

**MEGAQM**

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN

# Desafíos y Riesgos del Nuevo Escenario Nacional

7 de diciembre de 2023

**Inversiones  
impulsadas por expertos**



# Llegó al final un extenso calendario electoral

## Escenario Político

J. Milei preparando su equipo y programa económico.

Necesidad de ir logrando acuerdos, porque llega con minoría en ambas cámaras y necesidad de aprobar reformas estructurales.

## Reacción del Mercado

Reacción inicial del mercado positiva. El escenario no estaba puesto en precios.

¿Qué dicen los nuevos precios?

## Desafíos Económicos

Necesidad de corregir rápidamente desequilibrios en una agenda marcada de urgencias.

¿Cuáles son los primeros desafíos / riesgos y las opciones arriba de la mesa para solucionarlos?

# Escenario Político

## Armado del Equipo

- El foco estará puesto en entender 3 aspectos claves:
  - Los nombres elegidos y su capacidad técnica / Experiencia de gestión.
  - Los espacios políticos que se vean representados.
  - La consistencia e interacción entre las diferentes áreas de gobierno.

## Mayorías Legislativas

- Necesidad de construir consensos para lograr quorum y tratar / aprobar temas centrales de la gestión.
- ¿Cómo lograr el apoyo de los gobernadores en un escenario de ajuste fiscal?

## Primeros Desafíos:

- Ley Ómnibus con ejes económicos centrales (aranceles, impuestos, retenciones).
- Presupuesto 2024 con ajustes a nuevas metas.
- Nuevo acuerdo con el FMI.
- ¿Rescate de Leliqs y/o Dolarización?

# Reacción de Mercado

- El análisis previo al Ballotage hacia esperar impacto positivo en renta variable y en dollar link.
- En cambio, había dudas sobre la performance de la deuda CER.
- La Deuda Hard Dollar tenía drivers positivos a excepción del impacto de una dolarización, que aumentaba fuertemente el stock de pasivos a mercado en moneda extranjera y complicaba los flujos.
- Las cotizaciones actuales parecen descontar una unificación cambiaria, con mejoría del tipo de cambio real, pero sin dolarización ni redenominación de pasivos.

Reacciones positivas del mercado, en especial en renta variable y deuda Hard Dollar. Todos activos con miradas de largo plazo.

	RITMOS MENSUALES							Acumulado YTD	Desde Ballotage
	I-23	II-23	III-23	oct-23	nov-23	dic-23	YTD		
Tipo de Cambio Oficial	2,6%	4,1%	5,6%	6,5%	2,0%	2,1%	6,8%	105,2%	2,7%
Dólar Financiero (CCL)	-1,6%	9,5%	7,0%	-0,3%	8,0%	4,2%	9,8%	179,5%	7,6%
Inflación Minorista (CER)	3,8%	5,8%	6,2%	6,7%	7,8%	7,7%	7,9%	131,2%	5,2%
Badlar privada	3,2%	3,8%	5,0%	5,9%	7,7%	7,7%	8,0%	132,6%	6,6%
TM20 privada	3,1%	3,7%	4,8%	5,7%	7,5%	7,5%	7,7%	127,1%	6,4%
S&P Merval	2,9%	-0,9%	16,3%	7,8%	42,6%	40,3%	14,5%	342,6%	38,7%
ARG Bonos Badlar	3,2%	3,4%	2,8%	6,4%	0,9%	5,2%	8,5%	145,7%	4,6%
ARG Botes ARS	4,1%	-3,8%	-0,8%	-0,7%	15,1%	19,6%	7,0%	109,4%	26,2%
ARG Lecer ARS	4,5%	3,8%	7,1%	5,5%	9,2%	10,3%	9,1%	161,6%	14,9%
ARG Bonos CER	5,3%	-1,8%	10,6%	-0,6%	10,9%	16,1%	11,2%	220,0%	32,0%
ARG Bonos USD-L	0,9%	2,3%	8,8%	0,2%	32,4%	34,1%	11,8%	240,0%	29,8%
ARG Bonares USD	-2,9%	-1,0%	1,4%	6,5%	52,8%	45,0%	13,0%	284,5%	47,2%
ARG Globales USD	-1,9%	-1,0%	0,7%	10,8%	31,8%	31,7%	13,3%	293,1%	33,9%

Fuente: Elaboración propia sobre datos de 1816 Economía | Estrategia

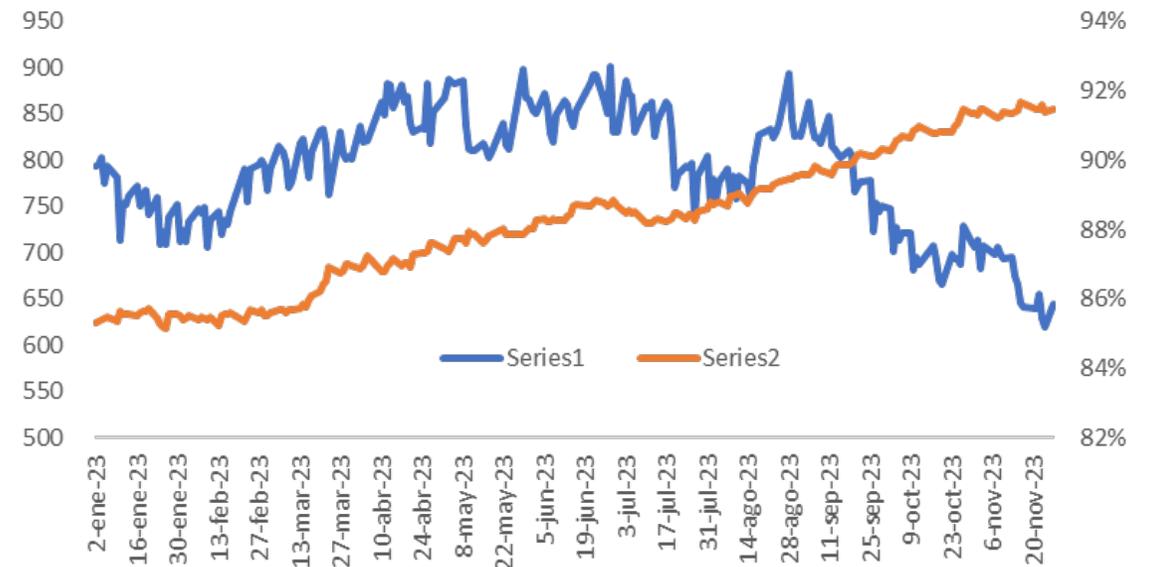
# ¿Qué hicieron los Inversores?

- Desde el Ballotage os inversores priorizaron el posicionamiento en Money Market y aumentaron el posicionamiento en fondos de cobertura cambiaria.
- La posición en DLK se armó mayoritariamente antes de las elecciones generales y todavía se mantiene con tendencia creciente
- Los comentarios sobre la búsqueda de un esquema que baje el stock de Leliqs ha generado un doble efecto. Por un lado, Inversores que pasan de Plazo Fijo a Cuentas Corrientes o Money Market.
- Por otro lado, los bancos han decidido achicar su balance, no tomando nuevos depósitos a plazo y pasando sus colocaciones en el BCRA al plazo más corto posible (Pases).

## EVOLUCIÓN DE FLUJOS NETOS

Datos en Arg\$ Mill	Stock AUM	Acum Año	30 días	Post Ballotage
<b>TOTAL INDUSTRIA FCI</b>	<b>21.638.877</b>	<b>3.801.052</b>	<b>344.997</b>	<b>853.046</b>
Money Market	11.026.101	2.500.628	-6.845	686.323
Fondos T+1	927.444	-297.312	-114.350	-51.873
Fondos CER	860.324	-86.366	35.405	30.617
Dollar Linked	2.730.963	1.151.961	375.909	191.150
Infraestructura	665.562	165.117	15.545	1.950
PyME	506.572	47.936	5.901	4.662
Resto	4.921.911	319.088	33.432	-9.782

## Cae la renovación de Depósitos a Plazo Fijo



# ¿Qué pasó con los rendimientos de la industria de FCI?

- La dinámica histórica deja siempre claro que las coberturas se toman con tiempo.
- Bajo ese enfoque, todos los posicionamientos en DLK y HD dieron sus frutos.
- Para entender las correcciones pendientes es necesario comprender bien los alcances de las medidas que pueda tomar el próximo gobierno.
- Mientras tanto los inversores siguen parados en busca de cobertura y han tenido su rédito.

## EVOLUCIÓN DE RENDIMIENTOS

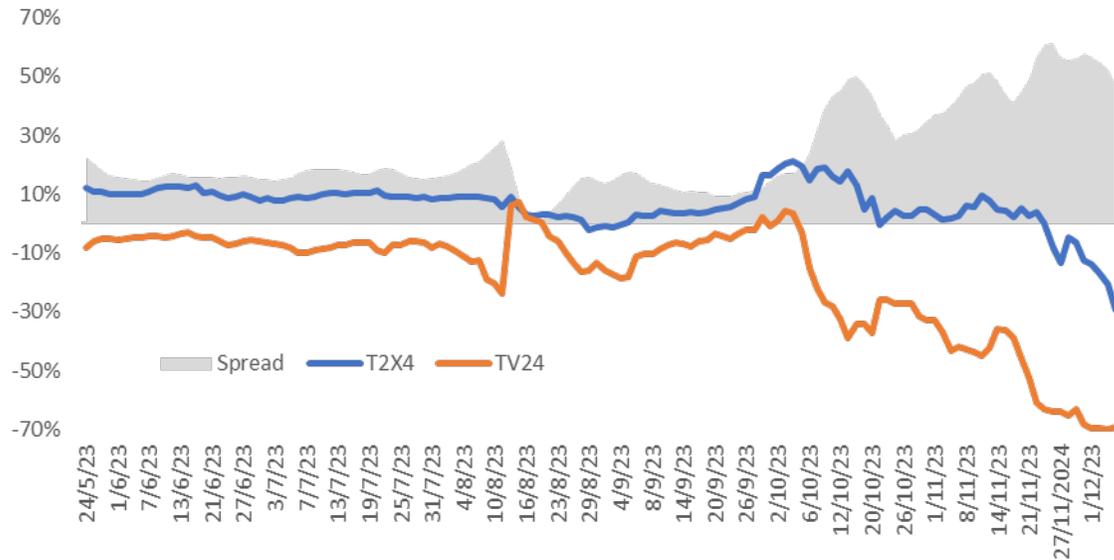
Datos en Arg\$ Mill	AUM en %	Acum Año	30 días	7 días
<b>TOTAL INDUSTRIA FCI</b>	<b>100%</b>	<b>132,5%</b>	<b>13,8%</b>	<b>4,8%</b>
Money Market	51,0%	105,6%	9,5%	1,9%
T+1	4,3%	134,6%	16,0%	6,7%
CER	4,0%	177,9%	25,8%	11,4%
DLK	12,6%	162,6%	18,0%	5,6%
INFRA	3,1%	176,7%	14,0%	9,1%
PyME	2,3%	116,1%	10,2%	3,5%
Resto	22,7%	163,4%	18,7%	9,1%

- ✓ Muy buena performance de los FCI de cobertura a la espera de los anuncios económicos.
- ✓ Fuerte recuperación de los FCI CER por compresión de curva.
- ✓ En el año sigue mostrándose fuerte la brecha entre CER > T+1 > Money Market. La apuesta por cobertura y duration ayudó.

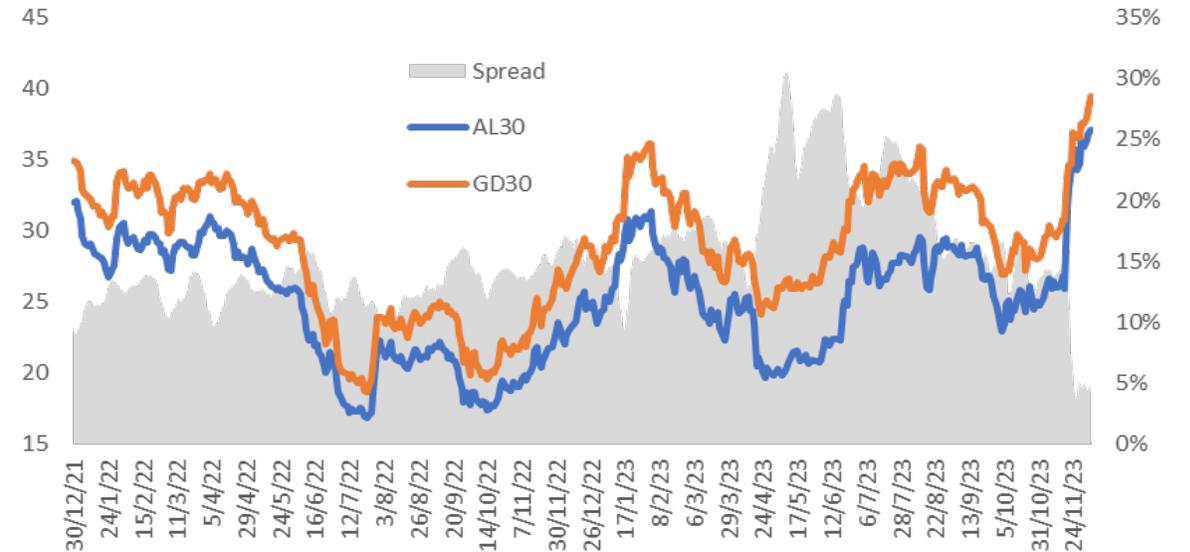
# ¿Qué escenario está en los Nuevos Precios?

- La deuda en pesos anticipa un salto del tipo de cambio real. Corregido por Duration es del 28% / 30%.
- La deuda en dólares aumentó su paridad y se acerca a los niveles que se alcanzan en ejercicios de extensión de plazos.

Compresión Récord en DLK y CER

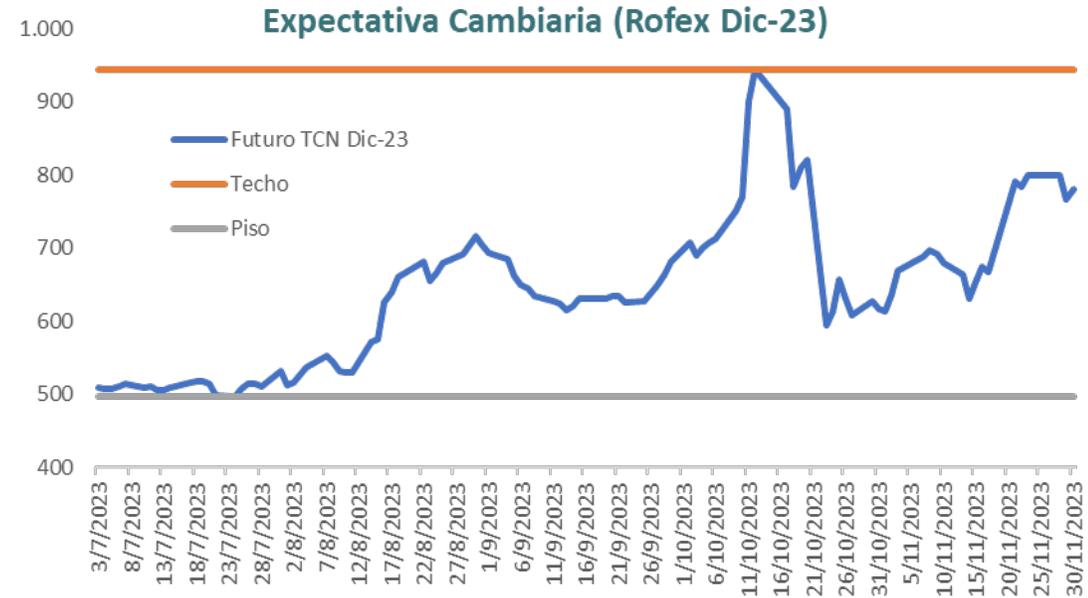


Bonares en Nivel Récord

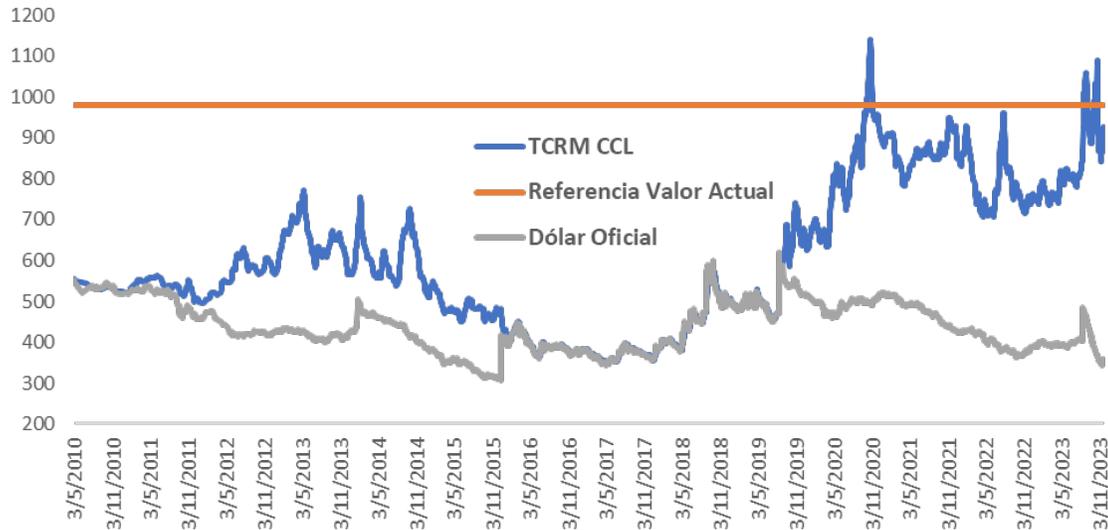


# Tipo de Cambio Real vs Nivel de Brecha

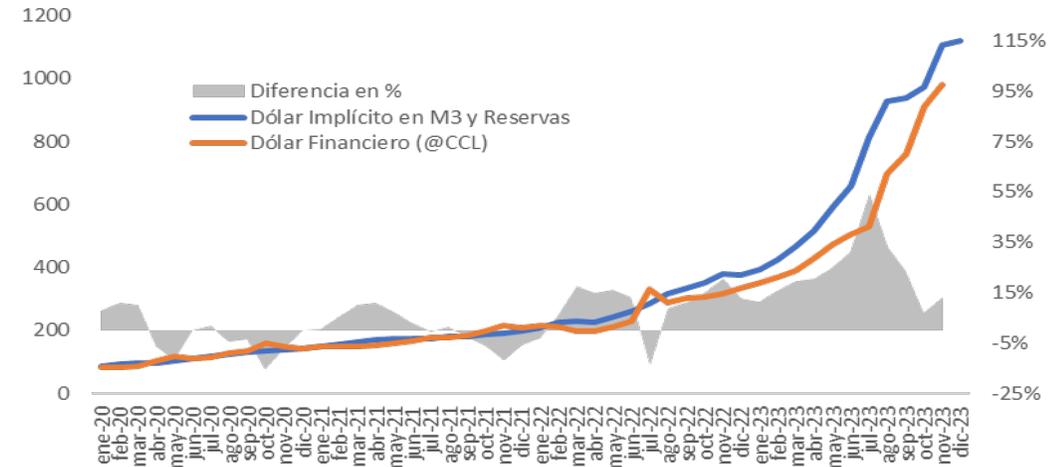
- El CCL se fue a la banda de \$850 / \$950. En cambio, los futuros se estabilizaron por debajo de \$800. ¿Expectativa de desdoblamiento o continuidad de brecha?
- El interés abierto suma USD 1.000 en Rofex, USD 115 millones en MAE y USD 5.200 millones en LEDIV-BCRA.
- ¿Qué tipo de cambio se necesita para lograr el equilibrio? ¿Se condicionan las fechas por estas posiciones?



Una Mirada sobre los Ciclos Recientes del Dólar Financiero



Dólar CCL y TC Implícito en M3



# Los lineamientos del Nuevo Gobierno

## Frente Fiscal

Es el eje de gestión y busca ser el ancla del nuevo escenario.

Están claros los objetivos, pero no las herramientas y el alcance global de las medidas.

## Frente Monetario

Foco en eliminación de Leliqs, aunque no hay definiciones sobre las herramientas.

Lo ven como paso necesario para resolver el problema CAMBIARIO.

## Frente Cambiario

No hay crédito para la dolarización ni marco para la unificación.

Punto de partida es la resolución de las Leliqs para poder liberar flujos y stocks. Lo ven por el lado de los pesos y no de los dólares.

# Desafíos Económicos: Una mirada estructural

## Falta de Dólares:

- El discurso parece enfocado a un diagnóstico vía Pesos y no vía Dólares. Implicancias.
- Ajuste inicial de tipo de cambio.

## Leliqs y Pases:

- ¿Por qué lo consideran el Punto de Partida para liberar el CEPO?
- ¿Qué implican hoy estos Pasivos remunerados?

## Desequilibrio de Precios Relativos:

- Lograr ordenar los incentivos económicos para que los precios funcionen como normal regulador y no se necesite controlar cantidades.

## Ajuste Fiscal:

- Única ancla de corto plazo y requiere tiempo para mostrar resultados.
- ¿Cuál es el margen real de ajuste?

## Programa Financiero \$:

- ¿Cómo encarar el roll over si se mantiene la promesa de dolarización?
- ¿Son sostenibles las paridades actuales?

## Programa Financiero USD:

- Aumentó el valor de los bonos. ¿Alcanza para el roll over?
- ¿Qué esperan los inversores?

# Desafíos Económicos

## Falta de Dólares

El punto de partida tiene reservas netas negativas y exceso de deuda comercial por más de USD 25.000 millones.

Si el objetivo es conseguir los dólares para que se corrijan esos desequilibrios, la solución puede tardar varios años.



## Leliqs y Pases

Por eso el enfoque luce más orientado a eliminar el exceso de pesos. Sólo los pesos pueden demandar dólares.

Si se encarecen los pesos las deudas comerciales se refinanciarán voluntariamente.

De ahí el enfoque de solucionar primero el exceso de pesos y luego la falta de dólares.

Valores Relativos	dic-15	dic-19	dic-23
<b>Pasivos Remunerados / Base Monetaria</b>	<b>50</b>	<b>70</b>	<b>400</b>
<b>Pasivos Remunerados / Depósitos</b>	<b>30</b>	<b>37</b>	<b>66</b>
<b>Pasivos Remunerados / PBI</b>	<b>5,8</b>	<b>5,0</b>	<b>11,2</b>

	Stock Actual			Ref Históricas 2004-2023 (% PBI)		
	Arg\$ Mill	Var % a/a	% PBI	Promedio	Máximo	Mínimo
<b>Efectivo</b>	5.260.619	74%	2,6%	5,6%	7,4%	2,5%
<b>Base Monetaria</b>	7.664.308	75%	3,8%	8,4%	10,6%	3,5%
<b>Medios de Pago (M2)</b>	24.115.010	132%	11,9%	14,1%	17,3%	9,6%
<b>Masa Monetaria (M3)</b>	41.337.994	110%	20,3%	22,3%	26,4%	16,2%
<b>Pasivos Remunerados</b>	24.236.769	163%	11,9%	6,2%	11,6%	2,3%
<b>Reservas Internacionales</b>	21.278	-44%	3,7%	9,9%	17,6%	4,0%

# Desafíos Económicos

## Desequilibrio de Precios Relativos

- Atraso relativo en servicios públicos, precios regulados y servicios.
- Solamente una parte de los bienes importados están al nivel del dólar CCL.
- Urgencia por cortar la indexación.

## Ajuste Fiscal

- Arreglar el problema de precios relativos implica ayudar a recomponer las cuentas fiscales. Subsidios sigue siendo un eje central de esos desvíos.
- De todas maneras, el desafío principal estará dado por el efecto de la movilidad jubilatoria.

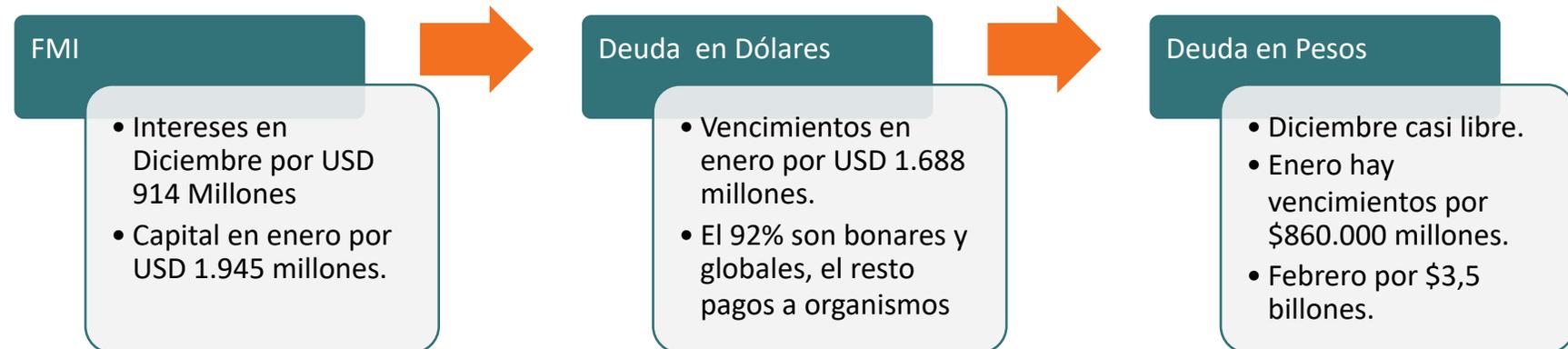
MES	DATO PROMEDIO MES			
	Indice	Var %	Arrastre	Neto
ago-23	176,5	12,3%	3,7%	8,3%
sep-23	198,6	12,5%	7,3%	4,8%
oct-23	215,5	8,5%	3,4%	5,0%
nov-23	240,4	11,5%	4,7%	6,5%

Datos en Arg\$ Millones	Año 2022	Año 2023		
	TOTAL	10 meses	2 Meses	TOTAL
Ingresos Totales Netos	14.854	24.207	7.890	32.097
Gasto Primario	16.809	27.170	10.090	37.260
<b>Resultado Primario Base</b>	<b>-1.955</b>	<b>-2.963</b>	<b>-2.200</b>	<b>-5.163</b>
PBI Nominal	82.436	155.716	257.030	181.045
En Pts del PBI Anual	-2,4%	-1,6%	-1,2%	-2,9%

# Desafíos Económicos: Las urgencias que marca el calendario

- Los inversores tienen que seguir tomando decisiones a la espera de que vayan apareciendo definiciones.
- El calendario marca varios puntos en los cuales los tiempos apremian.
- La clave pasa por entender el camino monetario / cambiario que es el que define las alternativas posibles para el resto de los temas por abordar.

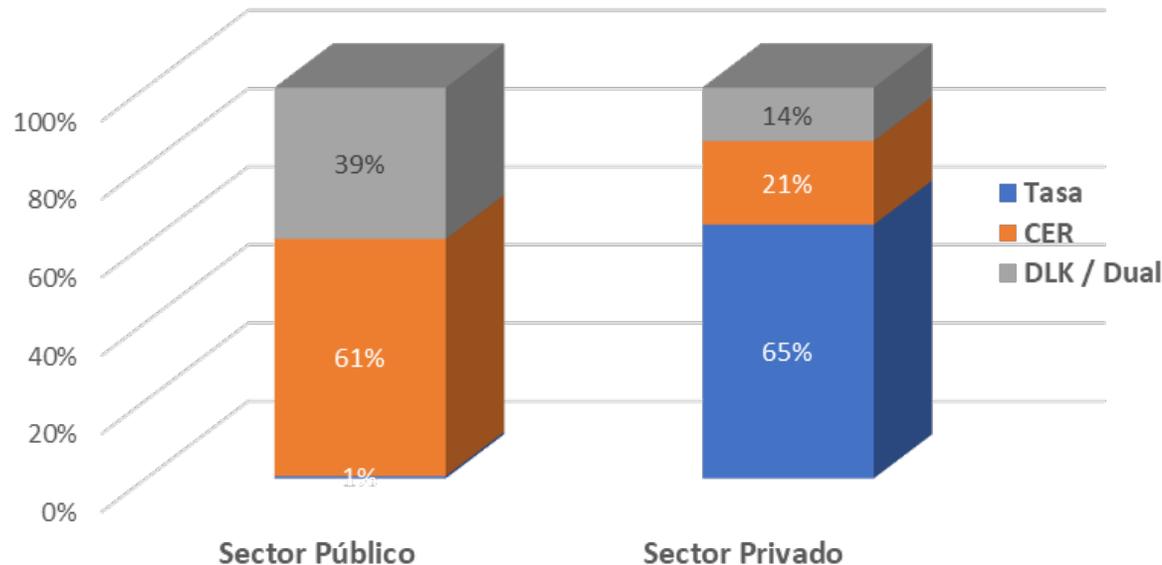
	nov-23	dic-23	ene-24	feb-24	mar-24	II-24	III-24	IV-24	TOTAL
<b>ORGANISMOS EN USD</b>	<b>199</b>	<b>1.194</b>	<b>2.394</b>	<b>849</b>	<b>767</b>	<b>3.465</b>	<b>2.616</b>	<b>1.493</b>	<b>12.977</b>
Interés	0	136	140	696	315	1.016	1.043	972	<b>4.318</b>
Capital	199	1.058	2.254	153	452	2.449	1.573	521	<b>8.658</b>
<b>MERCADO EN USD</b>			<b>1.546</b>				<b>2.782</b>		<b>4.328</b>
<b>DEUDA EN PESOS</b>									
@ Dólar Oficial	4.207	250	2.414	9.940	7.472	15.588	21.954	37.492	<b>99.317</b>
DLK + Dual en %	0%	0%	0%	82%	0%	50%	67%	32%	<b>43%</b>
CER en %	89%	98%	100%	16%	100%	44%	32%	66%	<b>55%</b>
Resto en %	11%	2%	0%	1%	0%	6%	1%	1%	<b>2%</b>
@ Dólar Financiero	1.717	102	985	4.056	3.049	6.361	8.958	15.298	<b>40.526</b>
<b>TOTAL TCN OFICIAL</b>	<b>4.406</b>	<b>1.444</b>	<b>6.354</b>	<b>10.789</b>	<b>8.240</b>	<b>19.054</b>	<b>27.352</b>	<b>38.984</b>	<b>116.622</b>
<b>TOTAL TCN @CCL</b>	<b>1.915</b>	<b>1.296</b>	<b>4.925</b>	<b>4.905</b>	<b>3.816</b>	<b>9.826</b>	<b>14.356</b>	<b>16.791</b>	<b>57.831</b>



# ¿Dónde están los pesos?

- Para levantar el Cepo se tiene que resolver la relación entre pesos que puedan potencialmente implicar demanda de divisas y stocks para atenderlos.
- Por eso el enfoque que busca J.M con el rescate de Leliqs. Pero el enfoque es más amplio, hay que entender cuáles son los pesos que pueden convertirse en demanda.
- De ese total de esos hay que restar lo intra sector público. Es clave analizar cómo cambia el mix de cláusulas de ajuste por tenedor de pesos.

Tenencias de Pesos por Cláusula de Ajuste



PASIVOS CONSOLIDADOS EN PESOS

Datos a Noviembre 2023 en Miles de Millones	STOCK DEUDA PESOS CONSOLIDADA			
	Arg\$ M	USD 3.500	USD CCL	En % PBI
<b>TOTAL BCRA</b>	<b>25.672</b>	<b>71,9</b>	<b>26,3</b>	<b>9,8%</b>
Pases	13.016	36,5	13,4	5,0%
Leliqs	10.828	30,3	11,1	4,1%
LEDIV	1.827	5,1	1,9	0,7%
<b>TOTAL TESORO</b>	<b>51.661</b>	<b>144,7</b>	<b>53,0</b>	<b>19,8%</b>
Tasa	888	2,5	0,9	0,3%
CER	30.992	86,8	31,8	11,9%
DLK	2.303	6,5	2,4	0,9%
DUAL	17.477	49,0	17,9	6,7%
<b>TOTAL DEUDA PESOS</b>	<b>77.332</b>	<b>216,6</b>	<b>79,3</b>	<b>29,6%</b>
Tenencias Intra S. Público	35.129	98,4	36,0	13,4%
Tenencias Sec Privado	42.203	118,2	43,3	16,1%

# ¿De dónde tienen que venir los Dólares?

- **Mejoran los flujos por:**
  - Mayor producción agrícola.
  - Expo de Oil And Gas.
  - Gradualmente resto de Exportaciones.
  - Menor demanda por importaciones.
  - Menor necesidad de energía.
- **Excedente de USD 10.000 Millones:**
  - No alcanza para corregir stocks.
  - El Tesoro necesita parte de esos dólares para pagar deuda (4.300 millones), aun considerando rollo de Organismos.
  - Se requiere mantener controles.

(+ = Compra / - = Venta)	2022	2023	2024	Diferencia
<b>EXPORTACIONES</b>	<b>90.510</b>	<b>61.264</b>	<b>81.600</b>	<b>20.336</b>
Cereales y Oleaginosas	44.175	22.112	36.000	13.888
Petróleo, Gas y Electricidad	9.020	8.523	10.050	1.527
Resto	37.315	30.630	35.550	4.920
<b>DEMANDA NETA</b>	<b>88.364</b>	<b>67.532</b>	<b>71.190</b>	<b>3.658</b>
<b>Importaciones</b>	<b>68.193</b>	<b>50.324</b>	<b>49.020</b>	<b>-1.304</b>
Petróleo, Gas y Electricidad	13.571	8.326	7.620	-706
Resto	54.621	41.998	41.400	-598
<b>Demanda Estructural</b>	<b>20.171</b>	<b>17.208</b>	<b>22.170</b>	<b>4.962</b>
Fletes y Seguros	4.584	1.497	4.080	2.583
Turismo	6.811	7.000	6.720	-280
Resto de Servicios	-1.889	-2.355	-2.130	225
Intereses y Dividendos	2.593	2.236	2.895	659
Préstamos Financieros	5.204	4.893	6.225	1.332
Atesoramiento Individuos	1.503	1.179	1.680	501
Resto de Operaciones	1.366	2.521	2.700	179

# Nueva Etapa: Dos opciones sobre la Mesa

## Plan Milei “Shock”

Resolución problemática de Leliqs.

Unificación cambiaria inicial con generación de overshooting.

Pocos controles residuales para evitar salida acelerada vía stocks atrasados.

## Plan Milei “Gradual”

Búsqueda de corrección de TCN hacia tipo de cambio de equilibrio.

Búsqueda de financiamiento para tener capacidad de intervención.

Desdoblamiento vía CCL / Imp PAIS para contención de brecha y generación de recursos fiscales.

# ¿Qué implica cada Alternativa?

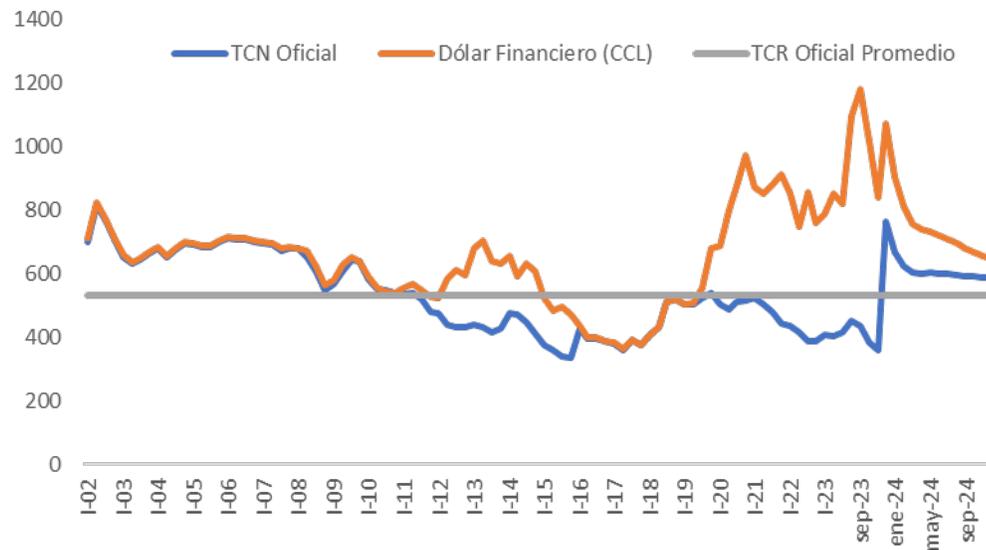
## • Escenario de Shock:

- Overshooting inicial y mejora del TCR.
- Busca ganar Reservas.
- Baja rápidamente la brecha.
- Licúa los pasivos del BCRA.
- Se complementa con tasas nominales más bajas, que son factibles por baja expectativa de devaluación hacia adelante.

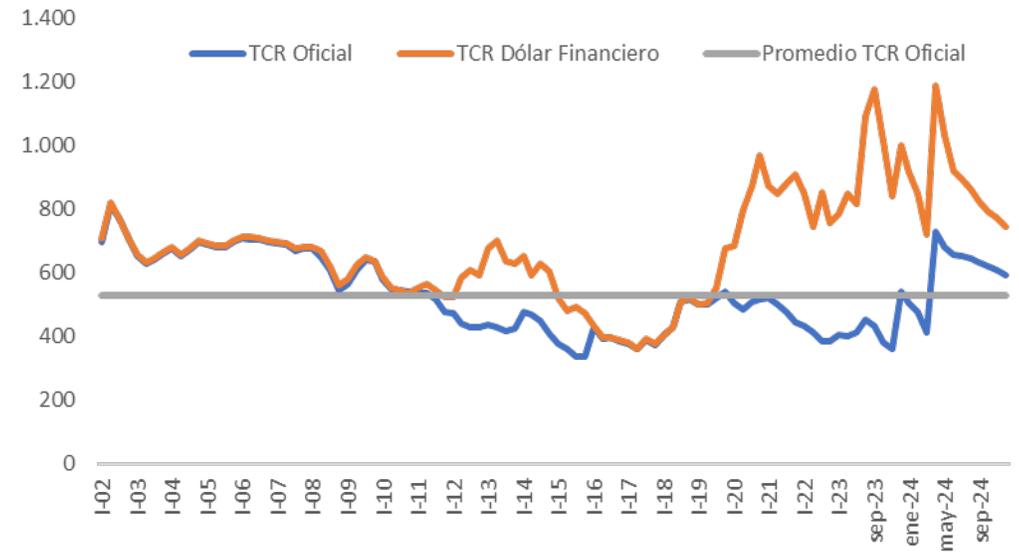
## • Escenario Gradual:

- Busca minimizar el costo social.
- Se podría complementar con Impuesto País y CCL.
- Queda esa herramienta para contener brecha.
- Se hace para minimizar el shock inicial a la espera de los dólares del agro. Son 4 meses y luego se podría completar la salida del CEPO.
- Aumenta el riesgo de Recurrencia (nuevos shocks)

**Escenario Política de SHOCK**



**Escenario Política GRADUAL**



# Estrategia de Asset Allocation

		jul-23	ago-23	sep-23	oct-23	nov-23	YTD	Estrategia Asignación			Estrat. Duration			Mes Anterior
								OW	N	UW	C	M	L	
<b>Disponibilidades</b>									N		X			N
BCRA	Badlar privada	7,9%	8,8%	9,0%	9,1%	10,3%	127,2%	OW			X			OW
	TM20 privada	7,7%	8,6%	8,8%	8,9%	10,0%	121,9%			UW	X			UW
TASA	Bonos Badlar	7,6%	9,1%	3,7%	13,9%	21,3%	155,8%			UW	X			UW
	BOTES	12,4%	-7,0%	8,3%	1,3%	21,0%	97,0%			UW	X			UW
	LEDES	5,4%	5,4%	5,5%	11,4%		20,3%			UW	X			UW
CER	LECER	2,7%	8,5%	6,4%	14,3%	10,4%	141,2%			UW		X		OW
	BONCER	11,0%	17,1%	-9,2%	22,1%	22,4%	178,8%	OW				X		N
DUAL	DUALES	8,9%	22,5%	-3,9%	16,5%	28,2%	86,8%	OW				X		OW
DLK	DOLLAR LINKED	10,6%	26,0%	-8,6%	12,8%	36,1%	222,9%		N			X		N
USD	BONARES USD	10,7%	41,9%	-10,1%	3,6%	31,5%	225,3%		N		X			N
	GLOBALES USD	12,9%	36,1%	-9,2%	4,0%	21,2%	222,3%		N		X			N

Cláusulas de ajuste: "Expectativas de Corto Plazo"	sep-23	oct-23	nov-23	YTD	Expec Corto Pzo			Fundamentos Post Elecciones
					+	=	-	
Dólar Oficial	0,0%	0,0%	2,9%	103,2%	+			Expectativa de ajuste post 10/12
Inflación (índice CER)	8,8%	11,5%	10,0%	127,0%	+			Aceleración inflacionaria a la espera de salto cambiario
Dólar CCL- Brecha	5,7%	4,2%	-4,7%	144,9%			-	Tendencia bajista por menor chance de dolarización
Tasa Badlar Privada	9,0%	9,1%	10,3%	127,2%		=		Tasas estables buscando atenuar efecto Leliqs / Pases

# Cartera Recomendada

- Si bien el escenario para el cual se viene recomendando cobertura cambiaria está muy próximo en tiempos, los instrumentos de cobertura cambiaria ya lo han incorporado en precio. Si el evento es el de una devaluación gradual con otros complementos, puede abrirse una ventana en donde los instrumentos CER tengan mayor potencial.
- De todas maneras, escenarios de convergencia cambiaria gradual tiene alto riesgo de recurrencia. Estos es repetición de shocks cambiarios hasta lograr el equilibrio.

Categoría	Instrumentos	Part %	Duration	Cobertura				
				CER	DLK	HD	Tasa	Rta Var
<b>TOTAL CARTERA RECOMENDADA MEGAQM</b>		<b>100%</b>	<b>0,6</b>	<b>37,0%</b>	<b>28,6%</b>	<b>11,0%</b>	<b>18,5%</b>	<b>4,8%</b>
Money Market	Quinquela Pesos	10%	0,0	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%	0,0%
FCI T+1	Quinquela Ahorro	5%	0,3	42,5%	7,1%	0,0%	50,4%	0,0%
FCI Dollar Linked	Megainver Cobertura	35%	0,8	11,2%	63,5%	18,5%	6,7%	0,0%
FCI CER	Quinquela Total Return	35%	0,3	87,8%	4,1%	0,0%	8,1%	0,0%
FCI Infraestructura	Quinquela Infraestructura	10%	2,4	2,5%	45,9%	45,4%	6,2%	0,0%
FCI Acciones	Quinquela Acciones	5%	n.c.	0,1%	0,3%	0,0%	4,6%	95,0%

# MEGAQM



FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN