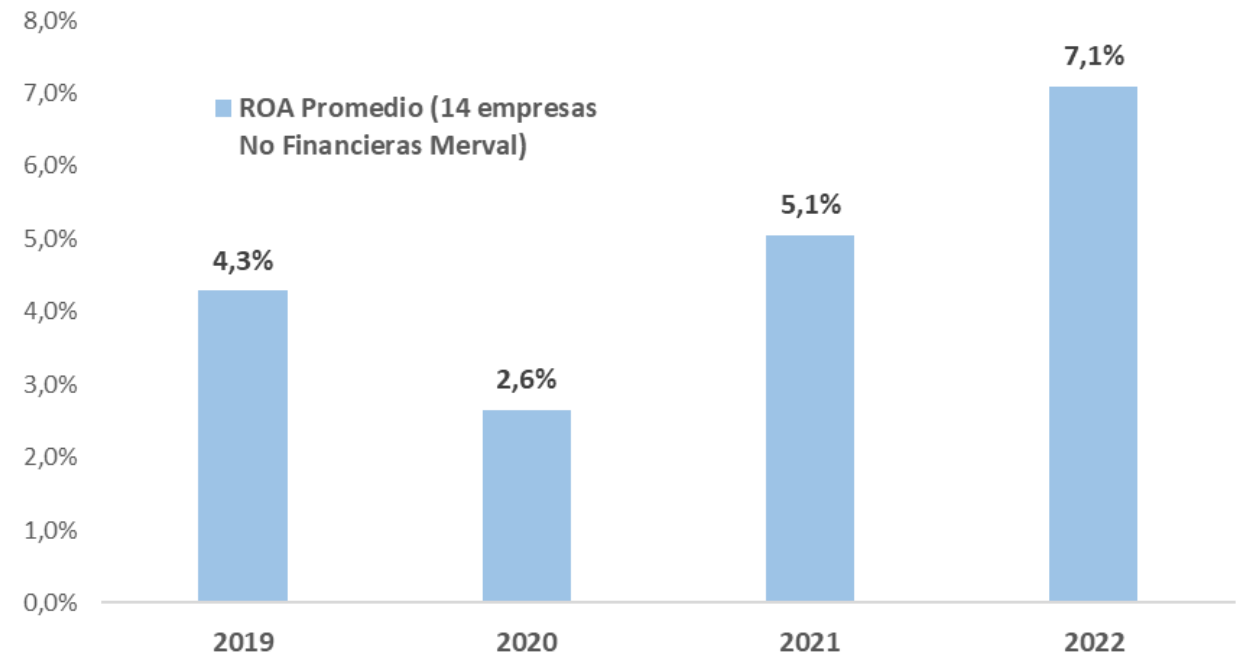
	ene-14	dic-15	sep-18	ago-19	Actual	Ganancia Promedio TCR / Devaluación
<b>Nivel TCRM</b>	<b>101</b>	<b>75</b>	<b>92</b>	<b>128</b>	<b>90</b>	
<b>Devaluación</b>	<b>23%</b>	<b>54%</b>	<b>91%</b>	<b>33%</b>	<b>36%</b>	
N+1	7,1%	35,9%	48,4%	19,0%	21,0%	58,2%
N+3	11,0%	29,2%	29,0%	15,7%	15,0%	41,7%
N+6	7,3%	23,2%	26,6%	8,4%	11,8%	32,8%
N+9	1,4%	22,2%	29,6%	2,3%	11,0%	30,5%
N+12	-7,9%	20,5%		9,1%	11,8%	32,8%

# Inflación: ¿Rentabilidad récord?

El equipo económico ha destacado el rol de los márgenes empresarios

- La rentabilidad medida como ROA para las 15 principales empresas no financieras del Merval está en aumento.
- Tocó un piso durante la pandemia, pero se ha recuperado a niveles claramente superiores a los de 2019.
- Es un punto de consenso dentro de la alianza gobernante.
- No descartamos en el corto plazo medidas que tiendan a bajar esos márgenes.
- El problema es que no son iguales en todos los sectores.

Ganancias Empresariales en Aumento



# Márgenes altos en transables y no en servicios

## Alta inflación en Dólares

- La evolución de los precios muestran altos niveles de inflación en dólares. Los precios mayoristas (mayoritariamente transables) subieron 44% en dólares en los últimos 20 meses, esto es 23 puntos por arriba de la inflación mayorista de Estados Unidos.
- Los diferentes proxys de márgenes muestran mejoría en bienes, pero caída en servicios, donde los salarios han presionado fuerte dentro de la estructura de costos.

**INFLACIÓN EN USD:  
MAYORES MÁRGENES EN BIENES Y ATRASO EN SERVICIOS**

Var %	2021	2022	Acumulado 2021-22	
			Directo	@USD
PPI USA	10,0%	6,6%	17,2%	
IPIM	51,3%	56,2%	136%	44%
IPC Bienes	53,7%	58,9%	144%	49%
IPC Servicios	44,2%	50,0%	116%	32%
Salarios	56,5%	50,2%	135%	43%
TCN	23,3%	32,8%	64%	n.c.
<b>IPC Servicios / Salarios</b>	<b>-7,8%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>-7,9%</b>	<b>-7,9%</b>
<b>IPC Bienes / IPIM</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,7%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,3%</b>

# Lo que dejó el Proyecto de Presupuesto 2023

## Necesidad de Financiamiento Neto de 1,3% del PBI

- El Programa Financiero 2022 está bien encaminado con las últimas licitaciones donde el Tesoro sigue logrando crédito neto. En lo que va del año captó \$1,4 billones netos (1,7 puntos del PBI anual).
- El Presupuesto 2023 parte de un supuesto de inflación que está alejado de las expectativas inflacionarias actuales, que rondan el 80%.
- El ritmo de depreciación baja del actual 6,5% a un ritmo del 4,1% mensual, con inflación estimada en el 4% mensual.
- El problema de la desaceleración inflacionaria es que impacta de lleno en el gasto indexado, que viene con rezago de 6 meses.
- Si se cumple la proyección, el Gasto en Jubilaciones / Pensiones / Prestaciones puede subir en relación al PBI hasta 1,7 puntos.
- El desafío es compensar esa suba con reajustes en otras partidas, donde subsidios y exenciones impositivas parecen ser los caminos elegidos.

Déficit Primario  
baja de 2,8% del  
PBI a 1,9%



Financiamiento  
del BCRA vía AT  
baja a 0,6% del PBI



¿Es posible una  
inflación en 60%?

# El Tesoro necesita captar pesos y estirar plazo

- El perfil de vencimientos muestra una carga alta en los primeros 3 trimestres de 2023. Luego la economía ingresa en proceso electoral. El desafío es cruzar esa barrera.
- El crédito neto necesario es de 2,3 puntos del PBI (USD 13.600 millones a tipo de cambio oficial).
- El año próximo vencen a precios de hoy 10,2 puntos del PBI, pero probablemente se sume la renovación de una parte importante de los vencimientos de IV-22. En total esperamos vencimientos por 12 puntos del PBI. Eso implica que se requiere renovar esos 12 puntos más un 20% adicional.

En Pts del PBI	2020	2021	2022	2023	2023 USDM
<b>NECESIDADES DE FONDEO</b>	<b>8,7</b>	<b>6,2</b>	<b>3,6</b>	<b>2,5</b>	<b>15.550</b>
Otros Organismos	0,0	0,0	0,4	0,2	1.244
FMI	0,0	0,0	0,4	-0,5	-2.962
BCRA	7,3	4,6	0,8	0,6	3.732
Mercado	1,4	1,6	2,0	2,3	13.536

PERFIL DE VENCIMIENTOS DE LA DEUNDA EN PESOS EXPRESADA EN PUNTOS DEL PBI

En Pts PBI	IV-22	I-23	II-23	III-23	IV-23	I-24	II-24	III-24	IV-24
<b>Total</b>	<b>2,2</b>	<b>3,6</b>	<b>2,8</b>	<b>3,5</b>	<b>0,3</b>	<b>1,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,3</b>
Inflación	1,1	3,0	1,4	1,5	0,0	1,3	0,0	0,9	0,2
Tasa Fija	0,8	0,5	0,3	0,0	0,2	0,0	0,3	0,0	0,1
Badlar	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
USD linked	0,3	0,0	0,5	0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0
Dual	0,0	0,0	0,6	2,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0

# ¿Hacia dónde están yendo los pesos?

- La inyección de pesos del dólar soja se trasladó al sistema financiero y al mercado de capitales.
- El Tesoro logró captar \$421,000 millones netos, los plazos fijos subieron \$750,000 millones.
- En lo que va del año los depósitos a plazo fijo crecieron 86%. Eso implica una tasa de crecimiento del 7,1% mensual que se aceleró al 10% en septiembre.

## ¿Hacia dónde van los flujos de Pesos?

Datos en Arg\$ Millones	l-22	abr-22	may-22	jun-22	jul-22	ago-22	sep-22	ACUM	Var % YTD
<b>INDUSTRIA FCI</b>	<b>198.601</b>	<b>327.489</b>	<b>70.745</b>	<b>-18.757</b>	<b>386.244</b>	<b>298.715</b>	<b>718.999</b>	<b>2.379.238</b>	<b>66%</b>
Money Market	43.313	74.608	18.691	294.021	191.791	94.481	553.999	1.357.530	80%
Renta Fija	135.429	219.994	32.054	-346.508	100.212	139.678	117.912	669.629	52%
Resto	19.859	32.887	20.000	33.730	94.241	64.556	47.088	352.079	56%
<b>DEPÓSITOS TOTALES</b>	<b>239.243</b>	<b>607.306</b>	<b>655.301</b>	<b>1.278.161</b>	<b>522.509</b>	<b>599.174</b>	<b>1.033.751</b>	<b>5.413.930</b>	<b>53%</b>
Depósitos Vista	-100.007	307.741	258.572	782.611	16.931	122.569	300.095	1.488.499	28%
Depósitos a Plazo	332.246	290.704	376.559	470.072	512.481	481.524	747.139	3.875.217	86%
Resto	7.003	8.861	20.170	25.478	-6.903	-4.919	-13.483	50.214	22%
<b>PRÉSTAMOS</b>	<b>129.523</b>	<b>342.413</b>	<b>289.929</b>	<b>161.646</b>	<b>1.706.442</b>	<b>161.646</b>	<b>40.452</b>	<b>1.706.442</b>	<b>41%</b>
<b>TESORO NETO</b>	<b>213.718</b>	<b>-68.214</b>	<b>74.086</b>	<b>23.086</b>	<b>372.200</b>	<b>257.000</b>	<b>421.000</b>	<b>1.720.311</b>	<b>n.c.</b>

# Escenario 2023: Horizonte Temporal

- Seguimos trabajando con escenarios múltiples y con probabilidades de ocurrencia diferenciadas según el horizonte temporal. Escenario de continuidad, sin correcciones de precios relativos, pierden probabilidad de ocurrencia en la medida en que avanza el tiempo.
- Las posibilidades del salto discreto se ubican principalmente a fines de octubre y luego en enero. De allí en adelante empiezan a bajar por el avance del proceso electoral.
- Luce poco probable que el gobierno que asume en diciembre 2023 quiera sostener un tipo de cambio real muy atrasado.

	Horizonte Temporal					
	Oct-Dic-22	I-23	II-23	III-23	IV-23	2024
Continuidad Ordenada	49%	50%	55%	42%	20%	14%
Aceleración Inflacionaria I	6%	12%	15%	25%	10%	2%
Salto + Aceleración	2%	5%	10%	10%	5%	2%
Salto Discreto Ordenado	41%	30%	10%	15%	60%	80%
Stress Político	2%	3%	10%	8%	5%	2%
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%	100%



# Escenario Base y Stress 2023

		VARIABLE	2022	Variaciones Promedio Mensual				2023
				I-23	II-23	III-23	IV-23	
<b>Continuidad Ordenada</b>		TCN	<b>67,6%</b>	5,7%	5,4%	5,4%	5,3%	<b>88,8%</b>
		IPC	<b>101,3%</b>	5,7%	5,4%	5,2%	5,1%	<b>86,8%</b>
		Badlar	<b>69,5%</b>	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	<b>69,5%</b>
		Dólar CCL	<b>55,8%</b>	5,0%	4,7%	4,6%	4,5%	<b>73,9%</b>
		2022	2023	Brecha	<b>90,0%</b>	87,5%	83,7%	80,0%
<b>49%</b>	<b>42%</b>	PBI Real	<b>4,0%</b>	0,7%	0,2%	0,5%	0,5%	<b>1,5%</b>
<b>Escenarios Stress</b>		TCN	<b>99,8%</b>	2,1%	4,2%	3,7%	3,7%	<b>49,8%</b>
		IPC	<b>119,5%</b>	6,8%	4,7%	3,9%	3,8%	<b>83,8%</b>
		Badlar	<b>69,5%</b>	4,7%	3,8%	3,3%	3,2%	<b>38,5%</b>
		Dólar CCL	<b>80,1%</b>	2,1%	4,5%	3,9%	4,1%	<b>62,5%</b>
		2022	2023	Brecha	<b>84,2%</b>	84,3%	85,3%	86,5%
<b>51%</b>	<b>58%</b>	PBI Real	<b>3,6%</b>	-0,4%	-1,3%	-1,4%	-0,8%	<b>-2,0%</b>
<b>ESCENARIO PROMEDIO (BASE)</b>		TCN	<b>82,4%</b>	4,8%	7,8%	3,3%	0,6%	<b>61,5%</b>
		IPC	<b>109,7%</b>	6,6%	7,6%	4,6%	1,1%	<b>78,5%</b>
		Badlar	<b>69,5%</b>	5,5%	5,5%	4,9%	3,6%	<b>41,1%</b>
		Dólar CCL	<b>70,2%</b>	6,0%	9,1%	1,8%	-1,9%	<b>54,2%</b>
		Brecha	<b>90,7%</b>	94,7%	103,6%	101,4%	86,5%	<b>82,1%</b>
		PBI Real	<b>3,8%</b>	0,2%	-0,5%	-0,4%	-0,3%	<b>-0,5%</b>

# Comentarios Finales

---

Los avances logrados en temas centrales como menor expansión del gasto, recalibración de tasas de interés y acumulación de reservas no han generado finalmente el efecto buscado, que era bajar la incertidumbre futura y achicar la brecha cambiaria.

En la visión de los inversores sigue pesando la falta de una solución permanente al problema cambiario, el desafío de sostener las reservas sin dólar soja y el problema del exceso de pesos.

La inflación no da señales de desaceleración y eso agrava aún más un problema social y laboral que gana peso en la agenda diaria.

El equipo económico estaría trabajando en un Plan de Estabilización, que luce muy necesario para cortar la nominalidad que hoy ronda el 7%. El timing y la profundidad que se logra en ese Plan son claves para terminar de entender el 2023. Por ahora con mucha incertidumbre.

Una vez iniciado 2023 la Política estará en el centro de la escena, influyendo sobre las principales decisiones económicas y marcando la agenda del año, aunque el riesgo sigue siendo que por no abordar los temas a tiempo, desencadenen decisiones apuradas en pleno proceso electoral.

**MEGAQM**

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN

**Muchas Gracias!**

