

MEGAQM

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN

Perspectivas Mensuales



Enero 2023

Punto de Partida de un Año Desafiante

Buenas Noticias

- El año comienza con algunas buenas noticias que sirven para encarar de mejor manera los primeros meses del año. En los dos últimos meses bajó el ritmo inflacionario, el Tesoro habría cumplido con cierto margen las metas fiscales / de reservas y el nivel de actividad cerró por arriba de lo esperado por el mercado. A su vez se han sumado acuerdos para reforzar el nivel de Reservas.

Tareas Pendientes

- El equilibrio cambiario se mantiene a base de controles y medidas puntuales, no es un equilibrio natural. La economía sigue teniendo un fuerte exceso de pesos y el financiamiento del Tesoro sigue siendo de muy corto plazo y dependiente de la intervención de BCRA. Estos temas estructurales no se resolverían en el corto plazo.

Implicancias de un Año Electoral

- Las expectativas empiezan a formarse con un mix de variables: a) que se espera que haga el gobierno durante la transición; b) Quiénes serán los candidatos y su intención de voto; c) Qué se espera que haga cada candidato. En la medida que avance los meses el factor “a” irá perdiendo peso y sumará ponderación el “c”.

Riesgos Exógenos

- A los problemas propios de la economía local se suman dos factores exógenos. El principal es el riesgo de que las condiciones climáticas no mejoren y la producción agrícola descienda de manera sostenida. Eso implicaría menor oferta de dólares y llevaría a recalcular el año cambiario. El segundo tiene que ver con el frente externo (Brasil, tasas de interés EE.UU, monedas, etc) que todavía es cambiante y puede implicar nuevos desafíos.

¿Alcanzan los Dólares?

Pasado el dólar Soja el desafío sigue siendo lograr el equilibrio

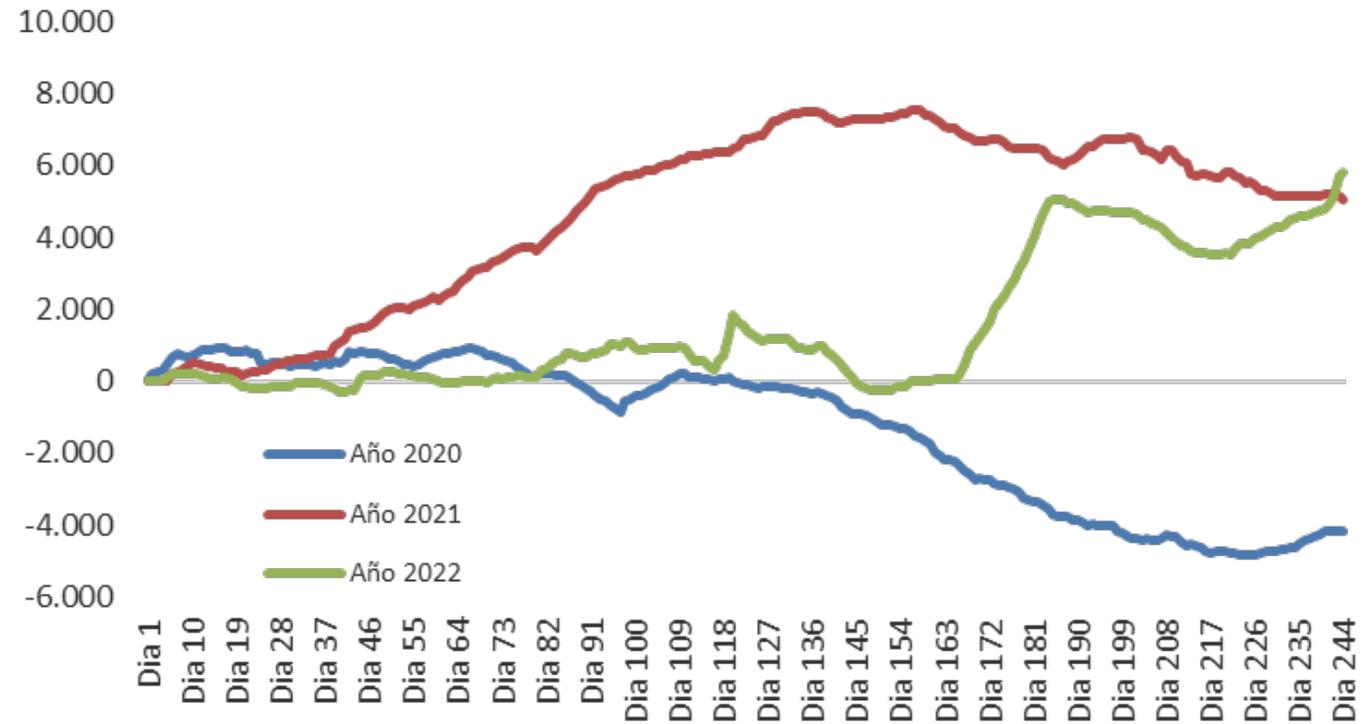
- El dólar soja permitió cerrar el año. Probables desequilibrios hasta el ingreso de la cosecha.
- El temor es el impacto de la sequía. Por ahora dentro del rango manejable, pero si no se recuperan los niveles hídricos la oferta de divisas se puede resentir.
- El Turismo en un escalón más bajo por dólar Qatar y dólar MEP para turistas extranjeros.
- Riesgo de demora en Gasoducto Vaca Muerta.

USD Mill promedios x mes	I-22	II-22	III-22	oct-22	nov-22	dic-22
Intervenciones BCRA	-16	631	1.054	-498	-672	1.988
EXPORTACIONES	6.579	8.189	9.224	4.890	5.316	8.900
DEMANDA NETA	6.868	8.029	8.275	6.032	6.046	6.912
Importaciones	5.238	6.422	6.259	4.527	4.500	5.400
Demanda Estructural	1.630	1.608	2.015	1.505	1.546	1.512
Saldo Neto de Servicios	712	839	1.028	777	587	750
Intereses y Dividendos	257	184	298	138	249	235
Préstamos Financieros	491	397	432	441	602	400
Atesoramiento y Otros	169	188	258	149	107	127
Financiamiento Comercial	824	1.168	3.117	-1.464	-523	1.800
Por Exportaciones	128	-145	1.641	-3.011	-1.773	1.300
Por Importaciones	696	1.313	1.476	1.547	1.250	500

Oferta de Dólares: Necesidad de Repetir Esquemas Especiales

- El año 2022 mostró que la oferta de divisas apareció cuando el tipo de cambio disponible fue más alto.
- Eso implica que en 2023, con la expectativa que implica el proceso electoral, es muy probable que sea necesario replicar los esquemas especiales para incentivar la oferta.
- El BCRA seguramente irá administrando fechas y sectores con dos objetivos:
 - Minimizar el efecto sobre los precios internos.
 - Potenciar la liquidación de sectores con alto volumen.

La Oferta apareció a otro TCN



Inflación Minorista: ¿Puede seguir bajando?

Expectativas oficiales: Dic-22 < 5% y Abr-23 < 4%

- El objetivo oficial es mantener el ritmo descendente. El mercado por ahora espera ritmos que se vuelven a acelerar. Es una jugada fuerte del equipo económico, porque todavía hay factores que ejercen fuerzas opuestas sobre los precios.
- Entendemos que de corto plazo pueden darse niveles más bajos que el cierre de 2022 y que en el segundo semestre el riesgo de aceleración se incrementa.

Factores Bajistas

Caída de demanda por menor salario real.

Márgenes empresarios en algunos sectores que parten de niveles altos.

Menor precio de precios internacionales (Energía y alimentos).

Precios Justos, con incentivos para empresas vía acceso a dólar oficial.

Menor expansión fiscal y déficit más bajo.

Factores Alcistas

Exceso de pesos de diciembre e intervenciones permanentes del BCRA.

Necesidad de corrección de precios relativos, incluido el tipo de cambio

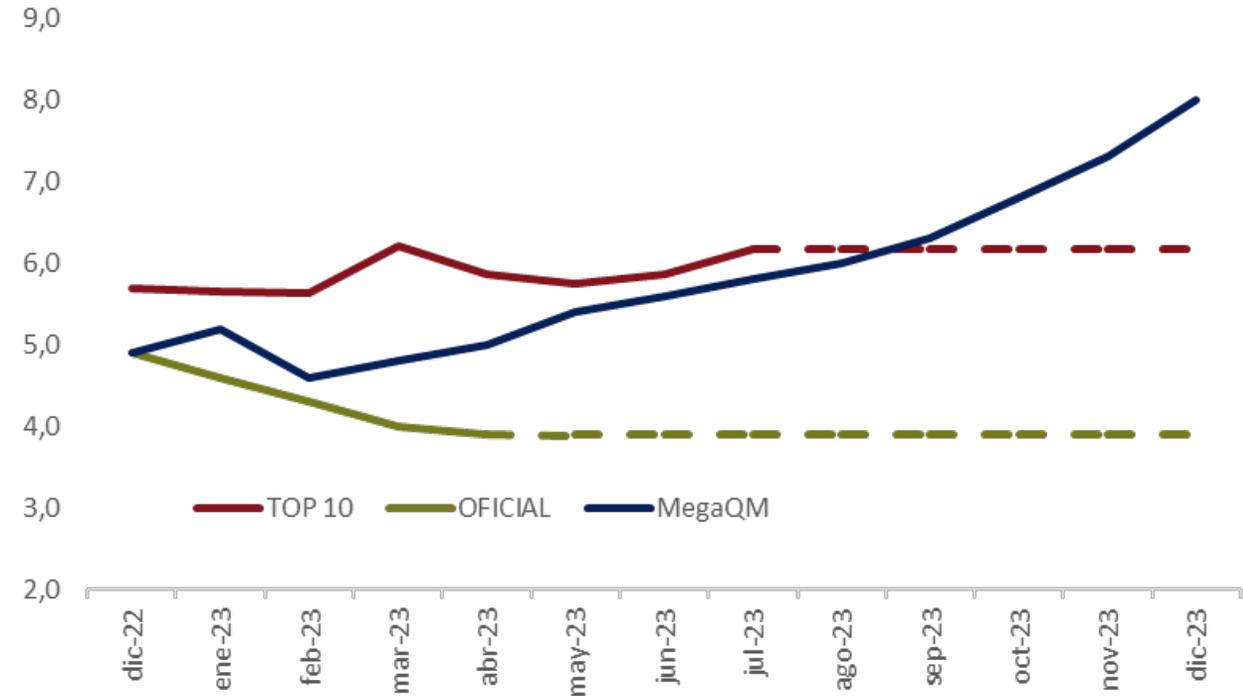
Riesgo de expansión fiscal por motivos electorales

Expectativas de correcciones de precios relativos con nuevo gobierno.

El Mercado con Expectativas muy diferentes a las Oficiales

- El gobierno espera lograr niveles de inflación < 4% para abril y cerrar el año en 60%.
- El REM, con sus principales pronosticadores, sigue esperando inflación que se acelera en la segunda parte del año.
- La dinámica de depreciación y tasa de interés puede ser muy diferente si se logra encarrilar hacia un sendero u el otro.
- Nuestro escenario base se aproxima más a las expectativas oficiales en los primeros meses y se diferencia en el segundo semestre con un riesgo más alto de aceleración.

Inflación: Expectativas de Mercado Versus Oficiales



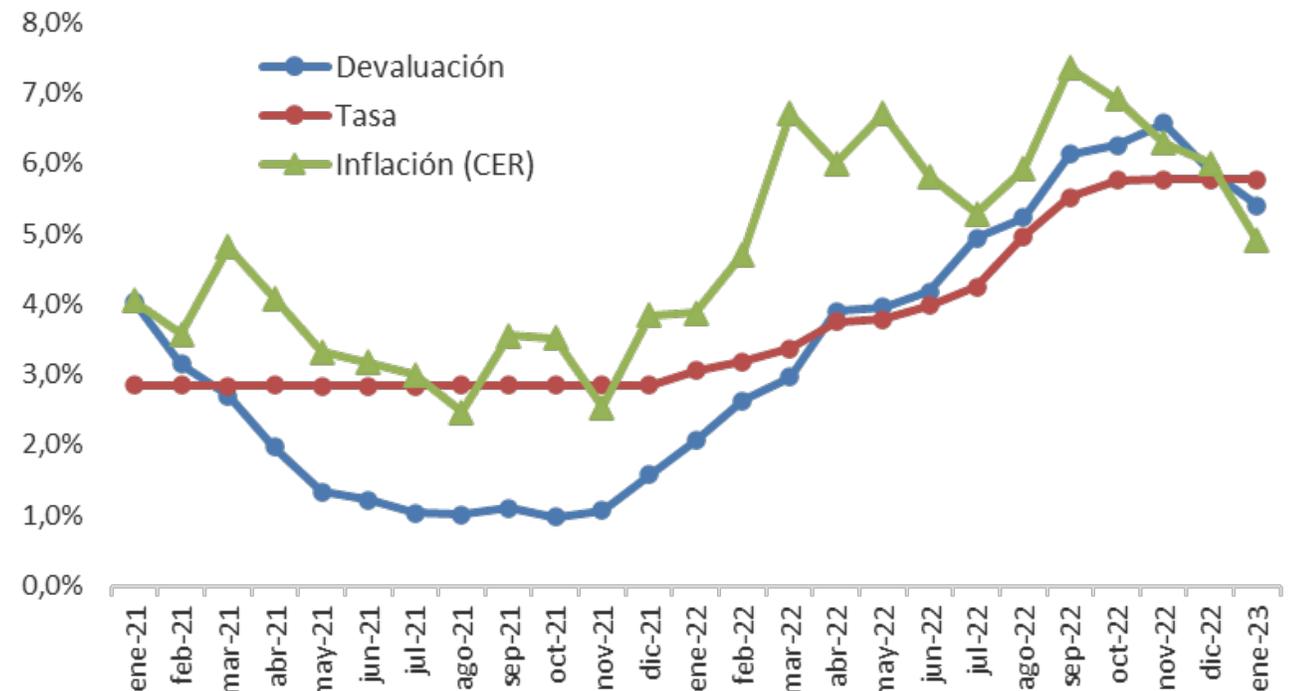
En % Mensual	I-23	II-23	2nd S	AÑO
OFICIAL	4,3%	3,9%	3,9%	60,0%
REM Completo	5,8%	5,9%	5,9%	98,4%
REM TOP 10	5,8%	5,8%	6,2%	101,1%
MegaQM	4,9%	5,3%	6,7%	98,8%

Hacia Tasas Reales Positivas

Finalmente se lograron tasas mayores a la inflación

- Bajó la inflación y el nivel de tasas de interés se mantuvo. Por primera vez tipo de cambio y tasa le ganaron a los precios.
- En las últimas semanas el BCRA ajustó el ritmo de depreciación y logró el equilibrio ideal:
- Tasa (5,8%) > Devaluación (5,4%) > Inflación (4,9%).
- El interrogante es si el BCRA mantiene ese equilibrio o para atenuar la expansión monetaria modera las tasas de interés. El FMI pide sostener tasas para incrementar la demanda real de pesos.

El BCRA busca tasas de equilibrio



¿Por qué sobran pesos?

El Desafío Monetario

- La emisión de pesos se genera principalmente por 3 vías:
 - El pago de intereses de Leliqs y Pases.
 - La compra de Bonos del Tesoro en el mercado secundario.
 - La compra de divisa vía dólar soja.

Arg\$ Millones por Mes	Ene-Mar 22	Abr-May 22	Jun-Jul 22	ago-22	sep-oct 22	nov-22	dic-22	ACUM
Expansión Primaria	49.199	513.956	989.185	308.814	1.148.765	889.159	1.207.666	7.857.050
Asistencia al Tesoro	-87.851	166.175	75.814	-35.745	65.560	216.181	-285.546	246.432
Intereses de Leliqs/Pases	127.282	146.291	223.354	344.559	423.869	510.023	562.863	3.386.319
Compra Divisas Privado	9.769	201.490	59.766	0	567.669	0	689.213	2.376.370
Operaciones de Bonos o Futuros	0	0	630.251	0	91.668	162.955	241.137	1.847.929
Absorción Primaria	-92.145	-15.746	-161.847	-142.564	-244.774	-68.559	0	-1.332.294
Venta de USD	-68.377	-7.500	-161.847	-98.434	-210.700	-68.559	0	-1.132.219
Operaciones de Bonos o Futuros	-23.768	-8.246	0	-44.130	-34.074	0	0	-200.075
EMISIÓN NETA	-42.946	498.210	827.338	166.250	903.991	820.600	1.207.666	6.524.756
ESTERILIZACIÓN LELIQS / PASES	-3.804	-371.199	-552.742	-291.865	-850.239	-611.743	-511.660	-4.975.040
Pases	739.382	-6.290	-100.759	-103.821	-383.207	-146.861	-122.613	864.339
Leliqs / Notaliqs	-743.186	-364.908	-451.984	-188.044	-467.032	-464.882	-389.047	-5.839.380
AUMENTO DE BASE MONETARIA	-46.750	127.011	274.596	-125.615	53.753	208.857	696.006	1.549.716
Esterilización / Emisión Neta	9%	-75%	-67%	-176%	-94%	-75%	-42%	-76%

El Desafío de la Deuda en Pesos

- Si bien el Tesoro ha logrado ir estirando algunos vencimientos, en especial por la participación del BCRA en el mercado secundario. Todavía quedan 13 puntos del PBI que deben renovarse este año. Es el 57,5% del total de la deuda en pesos.
- Estos dos ratios serán los que iremos monitoreando para medir que porcentaje se logra efectivamente alivianar.
- El desafío es menor si se tiene en cuenta que más del 55% de esos vencimientos ya están en poder de organismos públicos.
- Lo que no se logre renovar se pagará con impacto monetario, por eso suben nuestras expectativas de inflación del segundo semestre.

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

En Pts PBI	I-23	II-23	III-23	IV-23	I-24	II-24	III-24	IV-24
Total Arg\$ M	511.865	1.796.571	1.940.247	79.133	679.645	189.196	322.711	130.826
Total Pts PBI	1,5	5,4	5,8	0,2	2,0	0,6	1,0	0,4
Inflación	0,8	2,0	1,5	0,0	1,3	0,0	1,0	0,2
Tasa Fija	0,7	2,0	0,0	0,2	0,0	0,3	0,0	0,1
Badlar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
USD linked	0,0	0,6	0,2	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0
Dual	0,0	0,9	4,1	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0

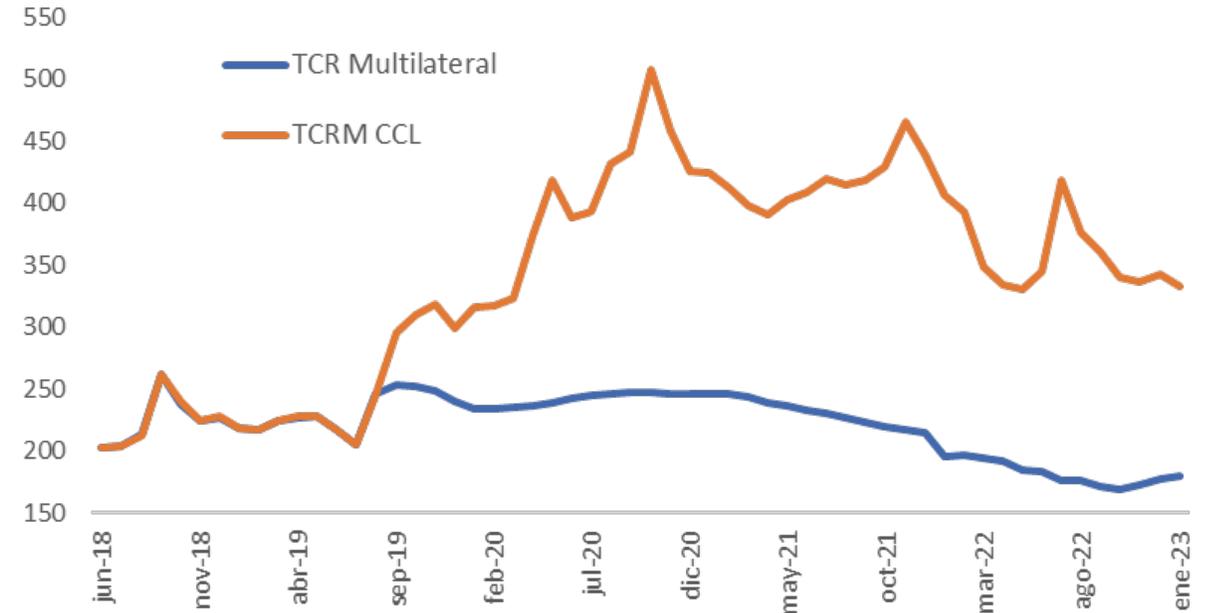
Distribución porcentual de Vencimientos

En % del Total	I-23	II-23	III-23	IV-23	I-24	II-24	Posterior	TOTAL
Total Arg\$ M	6,8%	23,9%	25,8%	1,1%	11,5%	6,0%	25,0%	22.587.028
Inflación	7,0%	17,5%	13,1%	0,2%	11,8%	10,4%	39,9%	11.500.434
Tasa Fija	17,2%	48,6%	0,0%	4,9%	6,6%	2,4%	20,3%	4.007.921
Badlar	6,6%	4,6%	4,7%	4,7%	11,4%	16,0%	52,0%	444.648
USD linked	1,0%	53,7%	22,8%	0,0%	22,5%	0,0%	0,0%	1.024.652
Dual	0,0%	15,3%	72,3%	0,0%	12,4%	0,0%	0,0%	5.609.373

¿Cómo está el TCR?

- En una mirada de corto plazo, enfocando en el período 2020-2022, el TCR oficial se muestra claramente atrasado.
- El Dólar CCL también se muestra con uno de los valores reales más bajos de los últimos 3 años. Está apenas 5% por arriba de los mínimos.
- En la medida que avance el año irán cambiando los fundamentos detrás del proceso de formación de expectativas de tipo de cambio, tanto para el dólar oficial como para la brecha cambiaria.

Una Mirada sobre el TCR



Históricos	Com 3.500		Dólar CCL	
	\$ Ene-23	Dif %	\$ Dic-21	Dif %
Precio Actual	180,0	n.c.	333,0	n.c.
Promedio 2020-2022	217,6	-17,3%	391,6	-15,0%
Máximo 2020-2022	247,1	-27,2%	508,0	-34,4%
Mínimo 2020-2022	169,6	6,1%	316,4	5,2%

¿Puede subir la brecha?

¿Qué factores inciden en el Nivel de Brecha Cambiaria?

Exceso de Pesos y Nivel de Reservas

Siguen sobrando pesos y las reservas internacionales se han reforzado pero con activos que no son de libre disponibilidad.

La situación cambiaria todavía es compleja y puede ser necesario un período de tiempo relativamente largo para poder desarmar los controles cambiarios que generan la brecha.

Tipo de Cambio Real Implícito

En una visión de corto plazo (3 años) está muy cerca de sus mínimos. Por lo tanto puede aparecer demanda.

En una visión estructural (20 años) sigue siendo caro. Esto implica que en pleno proceso electoral pueden verse valores más altos, pero a 2/3 años vista, el nivel de equilibrio podría ser menor al actual.

Expectativas Políticas

El último factor que definirá el nivel de brecha es el posicionamiento electoral de los diferentes candidatos y sus propuestas para 2024.

Esquemas de salida rápida del Cepo achicarían la brecha, procesos más graduales pueden implicar un piso más alto.

Expectativas de Corto Plazo para las Cláusulas de Ajuste

Inflación

Probable desaceleración en los próximos meses y presiones alcistas en el segundo semestre. Podría perder con la tasa de inflación y con la devaluación en la primera etapa.

Tipo de Cambio

En los meses de baja inflación se buscará recuperar tipo de cambio real, pero igualmente el BCRA buscará bajar la presión que la devaluación ejerce sobre los precios con ritmos nominales que bajan gradualmente siguiendo a la inflación pero desde arriba.

Tasa de Interés

El objetivo es que queden arriba de inflación y devaluación. Eso acomoda los incentivos a liquidar divisas y fomenta una mayor demanda de pesos. El costo es monetario, porque implica mayor emisión del BCRA vía intereses. Pueden aparecer oportunidades en el segmento de tasa fija.

Brecha Cambiaria

Parte de un valor real bajo de corto plazo y en un eventual ciclo de volatilidad puede alcanzar valores mayores. En la medida que avance el año el techo puede ser cada vez más bajo por el ancla que supone la posibilidad de que un nuevo gobierno encare un programa Anti-Brecha.

La Visión de Nuestros Portfolios Managers

		Stock VM Arg\$	nov-22	dic-22	YTD	Duration	Estrategia Asignación			Estrat. Duration			Mes Anterior	
							OW	N	UW	C	M	L		
BCRA	Badlar privada	7.001.678	5,7%	5,7%	69,4%	0,1	95,6					x	UW	
	TM20 privada		5,5%	5,5%	66,9%	0,1	91					x	UW	
TASA	Bonos Badlar	171.527	6,0%	6,9%	57,1%	0,8	14,9%					UW	X	N
	BOTES	166.613	5,1%	13,0%	18,9%	0,1	101,4%				N		X	UW
	LEDES	2.449.960	6,3%	5,2%	62,6%	0,3	104,4%	OW			X		OW	
CER	LECER	2.156.238	5,9%	7,0%	85,9%	0,4	6,0%				N		X	OW
	BONCER	5.573.497	4,3%	11,0%	70,3%	1,8	10,6%			OW			X	N
DUAL	DUALES	5.526.728	3,5%	6,5%	79,5%	0,6	8,0%	2,0%		N			X	N
DLK	DOLLAR LINKED	5.679	2,9%	7,5%	56,1%	0,8	5,8%					UW	X	N
USD	BONARES USD	43.514	28,0%	14,6%	54,2%	4,5	31,3%				N		X	N
	GLOBALES USD	63.214	26,7%	8,3%	54,3%	4,8	27,7%				N		X	N

Cláusulas de ajuste: "Expectativas de Corto"	jul-22	dic-22	YTD	Expectativa Corto Plazo			Fundamentos
				+	=	-	
Dólar Oficial	4,8%	5,9%	74,0%			-	Bajó un pequeño escalón, ¿repiten si la inflación arranca con 4%? Plan de precios justos con impacto de corto plazo Riesgo por efecto monetario de diciembre Tasa estable con sesgo marginal hacia la baja
Inflación (índice CER)	4,9%	5,5%	91,3%		=		
Dólar CCL- Brecha	16,8%	3,9%	56,9%	+			
Tasa Badlar Privada	4,0%	5,7%	69,4%		=		

Comentarios Finales

Se han combinado algunas noticias favorables con otros factores que siguen mostrando la presencia de fuertes desequilibrios. La decisión oficial es no avanzar en la corrección de esos puntos. Por lo tanto el año estará marcado por la manera en que se logra transitar sin esos ajustes.

La agenda política tanto del oficialismo como de la oposición serán factores centrales. Resultará relevante conocer en junio quiénes son los candidatos e ir conociendo su posicionamiento en dos temas claves: tipo de cambio y programa financiero.

El BCRA será un actor clave, porque recibirá la responsabilidad adicional de ayudar a cerrar el programa financiero sin políticas de shocks. Eso implica una mayor emisión monetaria.

Mientras tanto el foco estará puesto en cómo se sigue administrando el proceso de transición. Ahí será clave la incidencia de factores que no se controlan, como el climático o las condiciones financieras externas.

Las carteras en el corto plazo buscarán rendimiento, aprovechando en el corto las tasa mayores a la inflación, en el mediano plazo el segmento CER de mayor rendimiento y probablemente en los tramos más largos posiciones en Hard Dollar que rindan vía aumento de paridades.

M E G A Q M

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN

Muchas Gracias!

