

MEGAQM

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN

“Perspectivas Económicas 2025: Identificando Oportunidades y Riesgos.”

28 de marzo de 2025

**Inversiones
impulsadas por expertos**



Acuerdo FMI - Ruido Cambiario

Los avances en el Congreso para darle curso al acuerdo con el FMI acrecentaron los temores de modificaciones en la política cambiaria.

Eso potenció una dinámica que se empieza a ver preocupante con respecto a la acumulación de reservas y a dependencia de los flujos de capitales.

Aumento de Brecha – Costo de Cobertura

La consecuencia de la incertidumbre cambiaria fue un aumento de la brecha y del costo de cobertura (Rofex).

Esos factores generan cambios relevantes en las tasas de interés en pesos, afectando de manera conjunta a la curva pesos – CER.

Cambio de Dinámica de Tasas

El mercado pasó de esperar bajas agresivas de tasas de interés a temer por aumentos.

El rol del crédito en dólares y las dificultades para bajar la inflación cambiaron la pendiente de la curva pesos. El Tesoro ante el desafío de rollear vencimientos.

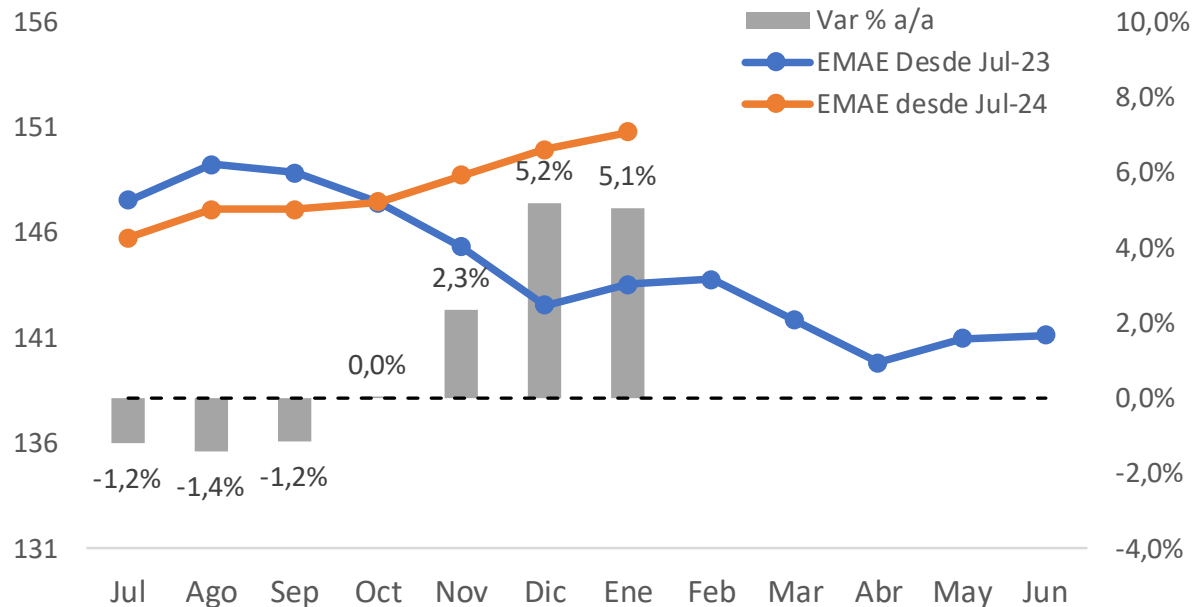
Frente Político: Marzo con 2 datos negativos

- En marzo se dieron dos shocks negativos que probablemente estén vinculados. Junto al ruido financiero cambiario (aumento de brecha) se dio un cambio en las expectativas inflacionarias, con una inflación BreakEven para el mercado que ya ronda el 30%.
- Ese aumento en la expectativa inflacionaria coincidió también con un deterioro del 5,5% en la imagen de gobierno.
- Los niveles absolutos de ambos indicadores siguen siendo razonablemente buenos, pero la dinámica de las últimas semanas ha sido negativa.
- En cambio el nivel de actividad sigue con dinámica positiva.

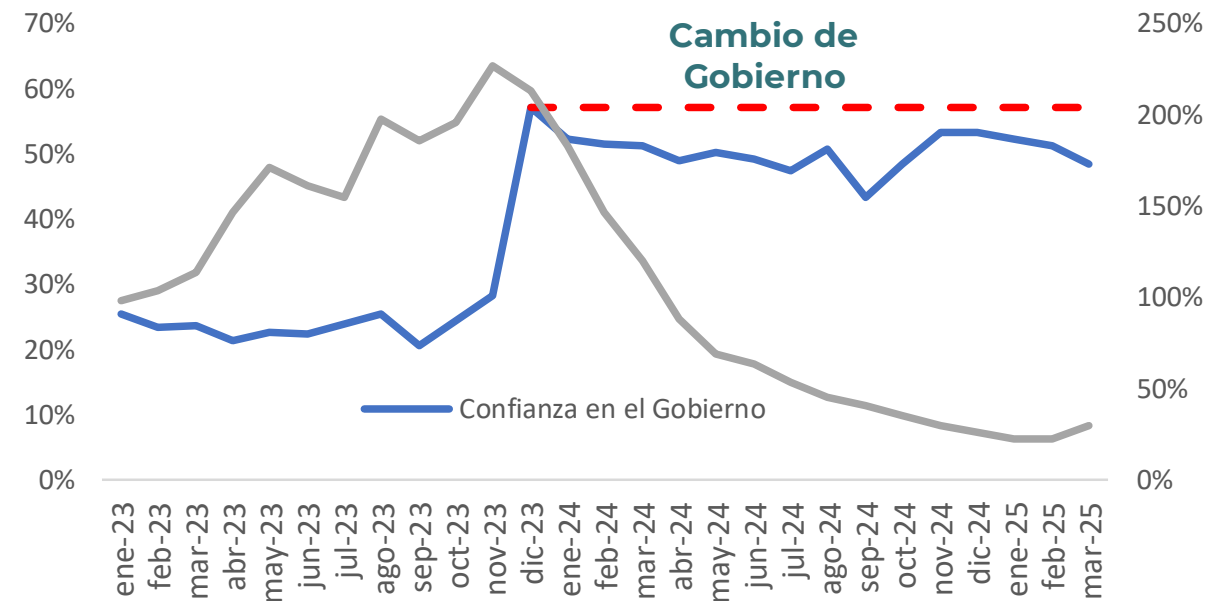
Imagen de Gobierno UTDT

	Inicio	15M	Var %
NK	3,14	2,07	-34,1%
CFK	2,37	1,36	-42,6%
CFK	2,75	1,83	-33,5%
MM	3,14	2,32	-26,1%
AF	2,32	1,78	-23,3%
Promedio	2,74	1,87	-31,8%
JM	2,86	2,42	-15,4%

Nivel de Actividad Desestacionalizado



Índice de Confianza en el Gobierno (UTDT)

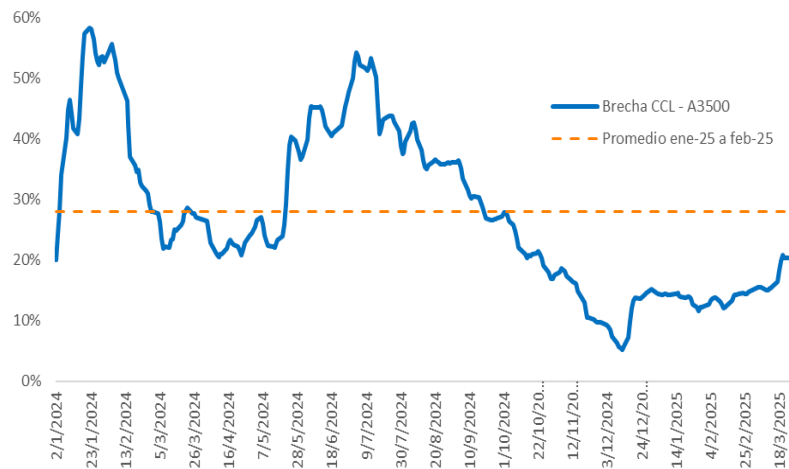


Brecha Cambiaria

Se fue del andarivel del 15% que daba tranquilidad. El salto generó impacto en el proceso de formación de precios.

Los USD del agro vía Blend generan expectativas más tranquilas hacia adelante, pero esa normativa puede cambiar con acuerdo FMI.

Brecha subiendo 5 puntos

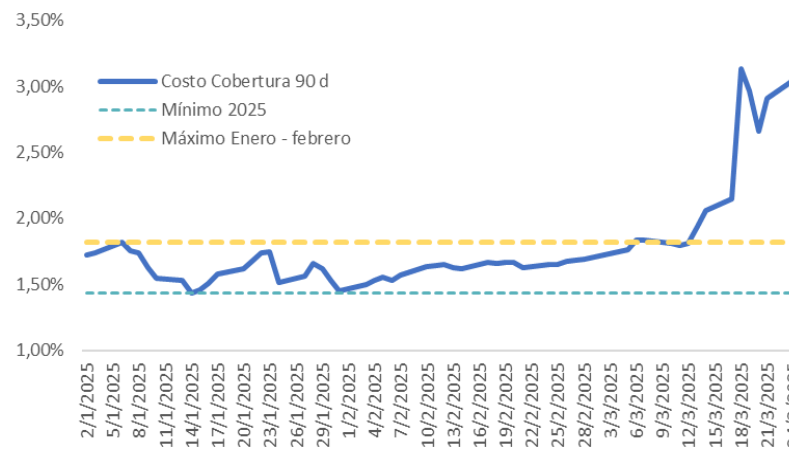


Costo de Cobertura

Tocó un piso cuando bajó el crawling peg al 1%. Desde allí empezó a subir y quebró la barrera del 3% mensual.

En los últimos días se estabilizó apenas bajo de 3%, pero se nota preocupación por bajar ese precio (Emisión DLK corta).

Costo de Cobertura ROFEX a 90 días (TEM)

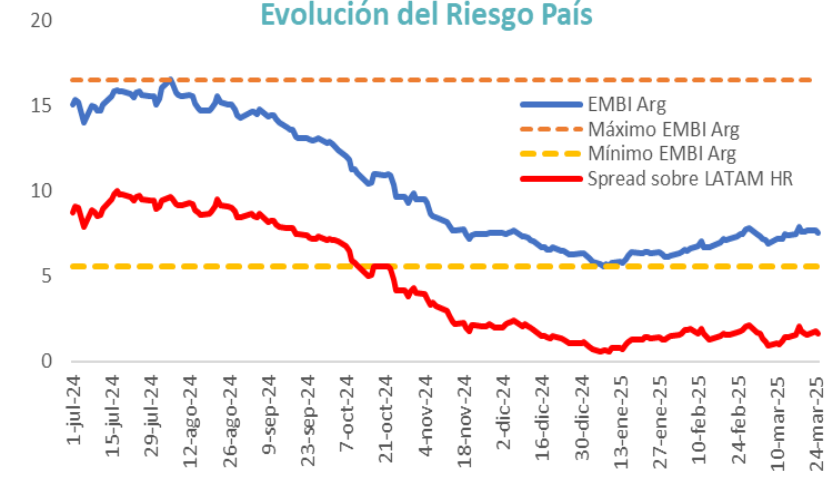


Riesgo País

Tocó un piso de 560 a mediados de enero y luego tuvo un rebote que lo llevó a niveles de 770 puntos. S mantiene cerca de ese techo.

Por ahora faltan drivers que aclaren escenario cambiario hacia adelante y aseguren la continuidad del programa económico.

Evolución del Riesgo País



¿Qué se sabe?

Ya tiene el OK del Congreso vía validación del DNU.

Es un acuerdo a 10 años con 4,5 años de gracia para el capital. Monto total de USD 20.000 millones.

Incluye roll over de vencimientos con el FMI y fondos frescos para recomprar Letras Intransferibles y capitalizar al BCRA.

Destraza acuerdos vigentes con otros organismos y con China por el Swap.

¿Qué **NO** se sabe?

No se conocen las características técnicas del acuerdo.

Política Cambiaria: ¿Se mantiene el crawling peg? ¿Se aplica un esquema de bandas? ¿Se va directo hacia una flotación?

El otro interrogante tiene que ver con los **tiempos y etapas** que se puedan plantear en el acuerdo, en especial considerando que se trata de un año electoral.

Independientemente de las certezas e incertidumbre, lograr un acuerdo a 10 años debiera tener un impacto positivo sobre los fundamentos para valorar activos argentinos.

¿Sirve un Salto Cambiario para ganar TCR?

- La postura del equipo económico es que una devaluación no es una herramienta para mejorar el TCR.
- Sirve para licuar pasivos en moneda local. Por eso sirvió en diciembre 2023 para licuar el gasto público y para licuar los pasivos monetarios del BCRA.
- Tampoco se puede afirmar que el TCR actual sea de equilibrio mientras se mantengan controles cambiarios.
- El interrogante es, ¿por qué se atrasó el TCR en 2024 luego de la magnitud del ajuste realizado?

¿Argentina va hacia equilibrios con TCR más fuerte?

¿Jugaron negativamente las expectativas?

¿Fue insuficiente la magnitud del ajuste de 2023?

¿Qué pasivos necesitan ser licuados?

La apreciación del Tipo de Cambio Real de 2024 encendió señales de alerta en algunos sectores por pérdida de “competitividad cambiaria”.
El interrogante es si, un nuevo salto cambiario, ¿es suficiente para devolver esa competitividad cambiaria perdida?

La Historia reciente muestra que solamente se ganó TCR cuando se implementó una flotación del tipo de cambio o cuando se sucedieron devaluaciones periódicas (2018-2020)

	Ajuste TCN	Ganancias de Tipo de Cambio Real			
		n+3	n+6	n+9	n+12
ene-14	16,0%	11,6%	7,0%	-1,1%	-8,8%
dic-15	36,1%	35,7%	17,7%	22,9%	18,8%
may-18	18,3%	19,7%	25,6%	23,3%	26,2%
ago-23	20,8%	-11,8%			
dic-23	116,7%	16,1%	-1,4%	-5,6%	-12,5%

¿Por qué el BCRA no acumula Reservas?

- Las Reservas Netas (metodología FMI) son negativas por USD 10.000 millones. Ese es el piso de recompra de Letras Intransferibles que se necesita para recuperar una posición neta positiva para las reservas.
- Además el Acuerdo es necesario para frenar el drenaje, que en los últimos meses ha sido muy fuerte por las necesidades de divisas del Tesoro. Desde diciembre de 2023, necesitó más de USD 15.000 millones
- El modelo cambiario actual no luce compatible con la cancelación en efectivo de los vencimientos de deuda en moneda extranjera del Tesoro. La urgencia del Acuerdo pasa por bajar la necesidad de dólares del Tesoro.

¿Cuánto queda por pagar?

USD Millones	I-25	II-25	III-25	IV-25	TOTAL
Capital	3.876	521	3.990	828	9.216
Org. Internacionales	292	454	646	461	1.852
Resto Deuda	212	67	3.345	368	3.992
Intereses	2.900	1.266	2.864	1.276	8.306
Org. Internacionales	295	1.216	1.227	1.232	3.971
Resto Deuda	40	50	1.636	44	1.770
TOTAL PAGOS USD	839	1.788	6.854	2.105	11.585
Est. Intra Sec Púb	68	32	1.345	111	1.556
Sup Roll Over OOI	543	1.487	1.689	1.508	5.227
NECESIDAD USD	228	268	3.820	486	4.802

Concepto	7/1/2025	21/3/2025	Var
Reservas Int BRUTAS	32.903	26.628	-6.275
Encajes	14.389	12.047	-2.342
Bopreales 12 meses	2.600	2.667	67
Swap China	17.744	17.934	190
Deuda Organismos	127	114	-13
SEDESA	1.974	2.080	106
Reservas Int. NETAS	-3.931	-8.214	-4.283
Ajustador 1: Precio oro	-1.162	-1.905	-743
Ajustador 2: Precio DEGs	120	36	-84
Reservas Netas FMI	-4.973	-10.083	-5.110

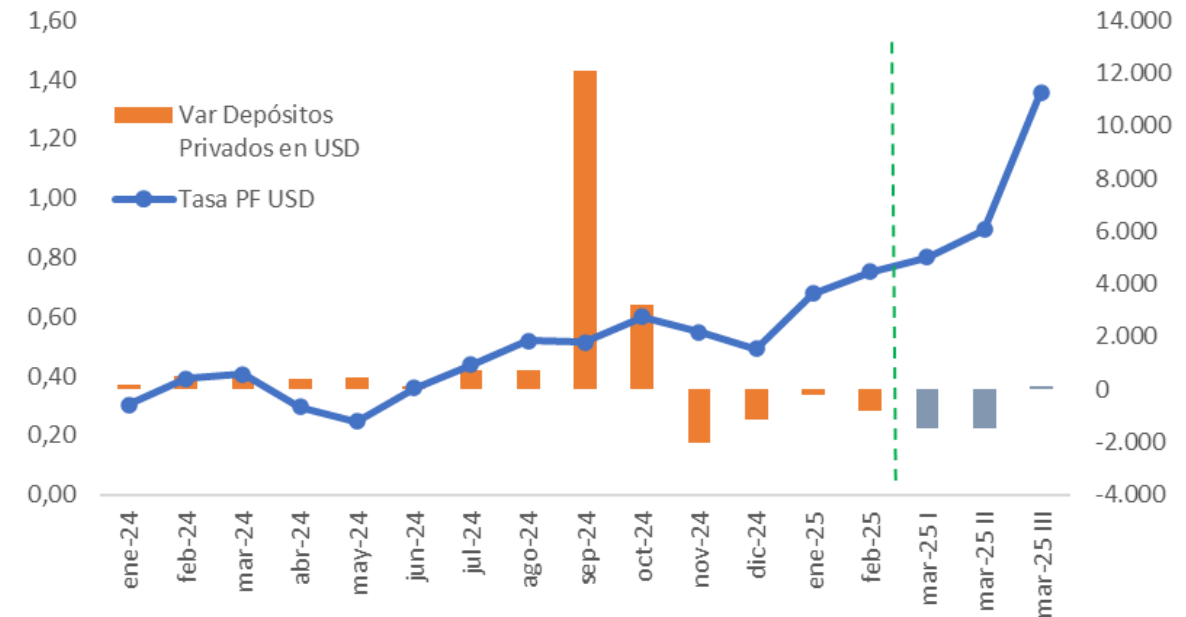
Origen y Aplicación de Reservas

USD Millones	2022	2023	2024	2025
FUENTES DE USD	5.805	-2.480	21.852	2.734
Compras en el Mulc	5.824	488	18.710	2.909
Nuevos Encajes	-19	-2.968	3.142	-175
USOS DE USD	-867	-19.046	-15.285	-5.561
Venta al Tesoro	-2.667	-841	-6.767	-3.871
Pago a OOII	4.370	-10.325	-3.169	-1.333
Otros	-2.571	-7.880	-5.349	-358
VAR DE RESERVAS	4.937	-21.525	6.567	-2.827

Objetivo I: “Frenar drenaje de depósitos en USD”

- Sigue firme la demanda de crédito en dólares, pero no reaccionan los depósitos.
- Los bancos, liderados por el BNA, empezaron a pagar más tasa por depósitos a Plazo Fijo.
- El BCRA necesita frenar el drenaje de reservas vía encajes. Desde el 7-01 se perdieron USD 2.350 millones de reservas por esa vía. Está alineado a la expansión del crédito, ya que los bancos usan esa liquidez.
- Pero para que siga creciendo el crédito y la cuenta capital ayude a compensar el balance cambiario, se necesita aumento de depósitos en dólares.
- El pago de tarjetas también influyó negativamente en la dinámica de los depósitos en moneda extranjera.

Suben las Tasas por Depósitos en USD



Ante la necesidad de crecer frenar la caída de depósitos en dólares y el efecto negativo de los encajes sobre las reservas.

Objetivo II: “Contener la Inflación”

- En las últimas semana se aceleró la inflación, con algunos componentes diferentes a los que se venían dando.
- La **baja de retenciones** incidió en productos exportables, entre ellos alimentos.
- El aumento de la **brecha** parece haber incidido sobre los **productos importados**, que venían bajando de precio y empezaron a subir.
- El ruido cambiario incidió de manera negativa en la búsqueda de asegurar **márgenes más altos**.
- Hacia adelante **seguimos esperando menores niveles de inflación**, que solamente se pueden interrumpir si hay ajuste cambiario.
- Los datos del primer trimestre confirman que Argentina todavía está con niveles de **Pass Through** elevados.

¿Por qué se aceleró la inflación?

Baja de retenciones → Alimentos

Suba de Brecha → Productos Importados

Riesgo Cambiario → Márgenes

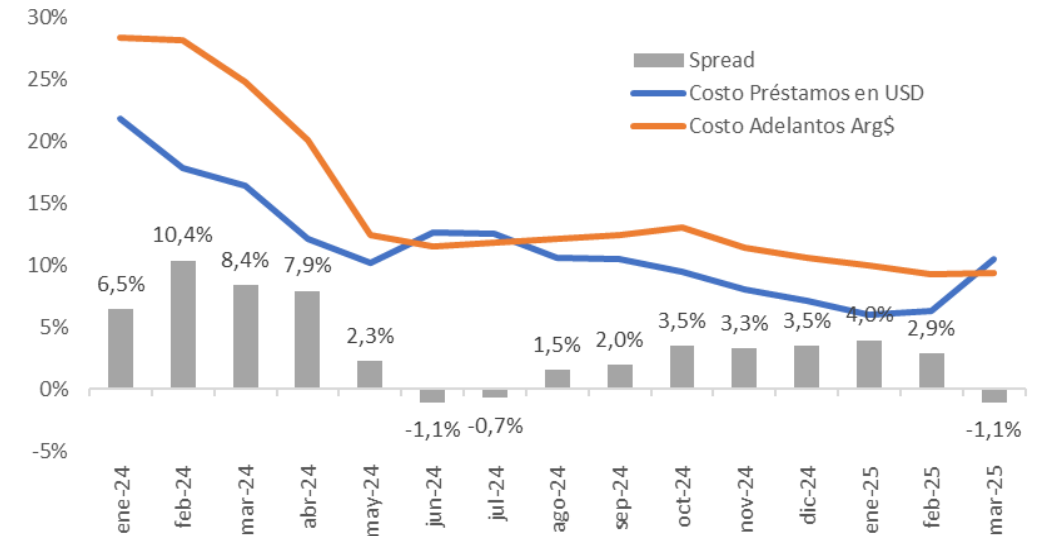
Expectativas de Inflación

Var %	I-24	II-24	III-24	IV-24	ene-25	feb-25	mar-25	abr-25
Inflación	14,9%	5,8%	3,9%	2,6%	2,2%	2,4%	2,7%	2,3%
Arrastre	8,1%	2,9%	1,9%	1,3%	1,1%	1,2%	1,4%	1,3%
Neto	6,8%	2,9%	2,0%	1,3%	1,1%	1,2%	1,3%	1,0%
Bienes	14,2%	4,4%	3,1%	1,9%	1,5%	2,1%	↑	↓
/icios	17,3%	10,0%	5,8%	4,4%	3,8%	3,1%	↑	↑
Estacional	12,0%	7,2%	3,2%	-0,4%	0,4%	-0,8%	↑	↓
Núcleo	13,9%	4,6%	3,7%	2,9%	2,4%	2,9%	↑	↓
ulados	21,9%	10,0%	4,9%	3,2%	2,6%	2,3%	=	↑

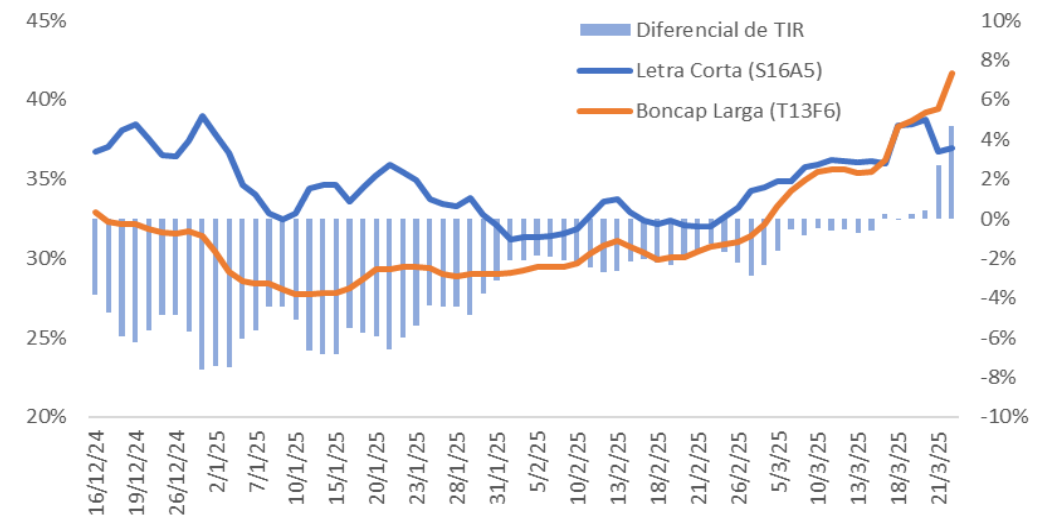
Objetivo III: “Realinear las Tasas de Interés”

- Ante la aceleración inflacionaria y el aumento de las expectativas de inflación, las tasas de interés quedaron desalineadas.
- El mercado secundario corrigió, recuperando la pendiente positiva de la curva de Tasa Fija en pesos, pero todavía luce riesgosa la relación entre el costo de oportunidad de financiarse en pesos versus financiarse en dólares. El crédito todavía no lo refleja, pero si las operaciones de liquidación de divisas comerciales.
- El Tesoro es el primero en tener que pagar más tasa en pesos, ya que tiene el desafío de renovar los vencimientos de deuda en pesos.

Mantener el Equilibrio entre Tasas en Arg\$ y en USD



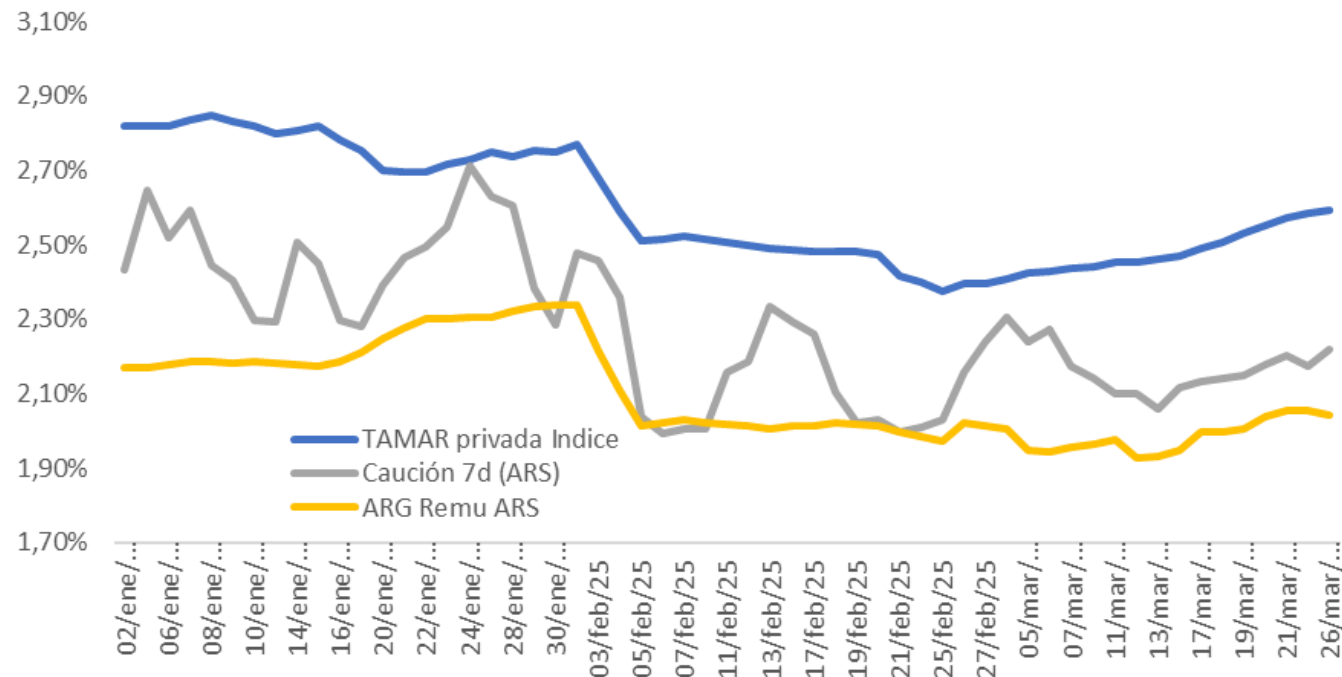
Corrigió la Expectativa de Baja de Tasas



Tasas de Interés: Liquidez en Pesos

- Los bancos siguen creciendo en su capacidad prestable total, pero la expansión que están teniendo en crédito es mayor, eso hace que baje su stock de liquidez y necesiten desarmar otros activos.
- La licitación de ayer generaba stress por la posibilidad de que los bancos no renueven sus tenencias y eso inyecte más pesos en el mercado.
- El Tesoro logró rollear los vencimientos, primero coordinando con el BCRA, que tenía una posición de casi \$3 B. Luego alcanzando el rolleo del resto en el mercado. Las tasas fueron similares a las de mercado, pero por primera vez hubo demanda de activos DLK, en especial en el tramo corto. Una forma parcial de descomprimir el costo de cobertura cambiaría.

Ciclos de Liquidez afectan a las Tasas Cortas



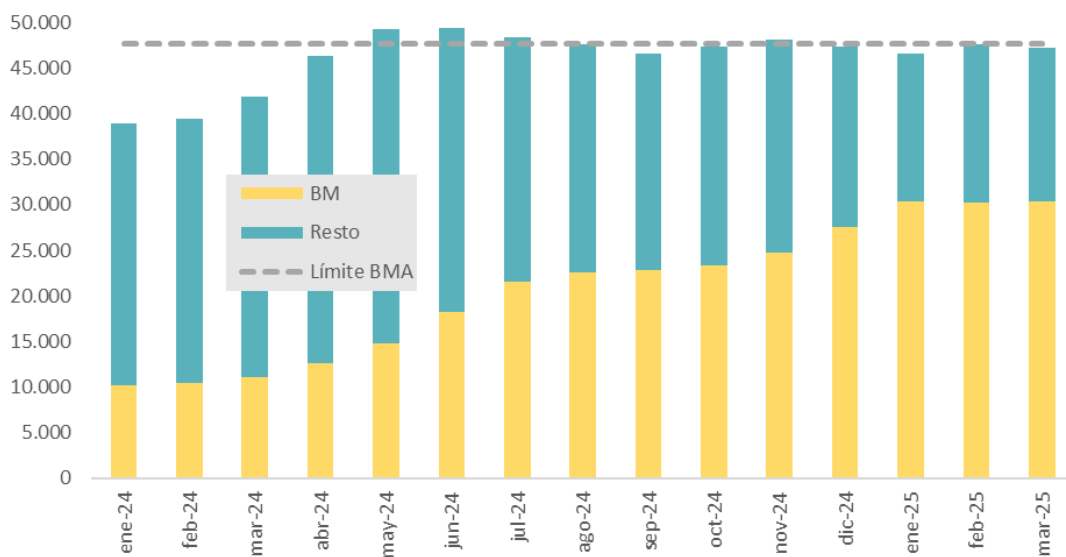
	ene-25		mar-25	
	Arg\$ M	En % VC	Arg\$ M	En % VC
Volumen Captado (VC)	107.221	100%	112.657	100%
Encaje Efectivo	10.346	9,6%	9.690	8,6%
Encaje en Especies	14.878	13,9%	16.237	14,4%
Efectivo en Sucursales	2.093	2,0%	2.292	2,0%
Capacidad Prestable \$	79.904	74,5%	84.438	75,0%
Préstamos \$	53.582	50,0%	60.586	53,8%
Tenencias Otros Activos	26.322	24,5%	23.852	21,2%

¿Siguen sobrando pesos?

- El equipo económico viene planteando 3 **condiciones para liberar el CEPO**:
 - Que la inflación esté alineada con el ritmo de crawling peg.
 - Que el BCRA cuente con un nivel de reservas acorde.
 - Que no sobren pesos.
- La primera condición está claro que no se está cumpliendo, ya que la **inflación se aceleró** en febrero y marzo. La segunda condición depende de lo que se haya acordado con el FMI.
- La tercera en cambio es más compleja de medir. **La economía está menos líquida** y una prueba de ello es el aumento de la tasa de interés, pero todavía no se alcanzaron las metas planteadas.
- ¿Cómo juega la deuda del Tesoro en pesos? ¿Puede ser fuente de demanda de dólares?**

(Enfoque de Flujos)

SIGUE GANANDO PESO RELATIVO LA BASE MONETARIA



Datos en Mill de \$	sep-24		dic-24		mar-25	
	Arg\$ M	Pts PBI	Arg\$ M	Pts PBI	Arg\$ M	Pts PBI
Circulante	13.078	2,0%	16.137	2,2%	18.430	2,5%
Efectivo en Tránsito	1.507	0,2%	1.999	0,3%	2.292	0,3%
Encajes	8.202	1,3%	9.439	1,3%	9.690	1,3%
Base Monetaria	22.787	3,5%	27.575	3,8%	30.412	4,2%
Dep Cuenta Corriente	20.028	3,1%	24.910	3,4%	24.320	3,3%
Dep Caja de Ahorro	19.987	3,1%	22.663	3,1%	21.686	3,0%
Medios de Pago (M2)	62.802	9,6%	75.148	10,4%	76.418	10,5%
Dep Plazo Fijo	39.395	6,0%	47.391	6,5%	54.622	7,5%
Masa Monetaria (M3)	102.198	15,7%	122.539	16,9%	131.040	18,0%
Deuda del Tesoro Pesos	167.763	25,7%	183.522	25,3%	199.519	27,4%
En % de M3	164%		150%		152%	

El escenario se empezará a definir cuando se conozca la **letra chica del acuerdo con el FMI**, para eso pueden faltar 4 o 5 semanas.

El acuerdo con el FMI a 10 años debiera generar **impacto positivo sobre la valuación de activos locales** más allá de lo que proponga en términos de política cambiaria. Si es consistente y sostenible, la mirada hacia adelante tiende a ser constructiva.

Independientemente del sendero cambiario que se elija, una economía sin cepo requiere **mayores niveles de tasa real de interés**. Y sin controles cambiarios, el arbitraje entre activos en pesos y activos en dólares estará más presente, teniendo impacto sobre el nivel de tasas en pesos.

Esto no quita el riesgo de un período de **corto plazo de alta volatilidad**, en especial si conviven cambios en el programa económico con un calendario electoral. Esto lleva a tener una mirada conservadora de corto plazo. El principal driver positivo puede ser un acuerdo con el FMI más contundente de lo que espera el mercado.

Esa mirada conservadora se traduce en **estrategias lo más cortas posibles en términos de duration**, incremento de los ratios de cobertura que venían en mínimos y una selección de activos con especial foco en la calidad crediticia y en la liquidez. Los cláusulas de cobertura (CER y DLK) pueden tener mayor demanda en el corto plazo.

Estrategia de Asset Allocation: La mirada de nuestro Comité de Inversiones

Cláusulas de Ajuste: "Expectativas de Corto Plazo"		ene-25	feb-25	mar-25	YTD	Expectativa Corto Plazo			Fundamentos
						+	=	-	
Dólar Oficial		2,0%	0,8%	0,7%	3,8%		=		Por ahora sin cambios. A la espera de Acuerdo FMI
Inflación (Índice CER)		2,6%	2,2%	2,0%	7,2%	+			Marzo acelerándose con respecto a febrero. Abril con leve baja
Dólar CCL- Brecha		-0,7%	3,2%	6,0%	9,1%		=		A la espera de la liquidación del agro en el CCL
Tasa de Interés		2,8%	2,1%	2,1%	7,2%	+			Presión alcista sobre tasas del mercado secundario y lici del Tesoro
Asignación por Clase de Activos		Rendimientos en Pesos				YTM	Estrat Asig.	Estrat. Dur.	Fundamentos
		ene-25	feb-25	mar-25	YTD				
Liquidez		2,8%	2,12%	2,08%	7,2%	29,5%	Neutral	Corto	El mercado de pesos sigue poco líquido con presión sobre las tasas de corto plazo.
TAMAR Privada		2,8%	2,12%	2,08%	7,2%	36,2%	Neutral	Corto	
TASA	PLAZO FIJO	2,8%	2,12%	2,08%	5,0%	34,0%	Overweight	Corto	Tasas con presión alcista por menor liquidez e incertidumbre cambiaria
	LECAPs / Boncaps	4,5%	0,2%	-1,5%	4,7%	40,2%	Neutral	Corto	Riesgo de suba por necesidad de rolleo del Tesoro y valoración de riesgo cambiario
	DUALES / TAMAR					37,8%	Underweight	Corto	Perdieron atractivo por nivel de duration, a pesar del premio por dualidad
CER	BONCER	6,7%	-0,3%	-0,5%	6,5%	10,0%	Overweight	Corto / Medio	Inflación de corto por arriba de expectativas y tasas reales altas
DLK	DOLLAR LINKED	3,4%	-0,1%	4,1%	7,6%	5,0%	Neutral	Medio / Largo	Volviendo la demanda, pero con niveles todavía bajos. Sigue siendo cobertura
USD	BOPREALES USD	0,7%	3,2%	7,1%	21,7%	12,4%	Underweight	Medio / Largo	Empiezan a ganar atractivo para carteras en pesos por el encarecimiento de la cobertura via Rofex.
	BONARES USD	-0,6%	-1,6%	6,6%	5,0%	14,5%	Neutral	Corto	
	GLOBALES USD	0,7%	-1,7%	6,9%	6,1%	12,3%	Neutral	Corto	
Renta Variable	Rofex 20	1,0%	-14,3%	11,0%	-3,3%		Neutral		Dependerá de las tasas reales y de la recuperación de la actividad. Ya arbitrado versus bonos
	S&P Merval	1,2%	-12,8%	10,6%	-3,7%		Neutral		

MEGAQM

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN