

**MEGAQM**

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN

# PERSPECTIVAS MENSUALES

2 de octubre de 2023

**Inversiones  
impulsadas por expertos**

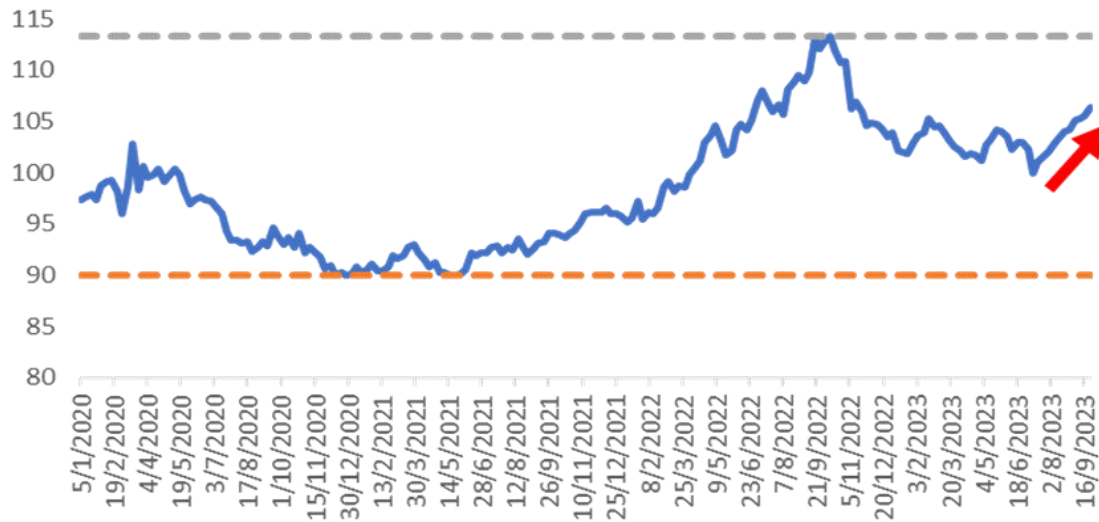


# Repasando el Contexto Internacional

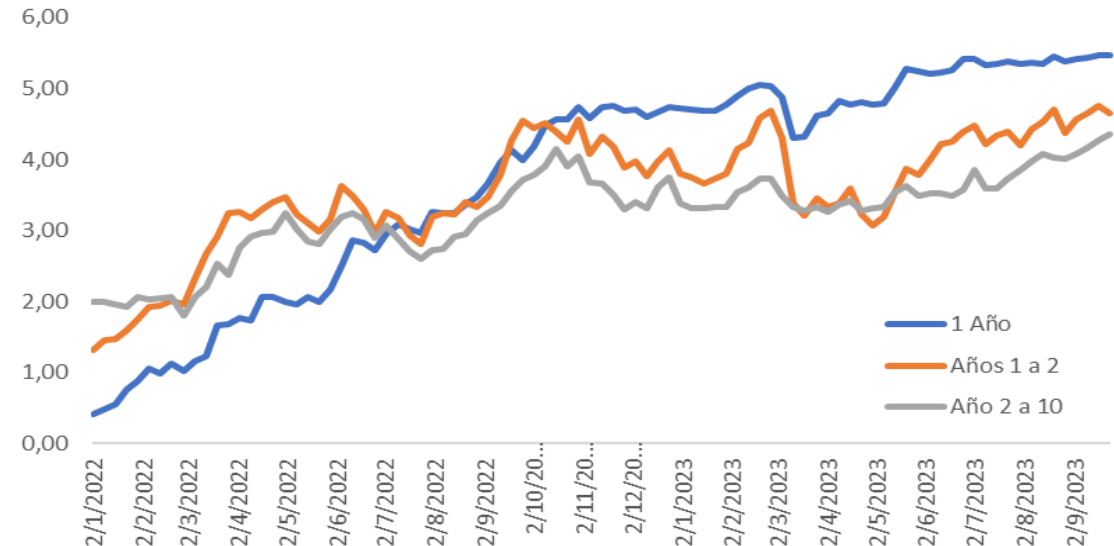
- BCE subió las tasas de interés y la FED las mantuvo. De todas maneras, las tasas reales siguen siendo mayores en EEUU que en la Zona del Euro.
- La inflación se aceleró particularmente en Alemania y en Estados Unidos encontró un piso en los últimos meses, todavía muy lejos de las metas de inflación.
- El mercado espera una nueva suba de tasas antes de fin de año. Las expectativas de largo plazo, que hace unos meses anticipaban recortes rápidos, ahora muestran escenarios más cautelosos.

	Tasa Referencia		IPC 8 M Anualiz
	Nominal	Real	
Brasil	12,8%	8,5%	4,2%
México	11,3%	7,6%	3,6%
Chile	9,5%	5,6%	3,9%
Ecuador	8,3%	5,4%	2,9%
China	3,5%	2,7%	0,8%
Perú	7,5%	2,5%	5,0%
Colombia	13,3%	1,9%	11,3%
Estados Unidos	5,38%	0,1%	5,3%
Canadá	5,0%	-0,6%	5,6%
Zona Euro	4,5%	-1,3%	5,8%
India	6,5%	-2,0%	8,5%

Índice DXY: El Dólar recupera fortaleza



Bonos del Tesoro: Tasas Implícitas



# Los meses por delante.

Oct-Nov 2023:

## Transición Inestable

Inestabilidad cambiaria por dificultad para encontrar incentivos a la oferta de divisas.

Fuertes presiones inflacionarias por traslado a precios de brecha.

Dic-23

## Sinceramiento

Devaluación e inflación mayor a las de agosto. Necesidad de encontrar rápido nuevos equilibrios de precios relativos.

Señales de la designación del equipo.

Ene-Mar 2024

## ¿Hacia dónde vamos?

Implementación de nuevo programa económico

Temas centrales pendientes de resolución. Monetario, cambiario y fiscal.

# Transición Inestable: Mayor presión cambiaria e inflacionaria

## Fundamentos

Tipo de cambio real apreciándose.

Política fiscal expansiva con financiamiento monetario.

Sin anclas nominales fuertes.

Pocas reservas para intervenir en dólar financiero.

Sin señales políticas que aporten certidumbre.

## Valuación

Mercado comenzando a operar en niveles de stress. Curvas desacopladas por intervención oficial.

Oportunidades de coberturas con costos que están bajos en relación a niveles pre PASO.

Niveles altos de nominalidad que dejan fuera de foco el análisis real.

## Sentiment

Flujos de inversores canalizándose hacia Money Market para evitar el impacto de la recalibración de precios.

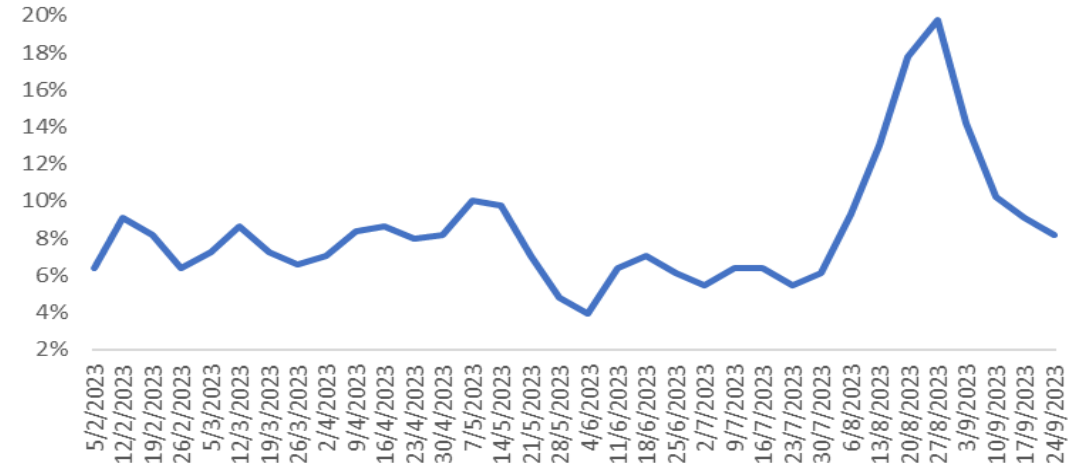
Preferencia de riesgo privado por sobre riesgo soberano.

Globales y Bonares con fundamentos más debilitados. Operando de nuevo por debajo de USD 30 de paridad.

# Transición Inestable: Riesgo Inflacionario

- La inflación de septiembre ya jugada con los datos semanales, muy parecida a agosto. Piso de 11,6%.
- En octubre se puede volver a un dígito. Dependerá de cómo impacta el Plan Fiscal. En noviembre las presiones inflacionarias ya irían nuevamente en aumento.
- Precios mayoristas de productos importados han copiado al CCL, pero el resto de los productos y servicios siguen estando rezagados. Expectativas de Pass Through alto hacia adelante.

Inflación 14 días Mensualizada



## MONITOREANDO LA INFLACIÓN

Var % Mensual	I-23	II-23	jul-23	ago-23	sep-23	Acumulado YTD
<b>Precios Minoristas</b>	<b>6,8%</b>	<b>7,4%</b>	<b>6,3%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,2%</b>	<b>80,2%</b>
Bienes	6,7%	7,3%	6,0%	13,7%		81,1%
Servicios	6,9%	7,5%	7,2%	9,1%		77,3%
<b>Precios Mayoristas</b>	<b>6,2%</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,0%</b>	<b>18,7%</b>		<b>87,2%</b>
IPIM Nacionales	6,0%	7,0%	7,0%	17,6%		83,3%
IPIM Importados	8,2%	9,1%	7,7%	30,2%		130,9%
<b>Tipo de Cambio</b>	<b>5,5%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,1%</b>	<b>20,9%</b>	<b>8,7%</b>	<b>102,4%</b>
<b>Dólar Financiero</b>	<b>5,3%</b>	<b>8,9%</b>	<b>4,7%</b>	<b>29,5%</b>	<b>14,2%</b>	<b>133,4%</b>

MES	DATO PROMEDIO MES				Fin Mes	
	Indice	Var %	Arrastre	Neto	Indice	Var %
may-23	139,7	8,3%	4,2%	4,0%	143,1	6,5%
jun-23	147,9	5,9%	2,4%	3,4%	152,0	6,3%
jul-23	157,2	6,3%	2,8%	3,4%	163,0	7,2%
ago-23	176,6	12,3%	3,7%	8,3%	189,5	16,2%
sep-23	198,1	12,2%	7,3%	4,6%	206,9	9,2%
oct-23	216,4	9,2%	4,4%	4,6%	225,9	9,2%

Var %	jul-23	ago-23	sep-23	oct-23
<b>Inflación</b>	<b>6,3%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,2%</b>	<b>9,2%</b>
Arrastre	2,8%	3,7%	7,3%	4,4%
Neto	3,4%	8,4%	4,6%	4,6%

# Transición Inestable: Riesgo Cambiario



- El esquema actual de dólar soja les permitió a los productores mejorar un 30% sus ingresos medidos a TC @CCL.
- Si la expectativa hacia adelante es un desdoblamiento, con brecha y sostenimiento de las retenciones, se pueden encontrar esquemas de incentivo que permitan sostener cierto ritmo razonable de liquidación. En caso de unificación, aun conservando las retenciones, el salto en el ingreso del productor ya sería muy alto.
- En cambio, si lo que se propone es unificación cambiaria y eliminación de retenciones, la liquidación podría ser muy baja, porque el precio a cobrar por el productor casi que triplicaría el actual. **¿Es viable / razonable unificar y eliminar retenciones?**

	Esquema Base	Dólar Soja	Expect. 2024		
			Brecha 50%	Unificado	Unif. Sin Ret
Precio Soja	480	480	480	480	480
Retención	30%	30%	30%	30%	0%
Precio Neto Arg \$	117.600	154.140	175.840	263.760	376.800
Brecha	124%	124%	50%	0%	0%
Recibido @CCL VPN	150	196	211	317	452
<b>En % del Precio</b>	<b>31,2%</b>	<b>40,9%</b>	<b>44,0%</b>	<b>65,9%</b>	<b>94,2%</b>

# Transición Inestable: ¿Qué están haciendo los Inversores?

28/9/2023	Stock AUM		Flujos Netos Mensuales					Rendimientos				
	Arg\$ M	En %	jul-23	ago-23	sep-23	YTD	YTD V%	jul-23	ago-23	sep-23	YTD	30 D
<b>TOTAL INDUSTRIA FCI</b>	<b>15.699.113</b>	<b>100%</b>	<b>575.095</b>	<b>569.395</b>	<b>534.127</b>	<b>2.281.135</b>	<b>37,5%</b>	<b>7,3%</b>	<b>13,6%</b>	<b>3,9%</b>	<b>87,8%</b>	<b>3,9%</b>
<b>Money Market</b>	<b>8.457.179</b>	<b>53,9%</b>	<b>444.200</b>	<b>342.976</b>	<b>725.337</b>	<b>1.809.468</b>	<b>59,5%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>74,4%</b>	<b>8,2%</b>
<b>T+1</b>	<b>968.413</b>	<b>6,2%</b>	<b>54.668</b>	<b>-70.628</b>	<b>-81.564</b>	<b>-62.717</b>	<b>-10,3%</b>	<b>6,8%</b>	<b>8,6%</b>	<b>4,5%</b>	<b>77,8%</b>	<b>5,0%</b>
<b>Renta Fija</b>	<b>4.467.051</b>	<b>28,5%</b>	<b>40.022</b>	<b>230.319</b>	<b>-91.745</b>	<b>301.168</b>	<b>15,8%</b>	<b>7,5%</b>	<b>26,6%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>102,4%</b>	<b>-0,6%</b>
RF CER	620.424	4,0%	-4.865	96.724	-30.876	-63	0,0%	7,4%	13,6%	-0,6%	83,2%	13,3%
RF DLK	1.190.254	7,6%	43.797	80.196	-33.605	176.334	40,6%	6,9%	25,9%	-2,1%	95,1%	26,2%
RF HD	1.117.307	7,1%	6.504	15.384	2.897	74.251	18,7%	8,5%	42,9%	0,9%	137,5%	41,5%
RF Multi + Disc	1.539.066	9,8%	-5.414	38.015	-30.161	50.646	7,0%	7,3%	22,5%	1,1%	98,2%	21,6%
<b>Renta Variable</b>	<b>408.883</b>	<b>2,6%</b>	<b>10.907</b>	<b>16.896</b>	<b>-31.420</b>	<b>31.967</b>	<b>28,0%</b>	<b>7,5%</b>	<b>42,0%</b>	<b>-9,2%</b>	<b>180,1%</b>	<b>-13,1%</b>
<b>Renta Mixta</b>	<b>531.155</b>	<b>3,4%</b>	<b>10.452</b>	<b>29.381</b>	<b>-8.733</b>	<b>75.830</b>	<b>43,3%</b>	<b>7,7%</b>	<b>28,0%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>111,7%</b>	<b>-2,5%</b>
<b>PyME + Infra</b>	<b>866.432</b>	<b>5,5%</b>	<b>14.846</b>	<b>20.451</b>	<b>22.252</b>	<b>125.419</b>	<b>40,5%</b>	<b>7,8%</b>	<b>21,5%</b>	<b>3,6%</b>	<b>99,2%</b>	<b>3,5%</b>
Infra	449.863	2,9%	8.159	10.480	9.547	79.166	64,6%	9,0%	29,0%	2,6%	123,1%	1,9%
PYME Y ASG	416.569	2,7%	6.687	9.971	12.705	46.253	24,8%	6,5%	14,2%	4,7%	79,2%	5,3%

Fuente: 1816 Economía | Estrategia

- 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 por ahora buscan resguardo en el Money Market, aunque queden expuestos a la inflación.

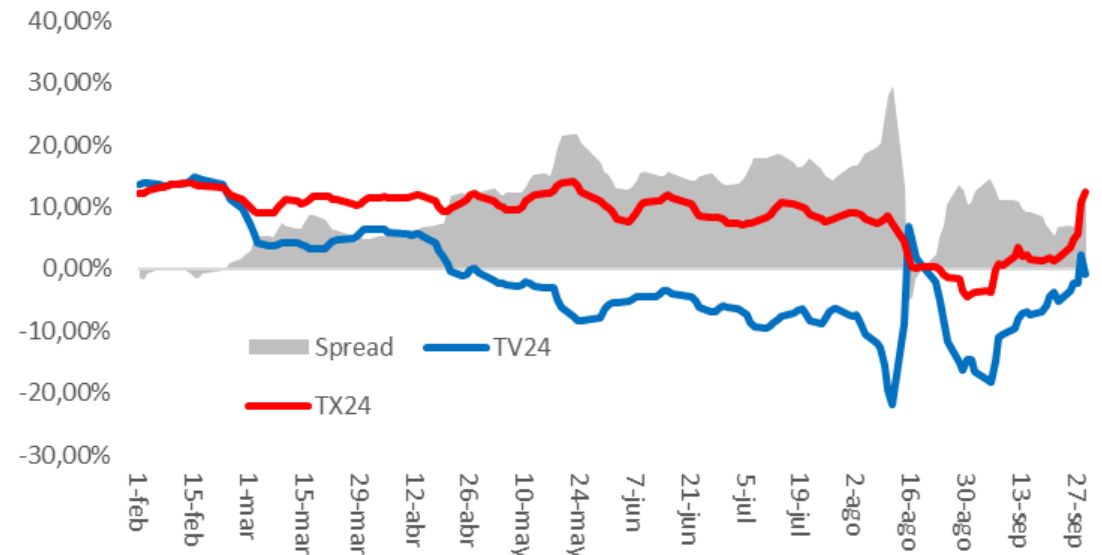
# Transición Inestable: ¿Qué está pasando con los Rendimientos?

- En las últimas semanas se ha producido un reacondicionamiento de las curvas CER y DLK, con rendimientos anualizados que se han ubicado en niveles cercanos a los de stress.
- Fuerte incertidumbre por el rango de intervención del BCRA luego de cada licitación. Poco atractivo para participar en las próximas licitaciones.

**Rendimientos por Clase de Activo**

	Variación Mensual			Acum 3 Meses	
	jul-23	ago-23	sep-23	Total	Prom
Dólar Oficial	6,7%	27,1%	0,0%	35,7%	10,7%
Dólar CCL	7,3%	41,3%	5,7%	51,6%	14,9%
Tasa Badlar	7,1%	8,8%	9,0%	16,5%	5,2%
Inflación (CER)	6,2%	6,2%	8,8%	12,7%	4,1%
Bonos DLK	10,7%	26,0%	-8,6%	39,4%	11,7%
Bonos CER	9,0%	17,1%	-9,2%	27,6%	8,5%
Deuda HD	8,8%	39,1%	-9,4%	37,1%	11,1%

**Reajustes de Curva CER y DLK**





# Sinceramiento: ¿Qué espera el Mercado?

- En las PASO los inversores han ido anticipando el posicionamiento en activos de cobertura.
- Expectativa de fuerte devaluación para diciembre. Eso impactaría rápidamente en el nivel de precios.
- La ganancia de TCRM de la devaluación de agosto se perdió en 45 días.
- Por ahora sigue generando ruido la expectativa de congelamiento del tipo de cambio al menos hasta mediados de noviembre. Esto ha debilitado la demanda de instrumentos dollar linked.

## LA DEVALUACIÓN QUE NO FUE

	jun-23	jul-23	11-ago	31-ago	sep-23
TCN Promedio	249	266	282	350	350
TC @CCL	503	528	586	751	760
Brecha CCL/TCN	102%	98%	108%	115%	117%
Futuro TCN Dic-23	496	511	531	675	639
Deva Mensual	11,2%	12,6%	14,2%	16,7%	18,8%
Tasa Badlar	7,8%	7,8%	7,8%	9,5%	9,5%
TCRM	95,6	97,8	96,5	108,8	97,1

	Valor Base + CP	Valor Rofex	Ajuste Incorporado		
			Mensual	Salto	Versus 11/08
sep-23	350,0	351,0	0,3%	0%	-5%
oct-23	350,0	386,0	10,0%	10%	-8%
nov-23	379,8	519,0	34,5%	37%	12%
dic-23	412,0	678,0	30,6%	65%	28%
ene-24	447,1	787,0	16,1%	76%	37%
feb-24	485,1	873,0	10,9%	80%	41%
mar-24	526,3	945,0	8,2%	80%	44%

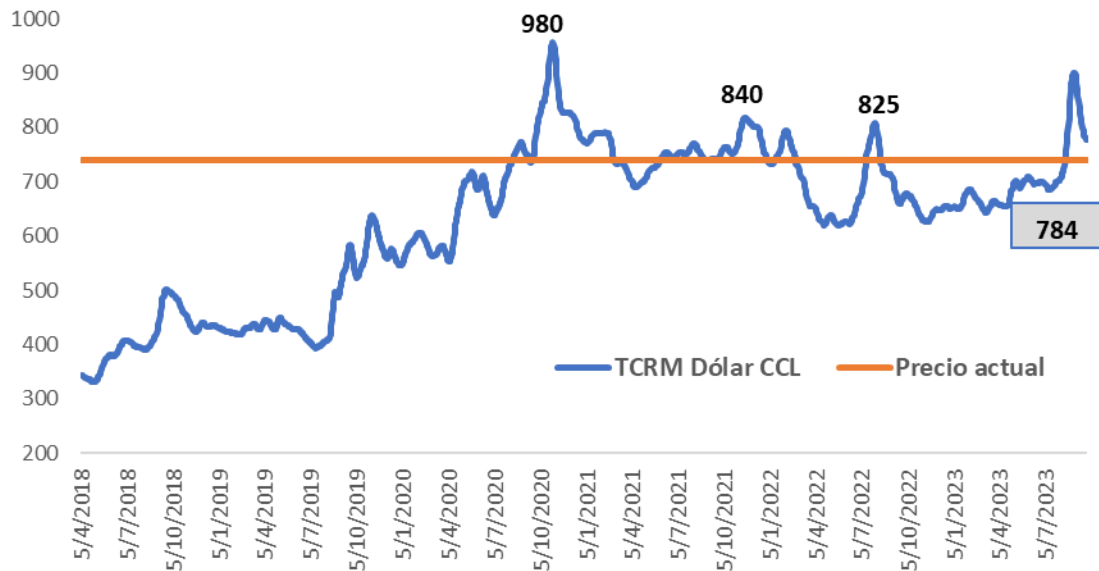
TCRM: Se perdió toda la ganancia de la devaluación



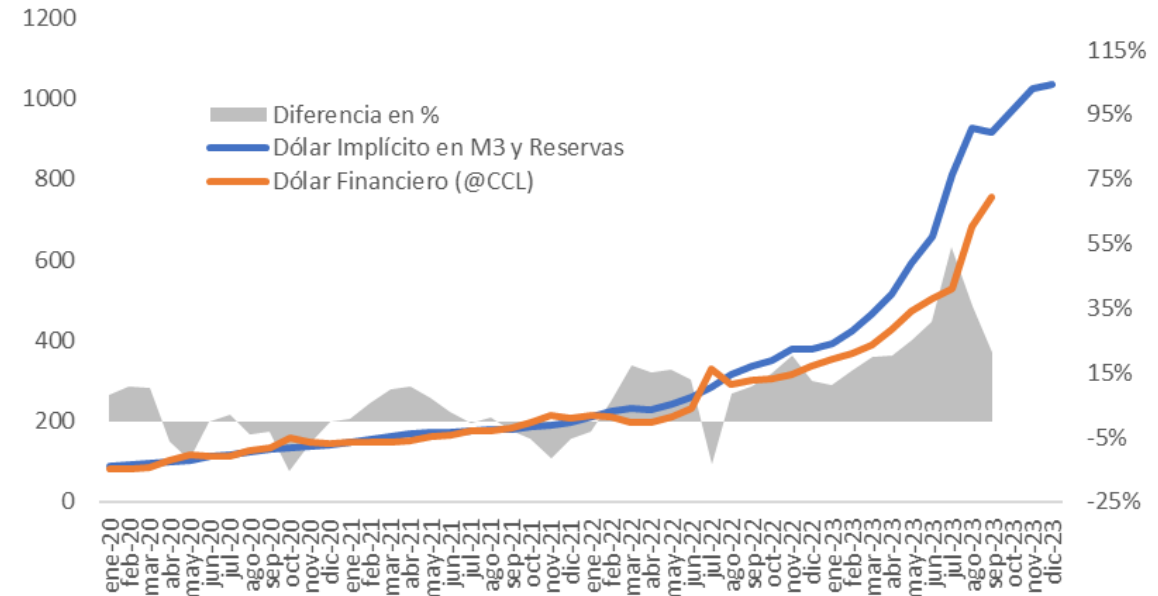
# Sinceramiento: ¿Hasta dónde puede llegar la nominalidad?

- Con la inflación corriendo al 12%, las referencias nominales se corren muy rápido. El techo del CCL en octubre 2020 fue de \$980 de hoy.
- El overshooting de 2002 fue en niveles de \$850 y el equilibrio de 2003-2006 en promedio fue de un dólar de \$585.
- Son referencias para entender por dónde pueden estar los puntos de equilibrio hacia adelante.
- Post devaluación de agosto la brecha a los 3 días estaba 10 puntos por arriba del nivel previo. El mercado asumió que el ajuste había sido insuficiente. En esta etapa el nivel de brecha dependerá de la magnitud del sinceramiento.

Una Mirada sobre los Ciclos Recientes del Dólar Financiero



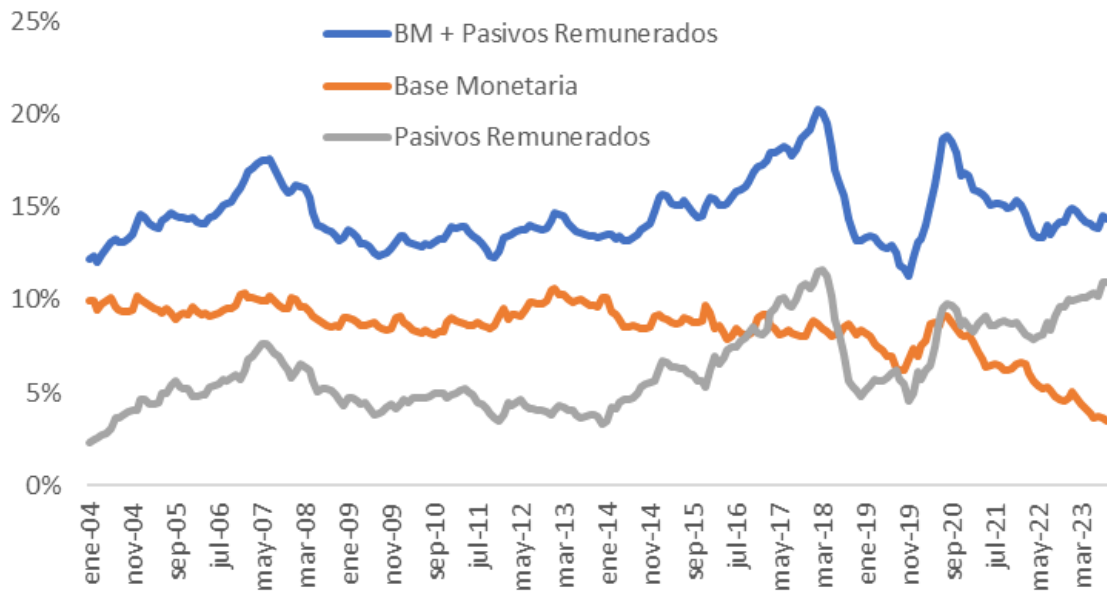
Dólar CCL y TC Implícito en M3



# Sinceramiento: ¿Cuántos pesos sobran?

- 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. El Tesoro acumuló depósitos en el BCRA en los últimos 30 días.
- Emisión por intereses de Leliqs en ritmos de \$1,6 billones mensuales.

**BM + Pasivos Remunerados - Pts del PBI**



Datos en \$ Millones	FACTORES DE EXPANSIÓN DE BM			
	1 - 11 Ago	14-31 Ago	ago-23	sep-23
<b>BASE MONETARIA</b>	<b>211.700</b>	<b>17.531</b>	<b>229.231</b>	<b>246.762</b>
<b>MULC</b>	<b>101.268</b>	<b>412.811</b>	<b>514.078</b>	<b>179.763</b>
<b>Tesoro</b>	<b>367.256</b>	<b>-881.718</b>	<b>-514.462</b>	<b>-43.465</b>
<b>Otros</b>	<b>-51.153</b>	<b>958.996</b>	<b>907.843</b>	<b>197.807</b>
Lediv	-207.648	389.200	181.552	30.450
Puts +/- Compras	233.995	407.296	641.291	154.857
Rofex	-77.500	162.500	85.000	12.500
<b>Leliqs / Pases</b>	<b>-795.763</b>	<b>-1.495.942</b>	<b>-2.291.705</b>	<b>-1.736.298</b>
<b>Intereses</b>	<b>590.093</b>	<b>1.023.385</b>	<b>1.613.478</b>	<b>1.236.238</b>
Expansión Primaria Neta	1.007.463	1.513.473	2.520.936	1.570.342
Esterilización	-795.763	-1.495.942	-2.291.705	-1.736.298
<b>Expansión Neta</b>	<b>211.700</b>	<b>17.531</b>	<b>229.231</b>	<b>-165.955</b>

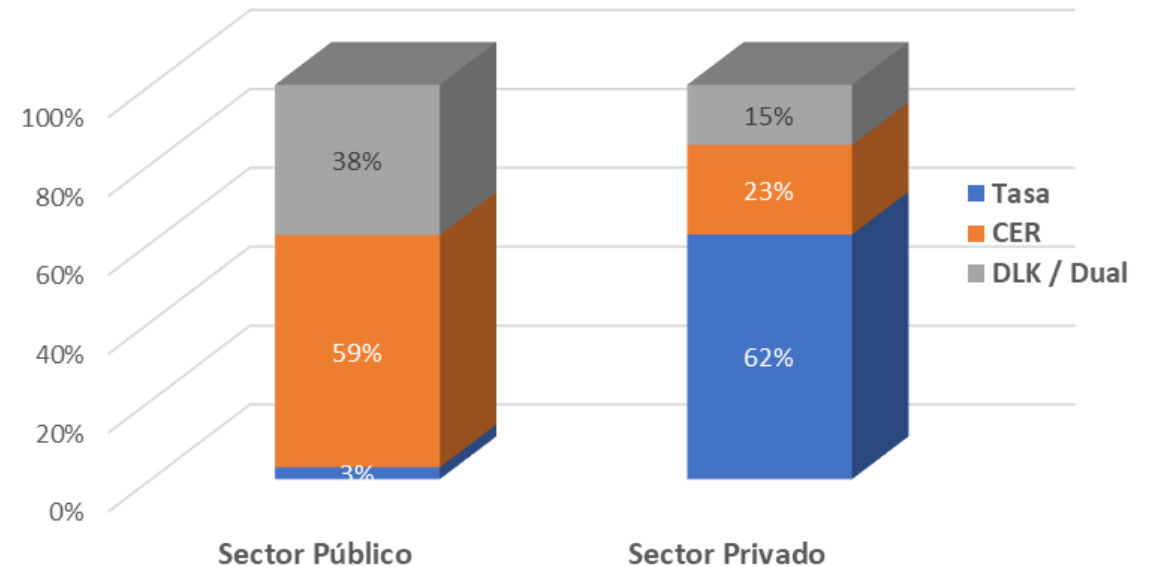
# Sinceramiento: ¿Dónde están alocados los pesos?

- En una economía donde sobran pesos, es importante entender dónde están alocados y bajo que esquemas de actualización. Hoy es muy diferente el posicionamiento del sector público versus el sector privado.
- Es uno de los puntos centrales que se deberán resolver en la primera etapa de sinceramiento.

## 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>20.437</b>	<b>58,4</b>	<b>30,1</b>	<b>9,5%</b>
Pases	5.582	15,9	8,2	2,6%
Leliqs	14.156	40,4	20,8	6,6%
LEDIV	699	2,0	1,0	0,3%
<b>TOTAL TESORO</b>	<b>39.709</b>	<b>155,7</b>	<b>77,9</b>	<b>18,5%</b>
Tasa	1.561	4,5	2,3	0,7%
CER	23.044	65,8	33,9	10,7%
DLK	2.104	6,0	3,1	1,0%
DUAL	13.000	37,1	19,1	6,1%
<b>TOTAL DEUDA PESOS</b>	<b>60.146</b>	<b>214,1</b>	<b>107,9</b>	<b>28,0%</b>
Tenencias Intra S. Público	27.002	77,1	39,7	12,6%
Tenencias Sec Privado	33.144	94,7	48,7	15,4%

## Tenencias de Pesos por Cláusula de Ajuste



# Pensando el 2024: Tres escenarios más allá de los candidatos

## Shock Inicial y Estabilización

Shock inicial para corregir desequilibrio cambiario y disminuir brecha. Fuerte impacto en inflación licuando pasivos monetarios.

Ajuste fiscal inicial para lograr equilibrio primario.

Se logra overshooting y luego se encuentra tasa de interés de equilibrio.

**ESTRATEGIA: Dollar Linked > CER > HD**

## Shocks Recurrentes

Shock inicial que no es suficiente para lograr el equilibrio o disminuir significativamente la brecha.

Esto deriva en una sucesión de shocks adicionales con espiralización inflacionaria.

Se terminan licuando fuertemente los pasivos monetarios, con alto costo en términos de nivel de actividad. Dificultades para lograr equilibrio fiscal.

**ESTRATEGIA: (DLK = CER) > HD**

## Shocks Recurrentes + Crisis Pesos

Si en el escenario 2 no se logra el equilibrio fiscal y los shocks recurrentes generan la espiralización nominal, se corren riesgos de medidas heterodoxas que busquen cortar la nominalidad.

Nunca queda claro el alcance de estas medidas, pero podrían impactar negativamente sobre pasivos con cláusula de ajuste e inclusive sobre stock de pesos excedentes.

De la magnitud de la crisis dependerá lo drástico de las medidas.

**ESTRATEGIA: HD > (DLK = CER)**

# La Visión de los Portfolio Managers

		Stock VM Arg\$	jul-23	ago-23	sep-23	YTD	TEA			Estrategia Asignación			Estrat. Duration			Mes Anterior
										OW	N	UW	C	M	L	
<b>Disponibilidades</b>										OW			X			<b>s.d.</b>
<b>BCRA</b>	Badlar privada	16.226.000	7,9%	8,8%	9,0%	86,3%	195,8			OW			X			UW
	TM20 privada		7,7%	8,6%	8,8%	82,8%	189,1					UW	X			UW
<b>TASA</b>	Bonos Badlar	250.563	7,6%	9,1%	3,7%	82,6%	10,9%					UW	X			UW
	BOTES	793.481	12,4%	-7,0%	8,3%	49,4%	203,0%				N		X			UW
	LEDES	517.724	5,4%	5,4%	5,5%	20,3%	314,5%					UW	X			UW
<b>CER</b>	LECER	2.765.042	2,7%	8,5%	6,4%	86,0%	10,2%			OW			X			OW
	BONCER	20.279.188	11,0%	17,1%	-9,2%	87,8%	13,5%					N	X			OW
<b>DUAL</b>	DUALES	12.991.799	8,9%	22,5%	-3,9%	47,3%	-11,7%		-6,5%			N	X			OW
<b>DLK</b>	DOLLAR LINKED	2.104.688	10,6%	26,0%	-8,6%	103,7%	-0,8%					N	X			OW
<b>USD</b>	BONARES USD	43.514	10,7%	41,9%	-10,1%	141,9%	39,7%					UW	X			UW
	GLOBALES USD	63.214	12,9%	36,1%	-9,2%	154,3%	33,9%					N	X			N

Cláusulas de ajuste: "Expectativas de Corto Plazo"	jul-23	ago-23	sep-23	YTD	Expec Corto Pzo			Fundamentos
					+	=	-	
Dólar Oficial	7,2%	27,1%	0,0%	97,6%		=		Compromiso de dólar fijo hasta las elecciones
Inflación (índice CER)	7,0%	6,2%	8,8%	59,1%	+			Septiembre entre 12% y 13. ¿Octubre en 1 dígito?
Dólar CCL- Brecha	7,7%	41,3%	5,7%	144,5%	+			Tendencia alcista por menor capacidad de intervención
Tasa Badlar Privada	7,9%	8,8%	9,0%	86,3%		=		Baja probabilidad de aumento a pesar de mayor inflación

# Cartera Recomendada

- Dados los altos niveles de volatilidad de las últimas semanas, hemos aumentado el porcentaje de cartera que sugerimos mantener líquido.
- Seguimos viendo fuerte necesidad de tomar coberturas cambiarias, con costos de coberturas que lucen bajos en relación a los períodos recientes.
- Para el tramo de mayor duration buscamos la cobertura cambiaria que ofrece el Quinquela Infraestructura, con un 45% de activos Hard Dollar y con un 70% de riesgo privado.

Categoría	Instrumentos	Part %	Perfil de Cada Fondo				
			TIR	Duration	Cobertura		
					CER	DLK	HD
<b>TOTAL CARTERA RECOMENDADA MEGAQM</b>		<b>100%</b>	<b>n.c.</b>	<b>1,1</b>	<b>23%</b>	<b>40%</b>	<b>21%</b>
Liquidez (FCI Money Market)	Quinquela Pesos	10%	156%	0,02	0%	0%	0%
FCI T+1	Quinquela Ahorro	0%	217%	0,30	42%	7%	0%
FCI Dollar Linked	Megainver Cobertura	40%	2,7%	0,81	11%	64%	19%
FCI CER	Quinquela Total Return	20%	10,6%	0,31	88%	4%	0%
FCI Infraestructura	Quinquela Infraestructura	30%	200%	2,40	2%	46%	45%

# MEGAQM



FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN