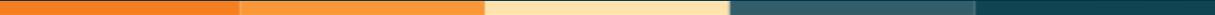


M E G A Q M

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN

Perspectivas Mensuales



Marzo 2023

Mismo escenario, pero con nuevas complicaciones

Escenario Base

Llegar sin “shocks” a las elecciones para minimizar el costo político de un escenario económico complejo.

Eso implicaba no devaluar, ir refinanciando la deuda y bajar gradualmente el ritmo inflacionario. Aún sabiendo que no generaba un boom económico, se buscaba evitar cualquier stress financiero.

Nuevas Complicaciones

El problema de la sequía, no cambia el escenario base, pero le suma fuertes complicaciones.

Implica menor oferta de divisas y en consecuencia mayores restricciones para el comercio exterior y posiblemente un impacto inflacionario más alto.

Además se sumó el aumento en el precio de la carne y su impacto directo en el nivel de inflación.

¿Cuál es el impacto de la Sequía?

- La situación se agrava semana a semana con la continuidad de las altas temperaturas y bajos niveles hídricos, en especial en la zona núcleo. A principio de marzo, los referentes del sector estiman una merma en la producción global del 31%. Eso implica una menor oferta de divisas de al menos USD 13.700 millones. El escenario se hace más complejo, porque la buena cosecha de Brasil hace que el mercado internacional no refleje en los precios la menor oferta local.

	Año 2022				Año 2023			
	Producción Mill Tns	Valor Mill USD	Expo Mill USD	% Expo / Prod	Producción Mill Tns	Valor Mill USD	Expo Mill USD	% Expo / Prod
SOJA	43.861	23.322	22.300	95,6%	30.000	15.696	15.200	96,8%
GIRASOL	4.050	1.983	1.900	95,8%	3.900	1.879	1.800	95,8%
TRIGO	22.150	6.913	4.580	66,2%	12.400	3.837	1.800	46,9%
MAIZ	59.037	14.980	9.550	63,8%	41.000	10.709	6.000	56,0%
SORGO	2.883	514	470	91,4%	3.300	584	550	94,1%
CEBADA	5.280	1.463	1.200	82,0%	3.800	1.045	950	90,9%
TOTAL	137.262	49.176	40.000	81,3%	94.400	33.751	26.300	77,9%

CAIDA DE PRODUCCIÓN	38,100 M TN	-31%	EFFECTO NETO CAÍDA DE EXPORTACIONES USD M	-13.700
----------------------------	--------------------	-------------	--	----------------

¿Cómo cierra el mercado cambiario?

- Algunos factores del contexto actual aportan su ayuda: Menor precio de GLP, impacto dólar Qatar, Menores importaciones de insumos para la producción (agroquímicos y combustible) y menores fletes y seguros asociados a la menor exportación.
- De todas manera, el BCRA necesitará limitar importaciones para no perder reservas. El punto de equilibrio se lograría con un retroceso de las cantidades importadas del 16,5% con respecto al año anterior.

USD Millones	2022 (Prom Mensual / Acum Anual)					2023 P
	I-22	II-22	III-22	IV-22	TOTAL	
Intervenciones BCRA	-266	2.650	11	-366	5.824	0
EXPORTACIONES	6.579	8.196	9.224	6.166	90.510	76.300
Cereales y Oleaginosas	3.056	4.326	5.122	2.221	44.175	30.500
Petróleo, Gas y Electricidad	734	699	752	819	9.020	8.500
Resto	2.789	3.171	3.350	3.126	37.315	37.300
DEMANDA NETA	6.923	8.105	8.246	6.065	88.151	76.300
Importaciones	5.293	6.498	6.230	4.884	68.193	60.000
Petróleo, Gas y Electricidad	921	1.336	1.516	600	13.571	10.000
Resto	4.372	5.162	4.714	4.285	54.621	50.000
Demanda Estructural	1.630	1.608	2.015	1.181	19.959	16.300
Saldo Neto de Servicios	712	839	1.028	417	9.506	6.000
Intereses y Dividendos	257	184	298	329	2.949	3.000
Préstamos Financieros	491	397	432	283	5.205	5.000
Atesoramiento y Otros	169	188	258	152	2.299	2.300
FINANCIAMIENTO COMERCIAL	1.195	1.651	3.606	206	10.433	5.350
Por EXPO	128	-145	1.603	-871	2.159	1.650
Por IMPO (CIF)	1.067	1.796	2.004	1.077	8.273	3.700

Consecuencias directas e indirectas de la sequía y los desequilibrios cambiarios

Oferta de Dólares

Se pierden al menos USD 13.700 millones de oferta anual de divisas.

Estas cifras corresponden a una caída de la producción del 31%

Costo Fiscal

Directo: Se pierden USD 4.200 millones de recaudación de retenciones

Indirecto: Se ahorran las divisas por menores importaciones, pero se pierde la recaudación de IVA Aduana y aranceles a las importaciones. El costo es de USD 2.900 millones

Nivel de Actividad e Inflación

Entre arrastre estadístico negativo de 2022, menor producción del agro y restricciones a las importaciones, nuestro escenario base incluye una caída de 3,5% del nivel de actividad en el año.

Mayores restricciones a las importaciones pueden jugar como un factor que acelere las altas presiones inflacionarias ya existentes.

Los Fundamentos de la Deuda siguen siendo buenos

- Aún analizando la deuda pública con un enfoque consolidado (Tesoro + BCRA) y corrigiendo del PBI el dólares el efecto del atraso cambiario, los ratios de endeudamiento siguen siendo razonables en relación al tamaño de la economía.
- El punto pendiente sigue siendo lograr que el mercado de capitales local alcance una escala suficiente como para que el roll over de esa deuda no sea un problema.
- Mientras estén vigentes los controles cambiarios, el financiamiento para el Tesoro no debería ser un problema.

Datos en USD Millones	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	
				USD Miles	En % PBI
DEUDA BRUTA TESORO NACIONAL	320.629	333.082	360.793	394.150	71,7%
BCRA	64.250	68.351	78.658	77.476	14,1%
ORGANISMOS	73.399	76.756	72.775	80.476	14,6%
PRESTAMOS	3.807	2.885	2.735	2.631	0,5%
DEUDA BRUTA A MERCADO	179.174	185.090	206.625	233.567	42,5%
DEUDA BRUTA BCRA	19.892	33.791	46.248	56.957	10,4%
DEUDA CONSOLIDADA BRUTA	340.521	366.873	407.041	451.107	82,1%
(-) Deuda Tesoro con BCRA	64.250	68.351	78.658	77.476	14,1%
(-) Tenencias Intra Sector Público	64.828	65.989	79.199	98.161	17,9%
DEUDA CONSOLIDADA NETA	211.443	232.533	249.184	275.470	50,1%
Deuda Bilateral / Multilateral	77.205	79.641	75.510	83.107	15,1%
Deuda a Mercado	134.238	152.892	173.674	192.363	35,0%
Moneda Local	76.575	97.882	133.239	103.279	18,8%
Moneda Extranjera	57.663	55.010	40.435	89.083	16,2%
Deuda Consolidada en % del PBI	38,5%	42,3%	45,3%	50,1%	

Deuda Neta a Mercado
equivalente al 35% del PBI

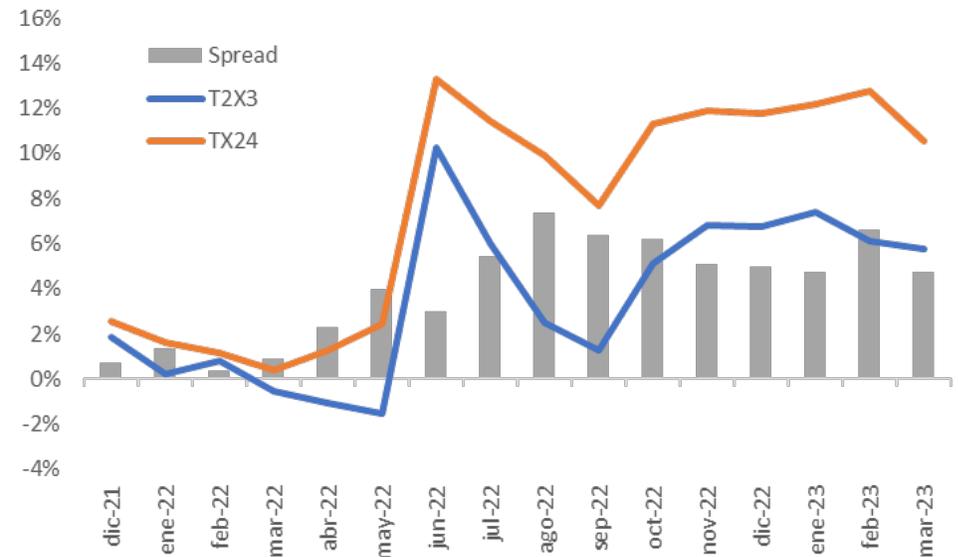
¿Por qué se necesita en Canje?

- Luego de varias señales, algunos inversores institucionales empezaron a estirar la duration de sus carteras sumando títulos CER y DLK 2024.
- Los primeros han sido aquellos que no están tan expuestos a la volatilidad de precio o que pueden administrar mejor su horizonte de inversión (no necesitan liquidez).
- En ese clima más favorable se ha empezado a sonsear la posibilidad de realizar un canje que postergue vencimientos para medidos de 2024.
- Todavía se están negociando las condiciones y será seguramente un tema de debate entre oficialismo y oposición. Independientemente de ello, lo importante es que se resuelva la concentración de vencimientos y se genere un escenario más previsible para los inversores.

PERFIL DE VENCIMIENTOS DE DEUDA EN PESOS

Arg\$ Millones	mar-23	II-23	III-23	IV-23	AÑO 2023
CER	350.621	1.726.882	21.260	0	5.595.046
DLK	0	44.169	0	65.553	329.165
DUAL	355.070	23.207	519.115	6.915	2.002.782
Resto	63.122	516.104	1.555.700	34.586	6.382.293
TOTAL	768.813	2.310.363	2.096.075	107.053	14.309.287
Neto Intra SP	768.813	877.938	796.509	40.680	5.914.193

Diferencial de Rendimiento por ir a 2024



¿En qué consiste el Canje?

- La operación anunciada busca postergar vencimiento de hasta \$7,5 billones. Es aproximadamente la mitad de lo que resta por vencer hasta fin de año.
- Seguramente en el tercer trimestre del año se requiera un nuevo canje para postergar esos vencimientos que quedan.
- Quienes necesiten mantener “*duration baja*” (carteras cortas) probablemente no ingresen al canje, pero seguirían renovando con las emisiones más cortas que ofrezca el Tesoro.
- Se espera un grado de aceptación del orden del 65%. Si es menor, podría producirse una presión mayor sobre la brecha cambiaria. Si se logran niveles de aceptación mayores, el efecto podría ser el contrario, bajando la presión sobre el dólar financiero.
- En cualquiera de los escenarios, parece claro que el camino elegido es seguir avanzado con los canjes y renovar los vencimientos de corto, evitando cualquier efecto de shock sobre la deuda.

DEUDA ELEGIBLE PARA CANJE

Tipo	Código	Valor Técnico	
		Arg\$ Mill	En %
BONCER	TX23	330.916	4,4%
DLK	TV23D	602.105	8,0%
DUAL	TDJ23	948.066	12,6%
LECER	X21A3	661.497	33,2%
LECER	X19Y3	939.211	
LECER	X16J3	894.131	
LEDES	S31M3	350.621	41,8%
LEDES	S28A3	1.193.708	
LEDES	S31Y3	970.231	
LEDES	S30J3	622.361	
TOTAL DEUDA ELEGIBLE		7.512.847	100,0%

CANASTA DE OPCIONES

	Fecha Vencimiento	Tasa	Estructura Canasta	
			Opción 1	Opción 2
BONCER	14/4/2024	3,75%	30%	
BONCER	14/10/2024	4,00%	40%	40%
BONCER	14/2/2025	4,25%	30%	30%
DUAL	28/2/2024	2,00%		30%

No cede la inflación

CABA dio 6% y Bahía Blanca 5,5%.

- La semana que viene se conoce el dato del IPC Nacional. Si se mantuviera las mediciones de CABA y Bahía Blanca, el IPC debería rondar el 5,8%. Seguimos pensando que puede ser un poco más alto que ese dato, pero siempre recordando que febrero tiene 10% menos días que enero.

El ritmo inflacionario se mantiene en el andarivel de 6,0% / 6,5%.
Por ahora no justifica suba de tasas del BCRA.

	PONDERADORES			INFLACIÓN FEB-23		Proy Nacional
	CABA	Interior	NACIONAL	CABA	INTERIOR	NACIONAL
Alimentos y bebidas no alcohólicas	23,4%	29,8%	26,9%	7,7	6,3	6,9
Bebidas alcohólicas y tabaco	3,3%	3,7%	3,5%	5,7	6,3	6,1
Prendas de vestir y calzado	8,5%	11,0%	9,9%	4,0	4,9	4,6
Vivienda, agua, electricidad y otros combustibles	10,5%	8,6%	9,4%	8,5	5,6	7,0
Equipamiento y mantenimiento del hogar	6,3%	6,4%	6,4%	4,8	4,8	4,8
Salud	8,8%	7,4%	8,0%	6,8	5,6	6,2
Transporte	11,6%	10,5%	11,0%	1,6	4,9	3,3
Comunicaciones	2,8%	2,8%	2,8%	2,9	4,9	4,0
Recreación y cultura	7,5%	7,1%	7,3%	8,7	6,0	7,2
Educación	3,0%	1,7%	2,3%	4,0	0,2	2,4
Restaurantes y hoteles	10,8%	7,5%	9,0%	5,9	6,0	5,9
Bienes y servicios varios	3,6%	3,5%	3,5%	7,4	5,2	6,2
Importancia relativa de la región en el total nacional	44,7%	55,3%	100,0%	6,1	5,6	5,8

¿Qué hace el BCRA?

Deja la responsabilidad de ofrecer tasas reales positivas al Tesoro

- Ante la nueva aceleración inflacionaria, tanto las tasas de interés como el ritmo de devaluación quedaron por debajo de la inflación mensual.
- Por ahora la responsabilidad de ofrecer retornos reales positivos queda para la deuda del Tesoro Nacional.
- De todas maneras, con el bajo nivel de crédito PBI, la tasa de interés no es un instrumento efectivo para controlar la inflación. En cambio, sigue siendo muy relevante para la brecha cambiaria.



La Mirada del Mercado sobre 2024

- El REM, que releva el BCRA, muestra una expectativa de atraso cambiario para 2023 que se corrige en 2024, pero que no llega a compensar lo perdido en los dos años anteriores.
- Esta visión es relevante, porque muestra un escenario donde no se plantean cambios de precios relativos en lo que queda del año, incluyendo el período electoral. Esas correcciones quedarían recién para el año próximo.

¿Qué espera el REM para los próximos 2 años?

	Inflación Minorista		Tipo de Cambio		Tasa Badlar Prom		TCR Implícito Var % Anual
	Anual	Mensual	Anual	Mensual	TNA	TEM	
2023	100	5,9%	91	5,5%	70,8	5,9%	-7,5%
2024	82	5,1%	110	6,4%	68,6	5,7%	22,4%
Acum	264	5,5%	264	5,5%	69,7	5,8%	13,2%

Comentarios

Mantenemos la expectativa de un escenario base sin shocks. Esto a pesar de las complicaciones cambiarias que surgen por efecto de la sequía. Pero el efecto negativo no queda en lo cambiario, el frente fiscal también se resentirá y la tendencia podría llevar a la economía a contraerse entre 3 y 3,5% (caída del PBI real).

Un Canje Exitoso (mayor al 65% de adhesión) ayudaría a despejar el horizonte financiero al menos hasta el 3er trimestre, donde sería necesaria otra operación similar. Esto ayuda también a bajar la presión sobre la brecha cambiaria, dando tiempo a empalmar con las expectativas de brecha que logren formar los principales candidatos en las elecciones presidenciales.

En el corto plazo, la variable central a monitorear seguirá siendo el déficit del Tesoro. Es la exigencia que va a plantear el FMI y lo que mirará el mercado para entender la real capacidad de pago de la deuda. Esto a pesar de fundamentos favorables, que confirman que la deuda no plantea un problema de stock sino de capacidad de renovación.

Mientras tanto se seguirá transitando el año electoral buscando lograr una sintonía fina entre tasas, devaluación e inflación. Esto sabiendo que siguen existiendo fuertes presiones inflacionarias que imponen un piso de aumentos mensuales que costará mucho bajar de 5,5%.

De cara a 2024 la expectativa sigue siendo la de un ajuste inicial que ayude a corregir los desequilibrios de precios relativos. En cifras del mercado eso implica una recuperación de más de 20 puntos del tipo de cambio real (devaluación mayor a inflación).

Estrategia de Asset Allocation

		Stock VM Arg\$	nov-22	dic-22	ene-23	feb-23	YTD	Duration	TEA	Estrategia Asignación			Estrat. Duration			Mes Anterior
										OW	N	UW	C	M	L	
BCRA	Badlar privada	7.001.678	5,7%	5,7%	5,9%	5,1%	12,4%	0,1	95,6		N			x		N
	TM20 privada		5,5%	5,5%	5,8%	5,1%	11,8%	0,1	91		N			x		N
TASA	Bonos Badlar	171.527	6,0%	6,9%	5,2%	3,1%	5,9%	0,8	7,1%			UW	X			N
	BOTES	166.613	5,1%	13,0%	6,6%	5,0%	11,8%	0,1	110,1%			UW	X			UW
	LEDES	2.166.174	6,3%	5,2%	4,6%	4,2%	9,5%	0,3	121,7%		N		X			N
CER	LECER	1.947.457	5,9%	7,0%	5,4%	5,8%	12,5%	0,4	0,0%	OW			X			OW
	BONCER	5.552.424	4,3%	11,0%	5,8%	8,1%	16,3%	1,8	7,5%	OW				X		OW
DUAL	DUALES	5.526.728	3,5%	6,5%	5,1%	6,4%	15,3%	0,6	2,6%	-1,1%		N			X	N
DLK	DOLLAR LINKED	5.679	2,9%	7,5%	4,4%	8,2%	15,2%	0,8	5,0%		OW				X	UW
USD	BONARES USD	43.514	28,0%	14,6%	29,5%	-9,4%	12,4%	4,5	32,3%			N			X	N
	GLOBALES USD	63.214	26,7%	8,3%	36,2%	-8,1%	21,5%	4,8	27,6%			N			X	N

Cláusulas de ajuste: "Expectativas de Corto"	jul-22	dic-22	ene-23	feb-23	YTD	Expectativa Corto Plazo			Fundamentos
						+	=	-	
Dólar Oficial	4,8%	5,9%	5,5%	5,5%	11,9%	+			Necesita volver al rango del 6% Expectativas corregidas por "Efecto Carne" Un canje de deuda exitoso, podría bajar presión sobre brecha Posibles presiones del FMI si inflación se sostiene arriba de 6%
Inflación (índice CER)	4,9%	5,5%	5,2%	5,2%	11,4%	+			
Dólar CCL- Brecha	16,8%	3,9%	9,5%	-0,7%	10,4%		=		
Tasa Badlar Privada	4,0%	5,7%	6,1%	5,3%	12,4%		=		

MEGAQM

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN

Muchas Gracias!

