

**MEGAQM**

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN

# Perspectivas Mensuales

1 de Febrero de 2024

**Inversiones  
impulsadas por expertos**



# Un Plan por Etapas: Estado de Situación

## Etapa I: Sinceramiento

Corregir los desequilibrios de precios relativos.

**INICIADO.**

Acomodar los incentivos del comercio exterior y acumular reservas.

**BAJO STRESS.**

Eliminar los excesos de pesos que hacen imposible quitar los controles cambiarios.

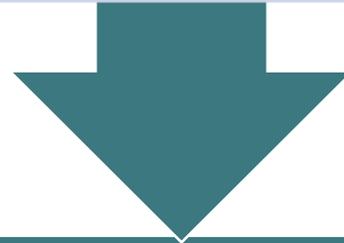
**INICIADO.**

Ganar tiempo para mostrar resultados en el frente fiscal.

**EN PROCESO.**

Lograr acuerdo técnico con el FMI para postergar vencimientos.

**REALIZADO**



## Etapa II: Estabilización

Cortar la inercia inflacionaria.

Eliminar los controles cambiarios.

Bajar la presión tributaria.

Recuperar el acceso al Financiamiento Externo vía Mercados.

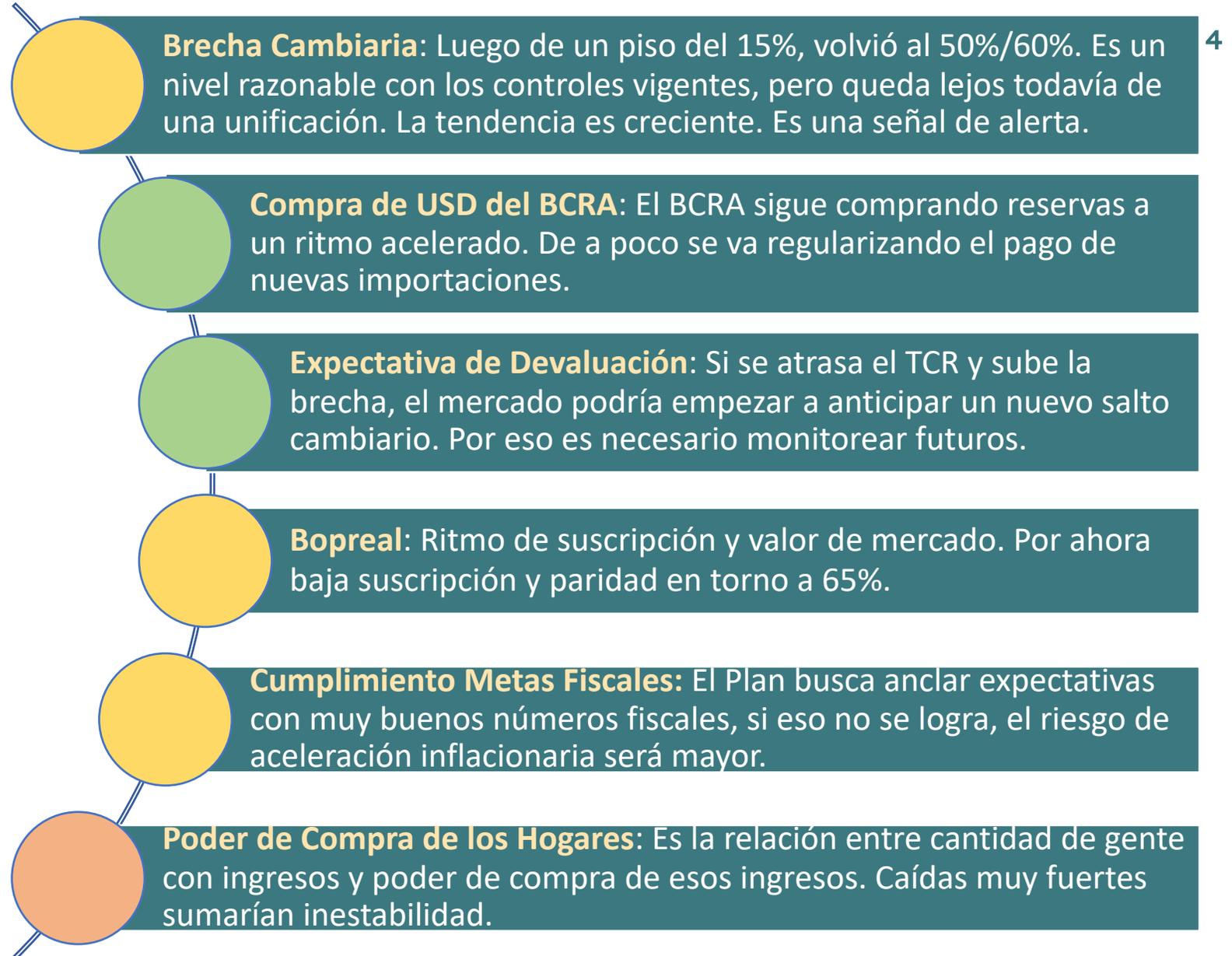
# Etapa I: Semáforo de Riesgos

- El semáforo de indicadores clave muestra todavía numerosas señales de alerta.
- Las más preocupantes vienen dadas por la caída del salario real.
- De corto plazo el foco está puesto en las más coyunturales, específicamente sobre el ritmo de atraso del tipo de cambio real.
- Estos indicadores son los que explican los motivos por los cuales los inversores siguen convalidando niveles muy altos de TCR en el Dólar Financiero.

Promedio enero		nov-23	dic-23	ene-24	Semáforo
<b>Tipo de Cambio Real</b>	TCN Oficial	556	846	823	2
	Dif vs Prom	-40%	-9%	-11%	3
	Dólar CCL	1.376	1.277	1.293	3
<b>Brecha Cambiaria</b>	En %	148%	51%	57%	3
<b>Inflación Minorista</b>	Var % mes	12,8%	25,5%	23,8%	4
<b>Compras diarias del BCRA</b>	Mes	19	110	158	1
	5 días	-14	260	182	1
<b>Reservas Netas BCRA</b>	USD M	-10.447	-8.778	-8.129	4
<b>Expectativa de Devaluación (Rofex)</b>	mar-24	11,5%	7,3%	5,8%	2
	jun-24	7,7%	9,1%	10,8%	3
<b>Riesgo País</b>	Pts	2.327	1.893	1.963	3
<b>Agregados Monetarios y Pasivos BCRA</b>	Circ	1,9%	1,8%	1,7%	4
	M2	8,9%	8,7%	9,0%	3
	M3	15,2%	13,6%	13,4%	4
	Pas Rem	9,0%	8,4%	7,7%	3
<b>Metas Fiscales (n-1)</b>	Recursos	21,4	20,4	21,4	1
	Rtdo Prim	-2,3%	-2,1%	-2,7%	4
<b>Poder de Compra de los Hogares</b>	Valor	16.893	15.924	14.338	3
	Var % a/a	-3,1%	-9,6%	-19,4%	4

## Etapa I: Tablero de Control

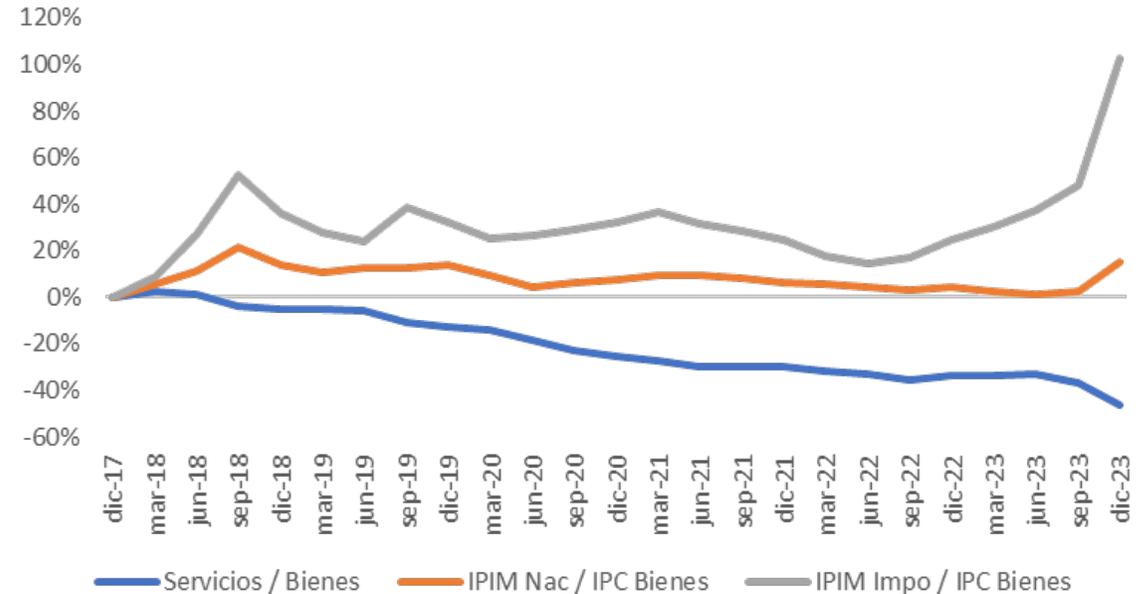
- En las próximas semanas estaremos muy atentos a cómo se van acomodando las diferentes variables.
- El foco recae en 6 ejes económicos y en los avances políticos que se vayan logrando en el Congreso Nacional (DNU + Ley Ómnibus).
- El objetivo es entender cuando se dan las condiciones para pasar de la etapa I a la II y cuáles son los principales desafíos por delante.
- Por lo pronto, la caída del poder adquisitivo puede tener un muy alto costo en términos de nivel de actividad y su consecuente impacto



# Etapa I: Sinceramiento de Precios relativos

- La devaluación de diciembre sirvió para sincerar una parte del tipo de cambio, pero agudizó el desequilibrio de precios relativos, que tiene todavía un largo recorrido por delante para volver a los puntos de equilibrio.
- Si tomamos como referencia dic-17, previo a los saltos cambiarios de 2018, los servicios tienen que recomponer todavía 47 puntos de inflación versus los bienes.
- Los precios mayoristas se han escapado de los bienes dentro del IPC. Eso implica que hay un rezago o pérdida de margen de 15% para los productos nacionales y del 100% para los productos importados.
- Son todos factores que justifican las expectativas de niveles de inflación hacia adelante que tendrán muchas dificultades para bajar.

**Corrección de Precios Relativos Sigue Pendiente**



Var %	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Acum
<b>IPC General</b>	<b>48%</b>	<b>54%</b>	<b>36%</b>	<b>51%</b>	<b>95%</b>	<b>211%</b>	<b>2731%</b>
Servicios	43%	46%	22%	44%	87%	165%	1719%
Bienes	51%	58%	43%	54%	98%	229%	3308%
<b>IPIM General</b>	<b>73%</b>	<b>58%</b>	<b>35%</b>	<b>51%</b>	<b>95%</b>	<b>276%</b>	<b>4030%</b>
Nacionales	71%	59%	35%	52%	94%	263%	3825%
Importados	105%	54%	43%	45%	99%	433%	6797%
<b>TCN Oficial</b>	<b>114%</b>	<b>58%</b>	<b>38%</b>	<b>23%</b>	<b>70%</b>	<b>364%</b>	<b>4431%</b>
<b>TC Financiero CCL</b>	<b>115%</b>	<b>97%</b>	<b>91%</b>	<b>46%</b>	<b>61%</b>	<b>212%</b>	<b>5791%</b>

# Etapa I: Por ahora inflación menor a la esperada.

- Los datos de alta frecuencia, enfocados principalmente sobre bienes dan señales claras de desaceleración.
- Independientemente de ello, enero tiene 3 componentes que juegan a favor de la repetición de una cifra alta:
  - Inercia de Diciembre: Aporta 11,5 puntos.
  - Ajuste de Servicios: Precios que por frecuencia de facturación no llegaron a ajustarse en diciembre y trasladaron el aumento a febrero.
  - Componente Estacional: Que en diciembre jugó a favor y en enero se revierte. La estadística histórica muestra una relación de 1,8 : 1,0 entre ambos meses que recién se revierte en febrero.
- A favor de una cifra más baja en enero aparece la fuerte caída del poder adquisitivo de los hogares y la postergación de varios ajustes de precios regulados.

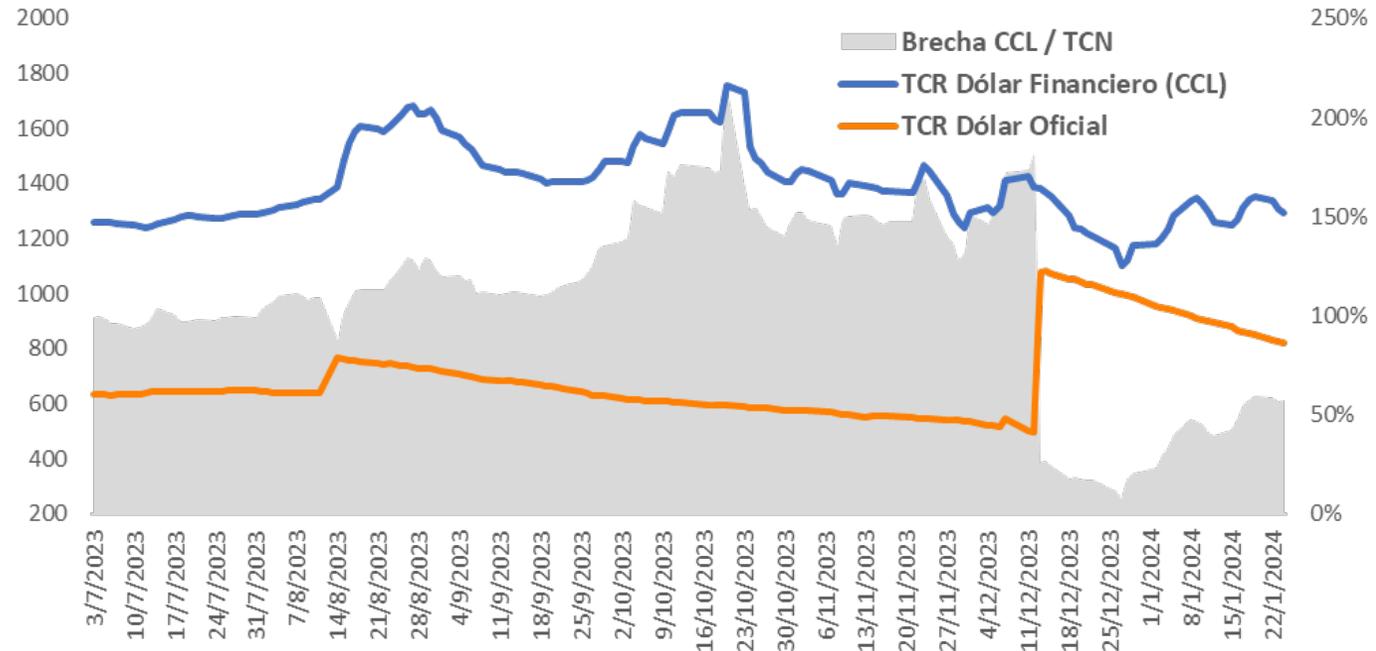
	Pond	dic-23		Ene-24 ESTIMADO	
		%	Aporte	%	Aporte
<b>NIVEL GENERAL</b>	<b>100,0%</b>	<b>25,5%</b>	25,5	<b>23,8%</b>	23,8
Alimentos y bebidas no alcohólicas	28,3%	30%	8,4	17%	4,8
Bebidas alcohólicas y tabaco	3,4%	20%	0,7	35%	1,2
Prendas de vestir y calzado	9,1%	17%	1,6	18%	1,6
Vivienda y sus servicios	8,7%	14%	1,2	20%	1,7
Equip y mantenimiento del hogar	6,5%	31%	2,0	20%	1,3
Salud	8,1%	33%	2,6	40%	3,2
Transporte	12,0%	32%	3,8	35%	4,2
Comunicación	2,5%	16%	0,4	30%	0,8
Recreación y cultura	6,5%	20%	1,3	25%	1,6
Educación	1,9%	6%	0,1	10%	0,2
Restaurantes y hoteles	8,2%	22%	1,8	20%	1,6
Bienes y servicios varios	4,8%	33%	1,6	30%	1,4

Var %	oct-23	nov-23	dic-23	ene-24	feb-24
<b>Inflación</b>	<b>8,3%</b>	<b>12,5%</b>	<b>25,5%</b>	<b>23,8%</b>	<b>15,6%</b>
Arrastre	3,3%	4,7%	8,6%	11,5%	8,2%
Neto	5,0%	7,8%	16,9%	12,3%	7,4%
Bienes	8,5%	13,8%	29,5%	21,6%	10,8%
Servicios	7,8%	10,2%	14,1%	30,0%	29,5%
Estacional	7,6%	12,8%	16,2%	30,0%	14,0%
Núcleo	8,8%	13,4%	28,3%	22,5%	14,0%
Regulados	6,6%	10,1%	20,7%	22,0%	37,0%

# Etapa I: ¿Inconsistencia Cambiaria?

- Si se mantiene el ritmo de crawling peg en 2% y la inflación baja a un ritmo razonable, el deterioro del TCR y por consiguiente el aumento de la brecha sería muy significativo.
- A fines de marzo se llegaría con un nivel de TCR 7% inferior al promedio 2002-2023 y casi 30% por debajo del nivel promedio de 2003 a 2007.
- Si además, el valor real del CCL no cae, la brecha se ubicaría en un nivel cercano al 90%. ¿Es factible unificar el tipo de cambio?
- A priori parece difícil, porque se requeriría una nueva devaluación muy fuerte. Para atenuar eso se necesita:
  - Menor valor real del CCL.
  - Inflación más baja
  - Acelerar el ritmo de crawling peg.

TC Real y Brecha: Una mirada de Corto Plazo



Promedios Mensuales	Stress 2002	Promedio 2003-07	Promedio 2011-15	Stress			Actual	mar-24
				oct-20	jul-22	oct-23		
TCR Oficial	1.156	927	598	693	533	521	823	673
TCR CCL	1.165	933	792	1.424	1.266	1.387	1.295	1.293
<b>Brecha</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>32%</b>	<b>106%</b>	<b>137%</b>	<b>166%</b>	<b>57%</b>	<b>92%</b>

¿Cómo se sale del 2% de Crawling?

# Etapa I: ¿Alcanzan los Dólares?

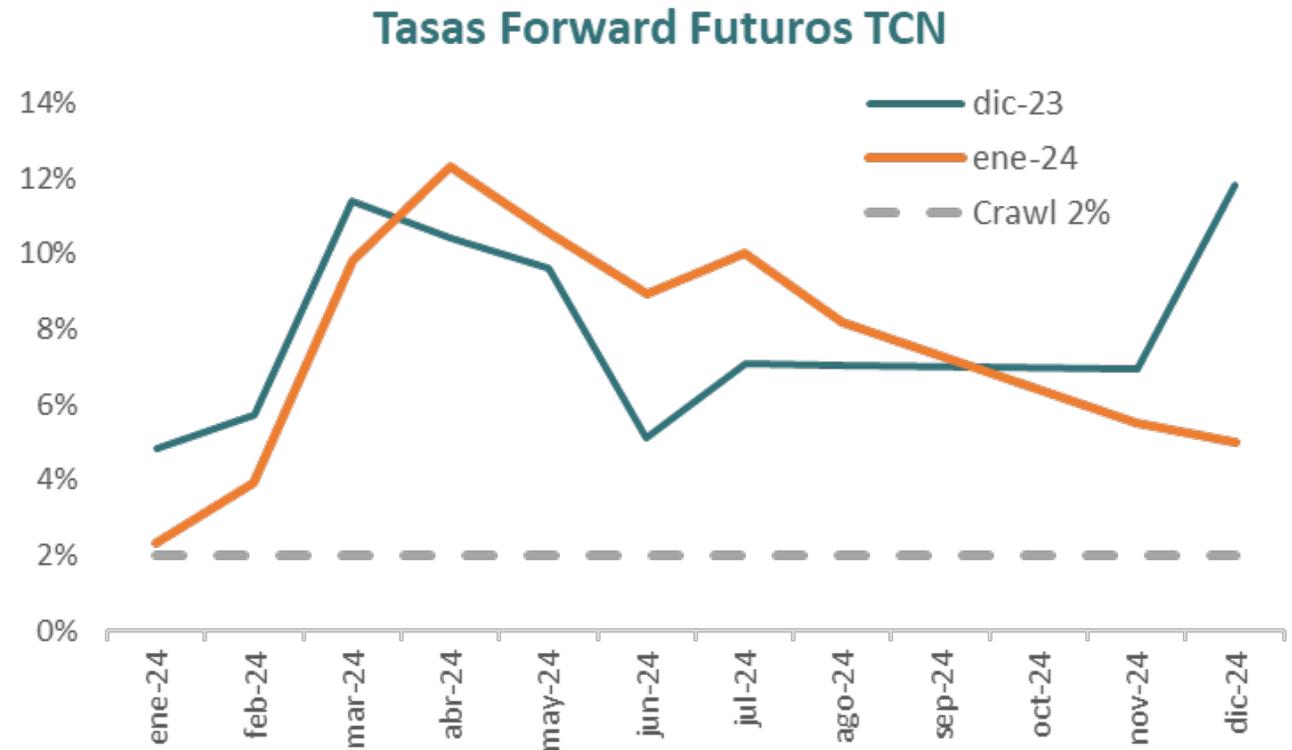
- El REM proyecta “Expo” anuales por USD 84.000 millones e “Impo” por USD 69.400 millones. Si este efectivamente fuera el escenario, se dan varias incompatibilidades que hacen imposible acumular los USD 10.000 millones necesarios y comprometidos con el FMI.
- A priori las importaciones lucen muy altas. En especial si tenemos que cuenta que, si bien se generó un financiamiento “normativo” en los 3 primeros meses, luego deberá hacerse frente al pago de las nuevas compras y de los saldos atrasados de años anteriores.
- La historia reciente ha mostrado años recesivos con niveles de importaciones mucho más bajos (2019 = USD 49.000 millones) que los que espera el mercado para 2024.
- Niveles más altos de exportaciones y más bajos de importaciones solamente son compatibles con niveles de TCR que se sostienen altos.
- El otro factor a considerar es la dificultad asociada a sostener la liquidación del 20% de las exportaciones en el mercado financiero (CCL). Se necesitan esos dólares para el mercado oficial.

	2023	REM 24
<b>Expo Devengadas</b>	<b>66.788</b>	<b>83.952</b>
Expo Liquidadas	61.153	67.162
Expo CCL o Prefi	5.635	16.790
<b>Impo Devengadas</b>	<b>73.714</b>	<b>69.372</b>
Impo Pagadas	50.066	52.029
Impo Financiadas	23.648	17.343
<b>Cancelación Crédito</b>	<b>0</b>	<b>-5.185</b>
<b>SALDO COMERCIAL CAJA</b>	<b>11.087</b>	<b>9.947</b>
Turismo	-6.910	-5.528
Resto de Servicios	1.036	1.243
Cancelación de Deuda	-5.166	-4.649
Atesoramiento y Otros	-4.753	-3.803
<b>SALDO DISPONIBLE</b>	<b>-4.707</b>	<b>-2.789</b>

Controles versus tipo de cambio real alto.  
¿Cuál será el camino elegido para acumular divisas?

# Etapa I: ¿Qué tipo de cambio espera el Mercado?

- El mercado de futuros opera con ritmos implícitos de devaluación que están por arriba del 2% de crawling peg planteado.
- El diferencial de febrero es bajo y está alineado con el spread propio del mercado de futuros.
- De marzo en adelante aparecen valores que incorporan al menos una aceleración del ritmo de depreciación.
- En las últimas semanas ha bajado de manera significativa el ritmo de depreciación implícito para la segunda parte del año.



# Etapa I: Tasas de Interés y Ritmo de Depreciación

**Inflación =**  
Decreciente pero alta.

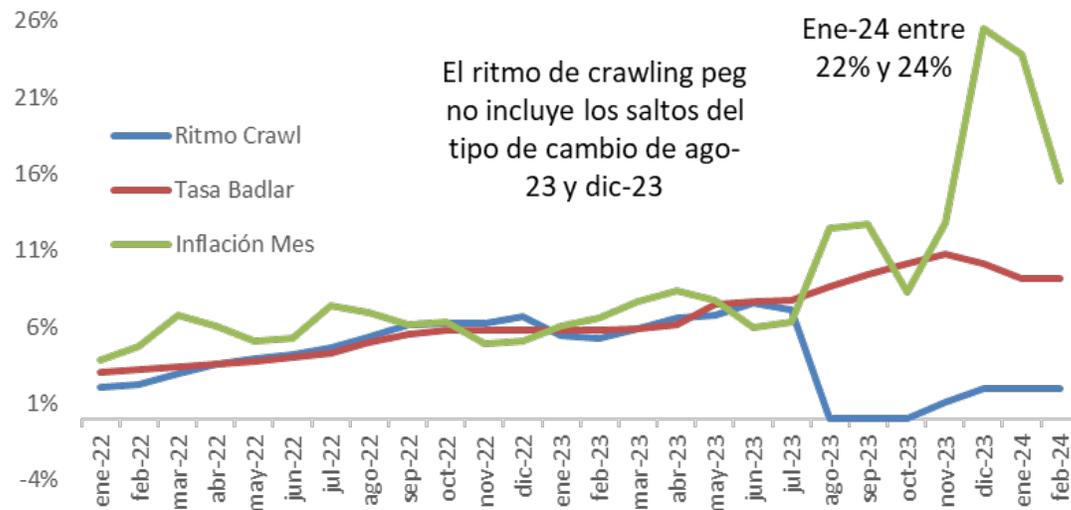


**Tasa de Interés =**  
Badlar en 9,2%, pero tasa de mercado en 7,5%.



**Tipo de Cambio =**  
Se mantiene al 2% mensual, pero el crawl no podría ser mayor a la tasa.

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



- Los ritmos propuestos solamente son sostenibles con controles cambiarios.
- Sigue implicando una 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, suscripción de Bopreal y postergar pago de importaciones.
- El problema es la pérdida de tipo de cambio real, que se vuelve exponencial.

# Etapa I: ¿Qué está pasando con los Pesos?

Datos en \$ M desde 11/12/23	dic-23	ene-24	Bopreal		Acum 11/12/23
			25/1/2024	31/1/2024	
<b>Expansión Primaria</b>	<b>5.690</b>	<b>4.738</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>10.428</b>
Asistencia al Tesoro	0	0	0	0	0
Intereses de Leliqs/Pases	1.779	1.868	0	0	3.647
Compra Divisas Sec Privado	2.315	1.927	0	0	4.242
Devolución LEDIV	1.597	942	0	0	2.539
<b>Absorción Primaria</b>	<b>-1.519</b>	<b>-2.422</b>	<b>-2.025</b>	<b>-746</b>	<b>-6.711</b>
Venta de USD al Tesoro	-104	-255	0	0	-359
Cancelación Neta de Deuda Tesoro	-2.010	-981	0	0	-2.991
Suscripción BOPREAL	0	-1.340	<b>-2.025</b>	<b>-746</b>	-4.111
Otros Movimientos Netos BCRA	596	153	0	0	749
<b>EMISIÓN NETA</b>	<b>4.171</b>	<b>2.316</b>	<b>-2.025</b>	<b>-746</b>	<b>3.716</b>
<b>ESTERILIZACIÓN LELIQS / PASES</b>	<b>-4.688</b>	<b>-1.780</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-6.468</b>
<b>AUMENTO DE BASE MONETARIA</b>	<b>-517</b>	<b>536</b>	<b>-2.025</b>	<b>-746</b>	<b>-2.751</b>
<b>EMISIÓN NETA DE INTERESES</b>	<b>2.393</b>	<b>447</b>	<b>-2.025</b>	<b>-746</b>	<b>69</b>

## • Factores de Expansión (Arg\$ 10,5 B):

- Compra de divisas.
- Intereses de Pases / Leliqs
- Devolución de LEDIV.

## • Factores de Absorción (Arg\$ 6,7 B):

- Cancelación Deuda del Tesoro.
  - Suscripción de BOPREAL.
  - Venta de dólares al Tesoro.
- Sigue siendo necesario esterilizar pesos. Esto dificulta la licuación de los pasivos remunerados (Arg\$ 6,5 B).

PASIVOS BCRA	dic-22	ago-23	nov-23	ene-24	abr-24
Pas Rem / PBI	9,3%	9,6%	9,0%	7,7%	6,0%
Pas Rem USD A 3500	58.350	60.493	68.977	36.359	43.339
Pas Rem USD CCL	30.172	24.984	28.379	23.093	21.381



Incluye compra de divisas por USD 1.500 mensuales y suscripción total del Bopreal Serie I

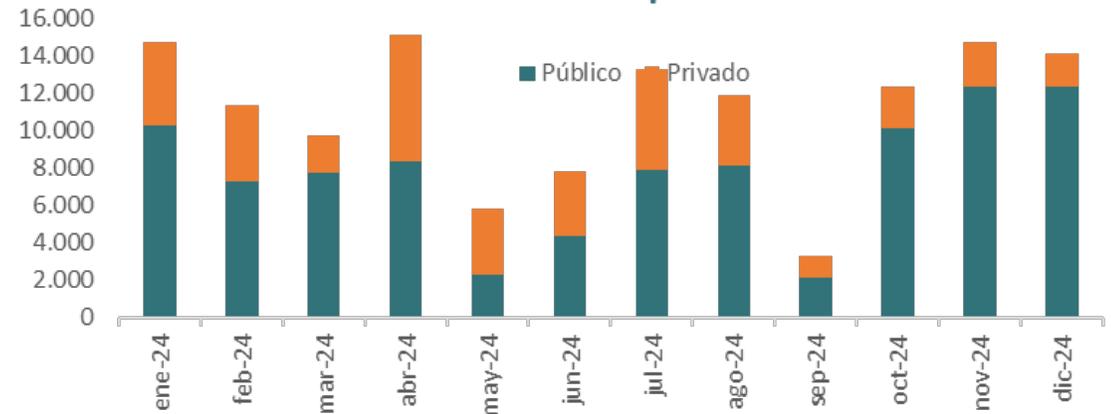
# Etapa I: El desafío de la Deuda en Pesos

- El foco de corto plazo parece puesto en canjear los vencimientos de corto plazo de la deuda en pesos. Hoy entre Bancos y Sector Público está el 86% de los vencimientos del año.
- Posiblemente se busque cambiar las cláusulas de ajuste, para salir de DLK / Dual y pasar a CER. Esa sería la estrategia si se buscara una unificación cambiaria.

Datos en USD M Nov-23	Año 2024	En %
<b>TOTAL VENCIMIENTO</b>	<b>133.928</b>	<b>100%</b>
Moneda Nacional	101.338	76%
Moneda Extranjera	32.590	24%
Moneda Extranjera	32.590	24%
Tasa Fija \$	10.312	8%
Tasa Variable \$	652	0%
Ajuste CER	51.454	38%
Ajuste DLK	5.864	4%
Ajuste DUAL	33.056	25%
Principal	121.250	91%
Interés	12.678	9%
Sector Público	93.206	70%
Sector Privado	40.722	30%
Negociable	96.425	72%
No Negociable	37.503	28%

Vtos PESOS	Año 2024	En %
<b>TOTAL</b>	<b>101.338</b>	<b>100%</b>
Sector Público	74902	74%
Sector Privado	26.436	26%
Bancos	12116,5	12%
Resto	14.320	14%

Vencimientos de Deuda por Acreedor

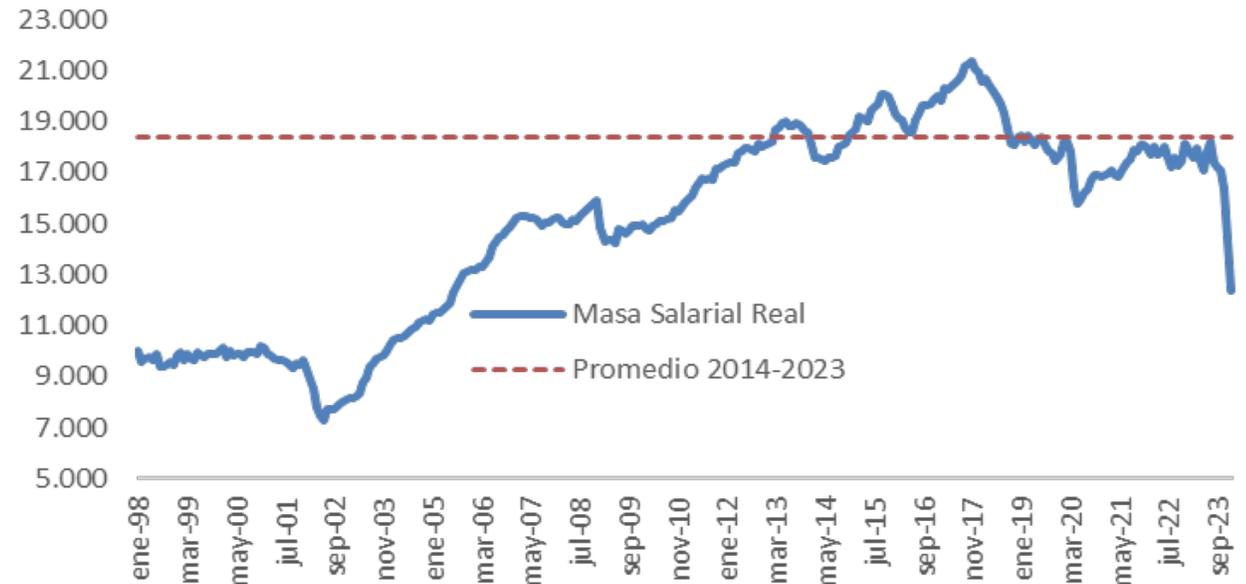


	ene-24	feb-24	mar-24	abr-24	may-24	jun-24	jul-24	ago-24	sep-24	oct-24	nov-24	dic-24
Privado	4.451	4.078	1.966	6.768	3.503	3.424	5.328	3.762	1.136	2.180	2.374	1.753
Público	10.237	7.272	7.762	8.321	2.293	4.394	7.910	8.111	2.139	10.109	12.320	12.338

# Etapa I: ¿Cómo impacto en el Poder de Compra?

- La aceleración inflacionaria de diciembre y enero impactó de manera directa en el poder de compra de los hogares.
- El efecto ha sido aún mayor que el de la pandemia, aunque la expectativa es que rápidamente recupere algunas posiciones.
- El aumento de personas con ingresos se explica por mayor cantidad de prestaciones sociales y de empleo informal + autónomo.
- RIESGO: Monitorear la evolución de los ingresos de jubilados y segmento de informales.

**Fuerte Caída del Poder de Compra**



	ene-24				
	Nivel	Vs Prom	Vs Max	Vs Pand	Vs Nov-23
Individuos con Ingresos	32.615	10,3%	9,7%	21,8%	-0,3%
Salario Real	379	-39,4%	-47,3%	-35,8%	-24,2%
Poder de Compra	12.350	-32,9%	-42,2%	-21,8%	-24,4%

## Etapa II: Más dudas que certezas

### Requisitos ¿Cuándo?

- Acumular Reservas y coordinar oferta estacional.
- Mostrar resultados fiscales sostenibles.
- Ordenar perfil de vencimientos de deuda en pesos.
- Esperar desembolso del FMI.
- Llegar con un nivel de brecha acotado.

### Caracte- rísticas: ¿Qué?

- Devaluación fiscal.
- Eliminación de liquidación al CCL. ¿Impuesto País?
- Unificación cambiaria (¿Aparece algún esquema alternativo?)
- Ancla nominal y plan de desindexación.
- Tasas reales positivas.
- Nuevo acuerdo de largo plazo con el FMI.

# Estrategia de Asset Allocation

Cláusulas de Ajuste: "Expectativas de Corto Plazo"	nov-23	dic-23	ene-24	Expectativa Corto Plazo			Fundamentos
				+	=	-	
Dólar Oficial	2,9%	124,3%	1,7%		=		<p>Por ahora sin expectativas de salida del 2% de crawling peg. Tendencia hacia un gradual descenso. A TCR CCL estable, la brecha sigue subiendo Tasas estables, que buscan ser negativas en términos reales</p>
Inflación (índice CER)	10,0%	9,9%	14,1%			-	
Dólar CCL- Brecha	-4,7%	17,0%	33,7%	+			
Tasa Badlar Privada	10,3%	9,7%	7,7%		=		

Asignación por Clase de Activos		Rendimientos en Pesos			YTM	Estrat Asig.	Estrat. Dur.	Fundamentos
		nov-23	dic-23	ene-24				
<b>Liquidez</b>	<b>Badlar privada</b>	<b>10,3%</b>	<b>9,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>186,5%</b>	Neutral	Corto	Bancos siguen sin tomar tomar plazo fijo por spread negativo.
<b>TASA</b>	<b>Bonos Badlar</b>	<b>21,3%</b>	<b>3,5%</b>	<b>26,8%</b>	<b>-75,2%</b>	Neutral	Corto	Segmento sobredemandado, con spread fuertemente negativo
	<b>BOTES</b>	<b>21,0%</b>	<b>28,0%</b>	<b>22,2%</b>	<b>87,5%</b>	Underweight	Corto	A estas tasas tiene poco atractivo.
	<b>LEDES / LECER Fija</b>					Neutral	Corto	Volvió la operatoria de Ledes y son buscadas por bancos y FCI.
<b>CER</b>	<b>LECER</b>	<b>10,4%</b>	<b>16,1%</b>	<b>3,2%</b>	<b>-70,9%</b>	Overweight	Medio	Tramo corto por tasa y tramo medio largo por Pass Through
	<b>BONCER</b>	<b>22,4%</b>	<b>61,1%</b>	<b>2,8%</b>	<b>-43,8%</b>	Overweight	Medio	Posición neutral por expectativa de canje.
<b>DUALES</b>	<b>DUAL CER</b>	<b>28,2%</b>	<b>35,7%</b>	<b>15,8%</b>	<b>-59,2%</b>	Overweight	Largo	A la espera de un eventual canje. Sin premio de corto plazo
	<b>DUAL DLK</b>	<b>28,2%</b>	<b>35,7%</b>	<b>15,8%</b>	<b>-20,7%</b>	Overweight	Largo	Curva DLk con tendencia alcista si se mantiene crawl al 2%
<b>DLK</b>	<b>DOLLAR LINKED</b>	<b>36,1%</b>	<b>33,5%</b>	<b>21,2%</b>	<b>-23,6%</b>	Overweight	Largo	Curva DLk con tendencia alcista si se mantiene crawl al 2%
<b>USD</b>	<b>BONARES USD</b>	<b>30,7%</b>	<b>25,1%</b>	<b>31,6%</b>	<b>29,5%</b>	Overweight	Corto	Como alternativa en pesos dan cobertura de brecha.
	<b>GLOBALES USD</b>	<b>21,4%</b>	<b>25,4%</b>	<b>35,6%</b>	<b>26,2%</b>	Neutral	Corto	Riesgo de volatilidad en paridades.

# MEGAQM



FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN