

MEGAQM

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN

Perspectivas Mensuales

07 de Mayo de 2024

**Inversiones
impulsadas por expertos**



¿Dónde estamos?

Diferentes grados de avance por tema

Fiscal

- El primer trimestre cerró con Superávit Fiscal. Si bien hay componentes que todavía lucen claramente como transitorios, otros se empezaron a consolidar (Ajuste jubilatorio por DNU). El eje central para los mercados es la clara voluntad de lograr el ajuste fiscal al costo que sea necesario.
- Luz de alerta en el bajo nivel de eficiencia en la ejecución por incertidumbre presupuestaria.

Monetario

- Dos bajas consecutivas en las tasas de interés ayudan a contener la emisión por intereses. Igualmente sigue siendo necesario reabsorber / esterilizar, porque la suma de emisión por intereses y por compra de divisas supera al crecimiento nominal de la economía.

Cambiario

- Sin salida del CEPO en el horizonte de corto plazo. Ha mejorado la posición de reservas, pero queda pendiente la resolución de varios desequilibrios: Swap con China, giro de utilidades, normalización de plazo de pago de importaciones, controles cruzados MULC – CCL, etc.
- Mientras tanto se sigue apreciando el Tipo de Cambio Real.

Frente Fiscal: Un ajuste abrupto que necesita volverse sostenible.

- Son muy buenos los números fiscales el primer trimestre, pero para hacerlos sostenibles se necesitaba:
- Modificar la movilidad Jubilatoria = **Realizado**
- Avanzar con el aumento de tarifas y eliminación de Subsidios = **En proceso**
- Buscar fuentes de ingresos que sustituyan al Impuesto País = **Pendiente**
- Los recursos pueden empezar a sufrir la caída en el nivel de actividad.

Trimestre	Recursos Tributarios Vinculados a:					Total Recaudación
	Empleo	Actividad Interna	Imp a las Ganancias	Comex	Resto	
I-23	1.725.419	2.347.701	1.284.272	1.260.006	111.845	6.729.242
II-23	1.947.141	2.879.439	1.929.541	2.155.163	335.938	9.247.223
III-23	2.623.035	3.813.446	2.113.840	3.115.794	270.849	11.936.965
IV-23	2.990.894	5.038.444	2.616.499	4.056.563	365.992	15.068.393
I-24	4.954.888	7.431.249	2.658.964	7.483.504	147.056	22.675.660
Nominal	187,2%	216,5%	107,0%	493,9%	31,5%	237,0%
Real	-23,1%	-15,3%	-44,6%	59,0%	-64,8%	-9,8%
Estructura						
I-23	25,6%	34,9%	19,1%	18,7%	1,7%	100%
I-24	21,9%	32,8%	11,7%	33,0%	0,6%	100%

Valores a Precios Constantes de Mar-24	I-23		I-24		Variación	
	\$ Reales	% PBI	\$ Reales	% PBI	% Real	En Pts PBI
INGRESOS TOTALES	83.645.953	16,6%	79.961.314	17,4%	-4,4%	0,8%
Tributarios	75.982.802	15,1%	72.835.580	15,8%	-4,1%	0,7%
Rentas de la Propiedad	3.765.629	0,7%	4.150.784	0,9%	10,2%	0,2%
Resto de Ingresos	3.897.522	0,8%	2.974.949	0,6%	-23,7%	-0,1%
GASTO PRIMARIO	95.080.303	18,9%	61.882.601	13,5%	-34,9%	-5,4%
Salarios	12.711.811	2,5%	10.231.892	2,2%	-19,5%	-0,3%
Jubilaciones y Pens.	44.543.803	8,9%	31.771.146	6,9%	-28,7%	-1,9%
Resto Gasto Social	9.824.232	2,0%	8.067.413	1,8%	-17,9%	-0,2%
Subsidios	8.891.215	1,8%	4.824.315	1,0%	-45,7%	-0,7%
Resto de Gastos	19.109.242	3,8%	6.987.835	1,5%	-63,4%	-2,3%
Resultado Primario	-11.434.350	-2,3%	18.078.713	3,9%	-258,1%	6,2%
Intereses	12.259.470	2,4%	12.865.383	2,8%	4,9%	0,4%
Resultado Financiero	-23.693.819	-4,7%	5.213.330	1,1%	-122,0%	5,8%

El ajuste de 1,9 pts anualizados del PBI en Jubilaciones y Pensiones puede suavizarse en los próximos meses, pero con la nueva modalidad de ajuste la mayor parte se volverá permanente.

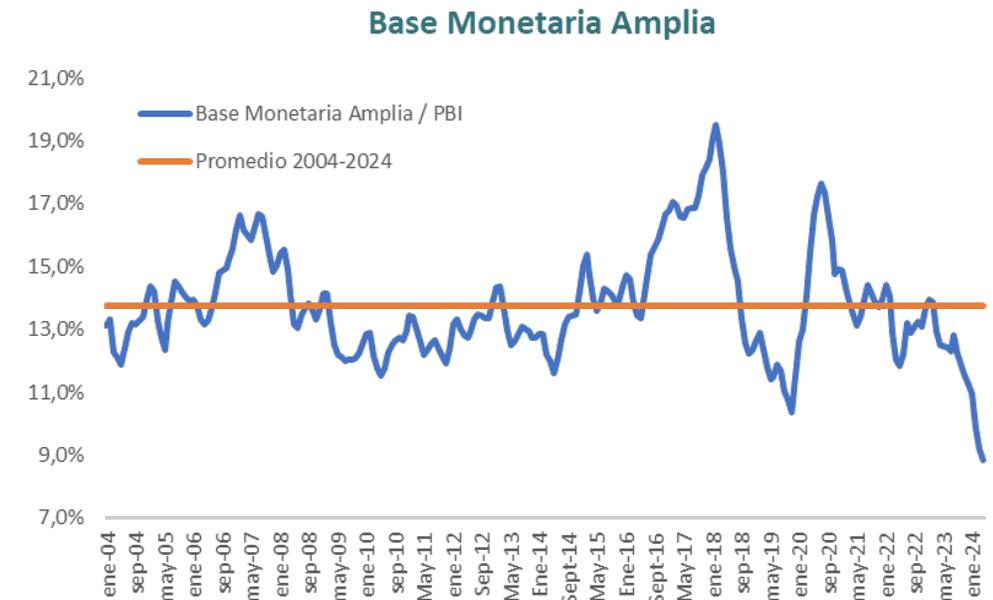
Fuerte dependencia de los impuestos sobre el comercio exterior puede demorar la unificación cambiaria.

Frente Monetario:

Avanza a ritmo más lento la Reducción del Excedente de Pesos

- **Acumulación de Reservas:** Con buena dinámica mientras se liquide la cosecha gruesa, aunque los precios hayan amortiguado el aumento del volumen.
- **Licuación de Pesos:** Es un proceso que se “ralentizó”, donde la baja de tasas puede dejar de ser suficiente. En un momento se necesita pasar de Licuación a recuperación de la demanda real de dinero.
- **Contención de la Brecha Cambiaria:** Funciona con el Blend y ayuda al proceso de formación de precios. Se pone en riesgo con tasas reales muy negativas, pero por ahora los flujos de los exportadores pueden más que una demanda de importadores que sigue contenida.
- **Disminución de la Inflación:** Sigue bajando mes a mes, en especial la Inflación Núcleo, ahora el aumento viene por servicios y en especial por regulados. De todas maneras, se atrasa el TCRM.

En Pts del PBI	dic-22	ago-23	nov-23	ene-24	feb-24	mar-24	abr-24
Base Monetaria	4,4%	3,2%	2,4%	2,8%	2,6%	2,4%	2,4%
Medios de Pago (M2)	10,9%	9,2%	7,8%	8,9%	9,0%	9,6%	9,6%
Masa Monetaria (M3)	19,6%	17,4%	13,5%	15,2%	14,1%	14,6%	14,2%
Pasivos Remunerados	9,3%	9,6%	8,5%	7,6%	6,9%	6,6%	6,5%
BM + P Remunerados	13,7%	12,8%	10,9%	10,4%	9,5%	9,0%	8,8%
Pas Rem / M3	47,5%	55,5%	63,2%	50,1%	49,4%	45,1%	45,6%
Pas Rem USD A 3500	58.350	60.493	64.943	34.032	34.075	35.901	38.709
Pas Rem USD CCL	30.172	24.984	26.719	23.045	24.311	29.127	32.057



La Base Monetaria Amplia (Base Monetaria + Pasivos Remunerados) está 5 puntos del PBI por debajo de su promedio de los últimos 20 años. NO SOBРАН PESOS, FALTA DEMANDA.

Frente Monetario: ¿Hasta dónde puede llegar la tasa de Interés?

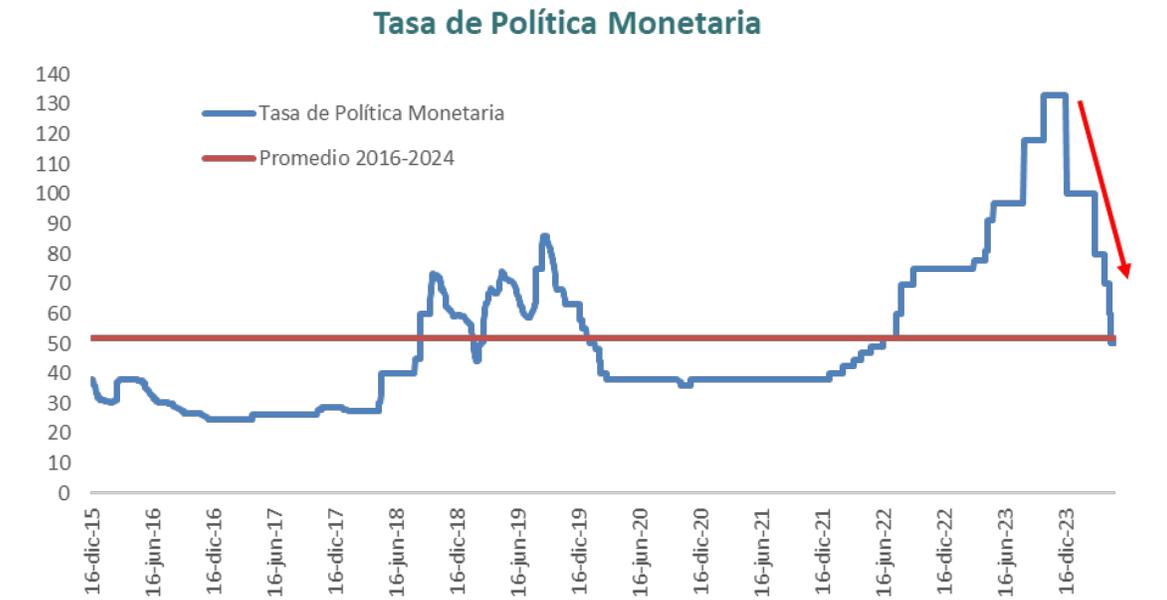
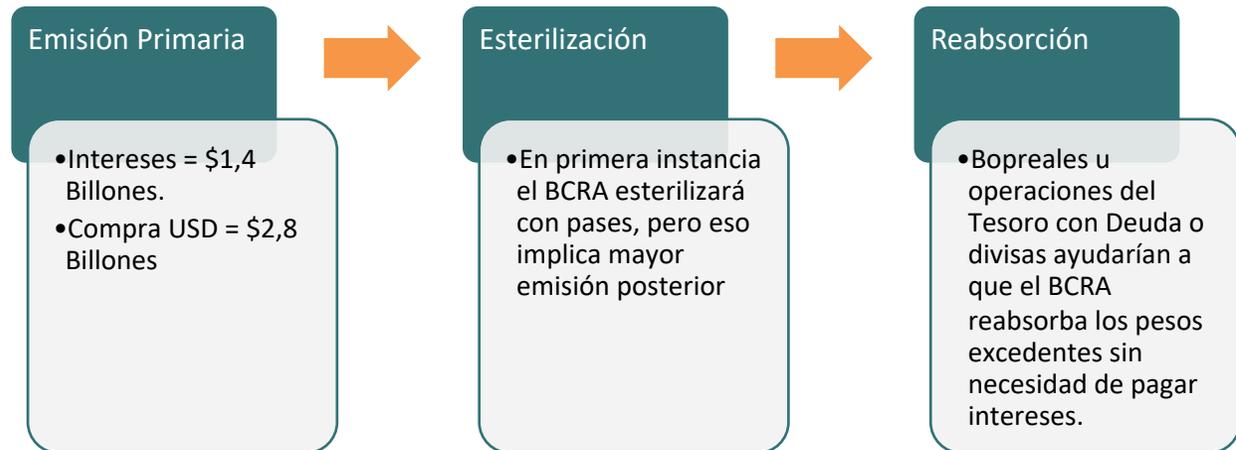
- El BCRA avanza rápidamente con la política de recorte de tasas de interés. El ritmo lo impone la baja de la inflación y la necesidad de que el Tesoro logre financiamiento neto positivo en el mercado de capitales para ayudar a la reabsorción de pesos.
- Una baja adicional de 10 puntos dejaría a la tasa Badlar apenas 0,5 puntos mensuales por arriba del ritmo de crawling peg. Ese margen luce acotado. Entendemos que hay margen para una baja adicional de 5 puntos, luego se acrecientan los riesgos de menor liquidación.

Situación Actual

- Tasa Política Monetaria
50% TNA → 4,25% TEM
- Tasa Badlar
41% TNA → 3,4% TEM
- Crawling Peg
24% de TNA → 2% TEM

¿Tolera una baja más?

- Tasa Política Monetaria
40% TNA → 3,4% TEM
- Tasa Badlar
30% TNA → 2,5% TEM
- Crawling Peg
24% de TNA → 2% TEM



Frente Cambiario: Sin margen para seguir perdiendo TCRM.

- Si bien la economía puede funcionar de manera libre con equilibrios de TCRM inferiores a los actuales, se trata de niveles que en la historia no han generado margen para ningún tipo de shock.
- ¿Puede ir a niveles inferiores?
- Si con fuerte caída del nivel de actividad. Igualmente, no sería sostenible en el tiempo dado el nivel actual de eficiencia, productividad y presión tributaria.
- El escenario pareciera requerir niveles promedio más altos para ayudar al BCRA a recomponer su nivel de Reservas Internacionales.

	BCRA		
	Inflación	Devaluación	TCRM
dic-23	25,50%		145,7
ene-24	20,60%	2%	122,1
feb-24	13,20%	2%	110,6
mar-24	11,00%	2%	101,3
abr-24	9,00%	2%	92,9
may-24	5,80%	2%	89,9
jun-24	4,70%	2%	87,9
jul-24	4,50%	2%	86,0
ago-24	4,40%	2%	84,3
sep-24	4,30%	2%	82,8
oct-24	4,20%	2%	81,3
nov-24	4,10%	2%	79,9
dic-24	4,00%	2%	78,6
AÑO	134,9%	26,8%	-46,0%
1er Sem	83,0%	12,6%	-39,7%
2ndo Sem	28,4%	12,6%	-10,5%

Fecha	Referencias	
	ITCRM	Pesos Hoy
nov-15	75	702
jun-16	90	839
dic-01	69	644
Prom 2005-08	158	1.473
ACTUAL	93	865
dic-24	79	732

Si se mantiene el crawling peg al 2% mensual y la inflación es la que espera el BCRA, se llegaría a diciembre 2024 con un TCRM apenas 13% por arriba del nivel de dic-01

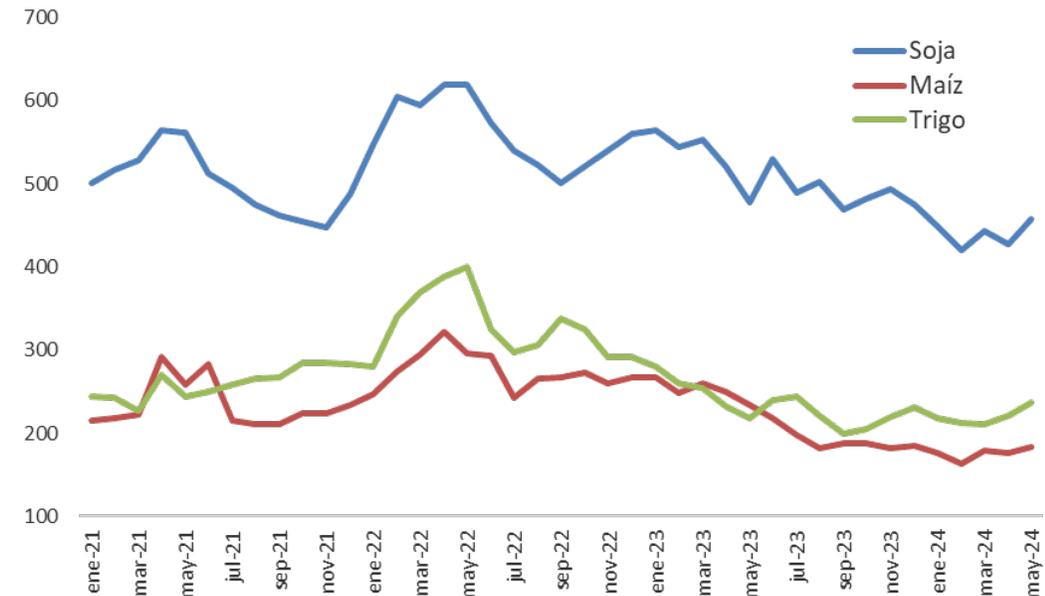
Aporte del Agro al Mercado Cambiario

- Mejora reciente en los precios compensó en parte lo que se perdió por merma en los rindes de Maíz y Trigo.
- La campaña mejora en cantidades a la producción del año pasado, pero se aleja de los niveles récord de los 3 años anteriores.
- Por ahora muy poco avance en la cosecha por problema de humedad está demorando la liquidación de divisas y corriendo la estacionalidad hacia el cierre del segundo trimestre.

EVOLUCIÓN DE LA PRODUCCIÓN AGROPECUARIA

	2019-2020	2020-2021	2021-2022	2022-2023	2023-2024	Var %
Soja (Mill Tn)	48.797	46.218	43.861	25.044	50.500	101,6%
Girasol (Mill Tn)	2.857	3.247	4.050	5.018	3.600	-28,3%
Trigo (Mill Tn)	19.777	17.644	22.150	12.556	14.800	17,9%
Maíz (Mill Tn)	58.396	60.526	59.037	41.410	48.500	17,1%
Sorgo (Mill Tn)	1.830	3.319	2.883	1.610	3.500	117,4%
Cebada (Mill Tn)	3.613	4.036	5.280	4.696	5.000	6,5%
TOTAL (Mill Tn)	135.270	134.991	137.262	90.334	125.900	39,4%
Var %	-4,3%	-0,2%	1,7%	-34,2%	39,4%	
TOTAL (Mill u\$s)	29.824	40.354	49.176	31.335	38.711	23,5%
Precio Promedio base'07	50,2	68,1	81,6	79,0	70,0	-11,4%

Recuperación de Precios ayuda a sostener valor



¿Se puede convivir con bajos niveles de TCR?

- El tipo de cambio real es uno solo de los componentes que definen el grado de competitividad de una economía.
- Si el resto de las variables acompañan, es posible sostener niveles de tipo de cambio real más apreciados, si el resto no está a nivel, tarde o temprano se producirá un ajuste vía tipo de cambio real.
- La información actual muestra una economía que ya no tiene colchón cambiario, cuyos salarios se han empezado a encarecer en dólares oficiales y que conviven con muy bajos niveles de productividad.
- En contrapartida, ayudan el buen nivel de términos de intercambio y una presión tributaria nacional que se mantiene baja ante el crecimiento del PBI nominal, pero que posiblemente, una vez estabilizada la inflación tenga tendencia creciente.

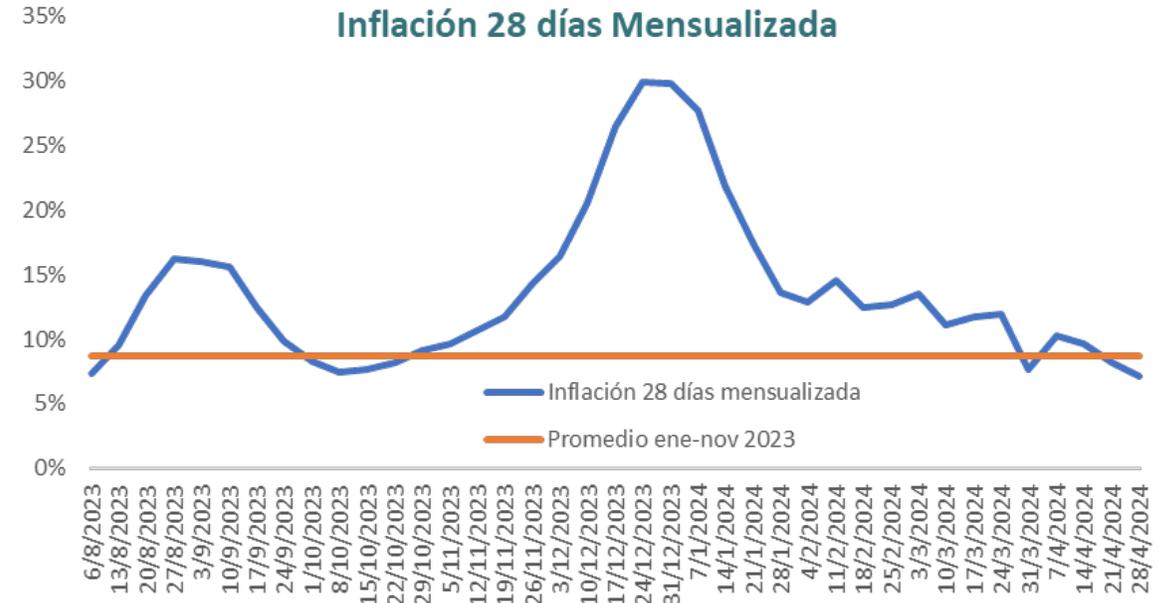
	Promedio 20 Años	2004-2007	2016-2017	2022-2023	Actual	
					Nivel	Dif vs Prom
TCR Multilateral	115,5	161,5	91,2	95,1	96,3	-16,7%
Términos de Intercambio	127,1	101,5	132,2	142,2	135,1	6,3%
Presión Tributaria	25,3%	22,7%	26,2%	24,9%	22,4%	-11,4%
Salario en Dólares	960	500	1.352	1.244	1.095	14,0%
Productividad	85	80	88	78	73	-14,0%
Costo Financiero Real	-4,3%	-5,0%	-6,4%	-21,1%	-59,3%	-54,9%
Costo Financiero USD	1,0%	4,8%	1,6%	-8,1%	11,7%	10,7%

Para lograr equilibrios con bajo TCR se necesitan mejoras de productividad o flujos muy fuertes en sectores específicos.

¿Qué esperar de la Inflación?

- La inflación en un marcado proceso descendente.
- Los factores son estructurales y coyunturales:
 - Estructurales:
 - Ordenamiento Fiscal.
 - Reabsorción de pesos excedentes.
 - Recomposición de reservas,
 - Coyunturales:
 - Caída del poder adquisitivo.
 - Dificultad para conseguir que el mercado convalide los nuevos valores.
 - Precios que quedaron “adelantados” en dólares.
- Mayo podría estar en torno al 6%
- ¿Cuál es el piso?
 - Sigue habiendo fuertes desequilibrios de precios relativos, lo que impone un piso todavía alto para los próximos 4 / 5 meses.

**Alta Frecuencia:
Inflación 28 días Mensualizada**

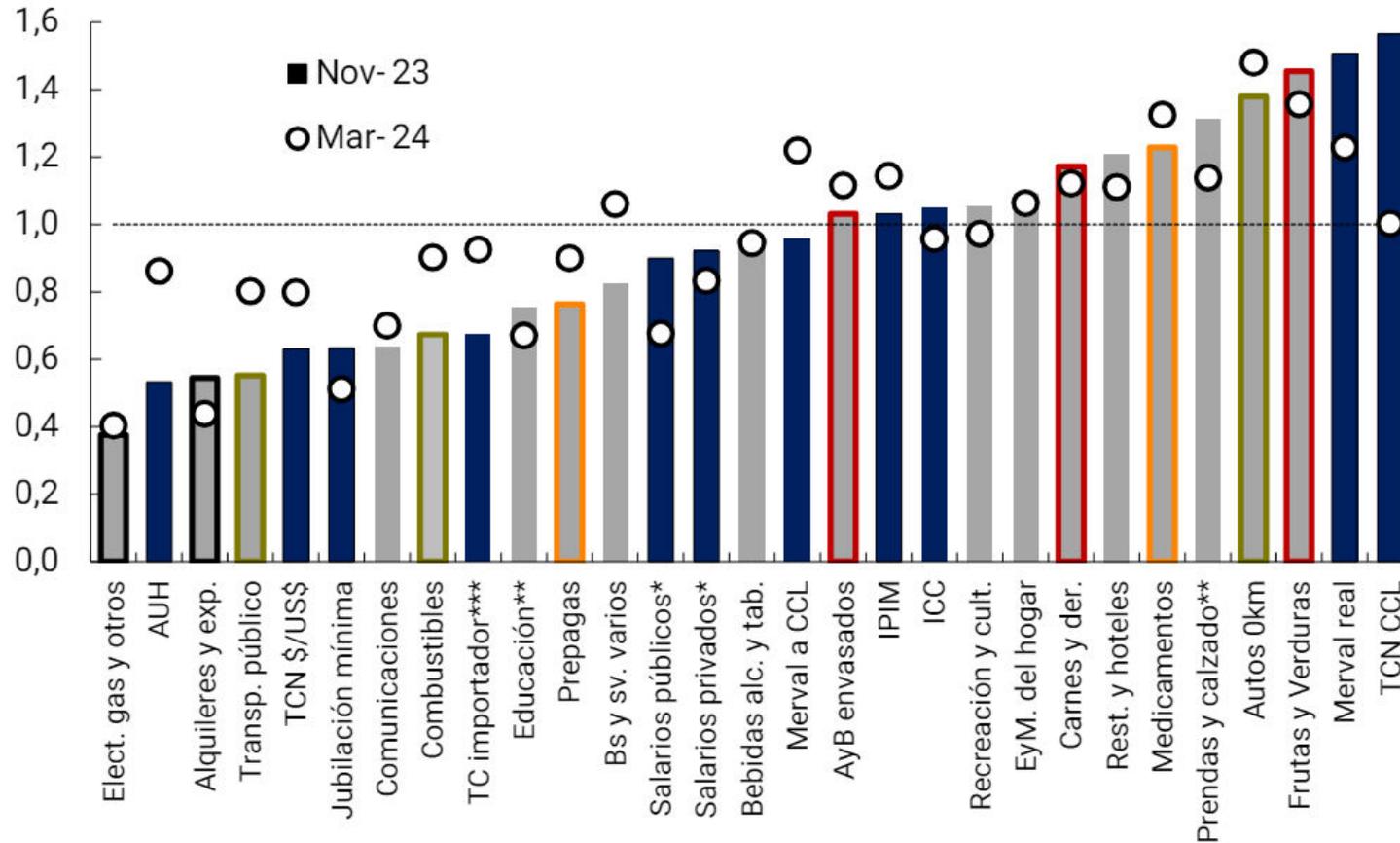


Var %	oct-23	nov-23	dic-23	ene-24	feb-24	mar-24	abr-24	may-24
Inflación	8,3%	12,4%	25,6%	20,6%	13,2%	11,0%	8,7%	5,9%
Arrastre	3,3%	4,7%	8,1%	12,0%	6,2%	6,1%	4,3%	3,1%
Neto	5,0%	7,7%	17,4%	8,6%	7,1%	4,9%	4,4%	2,8%
Bienes	8,5%	13,8%	29,5%	21,1%	11,9%	9,8%	↓	↓
Servicios	7,8%	10,2%	14,1%	18,8%	17,6%	15,5%	↑	↑
Estacional	7,6%	12,8%	16,2%	16,2%	8,7%	11,1%	↓	↓
Núcleo	8,8%	13,4%	28,3%	20,2%	12,3%	9,4%	↓	↓
Regulados	6,6%	10,1%	20,7%	26,6%	21,1%	18,1%	↑	↑
Tasa Pol Monetaria	10,4%	11,1%	9,5%	8,7%	8,7%	7,5%	6,1%	4,3%
Tasa Badlar	10,2%	10,8%	10,1%	9,1%	9,1%	7,1%	5,2%	3,4%
Inflación / Badlar	0,8	1,1	2,5	2,3	1,5	1,5	1,7	1,7

¿Cuán profundos son los desequilibrios de Precios Relativos?

Precios relativos

Promedio primer semestre de 2019=1



Referencias

- Divisiones del IPC
- Agrupado que pertenece a la división Vivienda
- Agrupado que pertenece a la división Alimentos y bebidas no alcohólicas
- Agrupado que pertenece a la división Salud
- Agrupado que pertenece a la división Transporte
- Otras variables relevantes

* Datos INDEC a ene-24 empalmados entre feb-24 y mar-24 con estimaciones propias en base a los acuerdos salariales alcanzados por los 25 principales gremios.

** Datos a feb-24.

*** Considera el tipo de cambio oficial y la alícuota correspondiente al impuesto PAIS aplicable a las importaciones.

Fuente | BCRA en base a datos de INDEC, Ministerio de Economía, Rava y acuerdos gremiales.

Foco y riesgos para los próximos meses

Inflación

Tendencia fuertemente decreciente en bienes, pero que se encontrará con un reajuste de precios relativos y aumento de costos en el sector servicios (salarios y precios regulados)

Las expectativas del mercado son bajas (122%) las consultoras esperan 30 puntos adicionales. La clave pasa por la ocurrencia o no de una unificación cambiaria

Política Monetaria

Expansión de pesos por compra de divisas genera necesidad de buscar instrumentos para la reabsorción. La clave pasará por las próximas licitaciones del Tesoro.

Alternativas de reabsorción:
Compra de USD del Tesoro.
Recompra de Deuda al BCRA.
Suscripción Bopreal

Mercado Cambiario

Se mantiene la tendencia de atraso cambiario .

Riesgo por demora en la cosecha gruesa o pérdidas de rinde.

Si se mantiene el crawling al 2% mensual a mediados del tercer trimestre puede reaparecer la demanda por cobertura cambiaria.

¿Qué están haciendo los Inversores?

- En abril volvió la creación de pesos y eso se sintió en los flujos de la Industria de FCI.
- Esos fondos se canalizaron hacia Money Market y continuaron los rescates en las categorías que tuvieron más volatilidad.
- El cambio de expectativas hacia menores niveles de inflación anual y la baja en las tasas de interés incentivaron ese proceso.
- El nuevo nivel de tasas de interés llevará el rendimiento de los Money Market a 3,2% / 3,3% mensual una vez que finalice la rotación de carteras.
- El interrogante es cuánto avanzan BCRA y Tesoro en la reabsorción de pesos durante mayo.

Los rendimientos de los diferentes activos han estado por debajo de la evolución de la inflación. En algunos casos porque a fines de 2023 anticiparon la aceleración inflacionaria

Retorno en %	ene-24	feb-24	mar-24	abr-24	YTD
ARS Oficial	2%	2%	2%	2%	8,2%
ARG Inflación (CER)	17%	23%	16%	14%	89,9%
ARS CCL	28%	-16%	1%	1%	10,0%
Badlar privada	8%	9%	6%	6%	33,3%
ARG Lecer ARS	2%	7%	9%	5%	24,4%
ARG Bonos CER	-1%	16%	15%	1%	33,7%
ARG Bonos USD-L	18%	-5%	4%	3%	20,1%
ARG Bonos DUAL	17%	-1%	2%	11%	30,5%
ARG Botes ARS	17%	12%	39%	25%	128,3%
ARG Bonares USD	25%	-4%	18%	10%	56,3%
ARG Globales USD	30%	-6%	16%	10%	55,5%
Rofex 20	36%	-20%	19%	10%	42,3%

Datos en Arg\$ Mil Mill (al 30/04/24)	Stock AUM		FLUJOS NETOS			Flujo / S Inicial		RENDIMIENTOS	
	Arg\$ MM	En %	abr-24	5 días	YTD	YTD	MTD	Acum Año	30 días
TOTAL INDUSTRIA FCI	35.739	100%	2.836	-874	1.764	6,7%	8,4%	27,8%	5,5%
CASH MANAGEMENT	23.473	65,7%	2.930	1.604	3.428	23,5%	13,3%	30,2%	6,2%
Money Market	21.165	59,2%	2.607	1.545	2.942	22,1%	13,1%	30,2%	6,2%
T+1	2.308	6,5%	323	59	485	38,2%	15,0%	31,5%	7,1%
ASSET MANAGEMENT	12.264	34,3%	-94	-2.478	-1.663	-13,3%	-0,8%	13,0%	2,2%
Fondos en Arg\$	10.452	29,2%	-158	-65	-1.789	-16,5%	-1,6%	15,1%	2,5%
CER	1.794	5,0%	99	-26	-30	-2,2%	5,8%	36,0%	4,1%
DLK	1.786	5,0%	-210	-23	-1.495	-49,7%	-12,3%	17,9%	4,5%
INFRA	775	2,2%	-41	-15	-99	-13,4%	-5,5%	20,2%	2,8%
PyME	873	2,4%	-2	8	10	1,5%	-0,3%	27,6%	5,6%
Resto \$	5.225	14,6%	-4	-8	-174	-3,4%	-0,1%	4,1%	0,7%
Fondos en USD	1.812	5,1%	64	-2.413	126	7,5%	3,6%	0,8%	0,1%

La mirada de los Portfolio Managers

Cláusulas de Ajuste: "Expectativas de Corto Plazo"	ene-24	feb-24	mar-24	abr-24	YTD	Expectativa Corto Plazo			Fundamentos
						+	=	-	
Dólar Oficial	2,1%	1,6%	1,8%	1,9%	8,1%		=		Por ahora sin expectativas de salida del 2% de crawling peg. Se mantiene la tendencia descendente Brecha cambiaria luce cercana al piso (Imp PAIS) y con oferta para sostener A pesar de la baja reciente, todavía no está en nivel mínimo (crawling)
Inflación (índice CER)	20,1%	17,5%	15,6%	11,7%	89,5%			-	
Dólar CCL- Brecha	28,6%	-11,0%	1,5%	-0,3%	10,8%		=		
Tasa Badlar Privada	9,9%	6,8%	6,5%	5,3%	33,9%			-	

Asignación por Clase de Activos		Rendimientos en Pesos					YTM	Estrat Asig.	Estrat. Dur.	Fundamentos
		ene-24	feb-24	mar-24	abr-24	YTD				
Liquidez	Badlar privada	9,9%	6,8%	6,5%	5,3%	33,9%	65,1%	Neutral	Corto	Riesgo de bajas adicionales de tasas genera preferencia por LECAPs
								Neutral	Corto	Están alineados con CER y Tasa Fija
TASA	PLAZO FIJO							Neutral	Corto	Solo disponible a 30 días
	LECAPs	24,4%	3,7%	38,9%	24,2%	126,0%	44,3%	Overweight	Corto	Sigue con demanda por expectativa de bajas adicionales de tasas
	LECER Fija							Neutral	Corto	En búsqueda de tasa para liquidez de corto
CER	BONCER	1,3%	12,5%	15,2%	6,8%	45,7%	-24,5%	Overweight	Medio	Foco en tramo Medio , buscando tasas reales positivas.
DUALES	DUAL CER	18,5%	-3,8%	1,6%	9,9%	29,6%	-33,1%	Neutral	Corto	Solo foco en TDJ24 como instrumento de liquidez
	DUAL DLK	18,5%	-3,8%	1,6%	9,9%	29,6%	-35,9%	Underweight	Medio	Preferencia por sintético por valuación y rescates
DLK	DOLLAR LINKED	19,3%	-7,8%	4,4%	3,4%	20,4%	-10,6%	Neutral	Largo	Con foco en Bopreal visto con instrumento DLK
USD	BOPREALES USD							Overweight	Medio	Preferencia por Serie I Strip B
	BONARES USD	24,0%	2,2%	17,7%	7,5%	52,8%	20,0%	Overweight	Medio	La compresión de los últimos meses acotó la ganancia esperada, en especial por volatilidad externa. Visión constructiva de largo plazo
	GLOBALES USD	28,7%	-0,3%	15,9%	7,4%	52,8%	18,6%	Overweight	Medio	
Renta Variable	Rofex 20	35,4%	-12,0%	19,0%	2,6%	33,1%		Overweight	Largo	Viene respondiendo como herramienta de cobertura ante tasas reales muy negativas
	S&P Merval	35,6%	-12,3%	19,6%	2,6%	33,9%		Overweight	Largo	

MEGAQM



FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN