

M E G A Q M

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN

Perspectivas Mensuales

Abril 2023

Un escenario que se hizo mucho más complejo

No cambian los objetivos

El equipo económico sigue buscando alternativas para llegar a fin de año sin grandes shocks en la economía local.

Eso implica evitar un salto discreto del tipo de cambio

Pero aumentan las dificultades

Menor oferta de dólares, caída de actividad y menor recaudación.

Todo deriva en un escenario fiscal imposible de cumplir y un BCRA que no tiene reservas suficientes

¿Se redefinen las metas?

Las metas como están son incumplibles. El FMI solo flexibiliza la de reservas.

Pero el problema no son las metas, sino el funcionamiento de la economía en un escenario de flexibilización. Todo lleva a más inflación

Impacto de la Sequía

¿Tiene sentido mantener las metas ante la magnitud de la crisis?

- El BCRA no puede pretender comprar reservas en un mercado que resigna USD 17.500 millones de exportaciones.
- Es casi imposible imaginar un ajuste real del gasto primario del 10% en un año electoral.
- Sólo un escenario de inflación creciente puede ayudar a cuadrar parte de estas cifras.
- En definitiva, es un nivel de equilibrio más alto para el año próximo.

Cambiarío

- La cosecha caería 40% en cantidades, eso implica USD 20.000 millones menos en valor y USD 17.500 millones menos en exportaciones.

Actividad

- Entre impacto directo e indirecto, la sequía resta 2,3 puntos de nivel de actividad. Además el año pasado dejó efecto arrastre negativo y esperamos deterioro del salario real. Caída mínima estimada del PBI 4%.

Fiscal

- Se necesitaba un ajuste del resultado primario de 0,6% del PBI, pero la sequía resta vía impuestos a las expo e importaciones y por menor nivel de actividad 0,9% del PBI de recaudación.
- Ajuste real necesario del Gasto Primario del 10%.

La Postura del FMI

“Alcanzar el **objetivo de déficit fiscal primario del 1,9 % del PIB para 2023** sigue siendo esencial para respaldar la desinflación y la acumulación de reservas, aliviar las presiones financieras y fortalecer la sostenibilidad de la deuda

“Las **tasas de interés reales** deberían permanecer lo suficientemente positivas para hacer frente a la alta inflación y respaldar la demanda de activos en pesos. Es posible que se justifiquen aumentos adicionales de las tasas en caso de que se produzcan nuevos shocks inflacionarios o se intensifiquen las presiones cambiarias

La **tasa de crawl** debería continuar apoyando la **competitividad**, con acciones recientes para racionalizar el régimen cambiario y agilizar las exportaciones que también ayudan a respaldar la acumulación de reservas.

En el frente de la financiación doméstica, se necesitarán esfuerzos prudentes para mitigar los riesgos de refinanciación a corto plazo y movilizar la financiación neta, limitando al mismo tiempo la acumulación de vulnerabilidades y protegiendo la sostenibilidad de la deuda. Mientras tanto, las intervenciones del banco central en los mercados secundarios de bonos deberían limitarse a abordar los riesgos de estabilidad financiera.

“Dado que los riesgos a la baja han aumentado aún más, incluyendo en el contexto de una sequía muy severa, la formulación ágil de políticas sigue siendo indispensable para respaldar el éxito del programa, **ya que es posible que se requiera un endurecimiento adicional de la política macroeconómica y modificaciones adicionales a la política cambiaria** para salvaguardar la estabilidad macroeconómica.

¿Cuántos dólares faltan?

- En 2022 el BCRA logró comprar UDS 5.800 M, pero este año la situación es mucho más compleja, se necesita un recorte total de UDS 10.900 millones para que el BCRA no pierda reservas. Para ganar reservas se requieren ajustes mayores.
- La caída de importaciones totales puede ser del orden del 16%.
- Aunque estas cifras se pueden complicar por dos motivos:
 - Menor producción agrícola que lo previsto.
 - Expectativas de salto discreto del tipo de cambio.

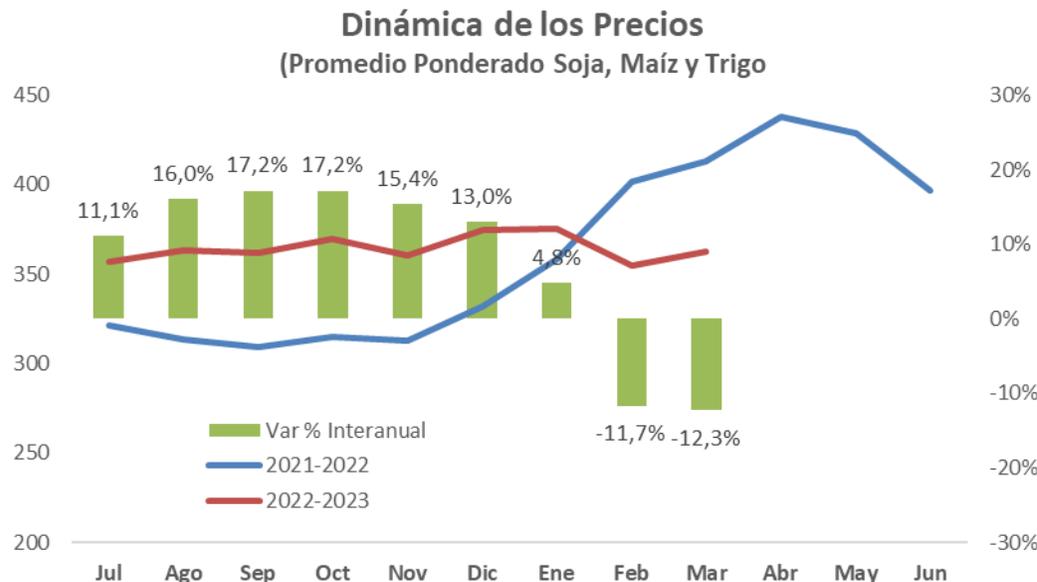
	USD M Anuales
COMPRAS BASE BCRA 2022	5.800
CAMBIOS EN OFERTA	-18.000
Pérdida de Exportaciones	-17.500
Menores precios	-500
CAMBIOS EN DEMANDA	-4.100
Costo GLP y resto energía	-4.000
Menor Financiamiento	5.700
Demanda de Servicios	-1.000
Turismo	-2.000
Caída Nivel de Actividad	-2.800
AJUSTE NECESARIO	-8.100

Se pierden USD 18.000 M de Exportaciones y la demanda cae solamente USD 4.100 millones.

Para lograr el equilibrio se requiere una caída de importaciones de USD 10.900 millones o mayor financiamiento comercial.

Los números del Agro

- A la caída en la producción se le ha sumado una merma gradual en los precios, que todavía están alienados en términos de promedio, pero ya están claramente por debajo de los vigentes al momento de la cosecha 2022.
- La caída en las cantidades producidas llegaría con las cifras actuales al 38,5%. Fuerte impacto en nivel de actividad.



EVOLUCIÓN DE LA PRODUCCIÓN AGROPECUARIA

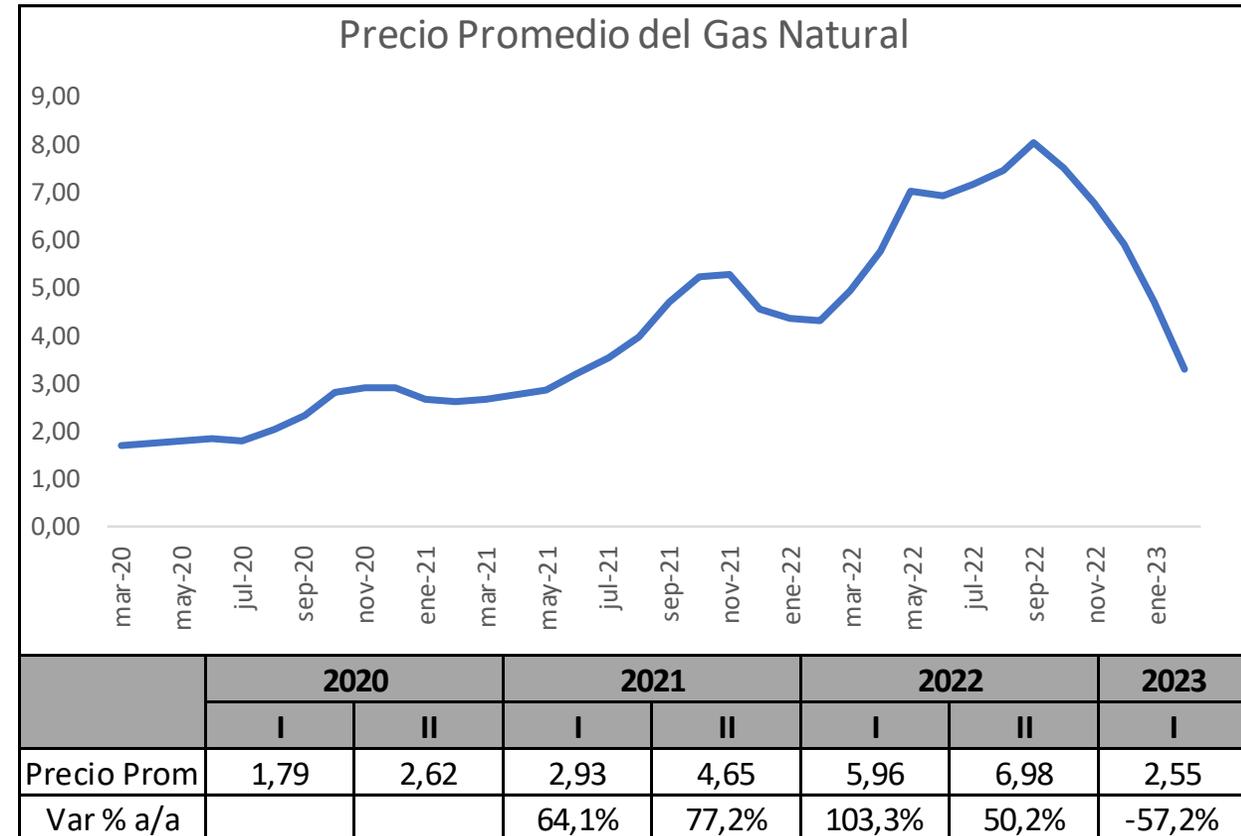
	2017-2018	2018-2019	2019-2020	2020-2021	2021-2022	2022-2023	Var %
Soja (Mill Tn)	35.100	55.264	48.797	46.218	43.861	26.000	-40,7%
Girasol (Mill Tn)	3.500	3.530	2.857	3.247	4.050	3.900	-3,7%
Trigo (Mill Tn)	17.000	19.460	19.777	17.644	22.150	11.950	-46,1%
Maíz (Mill Tn)	32.000	56.861	58.396	60.526	59.037	35.500	-39,9%
Sorgo (Mill Tn)	2.700	1.601	1.830	3.319	2.883	3.000	4,0%
Cebada (Mill Tn)	3.500	4.637	3.613	4.036	5.280	3.800	-28,0%
TOTAL (Mill Tn)	93.800	141.353	135.270	134.991	137.262	84.150	-38,7%
Var %	-29,6%	50,7%	-4,3%	-0,2%	1,7%	-38,7%	
TOTAL (Mill u\$s)	22.177	32.005	29.824	40.354	49.176	30.238	-38,5%
Precio Promedio base'07	53,8	51,6	50,2	68,1	81,6	81,8	0,3%
Exportaciones Sector	24.844	28.943	26.269	40.330	45.292	27.792	-17.500
Oleaginosas	16.693	18.867	16.730	26.389	28.402	19.002	-9.400
Cereales	8.151	10.076	9.539	13.941	16.890	8.790	-8.100

Fuente: Estudio Alpha en base a MAGyP y Bolsa de Cereales / Bolsa Comercio Rosario

La ayuda del menor precio de Energía

Los valores promedio del primer semestre son 57% inferiores a 2022

- Esta caída en el precio del gas, ayudaría a bajar la demanda de divisas. Fue un shock negativo muy fuerte en 2022 que ahora juega en sentido contrario.
- Tiene impacto negativo en las exportaciones.
- De todas maneras, la clave pasa por la finalización de las obras del gasoducto para poder ayudar con menores cantidades.
- Por ahora se siguen cerrando operaciones de compra de GLP a igual ritmo que en 2022.



Oferta y Demanda Mensual de Divisas

¿Cuándo aparecen los desequilibrios si no pisan importaciones?

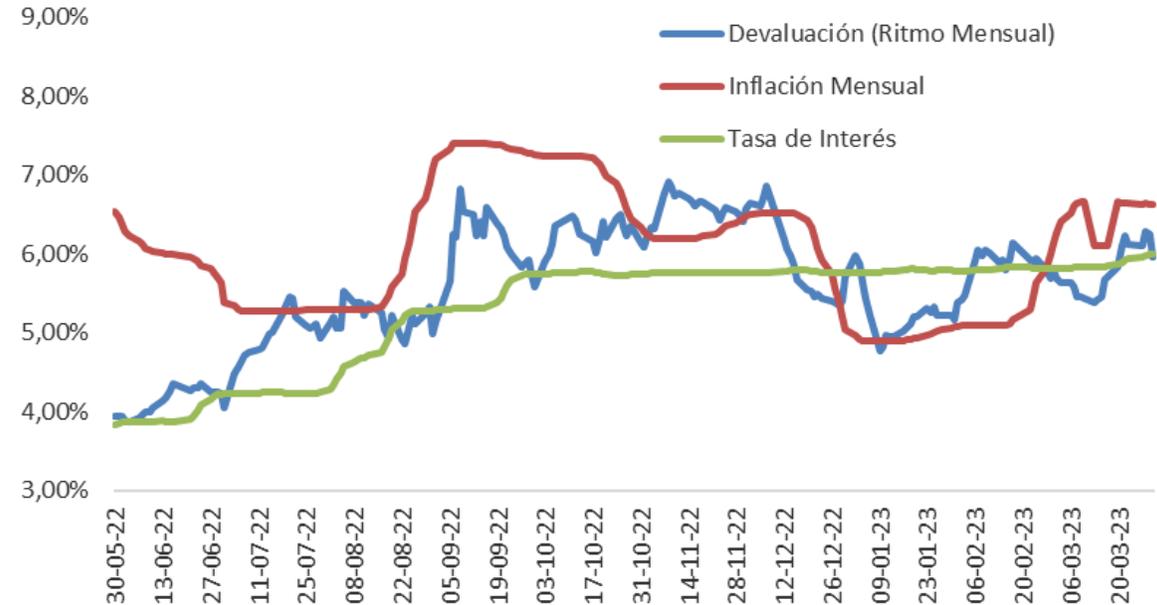
(+ = Compra / - = Venta)	ene-23	feb-23	mar-23	abr-23	may-23	jun-23	jul-23	ago-23	sep-23	oct-23	nov-23	dic-23
Intervenciones BCRA	-192	-890	-1.139	3.158	-1.552	-1.208	4.004	-1.750	-1.506	1.545	-1.506	-1.083
EXPORTACIONES	4.577	4.335	5.025	9.739	5.061	5.430	10.622	4.814	4.893	8.117	4.715	5.206
Cereales y Oleaginosas	1.158	1.117	1.400	6.057	1.400	1.800	7.000	1.200	1.300	4.500	1.200	1.500
Petróleo, Gas y Electricidad	624	669	719	752	740	718	704	717	725	726	650	776
Resto	2.795	2.549	2.906	2.930	2.921	2.912	2.919	2.897	2.868	2.891	2.865	2.930
DEMANDA NETA	4.769	5.225	6.164	6.581	6.613	6.638	6.619	6.563	6.399	6.572	6.221	6.289
Importaciones	4.117	3.748	4.863	5.376	5.550	5.471	5.351	5.417	5.297	5.499	5.197	5.259
Petróleo, Gas y Electricidad	791	900	963	976	950	871	751	717	697	699	697	559
Resto	3.326	2.848	3.900	4.400	4.600	4.600	4.600	4.700	4.600	4.800	4.500	4.700
Demanda Estructural	652	1.477	1.301	1.205	1.064	1.166	1.267	1.147	1.102	1.073	1.025	1.030
Fletes y Otros Servicios	221	144	170	183	188	188	188	190	187	192	184	147
Turismo	502	459	436	431	400	400	510	365	330	320	310	347
Intereses y Dividendos	298	169	206	206	208	210	200	203	201	206	206	193
Préstamos Financieros	173	680	383	383	374	379	372	360	363	357	336	348
Atesoramiento Individuos	118	52	52	52	52	105	157	105	105	105	105	105
Atesoramiento Emp y Otros	-659	-28	54	-50	-158	-115	-159	-76	-84	-107	-117	-110

El FMI pide mayor ritmo de crawling peg...

No quiere deterioro del TCR.

- Sin estar en los niveles mínimos, el TCR oficial está atrasado.
- El FMI busca evitar la tentación de usar al TCN como ancla nominal y dejar todo el ajuste hacia adelante. Por eso pide mayor ritmo de crawling.
- El problema es que sin hacer en un marco mas claro, lo único que hace es darle combustible a la inflación.
- Sistemáticamente ha ido corriendo detrás de los precios y convalidando cada suba de escalones.

NUEVO DESCALCE DE RITMOS



Históricos TCR	Com 3.500		Dólar CCL		Brecha
	\$ Mar-23	Dif %	\$ Mar-23	Dif %	
Precio Actual	203,1	n.c.	395,0	n.c.	94,5%
Promedio 2002-2022	253,1	-19,8%	297,4	32,8%	17,5%
Promedio 2020-2022	243,1	-16,4%	437,1	-9,6%	79,8%
Máximo 2020-2022	274,6	-26,0%	564,4	-30,0%	105,6%
Mínimo 2020-2022	188,5	7,8%	351,5	12,4%	86,5%

... y tasas reales positivas

Algo desafiante con suba de inflación

- Está claro el objetivo, aumentar la demanda de activos en pesos. Por eso el peso recae sobre el Tesoro y sus Letras.
- El resto de las tasas no logran ganarle a los precios.
- De todas formas, la clave es estar por arriba del ritmo de crawling.
- Si aceleran el crawling, necesitan más tasas de interés. Ya están en el límite superior.

¿CÓMO QUEDARON LAS TASAS DE INTERÉS?

TEM (Tasa Efectiva Mensual 30d)	I-22	II-22	III-22	IV-22	ene-23	feb-23	mar-23
Tasa Política Monetaria	3,3%	4,0%	5,6%	6,1%	6,1%	6,1%	6,2%
Pase 1d	2,8%	3,1%	5,3%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Leliqs 28d	3,5%	4,1%	5,6%	6,2%	6,2%	6,2%	6,3%
Ledes 90 / 120 d	3,5%	4,1%	6,2%	6,1%	6,5%	6,5%	7,0%
Plazo Fijo (Badlar)	3,3%	3,9%	5,2%	5,8%	5,8%	5,8%	6,1%
Minorista	3,4%	4,0%	5,6%	6,2%	6,2%	6,2%	6,5%
Mayorista	3,2%	3,8%	5,0%	5,5%	5,5%	5,5%	5,8%
Money Market	2,7%	3,0%	4,1%	5,3%	5,6%	5,0%	5,4%
Fondos T+1	3,4%	3,6%	5,2%	5,8%	5,8%	5,3%	6,1%
Futuro (60-90d)	3,9%	4,6%	7,5%	8,4%	6,6%	6,2%	7,9%
Inflación 3 Meses Prom	4,2%	5,7%	6,4%	5,9%	5,4%	5,9%	6,6%

El problema es la retroalimentación inflacionaria

Tasa de interés y tipo de cambio suman inflación

- En estos niveles de nominalidad y con muy baja demanda real de dinero, esas herramientas pierden efectividad para controlar el ritmo inflacionario.
- Hasta el FMI reconoce en su comunicado el rol cambiario de las tasas.
- La inflación con tendencia alcista y máxime con aumentos de tarifas.
- Marzo arriba de 7% dispararía nueva suba de tasas.

Posición estimada de Activos y Pasivos en Pesos del Sector Privado	I-23	
	Arg\$ M	En % PBI
ACTIVOS A TASA	16.531	13,9%
Plazo Fijo	10.440	8,8%
Cuentas Remuneradas	2.343	2,0%
Deuda Tesoro	3.748	3,2%
PASIVOS A TASA	9.306	7,8%
Deuda Bancaria	7.838	6,6%
Proveedores No Financieros	957	0,8%
Mercado de Capitales Neto	511	0,4%
POSICIÓN NETA	7.225	6,1%

Var % Mensual	I-22	II-22	III-23	IV-23	ene-23	feb-23	mar-23	RITMO	
								6m	3m
IPC Nivel General	5,1%	5,5%	6,8%	5,5%	6,0%	6,6%		5,9%	5,9%
Salarios	4,7%	5,3%	5,4%	5,5%	3,8%	5,0%	5,0%	5,0%	4,6%
Tipo de Cambio	2,4%	3,9%	5,4%	6,4%	5,4%	5,3%	5,8%	5,9%	5,5%
Dólar Financiero	-0,4%	-0,3%	11,3%	4,9%	5,5%	4,3%	5,9%	5,0%	5,2%
Masa Monetaria (M3)	3,0%	5,3%	5,9%	6,4%	6,6%	2,0%	5,0%	5,5%	4,5%
Gasto Primario (Suavizado)	2,3%	3,6%	6,4%	5,3%	5,5%	3,0%	5,0%	4,9%	4,5%
Commodities Agrícolas	10,0%	3,8%	2,2%	5,1%	8,5%	4,5%	2,1%	5,1%	5,0%
Precio Petróleo	19,1%	5,0%	-4,2%	2,6%	9,8%	3,0%	0,3%	3,5%	4,3%

Sin voluntad para flexibilizar la meta fiscal

Aún si se flexibilizara, ¿cómo se financia?

- Para cumplir la meta se necesita:
- A) Inflación creciente.
- B) Aumento de la presión impositiva.
- C) Ajuste real del gasto.
- El FMI sigue presionando sobre el tema subsidios, pero eso implica necesariamente mayor inflación.
- El margen de acción para lograr la meta sin políticas de shocks es cuasi nulo.
- No parece viable un ajuste real del gasto del 10%

En Pts del PBI	2021	2022	2023	Var % a/a	
				Nom	Real
INGRESOS TOTALES	19,0%	17,4%	16,5%	87,0%	-7,6%
Tributarios	16,1%	15,9%	15,0%	85,7%	-8,3%
Seguridad Social	5,1%	5,1%	5,1%	98,0%	-2,2%
Nivel de Actividad	8,3%	8,4%	8,4%	94,8%	-3,8%
Derechos de exportación	2,0%	1,8%	1,1%	21,8%	-39,9%
Derechos de importación	0,6%	0,6%	0,5%	47,3%	-27,2%
Rentas de la Propiedad	0,8%	0,7%	0,7%	107,4%	2,4%
Resto de Ingresos	2,1%	0,8%	0,8%	96,4%	-3,0%
GASTO PRIMARIO	21,1%	19,9%	18,4%	81,9%	-10,2%
Salarios	2,3%	2,4%	2,4%	96,2%	-3,1%
Jubilaciones y Pens.	9,2%	8,6%	8,5%	94,4%	-4,0%
Resto Gasto Social	2,4%	2,5%	2,2%	73,9%	-14,1%
Subsidios	3,0%	2,5%	2,0%	55,1%	-23,4%
Provincias	0,8%	0,7%	0,5%	49,5%	-26,2%
Gastos de Capital	1,4%	1,6%	1,2%	45,7%	-28,1%
Resto de Gastos	2,0%	1,7%	1,7%	96,5%	-3,0%
Resultado Primario	-2,1%	-2,5%	-1,9%	47,1%	-27,4%
Intereses	1,5%	1,8%	1,9%	111,2%	4,3%
Resultado Financiero	-3,6%	-4,3%	-3,8%	73,4%	-14,4%

El Problema Financiero

- El Tesoro sigue logrando fondeo neto, pero de corto plazo. Para obtenerlo ha requerido del rol del BCRA generando liquidez y dando salida a inversores privados.
- Hacia adelante, si el escenario se complica, esa necesidad de intervención puede ser mayor. Se necesita un roll over del 117% para cerrar el Programa Financiero, siempre cumpliendo con la meta de 1,9% del PBI de déficit primario.
- Cada punto que se pierda de roll over, se necesitará una intervención del BCRA de \$110.000 millones.

Arg \$ Millones	I-23	II-23	III-23	IV-23	AÑO
Resultado Primario	-603.173	-727.277	-986.557	-823.702	-3.140.709
Asistencia BCRA	130.000	242.800	278.600	231.600	883.000
Fondeo Neto	479.500	492.013	1.118.537	60.672	2.150.722
Saldo Neto	6.327	7.536	410.580	-531.431	-106.987

Síntesis

Escenario muy complejo

Sin dólares y lejos de las metas fiscales.

Un soltó discreto del tipo de cambio no soluciona los problemas de corto plazo

Posición del FMI

Pide solvencia fiscal, tasas reales positivas y no dejar caer el tipo de cambio real.

Además insiste con los límites al BCRA y la necesidad de ordenar el frente cambiario.

Expectativas

Equipo económico sigue buscando evitar los shocks, pero es muy difícil.

Medidas de corto plazo que busque aumentar oferta de dólares y sobre todo Recaudación tributaria

Escenario Base y Principales Riesgos

- El Escenario Base incluye una continuidad de la operatoria actual, es decir medidas económicas transitorias que buscan evitar cualquier ajuste discreto. Pero el costo de esas medidas se verá en el nivel de ajuste y equilibrio que se requiere para 2024.
- La inflación se puede acelerar en especial por falta de productos y una mayor canalización de importaciones hacia tipo de cambio libre.
- Los diferentes riesgos fueron ganando probabilidad de ocurrencia.

Base	2022	Ritmos / Promedios Mensuales				2023	
		I-23	II-23	III-23	IV-23		
PBI Real	5,3%	-1,1%	-1,9%	-1,8%	-0,8%	-3,9%	
Inflación	94,7%	6,5%	6,4%	6,5%	7,2%	116,7%	
Tipo de Cambio Oficial	172,9	203,1	241,9	289,2	353,1	353,1	
Devaluación Anual	69,7%	5,5%	6,0%	6,1%	6,9%	104,2%	
Tipo de Cambio CCL	334,4	396,1	498,3	571,4	618,0	618,0	
Devaluación Anual	60,6%	5,8%	8,0%	4,7%	2,6%	84,8%	
Brecha vs Oficial	93%	95%	106%	98%	75%	75%	
Salarios	89,3%	5,7%	6,4%	6,6%	6,7%	109,2%	
Tasa Badlar	69,3%	5,9%	6,2%	6,3%	6,3%	75,0%	
Medios de Pago (M2)	66,1%	4,4%	5,3%	5,3%	5,5%	82,5%	
Préstamos	Préstamos en Pesos	67,2%	3,6%	4,5%	4,7%	4,9%	68,4%
Depósitos	Depósitos en Pesos	89,9%	5,1%	5,8%	5,9%	5,9%	93,8%

**Riesgo
Político**

**Riesgo
Inflacionario**

**Riesgo
Reservas**

Riesgo Fiscal

Asignación de Activos

		Stock VM Arg\$	nov-22	dic-22	ene-23	feb-23	mar-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%	6,1%	5,3%	6,0%	18,5%	0,1	102,2			UW			X	N
	TM20 privada		5,5%	5,5%	5,8%	5,1%	5,8%	17,7%	0,1	96,5			UW			X	N
TASA	Bonos Badlar	171.527	6,0%	6,9%	5,2%	3,1%	7,9%	12,0%	0,8	6,7%			UW		X		UW
	BOTES	166.613	5,1%	13,0%	6,6%	5,0%	5,5%	18,1%	0,1	110,9%			UW		X		UW
	LEDES	2.166.174	6,3%	5,2%	4,6%	4,2%	4,0%	13,3%	0,3	105,6%		N		X			N
CER	LE CER	1.947.457	5,9%	7,0%	5,4%	5,8%	6,6%	19,0%	0,4	3,7%	OW				X		OW
	BONCER	5.255.089	4,3%	11,0%	5,8%	8,1%	3,9%	18,8%	1,9	10,7%		N			X		OW
DUAL	DUALES	5.526.728	3,5%	6,5%	5,1%	6,4%	8,2%	19,8%	0,6	3,3%	-4,2%	OW				X	N
DLK	DOLLAR LINKED	5.679	2,9%	7,5%	4,4%	8,2%	7,6%	21,4%	0,8	-2,4%		OW				X	OW
USD	BONARES USD	43.514	28,0%	14,6%	29,5%	-9,4%	-0,5%	16,6%	4,5	34,5%			UW			X	N
	GLOBALES USD	63.214	26,7%	8,3%	36,2%	-8,1%	0,6%	25,7%	4,8	29,6%		N			X		N

Cláusulas de ajuste: "Expectativas de Corto"	jul-22	dic-22	ene-23	feb-23	mar-23	YTD	Expectativa Corto Plazo			Fundamentos
							+	=	-	
Dólar Oficial	4,8%	5,9%	5,5%	5,5%	6,0%	18,0%	+			FMI pide mayor crawling por sequía Tarifas, TCN y brecha presionan sobre inflación Dificultades para reabsorber pesos e incertidumbre política Inflación al alza presiona sobre tasas, aunque poco efectivo
Inflación (índice CER)	4,9%	5,5%	5,2%	5,2%	6,6%	18,0%	+			
Dólar CCL- Brecha	16,8%	3,9%	9,5%	-0,7%	10,6%	20,3%		=		
Tasa Badlar Privada	4,0%	5,7%	6,1%	5,3%	6,0%	18,5%	+			

M E G A Q M

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN

Muchas Gracias!

