

**M E G A Q M**

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN

# Análisis y Fundamentos ante un Escenario Complejo

---

Julio 2023

# La política empieza a influir en la Economía

## Cierre de Listas

(24/06/23)

Es el primer umbral. El escenario ideal para el mercado es descartar opciones extremas en las principales listas.

El mayor interrogante es la conformación de la propuesta del FDT.

## PASO

(13/08/2023)

Se definirán los candidatos para las elecciones generales y se conocerá el caudal de votos de cada espacio.

Es la primera medición caudal electoral y posibilidades reales de cada candidato. El foco estará puesto en JM y en cómo quedan los dos principales espacios (FDT y JxC).

## Elecciones Generales

(22/10/23)

En una elección que luce dividida entre 3 opciones, el principal dato será conocer quienes son los candidatos que van a segunda vuelta.

No termina de quedar claro cuáles son las opciones que podrían generar mejor clima de mercado. (JxC vs FDT o JM Reemplazando a algunas de esas opciones)

¿Qué implica cada candidato? Ya definidos los nombres, ingresamos en la etapa de analizar propuestas y probabilidades. Por ahora el mercado ha tomado positivamente el perfil de los candidatos y esto ayuda a un proceso de transición, que, sin dejar de tener riesgos, puede ser algo más tranquilo que lo esperado originalmente.

# Efecto luego del Cierre de Listas

---

## Positivos

Buena recepción de los mercados por candidatos que no pueden definirse como antimercado.

Disminuye significativamente la probabilidad de salto cambiario de corto plazo.

Aval al equipo económico para cerrar acuerdo con FMI.

## Negativos

Si bien el mercado valora el perfil de los candidatos, estas listas mejoran las chances del oficialismo y eso podría jugar negativamente a las expectativas de cambio.

Genera necesidad de la oposición de tomar posturas más extremas para diferenciarse del oficialismo.

Altas chances de que provincia de Buenos Aires y Gobierno Nacional tengan signos políticos diferentes.

# Novedades en los principales desafíos

---

## I- Equilibrio Cambiario

- Pasó el Dólar Soja III y el BCRA puede encontrarse nuevamente con flujos negativos. ¿Alcanza con reforzar las reservas? ¿Qué peso tiene la ampliación del swap con China?  
Este es el PRINCIPAL PROBLEMA

## II- Financiamiento en Pesos

- Se logró un canje exitoso que despejó el perfil de vencimientos de corto plazo del Tesoro. El BCRA vía emisión fue el que garantizó este proceso.  
Siguen sobrando pesos.

## III- Inflación

- El dato de mayo quebró una tendencia ascendente que se venía dando de noviembre. Junio mantendría ese ritmo.

## IV- Acuerdo FMI

- Esperando noticias que ayuden a aclarar el escenario de reservas, porque los vencimientos sin esos flujos son difíciles de afrontar. Objetivo: lograr los desembolsos y entender el peso que puedan tener las condicionalidades del acuerdo.

# I- Las Reservas Llegando a sus límites

- Se realizó el pago al FMI por USD 2.700 millones usando DEGs y Yuanes. También se anunció el pago de USD 1.000 millones de vencimientos de deuda en moneda extranjera (todavía no se instrumentó).
- En el mes quedan vencimientos con el FMI por otros
- Es necesario lograr pronto que se liberen los fondos del FMI y probablemente se avance en las próximas semanas con un nuevo Dólar Soja.
- Se estima un saldo por liquidar del sector de USD 5.500 millones para lo que resta del año. Una cifra que está muy por debajo de lo que quedaba un año atrás.

NIVEL DE RESERVAS Y EL SWAP CON CHINA

| Datos en USD Millones              | dic-22        | mar-23        | abr-23        | may-23        | jun-23        |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>RESERVAS BRUTAS</b>             | <b>44.598</b> | <b>39.060</b> | <b>35.001</b> | <b>32.813</b> | <b>27.926</b> |
| <b>Encajes</b>                     | 12.088        | 12.139        | 11.240        | 11.164        | 10.301        |
| <b>Swap China</b>                  | 18.848        | 18.929        | 18.811        | 18.364        | 17.928        |
| <b>Disponible</b>                  | 3.000         | 4.000         | 5.000         | 10.000        | 10.000        |
| <b>Utilizado</b>                   | 1.000         | 2.000         | 3.000         | 3.136         | 5.685         |
| <b>Sin Utilizar</b>                | 2.000         | 2.000         | 2.000         | 6.864         | 4.315         |
| <b>No Disponible</b>               | 15.848        | 14.929        | 13.811        | 8.364         | 7.928         |
| <b>Deuda con OOI (incluye BIS)</b> | 3.124         | 3.126         | 3.151         | 3.117         | 3.138         |
| <b>SEDESA</b>                      | 1.777         | 1.798         | 1.798         | 1.804         | 1.808         |
| <b>RESERVAS NETAS</b>              | <b>8.761</b>  | <b>3.067</b>  | <b>1</b>      | <b>-1.636</b> | <b>-5.249</b> |
| <b>Capacidad de Intervención</b>   | <b>14.100</b> | <b>8.428</b>  | <b>5.374</b>  | <b>8.591</b>  | <b>2.443</b>  |

Se esperan nuevos incentivos a la liquidación de exportaciones para atraer el saldo remanente de producción de soja. Adicionalmente el FMI estaría solicitando un encarecimiento de las importaciones para contener la demanda.

# I- La Demanda de Dólares se mantiene en altos niveles

- En abril/mayo se recuperó la oferta por la implementación parcial del dólar soja III.
- La demanda se sigue sosteniendo en niveles altos para el contexto de faltante de divisas.
- Se está priorizando el nivel de actividad. Por eso se busca financiamiento para permitir el ingreso de los productos con cargo a reservas en 2024.
- No se logra atenuar la demanda estructural. El freno a las importaciones se traslada lentamente por el saldo pendiente de pagar de meses anteriores.

## OFERTA Y DEMANDA DE DIVISAS: PROMEDIO MENSUAL

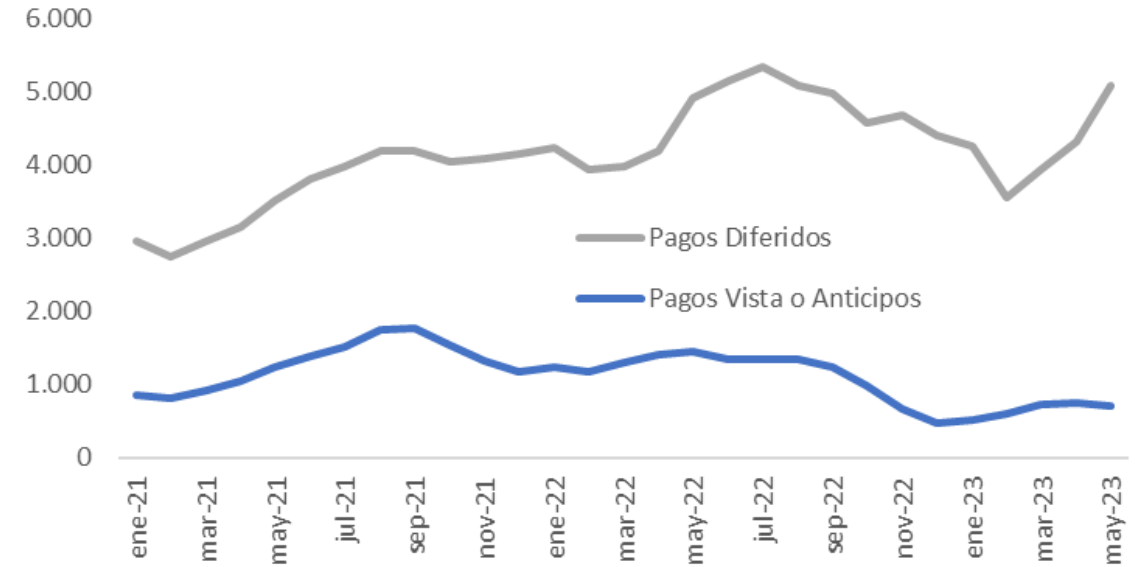
| (+ = Compra / - = Venta)     | I-22         | II-22        | III-22       | IV-22        | I-23          | abr-23       | may-23       |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| <b>Intervenciones BCRA</b>   | <b>-16</b>   | <b>631</b>   | <b>1.054</b> | <b>272</b>   | <b>-1.001</b> | <b>33</b>    | <b>846</b>   |
| <b>EXPORTACIONES</b>         | <b>6.579</b> | <b>8.189</b> | <b>9.224</b> | <b>6.177</b> | <b>4.750</b>  | <b>6.299</b> | <b>8.246</b> |
| Cereales y Oleaginosas       | 3.056        | 4.326        | 5.122        | 2.221        | 1.113         | 2.742        | 4.419        |
| Petróleo, Gas y Electricidad | 719          | 705          | 748          | 834          | 722           | 953          | 676          |
| Resto                        | 2.804        | 3.158        | 3.354        | 3.123        | 2.916         | 2.604        | 3.151        |
| <b>DEMANDA NETA</b>          | <b>6.881</b> | <b>8.068</b> | <b>8.205</b> | <b>6.301</b> | <b>6.241</b>  | <b>7.027</b> | <b>7.173</b> |
| <b>Importaciones</b>         | <b>5.239</b> | <b>6.422</b> | <b>6.208</b> | <b>4.863</b> | <b>4.647</b>  | <b>5.379</b> | <b>5.864</b> |
| Petróleo, Gas y Electricidad | 934          | 1.357        | 1.530        | 702          | 842           | 904          | 844          |
| Resto                        | 4.304        | 5.064        | 4.678        | 4.161        | 3.805         | 4.475        | 5.020        |
| <b>Demanda Estructural</b>   | <b>1.643</b> | <b>1.646</b> | <b>1.997</b> | <b>1.438</b> | <b>1.594</b>  | <b>1.647</b> | <b>1.310</b> |
| Fletes y Seguros             | 366          | 385          | 441          | 337          | 260           | 235          | 142          |
| Turismo                      | 458          | 580          | 747          | 485          | 475           | 439          | 561          |
| Resto de Servicios           | -112         | -126         | -159         | -232         | -46           | -199         | -347         |
| Intereses y Dividendos       | 200          | 190          | 240          | 234          | 214           | 172          | 186          |
| Préstamos Financieros        | 491          | 397          | 432          | 414          | 397           | 465          | 538          |
| Atesoramiento Individuos     | 127          | 116          | 197          | 61           | 88            | 66           | 76           |
| Atesoramiento Emp y Otros    | 113          | 104          | 101          | 138          | 207           | 469          | 153          |

# I- La necesidad de lograr nuevo financiamiento comercial

## Reservas vs Nivel de Actividad y Recaudación

- En 2022 se lograron financiar importaciones por casi USD 8.400 millones. En los primeros 5 meses del año se sumó crédito adicional por USD 4.263 millones.
- Esto permitió que las importaciones ingresadas cayeran 6,2%, pero las pagadas reflejaron un retroceso en dólares del 13,3%. Los impuestos se deben liquidar en función de la nacionalización del producto, no de su efectivo pago.

Pagos Diferidos de Importaciones



### EL OBJETIVO DE FINANCIAR IMPORTACIONES

| USD Millones             | I-22  | II-22 | III-22 | IV-22 | I-23  | abr-23 | may-23 |
|--------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|
| Importaciones CIF        | 5.989 | 7.811 | 7.754  | 5.619 | 5.748 | 6.091  | 7.357  |
| Pagos Bienes             | 5.239 | 6.422 | 6.208  | 4.863 | 4.647 | 5.379  | 5.864  |
| Pagos Seguros y Fletes   | 400   | 417   | 464    | 370   | 280   | 248    | 155    |
| Financiamiento Comercial | 350   | 972   | 1.083  | 387   | 821   | 464    | 1.338  |
| Acumulado                | 1.051 | 3.967 | 7.215  | 8.375 | 2.462 | 2.925  | 4.263  |

| Año 2022 |       | Año 2022 |       |
|----------|-------|----------|-------|
| Acum     | Prom  | Acum     | Prom  |
| 81.522   | 6.794 | 30.691   | 6.138 |
| 68.193   | 5.683 | 25.184   | 5.037 |
| 4.954    | 413   | 1.244    | 249   |
| 8.375    | 698   | 4.263    | 853   |

## II- La necesidad de pesos del Tesoro en aumento

- El gasto primario viene cayendo en términos reales. En parte ayudado por la aceleración inflacionaria, que continúa licuando Jubilaciones y Pensiones. Pero también hubo ajustes significativos en subsidios, tal como pidió el FMI. El problema es la pérdida de recaudación por la sequía, que deterioró los ingresos totales y no permite reducir el desequilibrio fiscal. En junio hubo pago de aguinaldos, lo que habría ampliado el nivel de déficit primario.
- El problema es que se necesita financiar estos desequilibrios sin generar mucha expansión monetaria.

### LAS NECESIDADES DEL TESORO Y SU COSTO MONETARIO

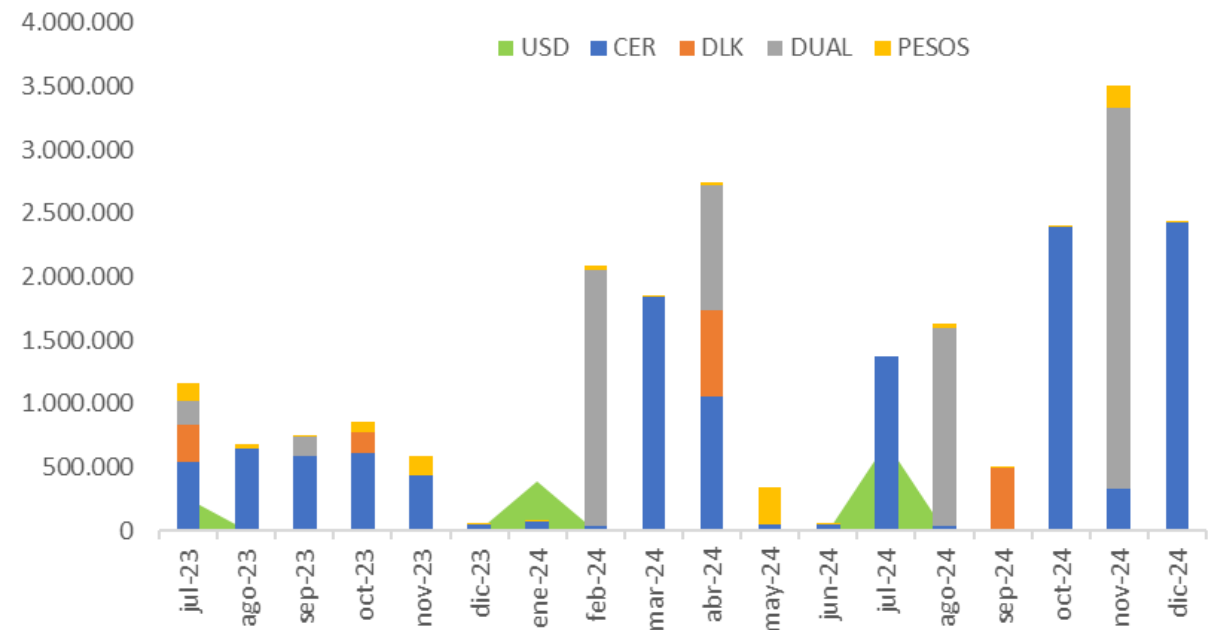
| Datos en \$ Millones              | ene-23          | feb-23          | mar-23          | abr-23          | may-23          | jun-23         | ACUM             |
|-----------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|------------------|
| <b>NECESIDADES</b>                | <b>378.938</b>  | <b>278.134</b>  | <b>324.856</b>  | <b>331.373</b>  | <b>419.851</b>  | <b>564.000</b> | <b>2.297.152</b> |
| Déficit Primario                  | 203.938         | 228.134         | 257.856         | 331.373         | 247.651         | 500.000        | 1.768.952        |
| Intereses USD                     | 175.000         | 50.000          | 67.000          | 0               | 172.200         | 64.000         | 528.200          |
| <b>FUENTES DEL TESORO</b>         | <b>219.000</b>  | <b>171.000</b>  | <b>206.500</b>  | <b>371.000</b>  | <b>942.000</b>  | <b>585.000</b> | <b>2.494.500</b> |
| Adelantos Transitorios            | 0               | 0               | 130.000         | 100.000         | 440.000         | 0              | 670.000          |
| Mercado de Capitales Neto         | 219.000         | 171.000         | 76.500          | 271.000         | 502.000         | 585.000        | 1.824.500        |
| <b>SALDO DE CAJA</b>              | <b>-159.938</b> | <b>-107.134</b> | <b>-118.356</b> | <b>39.627</b>   | <b>522.149</b>  | <b>21.000</b>  | <b>197.349</b>   |
| <b>EMISIÓN MONETARIA X TESORO</b> | <b>112.441</b>  | <b>216.776</b>  | <b>439.335</b>  | <b>329.595</b>  | <b>-6.660</b>   | <b>590.955</b> | <b>1.682.442</b> |
| Adelantos Transitorios            | 0               | 0               | 130.000         | 100.000         | 440.000         | 0              | 670.000          |
| Movimientos de Cuentas            | <b>-44.980</b>  | 191.707         | 86.589          | <b>-101.836</b> | <b>-291.993</b> | 294.731        | 134.218          |
| Impacto Monetario Op Mercado      | 157.421         | 25.069          | 222.746         | 331.431         | <b>-154.667</b> | 296.225        | 878.224          |



## II- Perfil de Vencimientos de la Deuda

- El canje de junio logró despejar vencimientos de corto plazo, postergando buena parte para el año 2024.
- En el horizonte queda el vencimiento de dólares del lunes 10/07 y luego la necesidad de roleo de la deuda en pesos baja a un promedio de \$800.000 millones mensuales hasta el cambio de gobierno.
- El primer desafío de la próxima gestión es el vencimiento de Bonares y globales de enero 2024 y a partir de allí empezar a diagramar la estrategia para lograr el roll over de los vencimientos CER, DLK y Duales de los primeros 4 meses del año, ya que en ese momento se ha concentrado una parte de los renovado en 2023.

### Vencimientos del Tesoro en Pesos



## II- ¿Cómo se financia el Tesoro?

- Hasta ahora el Tesoro ha recibido financiamiento en pesos por los Adelantos Transitorios del BCRA y por las operaciones que ha realizado en el mercado de capitales. En total obtuvo \$2,5 Billones.
- Pero para que eso sea posible, el BCRA se ha tenido que mantener activo dando liquidez (recompra de deuda) a los Organismos Oficiales y al sector privado. La emisión monetaria vinculada a la operatoria neta del BCRA en el mercado ascendió en 6 meses a \$1,7 billones. Estas cifras todavía no contemplan los pesos necesarios para el uso de DEGs y Yuanes del pago el FMI.

### LAS NECESIDADES DEL TESORO Y SU COSTO MONETARIO

| Datos en \$ Millones              | ene-23          | feb-23          | mar-23          | abr-23         | may-23         | jun-23         | ACUM             |
|-----------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|
| <b>NECESIDADES</b>                | <b>378.938</b>  | <b>278.134</b>  | <b>324.856</b>  | <b>331.373</b> | <b>419.851</b> | <b>564.000</b> | <b>2.297.152</b> |
| Déficit Primario                  | 203.938         | 228.134         | 257.856         | 331.373        | 247.651        | 500.000        | 1.768.952        |
| Intereses USD                     | 175.000         | 50.000          | 67.000          | 0              | 172.200        | 64.000         | 528.200          |
| <b>FUENTES DEL TESORO</b>         | <b>219.000</b>  | <b>171.000</b>  | <b>206.500</b>  | <b>371.000</b> | <b>942.000</b> | <b>585.000</b> | <b>2.494.500</b> |
| Adelantos Transitorios            | 0               | 0               | 130.000         | 100.000        | 440.000        | 0              | 670.000          |
| Mercado de Capitales Neto         | 219.000         | 171.000         | 76.500          | 271.000        | 502.000        | 585.000        | 1.824.500        |
| <b>SALDO DE CAJA</b>              | <b>-159.938</b> | <b>-107.134</b> | <b>-118.356</b> | <b>39.627</b>  | <b>522.149</b> | <b>21.000</b>  | <b>197.349</b>   |
| <b>EMISIÓN MONETARIA X TESORO</b> | <b>112.441</b>  | <b>216.776</b>  | <b>439.335</b>  | <b>329.595</b> | <b>-6.660</b>  | <b>590.955</b> | <b>1.682.442</b> |
| Adelantos Transitorios            | 0               | 0               | 130.000         | 100.000        | 440.000        | 0              | 670.000          |
| Movimientos de Cuentas            | -44.980         | 191.707         | 86.589          | -101.836       | -291.993       | 294.731        | 134.218          |
| Impacto Monetario Op Mercado      | 157.421         | 25.069          | 222.746         | 331.431        | -154.667       | 296.225        | 878.224          |

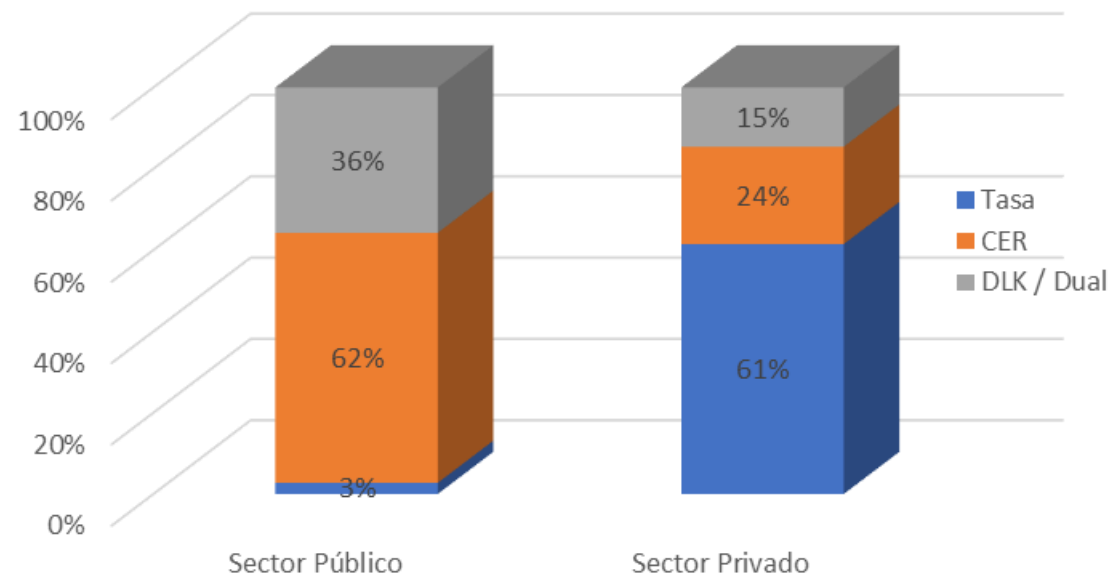
## II- ¿Cuántos pesos le sobran a la economía?

- La emisión de los últimos años, junto a los controles cambiarios vigentes desde fines de 2019, han llevado a la economía a acumular un fuerte excedente de pesos. Esos pesos hoy están en Pasivos del BCRA y del Tesoro, que es la manera que ha encontrado el mercado de obtener un rendimiento y atenuar la licuación. Apenas un poco más de un tercio de esos pesos están a tasa, el resto tiene cláusula de ajuste.
- El **Stock Total Neto** de tenencias intra sector público es de **16 puntos del PBI** y más del **60%** se encuentra sin cláusula de ajuste (Tasa de interés).

### PASIVOS CONSOLIDADOS EN PESOS

| Datos a Junio 2023 en Miles de Millones | STOCK DEUDA PESOS CONSOLIDADA |              |             |              |
|---|-------------------------------|--------------|-------------|--------------|
|   | Arg\$ M                       | USD 3.500    | USD MEP     | En % PBI     |
| <b>TOTAL BCRA</b>                       | <b>15.898</b>                 | <b>62,3</b>  | <b>31,2</b> | <b>9,8%</b>  |
| Pases                                   | 3.693                         | 14,5         | 7,2         | 2,3%         |
| Leliqs                                  | 11.644                        | 45,7         | 22,8        | 7,2%         |
| LEDIV                                   | 561                           | 2,2          | 1,1         | 0,3%         |
| <b>TOTAL TESORO</b>                     | <b>31.621</b>                 | <b>124,0</b> | <b>62,0</b> | <b>19,5%</b> |
| Tasa                                    | 1.131                         | 4,4          | 2,2         | 0,7%         |
| CER                                     | 19.170                        | 75,2         | 37,6        | 11,8%        |
| DLK                                     | 1.616                         | 6,3          | 3,2         | 1,0%         |
| DUAL                                    | 9.703                         | 38,1         | 19,0        | 6,0%         |
| <b>TOTAL DEUDA PESOS</b>                | <b>47.519</b>                 | <b>186,3</b> | <b>93,2</b> | <b>29,3%</b> |
| Tenencias Intra S. Público              | 21.502                        | 84,3         | 42,2        | 13,2%        |
| Tenencias Sec Privado                   | 26.017                        | 102,0        | 51,0        | 16,0%        |

### Tenencias de Pesos por Cláusula de Ajuste



## III- Freno transitorio a la escalada inflacionaria

- El dato de mayo se ubicó en 7,8% con la inflación núcleo en el mismo nivel.
- Como dato positivo es un nivel inferior a la expectativa de mercado. Como negativo, se observa una consolidación del aumento en diferentes componentes centrales del proceso de formación de precios.
- A destacar también la incidencia que ha tenido el aumento de la brecha en el ritmo inflacionario. Cada aceleración del dólar financiero repercute generando un aumento en el ritmo inflacionario que luego no regresa a sus valores previos.

### INFLACIÓN MULTICAUSAL

| Var % Mensual              | III-22      | IV-22       | I-23         | abr-23      | may-23      | RITMO       |             |
|----------------------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                            |             |             |              |             |             | dic-feb     | mar-may     |
| <b>IPC Nivel General</b>   | <b>6,8%</b> | <b>5,5%</b> | <b>6,77%</b> | <b>8,4%</b> | <b>7,8%</b> | <b>5,9%</b> | <b>7,9%</b> |
| Salarios                   | 5,4%        | 5,5%        | 7,3%         | 9,8%        | 7,5%        | 5,8%        | 9,0%        |
| Tipo de Cambio             | 5,4%        | 6,4%        | 5,5%         | 6,6%        | 5,8%        | 5,8%        | 6,1%        |
| Dólar Financiero           | 8,7%        | 4,1%        | 5,3%         | 9,5%        | 10,9%       | 5,2%        | 8,8%        |
| Masa Monetaria (M3)        | 5,9%        | 6,4%        | 4,6%         | 5,8%        | 7,8%        | 5,9%        | 6,0%        |
| Gasto Primario (Suavizado) | 6,4%        | 5,3%        | 4,5%         | 4,5%        | 2,0%        | 5,0%        | 3,8%        |
| Commodities Agrícolas      | 14,1%       | 3,5%        | -4,6%        | 32,8%       | 2,6%        | 5,5%        | 11,5%       |
| Precio Petróleo            | -4,2%       | 2,6%        | 4,4%         | 13,8%       | -3,6%       | 2,1%        | 3,3%        |
| Precios Regulados          | 5,2%        | 6,2%        | 6,8%         | 4,9%        | 9,0%        | 5,8%        | 7,4%        |

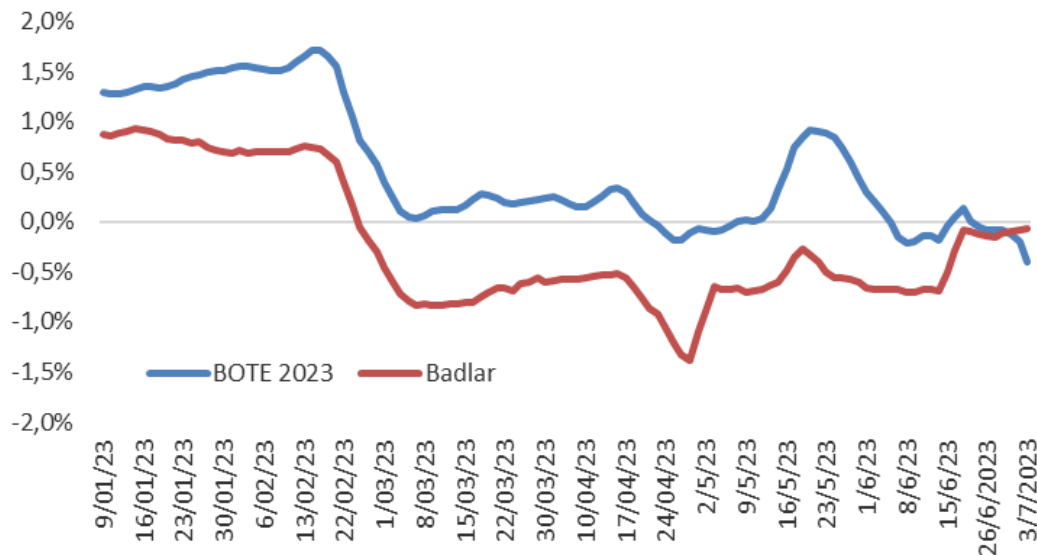
| Ciclo           | Piso<br>Dólar CCL | Techo<br>Dólar CCL | Aumento<br>En % | Inflación Mes Prom 3m |             |
|-----------------|-------------------|--------------------|-----------------|-----------------------|-------------|
|                 |                   |                    |                 | Previa                | Posterior   |
| oct-20          | 486               | 663                | 36,5%           | 2,5%                  | 3,6%        |
| nov-21          | 505               | 558                | 10,5%           | 3,2%                  | 4,1%        |
| feb-22          | 488               | 546                | 12,0%           | 4,1%                  | 5,9%        |
| jul-22          | 414               | 567                | 37,0%           | 5,5%                  | 6,8%        |
| <b>PROMEDIO</b> | <b>473</b>        | <b>583</b>         | <b>23,3%</b>    | <b>3,8%</b>           | <b>5,1%</b> |

|               |            |            |              |             |             |
|---------------|------------|------------|--------------|-------------|-------------|
| <b>abr-23</b> | <b>439</b> | <b>496</b> | <b>13,0%</b> | <b>6,8%</b> | <b>8,2%</b> |
|---------------|------------|------------|--------------|-------------|-------------|

# III- Tasa de Interés con dificultades para consolidarse

- La inflación de mayo menor a lo esperado y los datos de alta frecuencia que muestran que esa tendencia se mantuvo en junio ayudan a ver algunas tasas positivas de corto plazo.
- Entendemos que la menor presión inflacionaria por ahora no alcanza para iniciar un proceso de baja de tasas, en especial porque todavía puede haber fuertes presiones cambiarias. Por eso puede aparecer atractivo en algunas tasas de interés que puedan haber quedado altas con respecto a los nuevos niveles de inflación, aunque el proceso de arbitraje suele ser muy rápido.
- La expectativa ahora está puesta en el dato de inflación de junio y en los indicadores de alta frecuencia de julio para entender si siguen teniendo atractivo de corto plazo.

**Rendimiento Real de BOTES y BADLAR**



**¿CÓMO QUEDARON LAS TASAS DE INTERÉS?**

| TEM (Tasa Efectiva Mensual 30d) | I-22 | II-22 | III-22 | IV-22 | I-23 | abr-23 | may-23 | jun-23 |
|---------------------------------|------|-------|--------|-------|------|--------|--------|--------|
| <b>Tasa Política Monetaria</b>  | 3,3% | 4,0%  | 5,6%   | 6,1%  | 5,5% | 6,7%   | 8,1%   | 8,0%   |
| Pase 1d                         | 2,8% | 3,1%  | 5,3%   | 5,9%  | 2,1% | 6,4%   | 7,9%   | 7,9%   |
| Leliq 28d                       | 3,5% | 4,1%  | 5,6%   | 6,2%  | 6,3% | 6,8%   | 8,1%   | 8,1%   |
| <b>Ledes 90 / 120 d</b>         | 3,5% | 4,1%  | 6,2%   | 6,1%  | 6,6% | 7,3%   | 8,4%   | 7,8%   |
| <b>Plazo Fijo (Badlar)</b>      | 3,3% | 3,9%  | 5,2%   | 5,8%  | 5,9% | 6,4%   | 7,8%   | 7,8%   |
| Minorista                       | 3,4% | 4,0%  | 5,6%   | 6,2%  | 6,3% | 6,8%   | 8,1%   | 8,1%   |
| Mayorista                       | 3,2% | 3,8%  | 5,0%   | 5,5%  | 5,6% | 6,0%   | 7,5%   | 7,5%   |
| <b>Futuro (60-90d)</b>          | 3,9% | 4,6%  | 7,5%   | 8,4%  | 6,9% | 8,7%   | 10,8%  | 11,7%  |

# ¿Cuál es la mirada de los inversores?

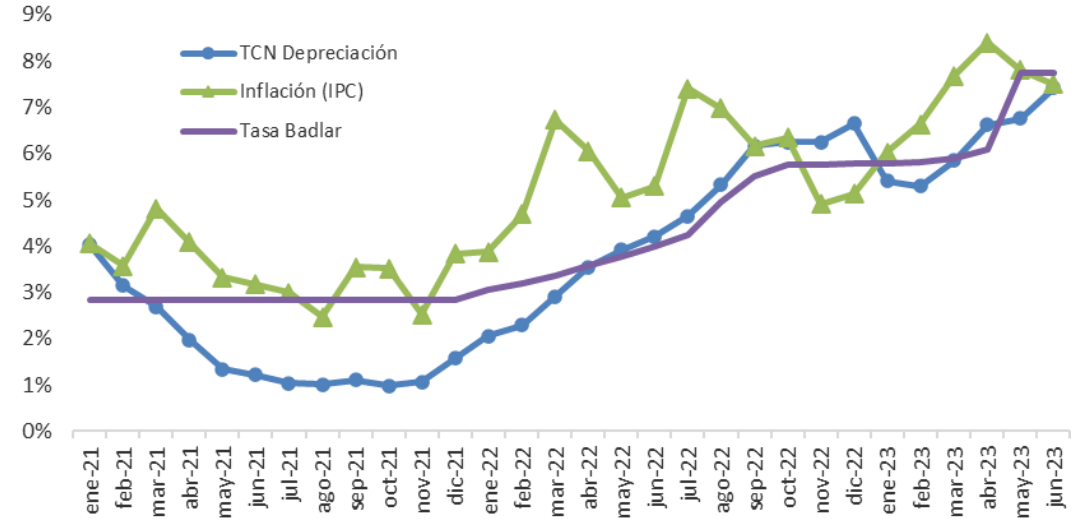
- Las noticias de junio cambiaron el sesgo de los inversores. Mejoró la perspectiva de la deuda del Tesoro, bajaron las expectativas de depreciación del tipo de cambio y se generalizó la expectativa de 45 días sin subas de tasas. Ese panorama fomentó la demanda de fondos T+1 y bajó en cierta medida el posicionamiento en FCI de cobertura cambiaria. Veremos en las próximas semanas, ya entrando de lleno en el calendario electoral si se mantiene esta tendencia o vuelve la demanda por coberturas.

| 30/6/2023                  | Stock AUM         |              | Flujos Netos (Promedio Mensual) |                |                |                 |                |              | Rendimientos |              |              |              |              |              |
|----------------------------|-------------------|--------------|---------------------------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                            | Arg\$ M           | En %         | l-23                            | abr-23         | may-23         | jun-23          | YTD            | YTD V%       | l-23         | abr-23       | may-23       | jun-23       | YTD          | Prom         |
| <b>TOTAL INDUSTRIA FCI</b> | <b>10.848.541</b> | <b>100%</b>  | <b>98.678</b>                   | <b>297.318</b> | <b>152.167</b> | <b>-142.829</b> | <b>602.690</b> | <b>8,8%</b>  | <b>5,5%</b>  | <b>6,7%</b>  | <b>8,0%</b>  | <b>7,7%</b>  | <b>45,6%</b> | <b>6,5%</b>  |
| <b>Money Market</b>        | <b>5.665.665</b>  | <b>52,2%</b> | <b>64.148</b>                   | <b>254.693</b> | <b>76.365</b>  | <b>-226.540</b> | <b>296.962</b> | <b>7,9%</b>  | <b>5,3%</b>  | <b>5,3%</b>  | <b>7,0%</b>  | <b>6,8%</b>  | <b>40,5%</b> | <b>5,8%</b>  |
| <b>T+1</b>                 | <b>888.119</b>    | <b>8,2%</b>  | <b>25.749</b>                   | <b>-30.777</b> | <b>-17.744</b> | <b>6.081</b>    | <b>34.807</b>  | <b>6,0%</b>  | <b>5,7%</b>  | <b>6,4%</b>  | <b>7,7%</b>  | <b>6,4%</b>  | <b>44,1%</b> | <b>6,3%</b>  |
| <b>Renta Fija</b>          | <b>3.093.955</b>  | <b>28,5%</b> | <b>-7.425</b>                   | <b>39.846</b>  | <b>72.125</b>  | <b>30.762</b>   | <b>120.457</b> | <b>6,2%</b>  | <b>5,6%</b>  | <b>8,3%</b>  | <b>9,3%</b>  | <b>7,8%</b>  | <b>50,3%</b> | <b>7,0%</b>  |
| RF CER                     | 448.799           | 4,1%         | -13.259                         | -27.024        | -19.033        | 24.787          | -61.046        | -17,0%       | 5,6%         | 7,1%         | 9,3%         | 9,5%         | 51,0%        | 7,1%         |
| RF DLK                     | 772.996           | 7,1%         | 256                             | 56.366         | 47.303         | -16.462         | 87.976         | 20,4%        | 5,3%         | 8,0%         | 9,4%         | 8,1%         | 48,8%        | 6,8%         |
| RF HD                      | 692.119           | 6,4%         | 10.156                          | 8.390          | 1.627          | 8.983           | 49.468         | 12,2%        | 5,7%         | 12,0%        | 8,7%         | 5,9%         | 52,4%        | 7,3%         |
| RF Multi + Disc            | 1.180.041         | 10,9%        | -4.579                          | 2.114          | 42.228         | 13.454          | 44.059         | 6,0%         | 6,1%         | 6,0%         | 9,8%         | 8,5%         | 50,8%        | 7,1%         |
| <b>Renta Variable</b>      | <b>287.290</b>    | <b>2,6%</b>  | <b>1.236</b>                    | <b>7.033</b>   | <b>9.297</b>   | <b>15.546</b>   | <b>35.585</b>  | <b>32,3%</b> | <b>6,2%</b>  | <b>18,2%</b> | <b>13,9%</b> | <b>22,3%</b> | <b>97,3%</b> | <b>12,0%</b> |
| <b>Renta Mixta</b>         | <b>330.659</b>    | <b>3,0%</b>  | <b>8.072</b>                    | <b>7.927</b>   | <b>8.319</b>   | <b>6.546</b>    | <b>47.009</b>  | <b>29,4%</b> | <b>6,0%</b>  | <b>8,8%</b>  | <b>10,5%</b> | <b>11,5%</b> | <b>59,7%</b> | <b>8,1%</b>  |
| <b>PyME + Infra</b>        | <b>582.853</b>    | <b>5,4%</b>  | <b>6.898</b>                    | <b>18.596</b>  | <b>3.805</b>   | <b>24.776</b>   | <b>67.870</b>  | <b>20,6%</b> | <b>5,4%</b>  | <b>7,1%</b>  | <b>8,5%</b>  | <b>7,6%</b>  | <b>46,6%</b> | <b>6,6%</b>  |
| Infra                      | 284.710           | 2,6%         | 5.307                           | 18.069         | 2.502          | 14.488          | 50.980         | 37,7%        | 6,0%         | 8,0%         | 9,9%         | 8,1%         | 53,0%        | 7,3%         |
| PYME Y ASG                 | 298.143           | 2,7%         | 1.591                           | 527            | 1.303          | 10.288          | 16.890         | 8,7%         | 5,3%         | 5,4%         | 7,2%         | 7,0%         | 41,1%        | 5,9%         |

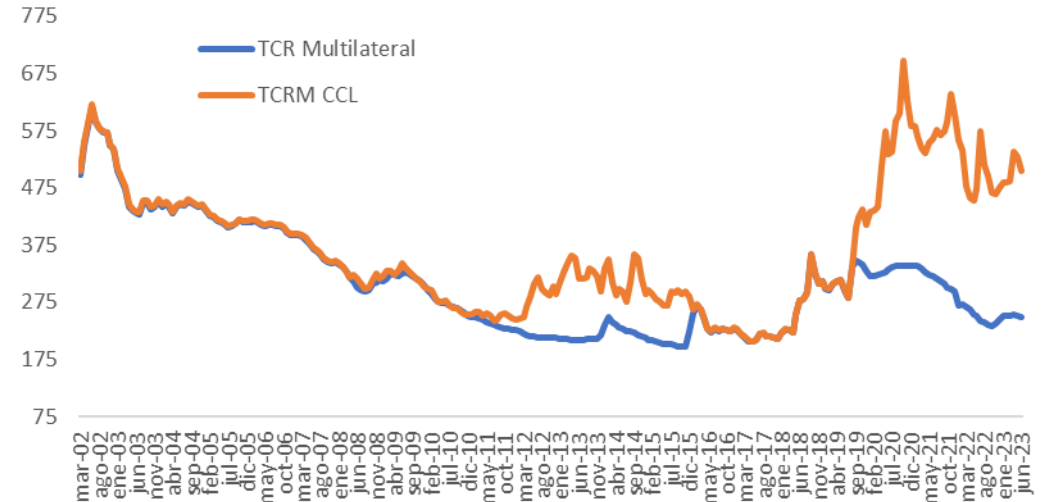
# Factores a tener en cuenta para tomar coberturas

- ¿Qué analizar para definir estrategias?
  - Comparar los ritmos actuales y esperados de Inflación, tasa de interés, devaluación y tipo de cambio real.
- ¿Qué esperar para los próximos meses?
  - Nuestro escenario base asume una continuidad del equilibrio actual. Pero entendemos que, con el cambio de gobierno, existe alta probabilidad de ajuste discreto del tipo de cambio.
- ¿Qué implica ese escenario?
  - Que la inflación es mayor a la devaluación en los próximos meses. Que la tasa de interés va a tratar de mantenerse por arriba de la devaluación y por períodos podrá ganar o perder con la inflación. Y que, para fin de año y principio de 2024, el dólar oficial tiene chaces de ser el ganador.

Equilibrio entre Tasas, Inflación y Devaluación



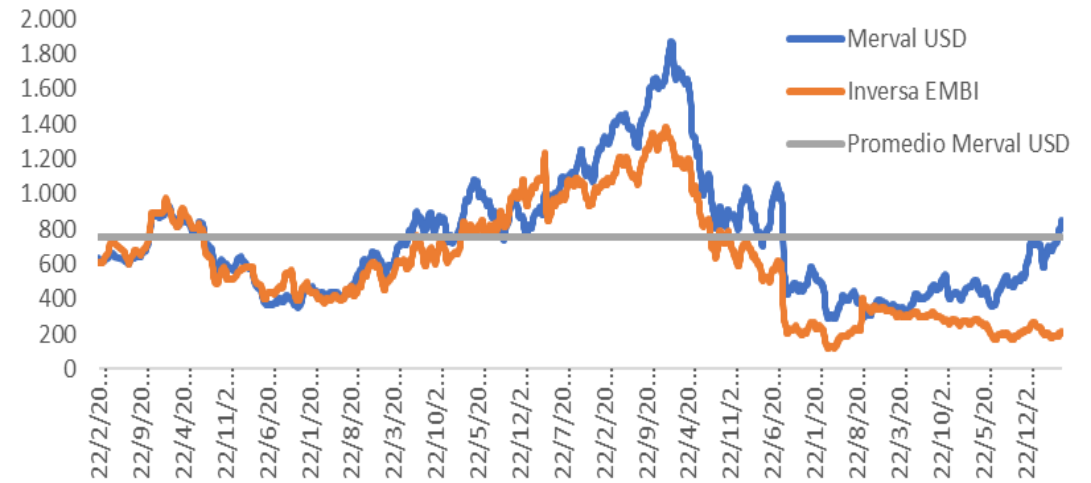
Una Mirada Larga sobre el Valor Real del CCL



# Otras opciones para tomar cobertura cambiaria

- El mercado ha ido tomando posición en diferentes activos dolarizados o con esquemas de ajuste. Una alternativa que ha atraído flujos es el mercado de renta variable. Con precios en dólares que se han ido recuperando hasta los promedios de los últimos años.
- La otra opción son los bonos en dólares, que viene atrasados en precio con respecto a otras variables y explican el rally de las últimas jornadas.
- ¿Cómo podrían reaccionar ante diferentes escenarios?

Relación entre Merval USD e Inversa Riesgo País



|             | ene-10 / jun-15 | Jul-15 / Jul-18 | Ago-18 / Ago-19 | Sep-19 / Dic-22 | I-23 | II-23 | HOY  |
|-------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------|-------|------|
| Merval USD  | 645             | 1.213           | 890             | 424             | 678  | 717   | 838  |
| 1/EMBI ARG  | 592             | 1.058           | 656             | 254             | 235  | 193   | 208  |
| Diferencial | 9%              | 15%             | 36%             | 67%             | 189% | 272%  | 303% |

|        |        | PARIDAD |        |             |             |              |              |              |              |              |        |
|--------|--------|---------|--------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------|
|        |        | 30      |        | 35          |             | 40           |              | 45           |              | 50           |        |
|        |        | HD      | \$     | HD          | \$          | HD           | \$           | HD           | \$           | HD           | \$     |
| BRECHA | 140%   | -12,5%  | -13,0% | 2,1%        | -13,0%      | 16,7%        | -13,0%       | 31,3%        | -13,0%       | 45,9%        | -13,0% |
|        | 130%   | -12,5%  | -9,2%  | 2,1%        | -9,2%       | 16,7%        | -9,2%        | 31,3%        | -9,2%        | 45,9%        | -9,2%  |
|        | 120%   | -12,5%  | -5,1%  | 2,1%        | -5,1%       | 16,7%        | -5,1%        | 31,3%        | -5,1%        | 45,9%        | -5,1%  |
|        | 110%   | -12,5%  | -0,6%  | 2,1%        | -0,6%       | 16,7%        | -0,6%        | 31,3%        | -0,6%        | 45,9%        | -0,6%  |
|        | 100%   | -12,5%  | 4,4%   | <b>2,1%</b> | <b>4,4%</b> | 16,7%        | 4,4%         | 31,3%        | 4,4%         | 45,9%        | 4,4%   |
|        | 90%    | -12,5%  | 9,9%   | 2,1%        | 9,9%        | 16,7%        | 9,9%         | 31,3%        | 9,9%         | 45,9%        | 9,9%   |
|        | 80%    | -12,5%  | 16,0%  | 2,1%        | 16,0%       | <b>16,7%</b> | <b>16,0%</b> | 31,3%        | 16,0%        | 45,9%        | 16,0%  |
|        | 70%    | -12,5%  | 22,8%  | 2,1%        | 22,8%       | 16,7%        | 22,8%        | 31,3%        | 22,8%        | 45,9%        | 22,8%  |
|        | 60%    | -12,5%  | 30,5%  | 2,1%        | 30,5%       | 16,7%        | 30,5%        | <b>31,3%</b> | <b>30,5%</b> | 45,9%        | 30,5%  |
|        | 50%    | -12,5%  | 39,2%  | 2,1%        | 39,2%       | 16,7%        | 39,2%        | 31,3%        | 39,2%        | 45,9%        | 39,2%  |
| 40%    | -12,5% | 49,2%   | 2,1%   | 49,2%       | 16,7%       | 49,2%        | 31,3%        | 49,2%        | <b>45,9%</b> | <b>49,2%</b> |        |



# La visión de los Portfolios Managers

|      |                | Stock VM<br>Arg\$ | abr-23 | may-23 | jun-23 | YTD   | Duration | TEA    |        | Estrategia Asignación |   |    | Estrat. Duration |   |   | Mes<br>Anterior |
|------|----------------|-------------------|--------|--------|--------|-------|----------|--------|--------|-----------------------|---|----|------------------|---|---|-----------------|
|      |                |                   |        |        |        |       |          |        |        | OW                    | N | UW | C                | M | L |                 |
| BCRA | Badlar privada | 12.128.610        | 5,6%   | 8,1%   | 7,6%   | 46,7% | 0,1      | 143,8  |        |                       |   | UW |                  |   | x | UW              |
|      | TM20 privada   |                   | 5,4%   | 7,9%   | 7,4%   | 44,8% | 0,1      | 138,2  |        |                       |   | UW |                  |   | x | UW              |
| TASA | Bonos Badlar   | 221.688           | 3,8%   | 8,5%   | 8,6%   | 51,2% | 0,7      | 0,0%   |        |                       | N |    |                  | X |   | UW              |
|      | BOTES          | 715.134           | -5,0%  | -0,9%  | 18,8%  | 39,9% | 0,3      | 35,8%  |        |                       | N |    |                  | X |   | UW              |
|      | LEDES          | 897.766           | 6,2%   | 7,3%   | 9,5%   | 20,3% |          | 140,7% |        |                       |   | UW |                  | X |   | UW              |
| CER  | LECER          | 1.095.642         | 7,3%   | 8,8%   | 6,2%   | 49,8% | 0,0      | -7,5%  |        |                       | N |    |                  | X |   | OW              |
|      | BONCER         | 5.347.476         | 6,1%   | 12,4%  | 12,3%  | 62,4% | 1,9      | 5,0%   |        |                       | N |    |                  |   | X | N               |
| DUAL | DUALES         | 7.521.883         | 9,3%   | 10,5%  | 12,1%  | 53,0% | 0,5      | -10,0% | -19,3% | OW                    |   |    |                  |   | X | OW              |
| DLK  | DOLLAR LINKED  | 1.021.683         | 10,9%  | 5,1%   | 3,8%   | 47,6% | 0,0      | 0,0%   |        | OW                    |   |    |                  |   | X | N               |
| USD  | BONARES USD    | 43.514            | -6,0%  | 13,9%  | 37,5%  | 77,5% | 4,5      | 41,7%  |        | OW                    |   |    |                  |   | X | N               |
|      | GLOBALES USD   | 63.214            | -3,4%  | 14,9%  | 30,7%  | 86,0% | 4,8      | 34,7%  |        |                       | N |    |                  |   | X | N               |

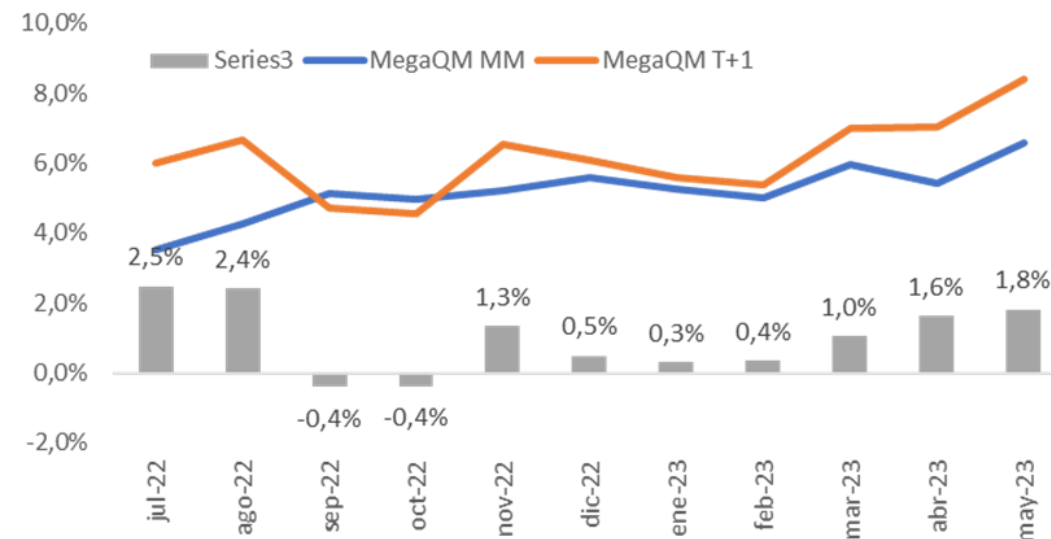
| Cláusulas de ajuste:<br>"Expectativas de Corto Plazo" | abr-23 | may-23 | jun-23 | YTD   | Expectativa Corto Plazo |   |   | Fundamentos                                  |
|---|--------|--------|--------|-------|-------------------------|---|---|--|
|   |        |        |        |       | +                       | = | - |  |
| Dólar Oficial   | 6,5%   | 7,5%   | 7,2%   | 45,6% |                         | = |   | Crawling peg con menos presión por inflación |
| Inflación (índice CER)                                | 6,5%   | 8,7%   | 8,0%   | 25,5% |                         |   | - | Datos de alta frecuencia a la baja en junio  |
| Dólar CCL- Brecha                                     | 11,5%  | 8,4%   | 4,5%   | 52,6% |                         | = |   | A la espera del acuerdo con FMI              |
| Tasa Badlar Privada                                   | 5,6%   | 8,1%   | 7,6%   | 46,7% |                         | = |   | Estable hasta mediados de agosto             |

# Las características de Nuestros Principales Fondos

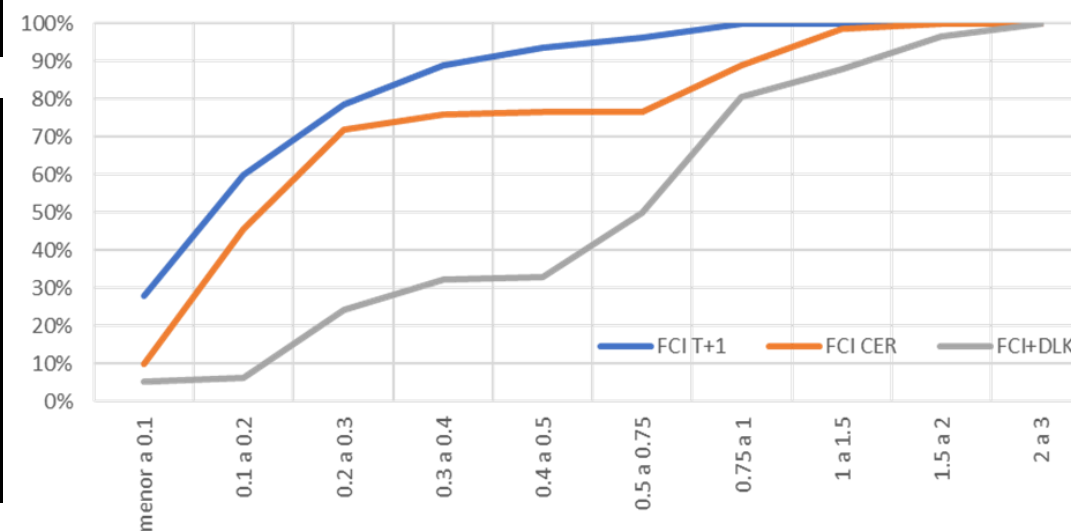
# MEGAQM

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN

### Spread T+1 versus Money Market



### Estrategia de Duration por Familia de Fondos



| Datos en \$ Millones                | Money Market  | T+1           | CER           | DLK           | INFRA         |
|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>TOTAL AUM</b>                    | <b>84.061</b> | <b>9.969</b>  | <b>27.566</b> | <b>40.096</b> | <b>26.765</b> |
| <b>DEPÓSITOS Y DISPONIBILIDADES</b> | <b>84.061</b> | <b>205</b>    | <b>966</b>    | <b>95</b>     | <b>847</b>    |
| <b>RIESGO PRIVADO</b>               | <b>0</b>      | <b>1.291</b>  | <b>739</b>    | <b>10.213</b> | <b>18.707</b> |
| <b>RIESGO SOBERANO</b>              | <b>0</b>      | <b>8.472</b>  | <b>25.861</b> | <b>29.788</b> | <b>3.464</b>  |
| Tasa                                | 0             | 0             | 1.891         | 0             | 0             |
| CER                                 | 0             | 5.838         | 19.663        | 2.632         | 2.053         |
| DLK / DUAL                          | 0             | 2.634         | 4.306         | 27.156        | 1.411         |
| <b>RIESGO SUBSOBERANO</b>           | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>3.747</b>  |
| <b>TIR</b>                          | <b>118%</b>   | <b>135,0%</b> | <b>2,8%</b>   | <b>-7,8%</b>  | <b>138,2%</b> |
| Duration en Meses                   | 0,20          | 2,4           | 5,0           | 9,9           | 31            |
| Cobertura USD                       | 0,0%          | 26,4%         | 16,2%         | 93,2%         | 88,1%         |
| Cobertura CER                       | 0,0%          | 85,0%         | 89,1%         | 74,3%         | 13,0%         |

| Rendimiento Directo (VCP) | Money Market  | T+1           | CER           | DLK           | INFRA         |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 7 días                    | 2,7%          | 1,7%          | 2,3%          | 2,6%          | 2,1%          |
| <b>30 días</b>            | <b>8,1%</b>   | <b>8,4%</b>   | <b>8,9%</b>   | <b>9,3%</b>   | <b>8,1%</b>   |
| 90 días                   | 20,4%         | 24,7%         | 28,5%         | 33,5%         | 27,9%         |
| <b>Últ. 30d Anualiz.</b>  | <b>155,3%</b> | <b>164,0%</b> | <b>177,5%</b> | <b>192,1%</b> | <b>155,8%</b> |
| Var % 12 Meses            | 85,6%         | 106,8%        | 123,3%        | 117,3%        | 126,3%        |
| Acumulado Año (YTD)       | 40,5%         | 47,4%         | 51,1%         | 55,3%         | 50,2%         |
| YTD Prom Industria        | 39,9%         | 45,1%         | 49,7%         | 48,1%         | 51,2%         |

**M E G A Q M**

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN

**Muchas Gracias!**

---