

MEGAQM

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN

PERSPECTIVAS MENSUALES

06 de septiembre de 2023

**Inversiones
impulsadas por expertos**



¿Qué está pasando?

Política

Las PASO generaron un cambio en el tablero político.

La pelea parece estar enfocada por el segundo lugar en un eventual Ballotage.

El foco de gestión puesto en evitar nuevos shocks

Economía

Cada candidato plantea un escenario diferente de cara a 2024. La discusión es entre esquemas más graduales o alternativas con shocks más fuertes.

Todavía hay poca claridad sobre las medidas económicas específicas y su grado de viabilidad inicial.

Mercados

Ante escenarios tan disímiles e inciertos, el mercado sigue priorizando la toma de coberturas.

Los tiempos parecen acelerarse aún más que antes de las PASO. Los precios de las coberturas cada vez más elevados.

¿Cuál es la Estrategia Oficial?

- El foco está puesto en evitar nuevos shocks (como el salto del tipo de cambio) hasta las elecciones generales de octubre.
- En la medida que se vaya cumpliendo ese objetivo, el foco estará puesto en minimizar el impacto social. Eso implica contener la inflación y mejorar el ingreso disponible.
- Las metas del acuerdo con el FMI parecen haber quedado en segundo plano luego del desembolso.

Lograr Desembolso del FMI

- Eso implicó aceptar un salto discreto del tipo de cambio y convalidar una suba de 21 puntos en la tasa de Interés

Equilibrar Mercado Cambiario

- Implementación de nuevo dólar soja.
- Freno al pago de importaciones para cuidar la caja.

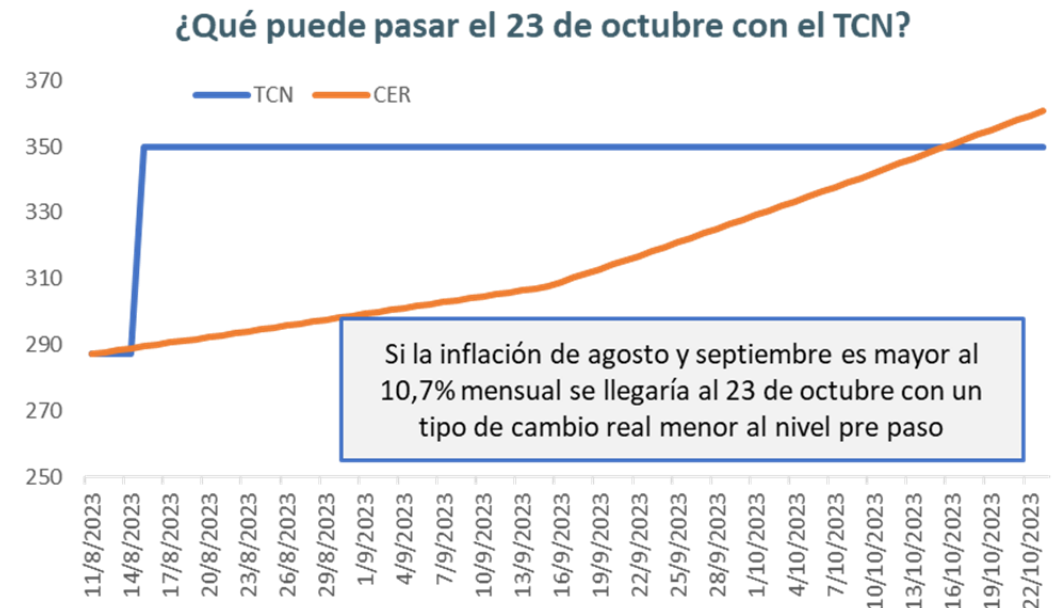
Mitigar el Efecto sobre los Hogares.

- Reabsorber excedente de pesos y congelamiento transitorio del tipo de cambio oficial / precios regulados.
- Generar paquetes compensatorios que mejoren transitoriamente el ingreso

¿Se puede sostener el TCN en \$350 hasta las elecciones?

- Los valores a los que se operan los contratos de futuros de tipo de cambio muestran que el mercado le asigna una alta probabilidad de cumplimiento durante septiembre.
- En cambio, de octubre en adelante el precio del contrato se aleja de los \$350 lo que empieza a mostrar una probabilidad creciente de que, dependiendo del resultado electoral, esa política no se pueda sostener.
- Si la inflación se mantiene en los niveles esperados, el tipo de cambio real a fine sde octubre será menor al nivel pre paso, sumando presiones adicionales.

	Valor Base + CP	Valor Rofex	Ajuste Incorporado		
			Mensual	Salto	Versus 11/08
sep-23	350,0	361,3	3,2%	3%	-3%
oct-23	350,0	404,0	11,8%	15%	-4%
nov-23	379,8	508,0	25,7%	34%	10%
dic-23	412,0	662,0	30,3%	61%	25%
ene-24	447,1	726,6	9,8%	63%	26%
feb-24	485,1	786,0	8,2%	62%	27%
mar-24	526,3	845,0	7,5%	61%	29%



¿Alcanzan los dólares?

- Sin confirmación oficial, todo parece indicar que el segundo tramo del Swap no está oficialmente habilitado. Eso implica un nivel bajo de reservas netas y sobre todo de capacidad de intervención.
- El BCRA cuenta con USD 750 millones en Yuanes para intervenir y poco margen adicional.

NIVEL DE RESERVAS Y EL SWAP CON CHINA

Datos en USD Millones	dic-22	jul-23	Desembolso	hoy
RESERVAS BRUTAS	44.598	24.092	29.004	27.824
Encajes	12.088	9.831	9.710	9.445
Swap China	18.848	18.201	17.864	17.905
Disponible	3.000	5.200	5.900	5.000
Utilizado	1.000	5.200	5.900	4.250
Sin Utilizar	2.000	0	0	750
No Disponible	15.848	13.001	11.964	12.905
Deuda con OOII (incluye BIS)	3.124	4.158	4.115	3.115
SEDESA	1.777	1.824	1.824	1.824
RESERVAS NETAS	8.761	-9.921	-4.508	-4.464

OFERTA Y DEMANDA DE DIVISAS: PROMEDIO MENSUAL

(+ = Compra / - = Venta)	I-23	II-23	jul-23	Dif Acum Vs 2022
EXPORTACIONES	4.750	6.585	5.564	-11.976
Cereales y Oleaginosas	1.113	2.953	2.134	-11.164
Resto	2.916	2.912	3.429	-43
DEMANDA NETA	6.241	7.142	6.139	-7.148
Importaciones	4.647	5.786	4.562	-5.646
Petróleo, Gas y Electricidad	842	819	638	-3.677
Resto	3.805	4.967	3.925	-1.969
Demanda Estructural	1.594	1.356	1.577	-1.502
Fletes y Seguros	260	153	45	-1.406
Turismo	475	515	537	-364
Resto de Servicios	-46	-287	-297	-425
Intereses y Dividendos	214	201	318	66
Préstamos Financieros	397	428	367	-287
Ateoramiento Individuos	88	70	116	-338
Resto de Operaciones	207	275	491	1.252

**Cayó la oferta de divisas por la sequía y se resintió la demanda por falta de reservas.
Financiamiento comercial de importaciones por más de USD 7.200 millones en 7 meses**

¿Cuál es la expectativa de Inflación?

- En agosto todo indica que la inflación se ubicará claramente en dos dígitos. Los primeros datos que se conocieron (Bahía Blanca y Córdoba) han mostrado valores de entre 10,5% y 12% mensual.
- Septiembre con arrastre alto por subas de agosto, reajustes salariales y mayor liquidez apuntaba a ser mayor a agosto. El esfuerzo oficial está puesto en contener vía congelamientos y acuerdos para llevarlo de nuevo a un dígito. Luce muy complejo de lograr

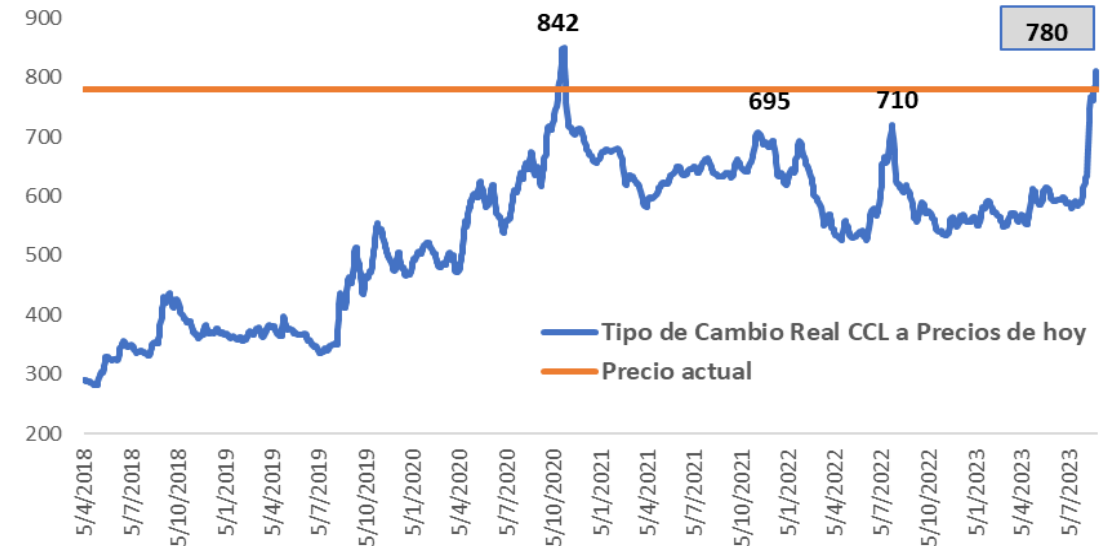
INFLACIÓN MULTICAUSAL

Var % Mensual	I-23	II-23	jul-23	ago-23	sep-23	RITMO 2023	
						Meses > 7%	Meses < 7%
IPC Nivel General	6,8%	7,4%	6,3%	11,5%	12,5%	8,8%	6,2%
Salarios	7,3%	8,0%	7,4%	10,0%	12,0%	8,9%	6,9%
Tipo de Cambio	5,5%	7,0%	7,1%	20,9%	8,7%	9,9%	6,3%
Dólar Financiero	5,3%	8,9%	4,7%	29,5%	14,2%	13,7%	5,2%
Masa Monetaria (M3)	4,6%	7,2%	7,5%	6,0%	8,0%	6,1%	6,1%
Gasto Primario (Suavizado)	4,1%	7,2%	8,1%	5,0%	7,0%	5,5%	6,2%
Commodities Agrícolas	-4,6%	5,1%	33,8%	3,8%	19,2%	9,5%	-0,7%
Precio Petróleo	4,4%	5,3%	14,3%	29,7%	13,4%	9,4%	8,3%
Precios Regulados	6,8%	7,0%	6,7%	8,0%	2,0%	7,5%	6,5%

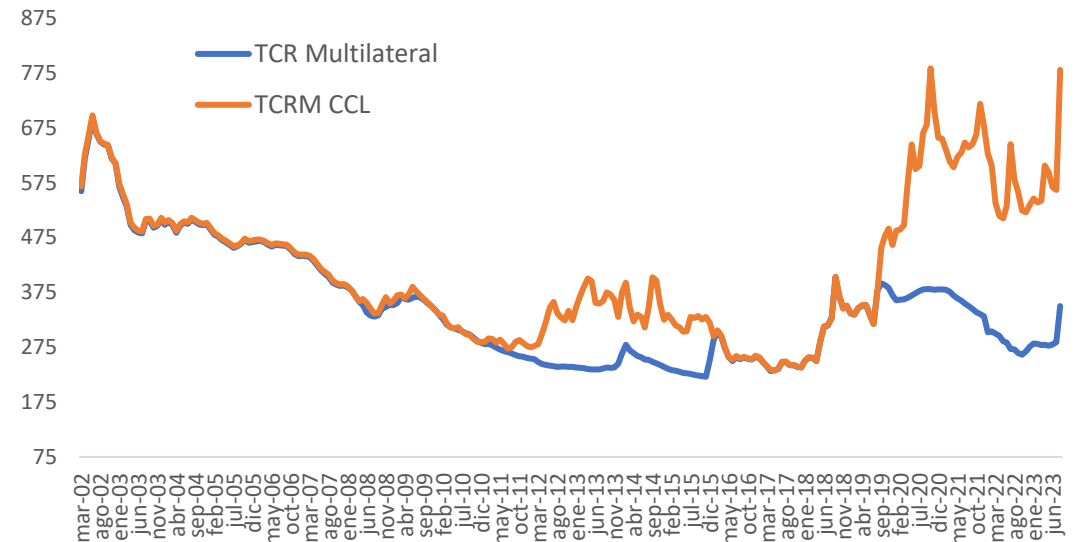
¿Hasta dónde puede llegar el dólar financiero?

- Al analizar los valores de stress que el Dólar CCL alcanzó en los últimos meses vemos que el valor actual empieza a estar alineado con los techos que se observaron en ciclos recientes de presión sobre la brecha.
- Oct-20 = \$821 de hoy: Post reestructuración de deuda y con postergación del acuerdo con el FMI para más adelante.
- Nov-21 = \$690 de hoy: Se habían demorado las negociaciones con el FMI y se debían hacer pagos con reservas. La economía mostraba un exceso de pesos.
- Jul-22 = \$700 de hoy: En pleno sell off de la curva en pesos, los inversores se volcaron a la brecha y se llegó a esos valores hasta que el BCRA inició la intervención en el mercado de deuda.
- El techo de 2002 fue de 700, valor similar al actual de CCL. Valores superiores a \$1.000 solamente se dieron en períodos de hiperinflación y por plazos cortos.

Una Mirada sobre los Ciclos Recientes del Dólar Financiero



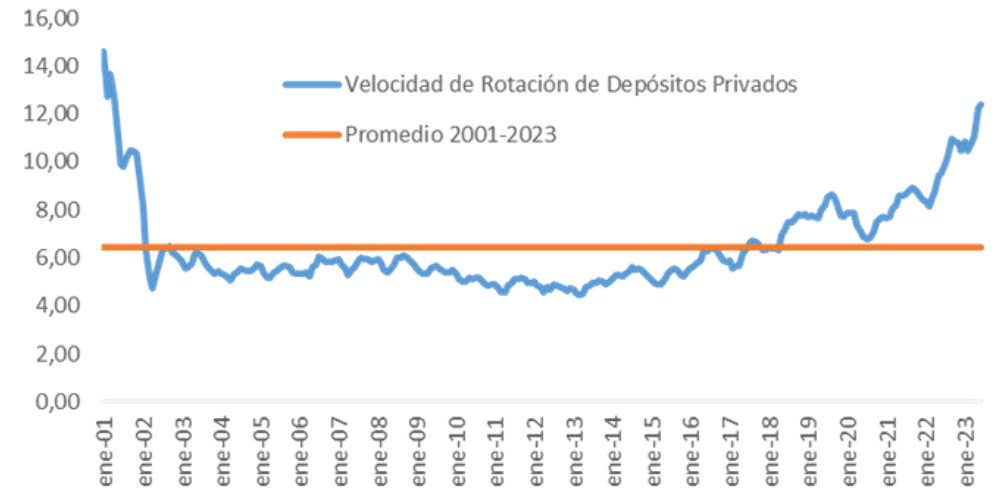
Una Mirada Larga sobre el Valor Real del CCL



¿Qué está pasando con los Agregados Monetarios?

- La Base Monetaria crece al 50% interanual. Esto a pesar de una fuerte inyección de pesos.
- Los altos niveles de inflación y tasas de interés generan subas continuas en la velocidad de rotación de los depósitos y llevan a niveles de M3 que crecen en relación al resto de los agregados monetarios.
- En agosto la emisión vino vía intervención en mercados de capitales, de futuros y recompra de bonos por PUTs vendidos.
- La emisión primaria neta fue de \$2,5 billones de pesos, aunque el BCRA hizo el esfuerzo de reabsorber la mayor parte.
- Emisión por Leliqs de \$1,6 billones mensuales.

Velocidad de Rotación de Depósitos Privados



Datos en \$ Millones	FACTORES DE EXPANSIÓN DE BM		
	1 - 11 Ago	14-31 Ago	ACUM
BASE MONETARIA	211.700	17.531	229.231
MULC	101.268	412.811	514.078
Tesoro	367.256	-881.718	-514.462
Otros	-51.153	958.996	907.843
Lediv	-207.648	389.200	181.552
Puts +/- Compras	233.995	407.296	641.291
Rofex	-77.500	162.500	85.000
Leliqs / Pases	-795.763	-1.495.942	-2.291.705
Intereses	590.093	1.023.385	1.613.478
Expansión Primaria Neta	1.007.463	1.513.473	2.520.936
Esterilización	-795.763	-1.495.942	-2.291.705
Expansión Neta	211.700	17.531	229.231

¿Qué están haciendo los Inversores?

- La Industria de FCI sigue registrando fuertes flujos positivos. En las últimas semanas, aún con reacomodamiento en el precio de algunos activos, los flujos siguieron positivos.
- Los inversores siguen buscando coberturas. Fuerte flujo CER y ya se revirtieron los rescates en la categoría DLK.

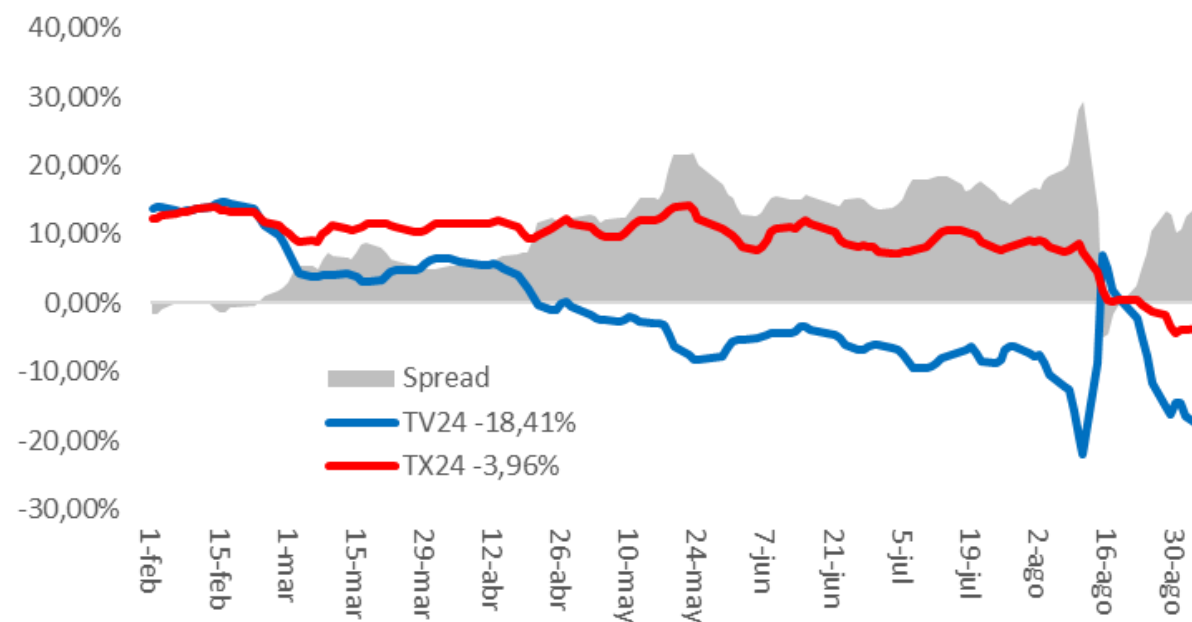
31/8/2023	Stock AUM		Flujos Netos Mensuales				Rendimientos			
	Arg\$ M	En %	jul-23	ago-23	Post Paso	YTD	ago-23	Post Paso	YTD	30 D
TOTAL INDUSTRIA FCI	14.742.820	100%	575.095	569.395	771.458	1.747.008	13,6%	9,4%	81,1%	13,5%
Money Market	7.394.441	50,2%	444.200	342.976	568.353	1.084.131	7,7%	3,4%	64,1%	8,2%
T+1	1.018.134	6,9%	54.668	-70.628	45.260	18.847	8,6%	6,6%	71,1%	8,0%
Renta Fija	4.539.327	30,8%	40.022	230.319	112.797	392.913	26,6%	15,7%	100,5%	21,3%
RF CER	682.975	4,6%	-4.865	96.724	119.084	30.813	13,6%	10,2%	85,5%	13,3%
RF DLK	1.246.863	8,5%	43.797	80.196	-58.475	209.939	25,9%	16,3%	99,9%	26,2%
RF HD	1.056.056	7,2%	6.504	15.384	9.473	71.354	42,9%	25,2%	125,3%	41,5%
RF Multi + Disc	1.553.433	10,5%	-5.414	38.015	42.715	80.807	22,4%	15,0%	96,2%	21,6%
Renta Variable	445.004	3,0%	10.907	16.896	25.625	63.387	42,0%	24,3%	184,1%	32,1%
Renta Mixta	538.422	3,7%	10.452	29.381	15.736	84.563	28,0%	18,2%	112,1%	23,0%
PyME + Infra	807.492	5,5%	14.846	20.451	3.687	103.167	21,5%	15,3%	91,4%	17,8%
Infra	418.167	2,8%	8.159	10.480	-1.494	69.619	29,0%	19,3%	113,4%	21,9%
PYME Y ASG	389.325	2,6%	6.687	9.971	5.181	33.548	14,2%	11,1%	73,4%	13,7%

Fuente: 1816 Economía | Estrategia

¿Cómo están las opciones de cobertura?

- Los inversores han ido anticipando el posicionamiento en activos de cobertura.
- Las curvas DLK y CER ya reflejan niveles de compresión similares a las que se alcanzaron en las jornadas PRE PASO.
- Si sigue la inyección de pesos y no aumenta la oferta de activos con cláusula de ajuste, la compresión puede seguir.
- Las preferencias siguen estando en DLK y luego en CER, aunque las alternativas de desdoblamiento pueden sumar un interés adicional a las opciones CER.
- La cobertura Hard Dollar luce cara en el CCL, menos desacoplada en MEP. Puede tener recorrido de corto en escenarios de alta volatilidad. El nivel de equilibrio histórico es inferior al valor actual.

Expectativa Implícita de Corrección de TCR



Ticker	Vto	TIR	Última Inflación
TX24	mar-24	-4,0%	ene-24
T3X4	abr-24	-4,2%	feb-24
T6X4	may-24	-2,2%	mar-24
T2X4	jul-24	-0,4%	may-24
T4X4	oct-24	0,9%	ago-24
T5X4	dic-24	0,6%	oct-24

Duales y DLK	Vto	TIR según Curva	
		CER	DLK
TDF	feb-24	-41,2%	-24,7%
TDA	abr-24	-33,1%	-19,2%
TDG	ago-24	-21,1%	-9,7%
TV24	abr-24		-18,4%
T2V4	sep-24		-8,9%

¿Qué están haciendo los Inversores?

Ciclo I

Hasta el 22 de Octubre

Alta incertidumbre política que presiona sobre las diferentes variables económicas.

Fuerte aceleración inflacionaria y presión sobre los diversos tipos de cambio.
¿Se sostiene el TCN en \$350?

Ciclo II

Entre las Generales y el 10 de Diciembre

El escenario dependerá del resultado de las elecciones generales. Puede ser un período de stress adicional.

¿Qué hacen con el TCN el 23/10?
¿Alcanzan las reservas?
El objetivo es entender cuáles son los valores de stress.

Ciclo III

Post 10 de Diciembre

Dependerá de quién resulte ganador.

Las preguntas pasan esencialmente por entender cuáles son los valores de equilibrio para las principales variables

¿Qué se sabe de cada candidato?

Escenario Político	Principal Temática			Impacto Corto Plazo		
	Política Fiscal	Monetario	Cambiario	TCN	Brecha	Inflación
UxP - MASSA	Ajuste fiscal por licuación. Dificultad para lograr rápido equilibrio.	Sin medidas de shock. Exceso de pesos mantiene presión.	Ajuste inicial bajo del dólar comercial. Subas escalonadas - TC múltiples / impositivos	Se mantiene atraso de TCR Multilateral. A la espera de oferta estacional de divisas.	La caída en la brecha depende de la consistencia del programa que presenten y su cumplimiento	Se sostiene en niveles altos, aunque menores a los actuales si se logra limitar emisión fiscal.
JxC - BULLRICH	Ajuste más rápido en subsidios y gasto social	Política monetaria restrictiva para poder liberar cepo gradualmente	Shock cambiario inicial, desdoblamiento transitorio y desarme de cepo en algunos meses	Fuerte aumento del dólar oficial con necesidad de overshooting	Tasas reales negativas de inicio por licuación y posterior ajuste. Brecha descendiendo gradualmente	Inflación inicial muy alta y desaceleración por recesión. Desdoblamiento para contener devaluación inicial
L. Avanza - MILEI	Ajuste inmediato de gasto público.	Necesidad de resolver el exceso de pesos para poder avanzar.	Incertidumbre sobre el sendero hacia la dolarización	Devaluación muy fuerte para acercarse al nivel de dolarización	Dependerá del camino elegido para llegar a la dolarización, pero la inicial no es cero	Inflación inicial muy alta. Si se logra dolarizar, luego hay inflación en dólares hasta nivel de equilibrio

Comentarios Finales

Expectativas de “olas” de presiones inflacionarias para agosto / septiembre y para diciembre / enero. Esto genera tasas de interés reales negativas.

El gobierno dejó de preocuparse por el FMI y pone el foco en llegar a las elecciones sin nuevos shocks.

¿Como defender el patrimonio en esta coyuntura? La combinación de exceso de pesos y controles cambiarios tiende a presionar sobre la demanda de instrumentos de cobertura y volverlos más caros o menos eficientes. La clave del timing.

Falta de definiciones centrales de los candidatos más votados de las PASO suman incertidumbre a un mercado que ya se ve afectado. Además, ese grado de incertidumbre, acelera los tiempos para los posicionamientos de cobertura.

MEGAQM

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN