

MEGAQM

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN



Coyuntura Económica, Perspectivas y Estrategias de Inversión.

27 de Septiembre de 2024

**Inversiones
impulsadas por expertos**

Semáforo de Corto Plazo:

- El equipo económico ha optado por un programa cambiario muy gradual. Para que se puedan ir alineando las expectativas se necesita que se vayan cumpliendo ciertos hitos claves. En las próximas semanas se irán viendo varios de estos temas y la manera en que se resuelvan serán centrales para terminar de formar expectativas de cara a 2025.

Blanqueo

- Tiene por objetivo lograr que circulen los dólares que hoy están alejados del sistema local. Se requiere un mínimo de USD 20.000 para empezar a considerarlo exitoso.
- Por ahora avanza, aunque no hay certeza de montos totales, pero los depósitos en dólares aumentaron USD 8.000 millones.



Compra de USD

- El BCRA necesita seguir comprando dólares y que la brecha no se escape. Es condición necesaria para alinear expectativas. Por ahora sin aportes externos, no se vislumbra margen para salida rápida del cepo.
- Logró bajar la brecha y las ventas de divisas son bajas a pesar del pago de importaciones.



Inflación

- Se necesita quebrar el umbral del 4% de manera sostenida, para que el mercado no tenga que corregir valuaciones. Recién cuando esté alineada con el crawling, se puede empezar a pensar en unificar.
- El dato minorista de agosto fue negativo y la expectativa de septiembre sigue siendo alta.



Riesgo País

- Se quebró la relación entre brecha y RP. Bajó la brecha y la suba de paridades todavía no acompañó.
- Se necesita seguir bajando para mantener la estabilidad del mercado local y acercarse a los niveles de roll over.
- El Riesgo País en 1.300 puntos



Política

- Se presentó el proyecto de Ley de Presupuesto y de avanzó con un doble veto (jubilaciones + Universidades).
- ¿Cómo vuelve a la carga la oposición?
- Es un nuevo desafío para el oficialismo, que necesita sacar rápido la Ley para recuperar control del gasto público.



Un contexto externo con altibajos

Empezó la baja de Tasas

- La Fed empezó el proceso de baja de tasas y para el mercado se inicia una etapa de recorte "sin prisa, pero sin pausa"
- Ayuda a contener precio de commodities y a mejorar el flujo hacia emergentes.
- Baja el costo de endeudamiento.

Precios de Granos

- Luego de varias semanas de fuerte caída, parecen haber encontrado un piso, aunque por fundamentos, no se espera todavía una recuperación significativa.
- Necesidad de sumar al análisis el precio del petróleo.

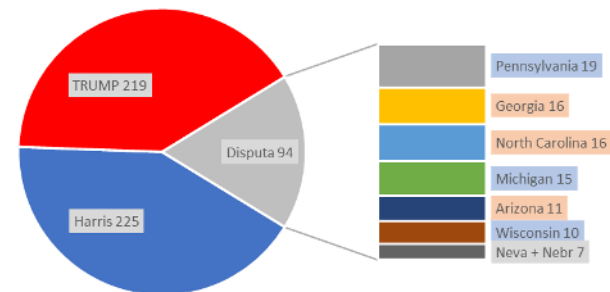
Elección es en EE.UU.

- Elecciones a principios de noviembre.
- El oficialismo le pone fichas a Trump, pero la contienda está cada vez más disputada. Hoy el foco está en pocos estados que se mantienen dentro del margen de error.

Elecciones y Expectativa de Tasas en Estados Unidos

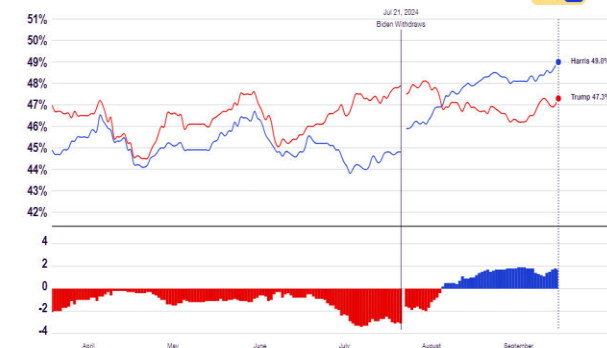
	Tasa Actual	7/11/2024	18/12/2024	29/1/2025	12/3/2025
4,75 - 5,00	100,0%				
4,50 - 4,75		60,1%			
4,25 - 4,50		39,9%	29,6%		
4,00 - 4,25			50,2%	18,5%	
3,75 - 4,00			20,2%	42,5%	18,4%
3,50 - 3,75				31,4%	42,4%
3,25 - 3,50				7,6%	31,5%
3,00 - 3,25					7,7%
Sendero + Probable	5,00%	4,75%	4,25%	4,00%	3,75%
		-0,25%	-0,50%	-0,25%	-0,25%

Una Elección MUY Disputada



Trump vs. Harris

(Trump vs. Biden Before July 21, 2024)



Señales mixtas para commodities

Baja de Tasas

- El período de dólar fuerte ya no se profundiza. Estados Unidos bajando tasas, pero otras economías relevantes acompañan el proceso.

Aumento de Productividad

- La producción de granos viene creciendo por efecto productividad tanto en Estados Unidos, como en Brasil y China.
- Aumento de oferta sostenida en el tiempo, por ahora sin shocks negativos fuertes.

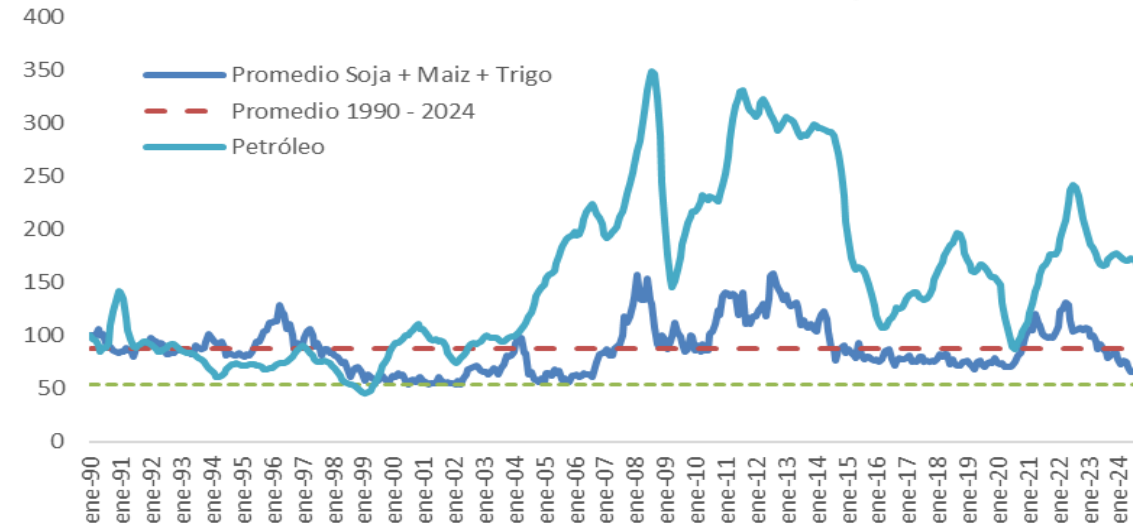
Baja Demanda Global

- Altos niveles de stock y demanda global que no crece quitan presión a los precios.
- Petróleo sujeto a escenarios geopolíticos complejos de corto plazo.

EVOLUCIÓN DE LA PRODUCCIÓN AGROPECUARIA

	2020-2021	2021-2022	2022-2023	2023-2024	2024-2025	Var %
Soja (Mill Tn)	46.218	43.861	25.044	50.500	52.300	3,6%
Girasol (Mill Tn)	3.247	4.050	5.018	3.600	4.100	13,9%
Trigo (Mill Tn)	17.644	22.150	12.556	15.100	19.500	29,1%
Maíz (Mill Tn)	60.526	59.037	41.410	46.500	49.500	6,5%
Sorgo (Mill Tn)	3.319	2.883	1.610	3.000	3.250	8,3%
Cebada (Mill Tn)	4.036	5.280	4.696	5.000	5.150	3,0%
TOTAL (Mill Tn)	134.991	137.262	90.334	123.700	133.800	8,2%
Var %	-0,2%	1,7%	-34,2%	36,9%	8,2%	
TOTAL (Mill u\$s)	40.354	49.176	31.335	37.449	34.880	-6,9%
Precio Promedio base'07	68,1	81,6	79,0	68,9	59,4	-13,9%

Precio Deflactado de Canasta de Granos y Petróleo



¿Cómo viene el Blanqueo? → Ahora hasta 31/10

Objetivo I: Movilizar los Dólares

Inicialmente enfocado en PyMEs y altos ingresos, aunque también puede movilizar en el segmento medio.

Desde el 31 de julio ya ingresaron más de USD 8.000 millones al sistema financiero

Objetivo II: Aumentar Reservas Brutas

El aumento de depósitos impacta en el stock de reservas brutas y en las disponibles.

Al 20 de septiembre el aporte estimado es de USD 5.400 millones, pero falta que los bancos lo encajen para que sea efectivo. Dependen del nivel de retiro del 1/10

Objetivo III: Demanda de Activos HD

Desde que empezó el blanqueo Bonares y Globales subieron 15% (HD) y el Merval USD un 24%.

Dentro de los activos en pesos solamente los Boncer y los Duales igualaron esa performance.

USD Millones	28/12/2023	31/7/2024	20/9/2024	Var desde Jul
Depósitos Privados	15.802	18.596	24.612	6.016
Préstamos	3.411	6.665	7.326	661
Encajes	12.391	11.931	17.286	5.355
Porcentaje Prestado	21,6%	35,8%	29,8%	11,0%

Concepto	USD M
Reservas Int BRUTAS	27.264
Encajes	10.747
Swap China	18.438
Deuda Organismos	119
SEDESA	1.943
Reservas Int. NETAS	-3.984

Reservas Líquidas

2.749

¿Qué está pasando en el Frente Externo?



- Uno de los objetivos centrales del programa económico era **ir disminuyendo la deuda comercial externa de las empresas**. El pasivo se generó por la imposibilidad de acceder al MULC.
- Parte de los pasivos declarados **se habían cancelado previamente al CCL** o con dólares propios.
- Los **Bopreales ayudaron a reordenar USD 10.000 millones**, pero requerirán reservas en los próximos 3 años.
- Hoy los flujos muestran como avanza la cancelación de esos pasivos.

Se fue cancelando el Financiamiento Comercial

USD Millones	I-24	II-24	jul-24	ago-24
Importaciones CIF	4.357	4.806	5.720	4.830
Pagos Bienes	-1.779	-3.664	-5.339	-5.800
Pagos Seguros y Fletes	-35	-67	-104	-100
Pagos Vía CCL	-1.433	-1.667	-1.134	-1.100
Financiamiento Comercial	1.109	-591	-857	-2.170
Acumulado	3.328	1.555	698	-1.472

¿Qué pueden aportar las Exportaciones?

- El mercado espera un **aumento de las exportaciones de casi USD 4.500 millones para el año próximo**. Es una cifra por debajo de lo que se esperaba 4 meses atrás, pero que sigue siendo positiva.
- La corrección se explica por la **caída en el precio de los granos (USD 3.500 millones negativos)**, pero esto implica que otros sectores tienen que aumentar el volumen exportado para compensar ese efecto.
- El foco está puesto en lo que pueda aportar **Oil & Gas + Minería**, aunque se necesita del aporte de otros sectores.
- En importaciones, las **menores compras de energía** deberían suavizar el efecto del aumento en las importaciones de otros bienes.

Expectativas REM

USD Millones	dic-23	abr-24	ago-24
Expo 2024	83.952	78.966	77.857
Impo 2024	69.372	62.897	59.163
Saldo 2024	14.580	16.069	18.694
Expo 2025	88.010	85.432	82.371
Impo 2025	75.222	70.256	66.662
Saldo 2025	12.788	15.176	15.709

A pesar de menores precios de granos, el REM proyecta suba de EXPO



El aumento de las IMPO sigue siendo acotado para 2025.



USD 15.000 millones es un saldo comercial que debiera asegurar Pax Cambiaria.

¿Cuántos dólares necesita el Tesoro?

- El desafío principal para el Tesoro sigue siendo **demostrar que puede afrontar los pagos de deuda en dólares del año próximo**. Primeros con vencimientos fuertes de Bonares y globales.
- El foco estará en las **gestiones con organismos**, para lograr nuevas líneas y renovar las existentes.
- El Tesoro ya **tiene reservados USD 1.500 millones** para enero.

Vencimientos por casi USD 20.000 en los próximos 5 trimestres

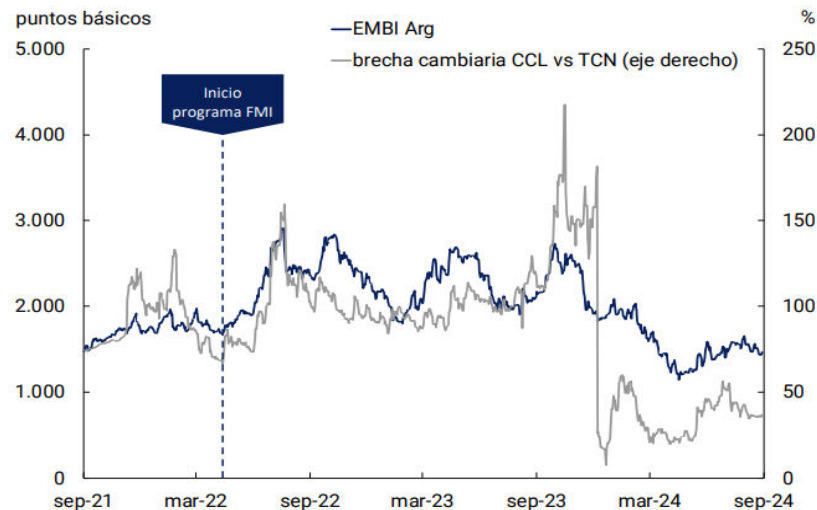


Necesidad de rolear deuda de Organismos Internacionales (FMI, BID, BIRF) y de canjear la deuda intra sector público.



Con 100% de roll over de capital y 85% de intereses, la necesidad de caja se reduce a USD 9.000 millones.

Riesgo país y brecha cambiaria



¿Cuánto queda por pagar?

USD Millones	IV-24	I-25	II-25	III-25	IV-25	TOTAL
Capital	843	3.876	521	3.990	828	10.059
Orq. Internacionale	485	530	454	646	461	2.575
Resto Deuda	358	3.346	67	3.345	368	7.484
Intereses	1.451	2.900	1.266	2.864	1.276	9.757
Orq. Internacionale	1.258	1.240	1.216	1.227	1.232	6.174
Resto Deuda	193	1.660	50	1.636	44	3.583
TOTAL PAGOS USD	2.294	6.776	1.788	6.854	2.105	19.816
Est. Intra Sec Púb	149	1.352	32	1.345	111	2.988
Sup Roll Over OOI	1.554	1.584	1.487	1.689	1.508	7.822
NECESIDAD USD	591	3.840	268	3.820	486	9.005

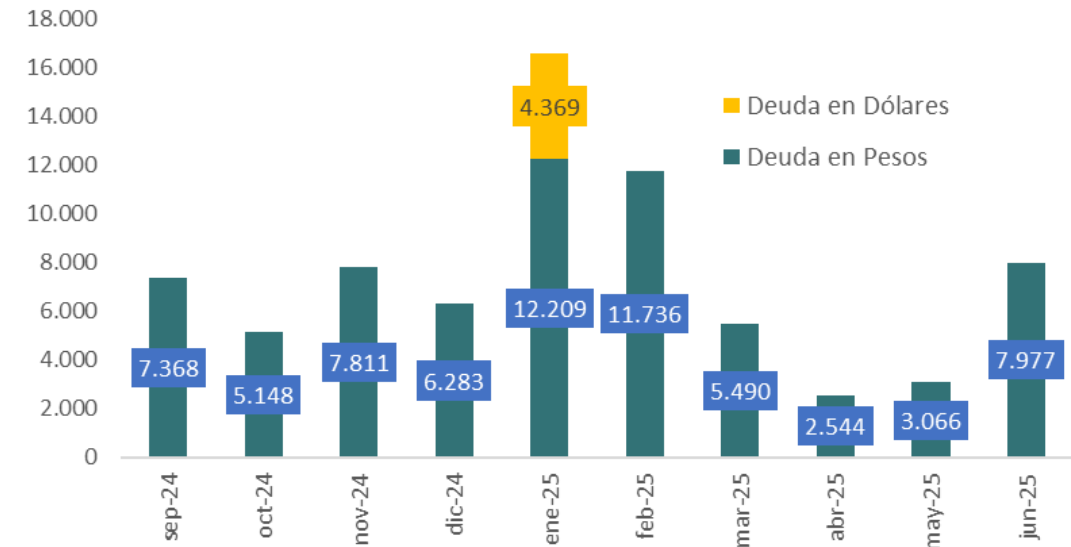
El problema de la deuda en Pesos

- Mientras se mantengan los controles cambiarios, la deuda en pesos del Tesoro nacional tiene de alguna manera garantizado el roll over.
- De todas maneras, es bueno ir monitoreando los niveles, para entender los **riesgos implícitos en abrir el mercado cambiario**.
- Si **medimos hasta diciembre de 2025, el Tesoro tiene vencimientos por \$100 billones de pesos**, pero tiene una posición de efectivo por \$15 billones.
- Al analizar el resto de la deuda, hay que recordar que las tenencias de inversores institucionales, en donde se destacan los mismos **organismos descentralizados (BCRA, ANSES, etc) tienen posiciones muy altas (40% intra sector público / total)**.

Vencimientos Deuda Arg\$ hasta Dic-25

	Arg \$	A 3.500	CCL
Tasa / Lecaps	41.041	42,4	33,6
LeFis	20.000	20,7	16,4
CER	27.185	28,1	22,3
DLK	2.332	2,4	1,9
DUAL	10.275	10,6	8,4
TOTAL	100.832	104	83
Depósitos en BCRA	15.341	15,8	12,6
Deuda Neta	85.492	88	70

Perfil de Vencimiento Deuda del Tesoro
(datos en USD oficiales Millones)



Una mirada sobre los pesos

Emisión Primaria

- La emisión primaria es cero, con el BCRA reabsorbiendo los pesos que emite por compra de USD.

Creación Secundaria

- Pero reapareció la demanda de crédito y por lo tanto se recupera el multiplicador monetario.
- Hay creación secundaria de pesos y crowding in

Demanda Real de Dinero

- Al crecer el crédito, aumenta la Demanda Real de Dinero. Sube el circulante y los depósitos a la vista.

	sep-24	
	Arg\$ M	En % VC
Volumen Captado (VC)	86.722	100%
Encaje Efectivo	8.601	10%
Encaje en Especies	10.917	13%
Efectivo en Sucursales	1.482	2%
Capacidad Prestable \$	67.203	77%
Préstamos \$	37.788	44%
Tenencias Otros Activos	29.415	34%

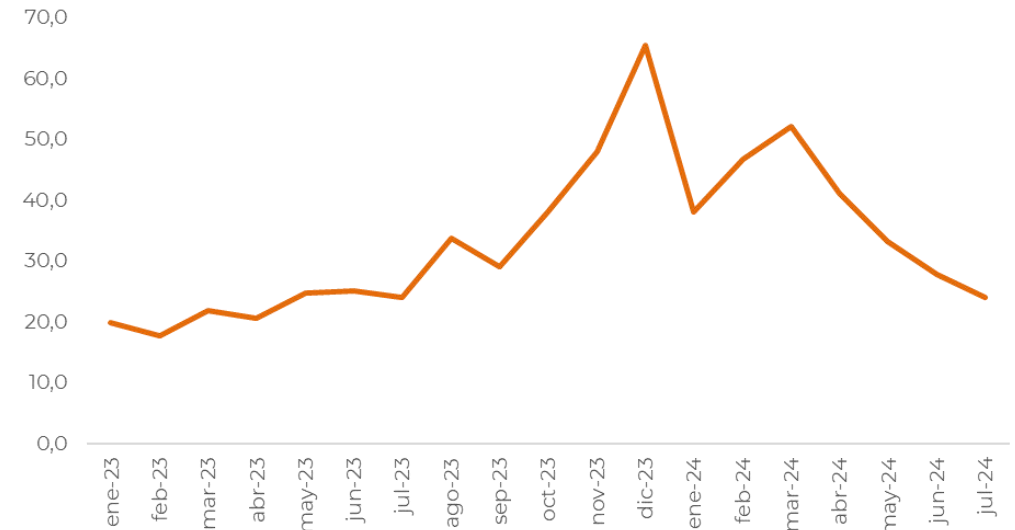
LIQUIDEZ BANCARIA: DINÁMICA RECIENTE

Arg\$ Mill x mes	Ene-May	jun-24	jul-24	ago-24	sep-24	Acum Jun
Crecimiento Depósitos	5.579	3.218	3.241	3.009	2.381	11.849
Aumento de Encajes	-608	-1.864	-1.240	-451	-311	-3.866
Cap Prestable	4.972	1.354	2.002	2.557	2.070	7.983
Crecimiento Préstamos	1.358	3.510	4.403	4.494	3.178	15.584
Var Cap Prestable	3.614	-2.155	-2.402	-1.937	-1.108	-7.601

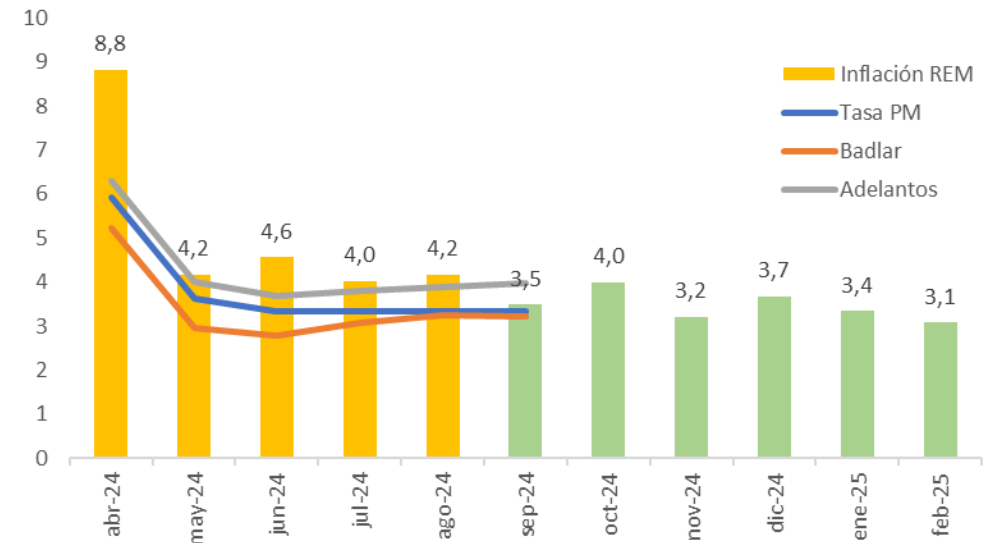
Se achica el margen financiero

- La **dinámica del crédito** deja claro que las entidades financieras están buscando **crecer en volumen de negocios** con sus clientes.
- **Baja el spread nominal** y necesitan más volumen para absorber costos. Esto **presiona sobre el nivel de tasas**.
- Las tasas de corto plazo siguen estando negativas en términos reales y en el corto plazo **no esperamos movimientos del BCRA**.
- Si en cambio se pueden **comprimir aún más los márgenes** en aquellos segmentos en donde todavía hay espacio.
- Cuando la banca necesita crecer empieza a competir por las fuentes de fondeo y esto presiona al nivel de tasas. Si no pueden descargar versus BCRA / Tesoro, encontrarán rápidamente un techo.

BANCOS: Margen Financiero en Descenso



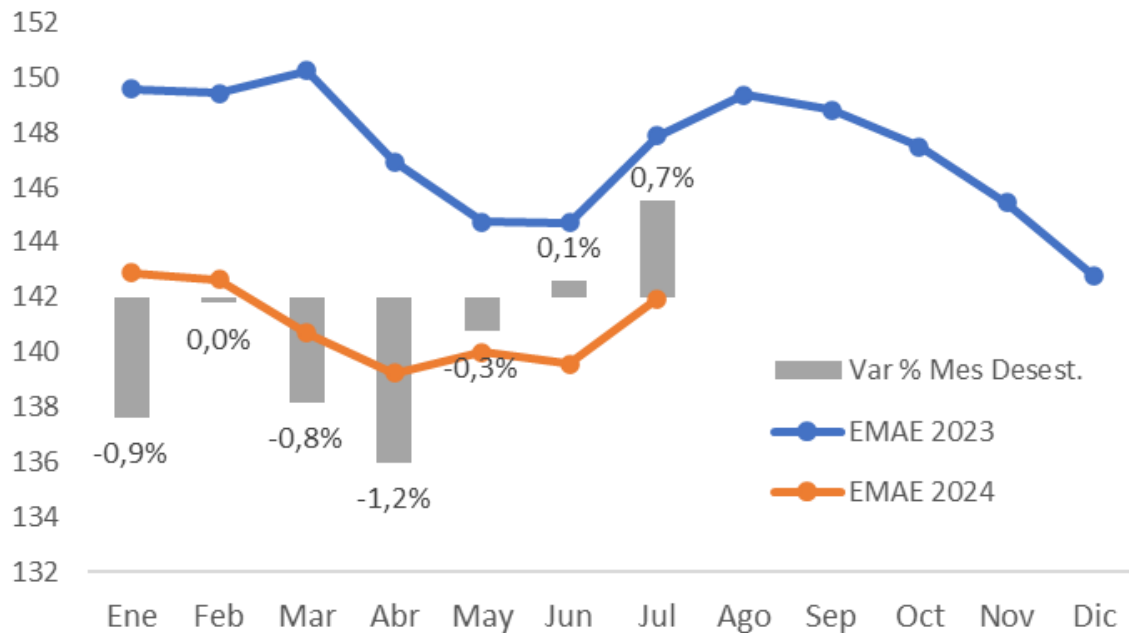
Tasas Reales que buscan ser positivas



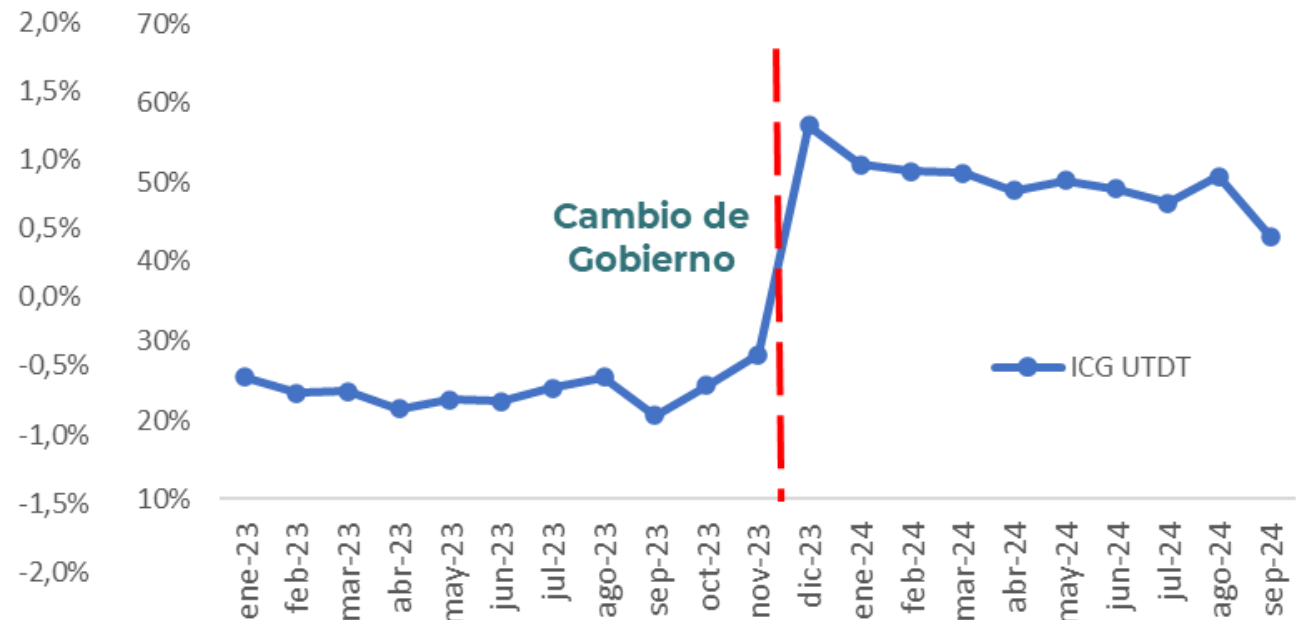
¿Qué está pasando en la Economía Real?

- El Nivel de Actividad se empieza a recuperar de manera más consistente. Pero la imagen de Gobierno se vio afectada posiblemente por la decisión de vetar las modificaciones a la **movilidad jubilatoria** que aprobó el Congreso. Todavía los niveles de adhesión son altos.
- La clave en el corto plazo posiblemente pase por consolidar la **recuperación económica** y **bajar la inflación**. **¿Es factible esa combinación?**

Nivel de Actividad Desestacionalizado



Índice de Confianza en el Gobierno (UTDT)



Tiempos lentos para recuperar el salario real

- La recuperación del salario real es lenta, en especial por lo complejo que resulta lograr que los sectores informales mejoren sus ingresos.
- Si el sector informal tarda en recuperarse, es señal de dificultades claras para la generación de empleo en los segmentos de menores ingresos.
- Es un punto para tener presente de cara al proceso electoral, en especial en el conurbano bonaerense.



	Caída vs Max	Recup vs Mín	Brecha a Máx
TOTAL SALARIOS	-24,8%	10,9%	-16,6%
Registrado	-21,7%	10,0%	-13,9%
Privado	-17,7%	13,2%	-6,8%
Público	-30,2%	3,3%	-27,9%
NO Registrado	-53,2%	22,9%	-42,5%

El Salario Real viene recuperándose a un ritmo del 1,8% mensual



Si se mantuviera el ritmo, llevaría casi 11 meses llegar al nivel de dic-21. Es esperable que ese ritmo baje el año próximo y lleve más meses.

Analizando la dinámica inflacionaria

- El foco sigue estando puesto en bajar la inflación. No luce sencillo, porque se encontró un piso en el 4% mensual. Ese piso se explica por:
 - Crawling peg del 2% mensual.
 - Recuperación del crédito y del salario real.
 - Mayor empuje del nivel de actividad.
 - Corrección de precios relativos.
 - Inercia inflacionaria.

Expectativas de Inflación

Var %	I-24	II-24	jul-24	ago-24	sep-24	oct-24
Inflación	14,9%	5,8%	4,0%	4,2%	3,5%	2,9%
Arrastre	8,1%	2,9%	1,6%	2,2%	1,8%	1,4%
Neto	6,8%	2,9%	2,4%	2,0%	1,7%	1,5%
Bienes	14,2%	4,4%	3,2%	3,2%	↓↓	↓↓
Servicios	17,3%	10,0%	6,4%	6,5%	↑	↑
Estacional	12,0%	7,2%	5,1%	1,5%	↓	=
Núcleo	13,9%	4,6%	3,8%	4,1%	=	↓
Regulados	21,9%	10,0%	4,3%	5,9%	↑	↑

Nueva Definición de Inflación Objetivo --> PURA

Inflación Mensual	I-24	II-24	jul-24	ago-24
Crawling Peg	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Inflación Internacional	0,3%	0,1%	0,3%	0,1%
Estados Unidos	0,4%	0,1%	0,2%	0,2%
Brasil	0,4%	0,2%	0,1%	0,2%
Europa	0,3%	0,2%	0,3%	-0,3%
China	0,1%	-0,1%	0,5%	0,4%
Inflación de Referencia	2,3%	2,1%	2,3%	2,1%
IPC Núcleo Local	13,9%	4,6%	3,8%	4,1%
Inflación PURA	11,3%	2,4%	1,5%	2,0%

MONITOREANDO PRECIOS RELATIVOS

Var % Mensual	abr-24	may-24	jun-24	jul-24	ago-24	Acum desde Dic-17	
						Prom	Desvío vs IPC#
Precios Minoristas IPC	8,8%	4,2%	4,6%	4,0%	4,2%	5,2%	0,0%
Bienes	6,3%	3,9%	3,1%	3,2%	3,2%	7,8%	-10,2%
Servicios	16,5%	5,0%	8,7%	6,4%	6,5%	6,4%	24,7%
Precios Regulados	18,4%	4,0%	8,1%	4,3%	5,9%	9,1%	17,2%
Precios Mayoristas	3,4%	3,5%	2,7%	3,1%	2,1%	9,3%	-15,7%
IPIM Nacionales	3,8%	4,0%	2,7%	3,3%	2,2%	6,6%	-14,8%
Manufacturados	4,1%	3,1%	2,0%	2,7%	2,2%	6,7%	-15,7%
Energía	0,3%	4,9%	18,8%	5,3%	5,7%	6,5%	-11,3%
IPIM Importados	0,0%	-2,1%	2,2%	1,0%	0,2%	7,2%	-25,6%
Tipo de Cambio	2,2%	2,1%	1,9%	2,2%	2,0%	5,5%	3,6%
Dólar Financiero	-0,5%	8,5%	13,2%	3,4%	-4,0%	8,4%	-24,7%
Salarios	10,2%	8,3%	6,2%	6,1%	6,0%	5,4%	18,2%

¿Qué esperamos hacia adelante?

Escenario Oficial

La política monetaria surge efecto y rápidamente baja la nominalidad.

En enero 2025 pueden bajar el ritmo de crawling peg y la unificación se corre hacia adelante.

La inflación tiene que llegar al andarivel del 2,3% mensual para que sea exitoso. El "stress" sigue siendo cambiario y la corrección de precios relativos / inercia inflacionaria.

Escenario de Shock

Si se logra un nuevo acuerdo con el FMI y un desembolso para fortalecer reservas, se puede dar una salida anticipada.

El FMI pide corrección del tipo de cambio y el equipo económico no quiere convalidar ese shock con efecto inflacionario.

Dependerá del resultado de las elecciones en Estados Unidos y del apoyo político que logren para avanzar en un programa diferente al tradicional (desembolso). Todavía luce poco probable.

Escenario de Stress

El riesgo es cambiario. Si no baja la inflación y no se corrige el tipo de cambio, puede aumentar la demanda por dolarizar carteras. Eso implicaría un shock en la brecha y hace menos viable el círculo virtuoso que busca el equipo económico.

La salida a ese shock es una corrección del tipo de cambio oficial. La ventaja con respecto al contexto previo es que la magnitud del ajuste necesario es mucho más acotada. Menor dispersión de variables nominales. Posibilidad de armar coberturas.

Escenarios Cuantitativos

		A) Escenario Oficial			B) Escenario de Shock			C) Escenario de Stress		
		2024	2025	R% 18 M	2024	2025	R% 18 M	2024	2025	R% 18 M
TCN	\$	1.018	1.238	29,0%	1.235	1.392	45,1%	1.018	1.614	68,3%
	Var % a/a	26,9%	21,6%		54,0%	12,7%		26,9%	58,6%	
Dólar CCL	\$	1.247	1.300	5,7%	1.346	1.413	14,8%	1.303	1.695	37,8%
	Var % a/a	31,0%	4,2%		41,3%	4,9%		36,8%	30,1%	
	Brecha	22,6%	5,0%		9,0%	1,5%		28,0%	5,0%	
IPC	Indice	274	367	45,0%	301	425	67,7%	281	449	77,4%
	Var % a/a	118,1%	34,1%		140,2%	40,8%		123,6%	60,0%	
Badlar	TNA	41,0%	15,8%	50%	60,0%	17,8%	99%	44,0%	35,0%	80%
TCR (Nov-23 = 100)		107	101	-6,9%	118	98	-9,5%	105	108	-0,7%

Estrategia de Asset Allocation

Cláusulas de Ajuste: "Expectativas de Corto	jul-24	ago-24	sep-24	YTD	Expectativa Corto Plazo			Fundamentos
					+	=	-	
Dólar Oficial	2,3%	2,2%	1,7%	19,8%		=		Mantenimiento del Crawling Peg al 2% hasta convergencia
Inflación (índice CER)	4,8%	4,2%	3,6%	154,4%			-	Datos semanales confirman tendencia descendente en septiembre
Dólar CCL- Brecha	-5,2%	0,7%	-5,2%	26,1%		=		Parece haber encontrado piso en 1200 durante blanqueo
Tasa Badlar Privada	3,3%	3,2%	2,9%	56,4%	+			Menor liquidez en el mercado puede ir presionando sobre la tasa

Asignación por Clase de Activos		jul-24	ago-24	sep-24	YTD	YTM	Estrat Asig.	Estrat. Dur.	Fundamentos
Liquidez		3,3%	3,2%	2,9%	56,4%	37,0%	Underweight	Corto	Si bien no se espera suba de tasas del BCRA, el mercado de pesos se ve más presionado con bancos necesitados de crecer en volumen.
Badlar privada		3,3%	3,2%	2,9%	56,4%	40,0%	Underweight	Corto	
TASA					n.d.		Underweight	Corto	
	Bonos Badlar				n.d.		Underweight	Corto	
	PLAZO FIJO	3,4%	3,5%	103,5%	56,4%	51,1%	Underweight	Corto	Overweight para money market y underweight para el resto
	LECAPs	6,7%	4,1%	2,4%		59,2%	Overweight	Largo	El Tesoro no logra "invertir" la curva a pesar de expectativas de desinflación
CER	BONCER	-3,6%	11,6%	0,4%	57,0%	9,0%	Overweight	Medio	Operando con piso y techo de corto plazo.
DLK	DOLLAR LINKED	-6,2%	0,5%	-2,8%	26,5%	1,6%	Underweight	Medio / Largo	Menor demanda. Cobertura via sintético
USD	BOPREALES USD	-6,7%	5,2%	-0,4%	21,7%	17,5%	Underweight	Medio / Largo	Como estrategia de devengamiento, esperando los cupones de ene-25 / jul25 y su impacto en el flujo
	BONARES USD	-3,7%	7,4%	1,6%	91,9%	20,8%	Neutral	Corto	
	GLOBALES USD	-3,8%	6,4%	2,6%	91,3%	17,8%	Overweight	Corto	
Renta Variable	Rofex 20	-6,8%	16,6%	-0,7%	87,6%		Neutral	Largo	Mercado chico que puede tener impulso por fondos de blanqueo. Dependerá de las tasas reales y de la recuperación de la actividad.
	S&P Merval	-8,0%	15,9%	-0,1%	84,5%		Neutral	Largo	

MEGAQM

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN