

**MEGAQM**

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN

# Perspectivas Mensuales

4 de enero de 2024

**Inversiones  
impulsadas por expertos**



# Entendiendo las Nuevas Señales

## ¿Un Plan por Etapas?:

Si bien no se ha comunicado así, el Programa Económico pareciera estar encarado por etapas con objetivos bien diferenciados.

- Los objetivos de la **Primera Etapa** parecieran ser:
  - ✓ Corregir los desequilibrios de precios relativos,
  - ✓ Acomodar los incentivos del comercio exterior,
  - ✓ Eliminar los excesos de pesos que hacen imposible quitar los controles cambiarios.
  - ✓ Ganar tiempo para mostrar resultados en el frente fiscal.
  - ✓ Acumular reservas.
  - ✓ Acordar con el FMI.
- Una vez que se avance en esos objetivos posiblemente se den las condiciones para avanzar hacia la **Segunda Etapa**, donde cambiaría el foco para priorizar:
  - ✓ Cortar la inercia inflacionaria.
  - ✓ Eliminar los controles cambiarios.
  - ✓ Bajar la presión tributaria.
  - ✓ Recuperar el acceso al Financiamiento Externo vía Mercados.

# Primera Etapa: Frente Fiscal

- El primer objetivo es corregir el desequilibrio fiscal, incluyendo el pago de intereses.
- Los ajustes anunciados se enfocan en aumento de recursos (retenciones e impuesto país), y ajustes de gastos en partidas específicas.
- Por escala, el mayor ajuste es en subsidios, pero en términos relativos el mayor ajuste lo recibirían las provincias y los gastos de capital. Fuerte desafío lograr el nivel de ajuste propuesto.
- Los primeros meses del año deberían mostrar al menos superávit primario, porque la estacionalidad del gasto le juega a favor. En el primer trimestre solo se produce el 5,5% del déficit anual.
- La estrategia de financiamiento también luce enfocada en bajar el pago de intereses, con instrumentos a descuento o con cláusula CER.
- **Riesgo a Monitorear:** Impacto del nivel de actividad en la recaudación y por lo tanto en la capacidad de lograr el equilibrio.

	Inercia 2023 a 2024	Ajuste propuesto		Var % Real
		Var Pts	2024	
<b>INGRESOS TOTALES</b>	<b>16,9%</b>	<b>2,2%</b>	<b>19,1%</b>	<b>13,0%</b>
Tributarios	15,2%	1,7%	16,9%	11,2%
Rentas de la Propiedad	0,9%	0,0%	0,9%	0,0%
Resto de Ingresos	0,8%	0,5%	1,3%	62,4%
<b>GASTO PRIMARIO</b>	<b>19,9%</b>	<b>-3,0%</b>	<b>16,9%</b>	<b>-15,3%</b>
Salarios	2,7%	-0,3%	2,4%	-9,8%
Jubilaciones y Pens.	7,8%	-0,4%	7,4%	-5,1%
Resto Gasto Social	3,1%	-0,4%	2,7%	-12,9%
Subsidios	2,3%	-0,7%	1,6%	-29,9%
Provincias	0,7%	-0,5%	0,2%	-69,6%
Gastos de Capital	1,7%	-0,7%	1,0%	-39,5%
Resto de Gastos	1,7%	-0,2%	1,5%	-9,5%
<b>Resultado Primario</b>	<b>-3,0%</b>	<b>5,2%</b>	<b>2,2%</b>	
Intereses	2,2%	0,0%	2,2%	
<b>Resultado Financiero</b>	<b>-5,2%</b>	<b>5,2%</b>	<b>0,0%</b>	

% del Déficit Anual	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim
Déficit Primario 2021	1,3%	12,2%	30,1%	56,4%
Déficit Primario 2022	6,4%	17,9%	31,5%	44,2%
Déficit Primario 2023	8,9%	19,8%	31,2%	40,1%
<b>Promedio 3 Años</b>	<b>5,5%</b>	<b>16,6%</b>	<b>31,0%</b>	<b>46,9%</b>

# Primera Etapa: Precios Relativos

- **¿Qué implica corregir Precios relativos?**
  - En una economía con fuertes cambios nominales se producen desacoples entre distintos precios.
  - Los bienes transables ajustan rápidamente y los servicios tienen una velocidad de corrección mucho más lenta, en general vinculada a los salarios.
  - En los dos últimos años se encarecieron relativamente el dólar financiero, la energía
- El primer paso para lograr corregir es eliminar los factores que generaban los desequilibrios (precios regulados y acceso al dólar oficial).
- **Riesgo a Monitorear:** En esta primera etapa es poco probable que se logre corregir el atraso del salario real.

MONITOREANDO PRECIOS RELATIVOS

Var % Mensual	I-23	II-23	III-23	oct-23	nov-23	dic-23	Acum desde Dic-21	
							Var %	Desvío vs IPC#
<b>Precios Minoristas</b>	<b>6,8%</b>	<b>7,4%</b>	<b>10,5%</b>	<b>8,3%</b>	<b>12,8%</b>		<b>512,7%</b>	<b>0,0%</b>
Bienes	6,7%	7,3%	11,0%	8,5%	13,8%		534,9%	-4,1%
Servicios	6,9%	7,5%	8,9%	7,8%	10,2%		457,0%	12,2%
Precios Regulados	6,8%	7,0%	7,8%	6,6%	10,1%		423,6%	21,0%
<b>Precios Mayoristas</b>	<b>6,2%</b>	<b>7,2%</b>	<b>11,5%</b>	<b>7,6%</b>	<b>11,1%</b>		<b>504,0%</b>	<b>1,7%</b>
IPIM Nacionales	6,0%	7,0%	11,3%	7,4%	11,1%		493,6%	3,9%
Manufacturados	5,8%	7,1%	11,4%	7,3%	12,2%		504,8%	1,6%
Energía	6,6%	11,5%	4,0%	0,5%	10,2%		425,0%	20,6%
IPIM Importados	8,2%	9,1%	13,9%	9,3%	10,9%		624,4%	-17,9%
Tipo de Cambio	5,5%	7,0%	12,1%	0,0%	1,1%	81,4%	652,4%	-21,4%
Dólar Financiero	5,3%	8,9%	14,6%	20,2%	-4,0%	8,8%	444,2%	15,4%
Salarios	7,3%	8,0%	7,6%	11,7%	11,7%		469,1%	9,3%

# Mide el aumento / disminución de precios necesario para igualar a la evolución del IPC

Si bien todavía no hay datos de diciembre 2023, se perciben fuertes atrasos en precios regulados, en servicios y esencialmente en salarios.

## Primera Etapa: Frente Monetario

- El BCRA y el Tesoro encararon una estrategia conjunta de desarme de Leliqs para poder liberar luego controles cambiarios.
- Pusieron eje en 3 objetivos: Achicar el stock de pesos, licuar vía tasa real negativa y resolver deuda importadores.
- Entre los 3 puntos cuantificados se pueden reabsorber hasta 7,5 puntos del PBI y hacer desaparecer casi por completo los Pasivos Remunerados.

### Licucción

En 3 meses de tasas actuales e inflación entre 20% y 30% los Pasivos remunerados caen por 3,6 puntos del PBI.

### Bopreal

Con USD 5.000 millones de suscripción se retiran del mercado el equivalente a 1,5 puntos del PBI de Pasivos remunerados

### Tesoro

El Tesoro con sus licitaciones capta pesos de Leliqs y recompra deuda en pesos con BCRA. Ya sacó 0,6 puntos del PBI, pero podría sacar 1,8 puntos adicionales.

# Primera Etapa: Alcances e Implicancias del BOPREAL

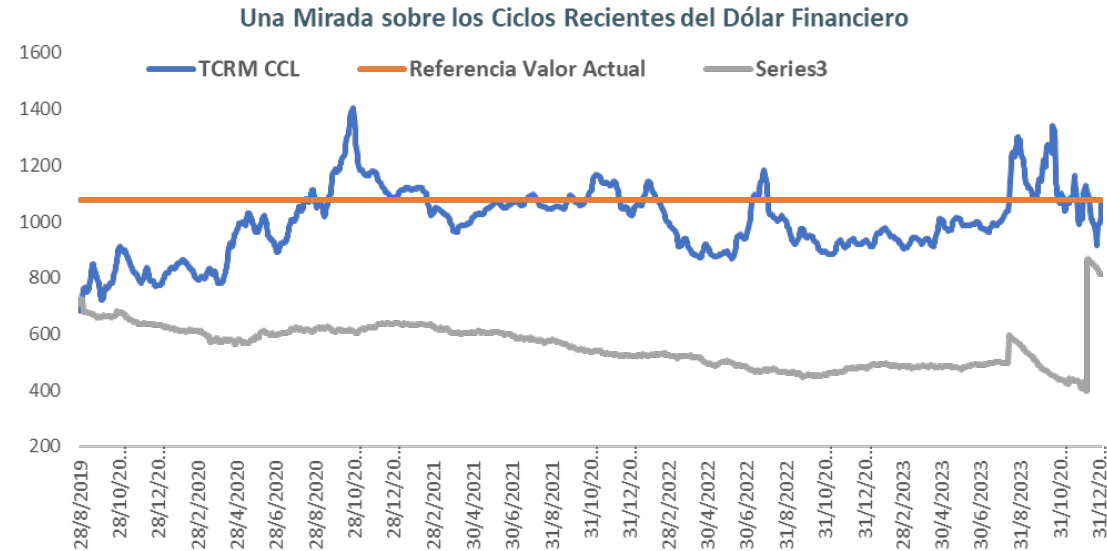
- Hasta el 10/12 el esquema de incentivos vía precios promovía fuertemente las importaciones que ingresaban a tipo de cambio oficial más impuesto país y se ganaban la brecha. Para los exportadores, el desincentivo era muy grande, perdían la brecha y pagaban retenciones.
- Como esto generaba desequilibrios, se reguló vía controles de cantidades: Trabas a importaciones y financiamiento forzado.
- A junio 2023 eran USD 20.000 millones. A fin de año se estima un financiamiento cercano a USD 27.500 millones.
- Fuerte impacto Monetario: Se reabsorberán \$1 Billón por cada USD1.245 millones que se suscriban de Bopreales. El primer llamado fue por USD 750 millones, pero solamente se captaron USD 68 millones.
- El Programa será exitoso si logra:
  - Al menos captar USD 5.000 millones.
  - Si reordena el pago de los pasivos restantes.

Datos en Millones de USD	jun-19	jun-20	jun-21	jun-22	jun-23	Var 2019-2023	
						USD M	En %
<b>TOTAL GENERAL</b>	<b>27.906</b>	<b>28.486</b>	<b>29.783</b>	<b>37.907</b>	<b>47.864</b>	<b>19.957</b>	<b>72%</b>
Industria Manufacturera	11.754	11.620	12.613	16.570	22.496	10.742	91%
Sector comercio	6.472	6.076	6.445	8.252	10.552	4.080	63%
Información y Comunicaciones	2.605	3.231	3.008	3.788	4.346	1.741	67%
Minas y canteras	2.983	3.284	2.926	2.925	3.182	199	7%
Empresas de Servicios	1.613	1.865	1.765	2.730	2.654	1.041	65%
Servicios Públicos	1.213	1.355	1.204	1.701	1.521	308	25%
Seguros	363	344	380	366	688	325	90%
Sector Agricultura y Ganadería	360	410	408	507	562	202	56%
Resto de Sectores	544	302	1.034	1.067	1.863	1.319	242%

Magnitud Suscripciones de BOPREAL	Absorción \$ En MM	Impacto sobre			
		Base Monetaria	Medios de Pago	Masa Monetaria	Pasivos Remunera
USD 1.000 M	803	8,9%	2,6%	1,8%	2,9%
UD 2.500 M	2.008	22%	7%	5%	7%
<b>USD 5.000 M</b>	<b>4.015</b>	<b>44%</b>	<b>13%</b>	<b>9%</b>	<b>15%</b>
USD 7.500 M	6.023	67%	20%	14%	22%
USD 10.000 M	8.030	89%	26%	18%	29%
USD 15.000 M	12.045	133%	39%	27%	44%
USD 20.000 M	16.060	178%	52%	36%	59%

# Primera Etapa: Frente Cambiario

- El ajuste del TCN de diciembre logró llevar el nivel de TCR a valores 50% mayores a los promedios de las dos últimas décadas. Ese nivel resulta muy cercano al overshooting de 2002.
- Adicionalmente se buscaron mecanismos para encarecer aún más las importaciones y fomentar las exportaciones con el dólar blend (80% oficial + 20% CCL).
- El problema es el ritmo de Inflación y la manera en que deteriora rápidamente si no se logra desindexar la economía.
- A los ritmos actuales, en 4 meses se perdería toda la ganancia de tipo de cambio real.
- **Riesgo a Monitorear:** Nivel del tipo de cambio real y expectativa de devaluación.



	30-nov-23	29-dic-23	31-ene-24	29-feb-24	31-mar-24	30-abr-24	Abr/Nov
Tipo de Cambio Oficial	360,5	808,5	826,3	842,3	859,7	876,9	143,2%
<b>Tipo de Cambio Real</b>	<b>360,5</b>	<b>632,7</b>	<b>496,8</b>	<b>431,2</b>	<b>388,4</b>	<b>360,6</b>	<b>0,0%</b>
Devaluación	2,0%	124%	2,2%	1,9%	2,1%	2,0%	143,2%
Inflación Local	12,7%	28,2%	30,6%	17,8%	13,7%	10,2%	147,2%
Inflación Internacional	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	1,6%

Datos en \$/USD de Hoy	TCN Oficial		Dólar Financiero CCL	
	Arg\$	Vs Prom TCN	Arg\$	Vs Prom TCN
Promedio 2002-2023	531	0%	640	21%
Overshooting 2002	848	60%	854	61%
Liberación 2016	425	-20%	431	-19%
Equilibrio 2003-2007	680	28%	684	29%
Nivel Pre Ajuste (nov-23)	360	-32%	875	65%
<b>Nivel Actual</b>	<b>810</b>	<b>53%</b>	<b>1070</b>	<b>102%</b>
<b>Importadores</b>	<b>952</b>	<b>79%</b>		
<b>Exportadores</b>	<b>715</b>	<b>35%</b>		

# Primera Etapa: Presiones Inflacionarias

- El nuevo programa económico se inició con un salto del tipo de cambio y un efecto traslado a precios alto para los primeros meses.
- Expectativas inflacionarias que recién bajarían hacia el segundo trimestre del año.
- En términos generales, el efecto fue positivo, porque logró bajar la brecha cambiaria y la expectativa de devaluación futura.
- El factor que suma incertidumbre es el bajo ritmo de crawling peg.
- **Riesgo a Monitorear:** Caída del salario real y su impacto sobre nivel de actividad.

## COMPARATIVO VS AGOSTO 2023

	Salto del 14/08			Salto del 13/12	
	11-ago	31-ago	sep-23	7-dic	3-ene
TCN Promedio	282	350	350	365	811
TC @CCL	586	751	760	992	1.070
Brecha CCL/TCN	108%	115%	117%	172%	32%
Futuro TCN Dic-23 / Mar-23	531	675	639	1036	1025
Deva Mensual	14,2%	16,7%	18,8%	31,3%	8,3%
Tasa Badlar	7,8%	9,5%	9,5%	10,8%	9,2%
TCRM	100,0	112,8	98,2	87,1	146,9

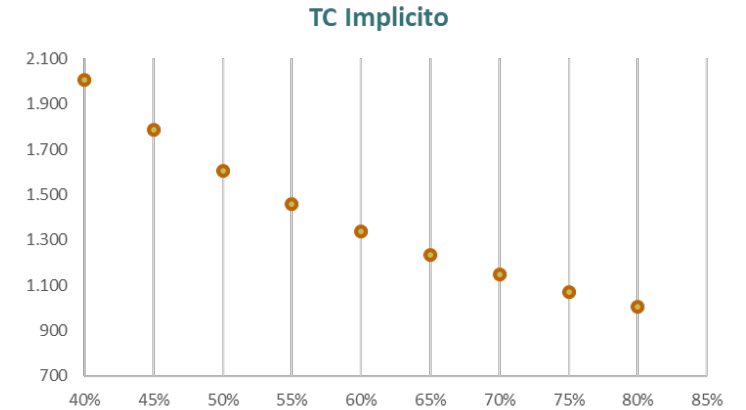
Var %	oct-23	nov-23	dic-23	ene-24	feb-24	mar-24
<b>Inflación</b>	<b>8,3%</b>	<b>12,8%</b>	<b>28,2%</b>	<b>30,6%</b>	<b>17,8%</b>	<b>13,7%</b>
Arrastre	3,3%	4,7%	10,2%	14,2%	9,3%	6,2%
Neto	5,0%	8,1%	18,0%	16,4%	8,5%	7,5%



# ¿Cuándo conviene suscribir el BOPREAL?

Los diferentes ejercicios de valuación lo ubican en un rango de USD 45 a USD 65 por cada USD 100 suscriptos.

	Monto	Moneda
Monto Suscripto	1.000.000	USD
Pesos Pagados	803.000.000	Arg\$
Precio Mercado	55	USD
Dólares Recibidos	550.000	USD
Tipo de Cambio Pagado	1.460	Arg\$



## Serie 1 (Oct-27):

- Amortiza en 2 cuotas (Abr27-Oct27). Cupón anual de 5%.
- Tiene mercado secundario y es transferible.
- Apto para pagar impuestos a AFIP a valor técnico.
- Hasta 31-01-24 sin Imp. País.
- Libera pagos de impo por 5% de suscripción si se ingresa antes del 31-12 con 50% de deuda comercial.
- Rescate anticipado desde Abr25 (20% del capital), desde Abr26 (20%), desde Abr27 (30%) y al vencimiento (30%).

## Serie 2 (Jun-25):

- Amortiza en 12 cuotas mensuales desde Jul24.
- No paga intereses.
- Es transferible pero no tiene mercado secundario.
- No se puede utilizar para pago de impuestos.

## Serie 3 (May-26):

- Amortiza en 3 cuotas (Nov25-Feb26-May26). Cupón anual de 3%.
- Tiene mercado secundario y es transferible.
- No se puede usar para pagar impuestos.

# Relación entre las principales variables: ¿Se puede mantener?

Inflación = Andarivel  
20% a 30%

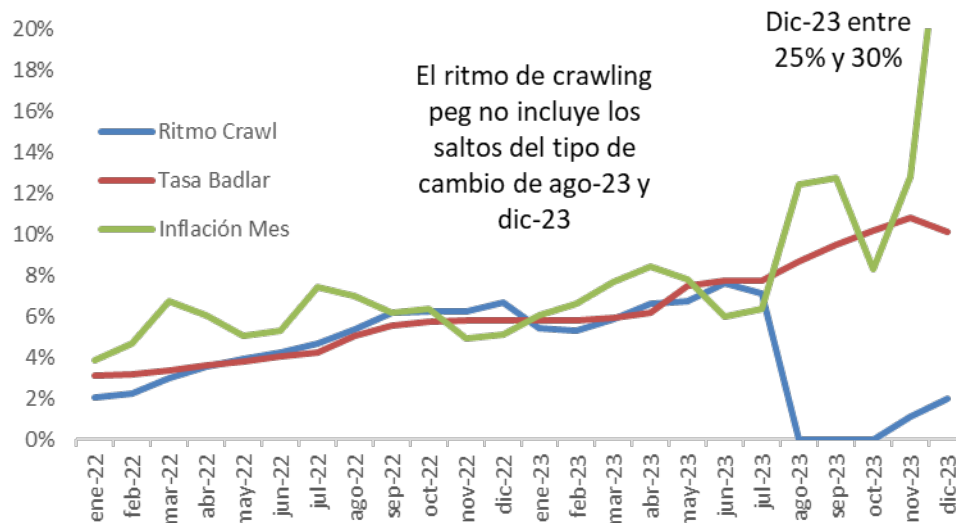


Tasa de Interés = 9,2%  
mensual (Badlar)



Ritmo Devaluación =  
2% mensual

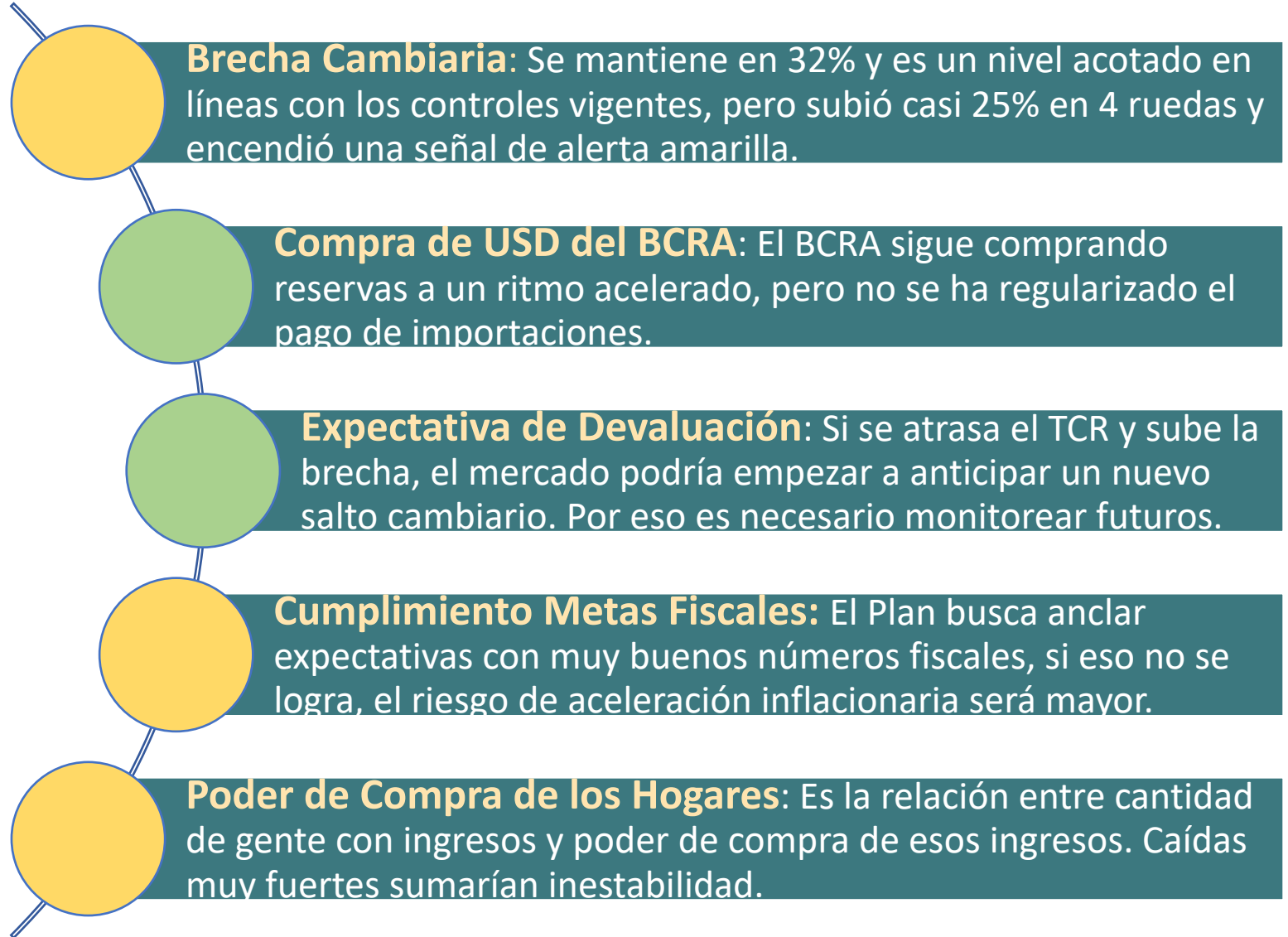
**Equilibrio Inflación, devaluación y tasas de interés**



- Los ritmos propuestos solamente son sostenibles con controles cambiarios.
- Implica una fuerte licuación de los pasivos en pesos que tendría por objetivo corregir desequilibrios monetarios.
- También incluye un ritmo de crawling peg muy bajo que busca anticipar liquidación de exportadores y postergar pago de importaciones.
- El problema es la pérdida de tipo de cambio real, que se vuelve exponencial.

# Primera Etapa: Tablero de Control

- En las próximas semanas estaremos muy atentos a cómo se van acomodando las diferentes variables.
- Estaremos poniendo el foco en 5 indicadores que serán claves para entender las posibilidades de transitar esta etapa de sinceramiento de la mejor manera y poder pasar rápidamente a una segunda etapa de estabilización.



Tasas Futuro Rofex	Tasa Forward			
	I-24	II-24	III-24	Acum
Datos al 11-12-23	32%	27%	20%	101%
Datos al 27-12-23	23%	30%	20%	92%
Datos al 4-01-24	29%	32%	24%	110%

# ¿Qué están haciendo los inversores?

- La economía se preparó durante 11 meses para el salto del tipo de cambio del 13 de diciembre.
- Los inversores llegaron dolarizados y con estrategias de inversión enfocadas en el corto plazo para minimizar volatilidades.
- Luego de ese salto se inició un proceso de reacomodamiento de posiciones y posiblemente se haya iniciado un proceso de preparación de la liquidez necesaria para la suscripción de Bopreal.
- Los principales asset class anticiparon el ajuste inflacionario y ya lo tienen incorporado en precios.
- Hoy los inversores están buscando alternativas para preservar el valor de sus pesos. Por eso entendemos que en función de ellos riesgos identificados, seguiremos viendo posicionamiento en busca de Cobertura inflacionaria y cambiaria.

## EVOLUCIÓN DE FLUJOS NETOS

Datos en Arg\$ Mill	Stock AUM	Acum Año	MTD	Post Deval.
<b>TOTAL INDUSTRIA FCI</b>	<b>26.614.856</b>	<b>5.959.667</b>	<b>2.241.608</b>	<b>2.700.467</b>
Money Market	13.874.934	4.647.805	2.100.157	2.886.331
Fondos T+1	1.360.386	-30.809	269.736	260.649
Fondos CER	1.452.926	192.169	307.746	243.247
Dollar Linked	2.822.835	597.659	-435.154	-679.529
Infraestructura	724.174	142.762	-22.045	-24.547
PyME	675.976	80.301	31.247	28.966
Resto	5.703.625	329.781	-10.079	-14.649

### Fondos Money Market (7,5% mensual):

- Bajó el rendimiento por menores tasas del BCRA y desarme de Leliqs.

### Fondos T+1 (8,5% mensual):

- Buscan diferenciarse con letras cortas del tesoro, que paga un poco más que el BCRA. Tienen potencial ante eventuales recortes adicionales de tasas.

### Fondos CER (Inflación mensual – 4%):

- La TIR se ubica en inflación -38%, porque ya anticiparon la rentabilidad. Igual el tramo largo luce ganador versus tasa.

### Fondos Dollar Linked (Devaluación Mensual + 0,3%):

- Recobraron atractivo en las últimas ruedas. Hoy rinden devaluación anual +4%. Si se mantiene el crawl en 2% irá aumentando la expectativa de nuevo salto.

# Cartera Recomendada

- Las últimas semanas han reflejado movimientos fuertes en los principales activos. Las expectativas inflacionarias de los próximos meses están incorporadas en los precios, eso hace que sea complejo a esta altura encontrar opciones que cubran a los flujos de nuevos pesos de ese proceso de licuación.
- El contexto de tasas reales negativas e inclusive de bajas nominales de tasas han llevado a potenciar a los fondos de Cash Management T+1 por sobre los Money Market.
- Para el resto de la cartera seguimos viendo necesidad de tomar coberturas, a pesar de ingresar en valores altos en el segmento CER y de haber corregido la curva DLK.
- En todos los casos no se ingresa por el devengamiento sino por los potenciales desvíos que se pueden producir en escenarios de stress.

Categoría	Instrumentos	Part %	Cobertura					
			Duration	CER	DLK	HD	Tasa	Rta Var
<b>TOTAL CARTERA RECOMENDADA MEGAQM</b>		<b>100%</b>	<b>0,7</b>	<b>40,3%</b>	<b>25,3%</b>	<b>11,4%</b>	<b>18,2%</b>	<b>4,8%</b>
Money Market	Quinquela Pesos	5%	0,0	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%	0,0%
FCI T+1	Quinquela Ahorro	15%	0,3	42,5%	7,1%	0,0%	50,4%	0,0%
FCI Dollar Linked	Megainver Cobertura	25%	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	15%	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

