

The logo for Quinquela Asset Management features the word "Quinquela" in a stylized, orange, cursive script. A thick, horizontal orange line is drawn beneath the word, extending slightly beyond its left and right edges.

ASSET MANAGEMENT

Perspectivas Mensuales

Enero 2021

¿Cuál es el Rumbo Económico?

- En los últimos meses, las decisiones de gobierno lucían orientadas hacia un nivel mayor de ortodoxia, como si se estuviera ordenando la economía de cara a un posible acuerdo con el FMI: ordenamiento fiscal, recupero de reservas, menor asistencia del BCRA, acceso gradual al mercado de capitales local, etc.
- En las últimas semanas en algunos temas aparecieron algunos giros heterodoxos que generan dudas a futuro.

Medidas Ortodoxas

- Gradual ordenamiento fiscal.
- Menor asistencia del BCRA.
- Inicio de negociaciones con el FMI.
- Aumento de las tasas de interés.
- Aumento del ritmo de devaluación.

Giros Heterodoxos

- Postergación de aumento de tarifas.
- Restricciones a las exportaciones de maíz.
- Limitaciones adicionales para el pago de importaciones.
- Anuncios de cambios en el sistema de salud/ Obras sociales.
- Postergación aumento de prepagas.

Los Riesgos de un Escenario Binario

Oferta de Dólares

- El mayor grado de intervencionismo en las operaciones de comercio exterior aumenta la demanda de importaciones de sectores que buscan acumular stocks ante posibles nuevas restricciones.
- Estas medidas han demostrado con anterioridad que deterioran significativamente el saldo comercial y por consiguiente el nivel de reservas.

Solvencia Fiscal

- Sin aumento de tarifas, los diferentes sectores demandarán aumento de subsidios. Quienes no lo obtengan bajarán inversiones y cantidad / calidad de servicio. Es negativo para una buena asignación de recursos.

Acuerdo con el FMI

- El ordenamiento fiscal es una condición necesaria para avanzar en un acuerdo de largo plazo con el FMI. Mayor nivel de subsidios puede ir en contra de esa solvencia. El factor electoral también juega de manera negativa.

Riesgo Social

- La economía todavía no logró recuperarse de los efectos de la pandemia / cuarentena. El nivel de empleo puede ser un problema si se acelera la inflación.

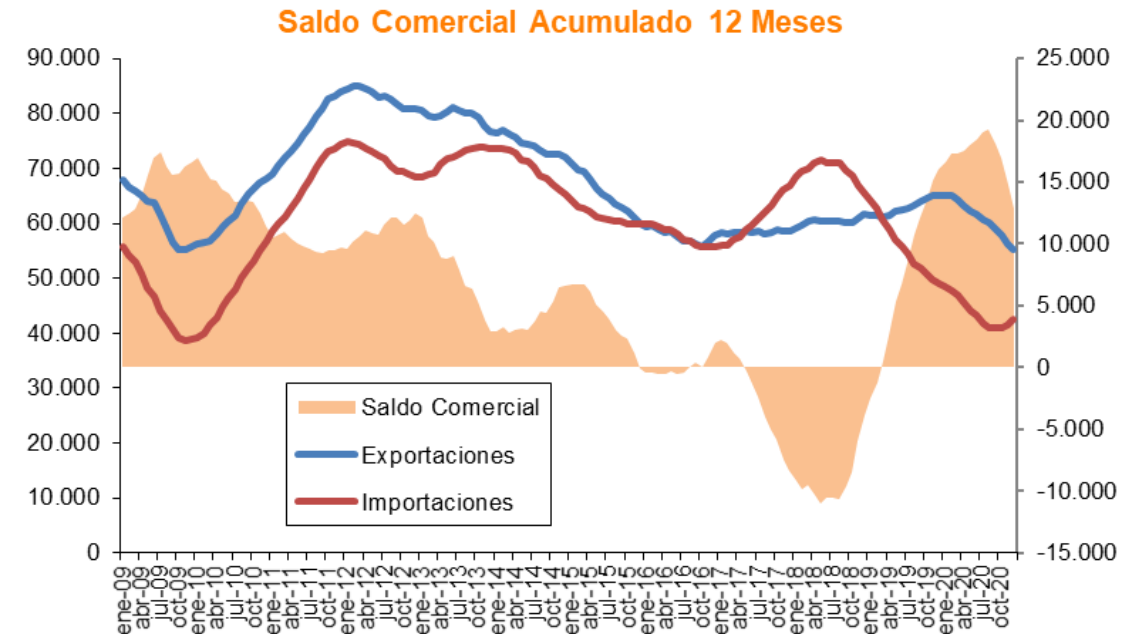
Equilibrio Externo

- En diciembre el BCRA logró equilibrar el mercado cambiario y aumentar las reservas.
- Lo hizo en un marco de retroceso de la brecha y de dólar turista por arriba del dólar MEP.
- La incógnita está puesta en la manera en que se acomoda el saldo comercial en 2021. Los precios de commodities ayudan a elevar la oferta, pero los incentivos siguen sin estar ordenados.

USD Millones	I-20	II-20	III-20	oct-20	nov-20	dic-20 p	I-21	II-21	III-21
Intervenciones BCRA	220	-185	-1.155	-1.090	-327	608	50	300	-240
Saldo Neto Privado	337	-264	-1.235	-1.101	-659	608	50	300	-240
Exportaciones	4.127	4.039	4.343	3.979	4.196	4.868	4.850	5.200	4.750
Importaciones	-3.085	-3.138	-3.848	-3.919	-3.731	-3.500	-3.800	-3.900	-4.000
Saldo Neto de Servicios	-4	-42	-201	-270	-168	-140	-300	-200	-240
Intereses y Dividendos	-331	-224	-212	-186	-189	-160	-250	-250	-250
Préstamos Financieros	-496	-551	-610	-564	-677	-350	-350	-400	-350
Atesoramiento y Otros	127	-348	-705	-142	-90	-110	-100	-150	-150

Oferta y Demanda de Dólares

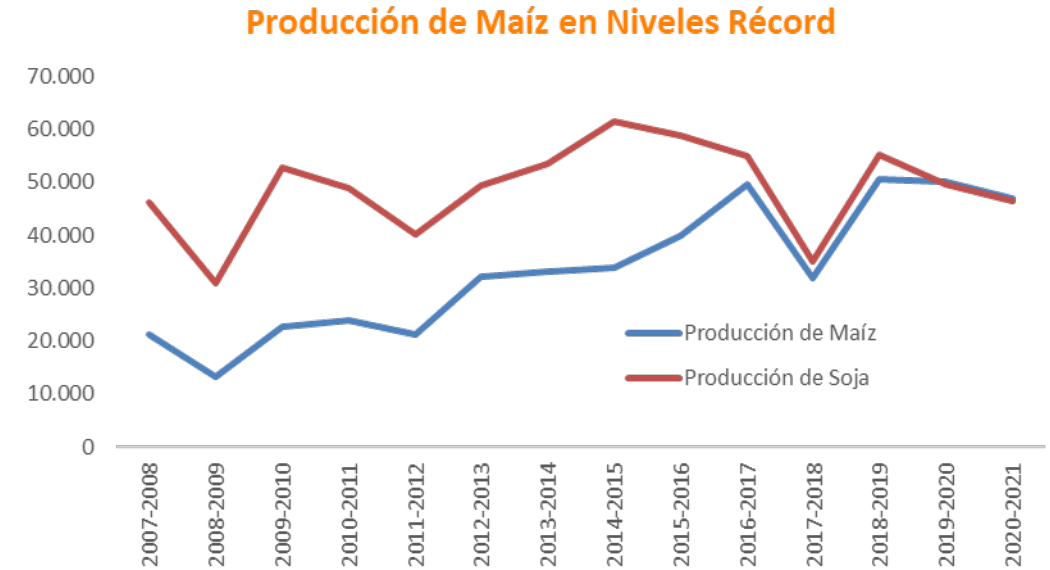
- El deterioro del saldo comercial ha sido evidente en los últimos 3 a 4 meses. La tendencia es negativa por la suba de las importaciones.
- La mejora del precio de commodities ayuda, pero no es suficiente para asegurar el excedente comercial. Sin el aumento en el precio de commodities el escenario era mucho más complejo.



	2011	2015	2017	I Sem 19	II Sem 19	I Sem 20	II Sem 20
Exportaciones USD M	82.981	59.879	58.622	62.375	65.116	61.715	55.342
Importaciones USD M	73.961	59.924	66.930	55.697	49.124	43.262	42.466
Saldo Comercial USD M	9.020	-45	-8.308	6.678	15.992	18.453	12.876
TCR Multilateral	1,00	0,68	0,73	0,98	1,00	0,99	0,97
Expo Brasil USD M	17.970	10.100	11.953	11.147	10.401	8.767	7.645
Impo Brasil USD M	21.944	13.100	19.637	11.891	10.160	8.531	8.752
Saldo Brasil USD M	-3.974	-3.001	-7.684	-744	241	236	-1.107
TCR Bilateral	1,00	0,54	0,63	0,77	0,78	0,72	0,64

Aumenta el Valor de la Cosecha

- Se espera un deterioro del 6% o incluso más en las cantidades producidas. Pero el precio promedio de la nueva campaña sobre compensa ese deterioro. A los precios actuales, la cosecha gana USD 8,000 millones en valor, lo que podría dejar entre USD 5.500 / 6.500 millones de aumento de exportaciones.
- Efecto negativo de las restricciones a las exportaciones de maíz.



EVOLUCIÓN DE LA PRODUCCIÓN AGROPECUARIA

	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018	2018-2019	2019-2020	2020-2021	Var %
Soja (Mill Tn)	61.447	58.799	54.972	35.100	55.100	49.600	46.500	-6,3%
Girasol (Mill Tn)	3.158	3.000	3.547	3.500	3.900	3.400	3.100	-8,8%
Trigo (Mill Tn)	14.143	11.571	18.625	17.000	19.000	18.800	16.800	-10,6%
Maíz (Mill Tn)	33.817	39.793	49.476	32.000	50.600	50.000	47.000	-6,0%
Sorgo (Mill Tn)	3.500	3.400	3.200	2.700	2.500	2.500	3.000	20,0%
Cebada (Mill Tn)	2.850	4.700	3.400	3.500	4.200	3.300	3.700	12,1%
TOTAL (Mill Tn)	118.916	121.264	133.219	93.800	135.300	127.600	120.100	-5,9%
Var %	12,1%	2,0%	9,9%	-29,6%	44,2%	-5,7%	-5,9%	
TOTAL (Mill u\$s)	39.146	37.075	39.373	27.954	39.508	36.831	44.463	20,7%
Precio Promedio base'07	75,0	69,6	67,3	67,9	66,5	65,7	84,3	28,3%

¿Sigue el contexto externo favorable?

- El precio de commodities elevado se explica en parte (1 de cada 4 puntos de aumento) por la debilidad del dólar.
- Estados Unidos está con niveles altos de déficit y su endeudamiento en relación al PBI es sustancialmente mayor que el de Alemania o la Zona del Euro. Esto implica que la política monetaria seguirá siendo expansiva. Además la Reserva Federal por ahora descarta cualquier posibilidad de suba de tasas.
- Como el diferencial de tasas con respecto al Euro no alcanza a compensar el déficit fiscal y el sobreendeudamiento, el dólar continúa con tendencia a depreciarse.

¿Por qué se debilita el dólar?

Datos en % del PBI		Datos Históricos			Proyecciones		
		2013-2017	2018	2019	2020	2021	2022-2025
Estados Unidos	Déficit	-4,2	-5,8	-6,3	-18,7	-8,7	-5,7
	Deuda	105,3	106,9	108,7	131,2	133,6	135,6
Zona Euro	Déficit	-2,0	-0,5	-0,6	-10,1	-5,0	-2,1
	Deuda	90,8	85,7	84,0	101,1	100,0	96,3
Alemania	Déficit	0,8	1,8	1,5	-8,2	-3,2	0,9
	Deuda	72,2	61,6	59,5	73,3	72,2	64,0

Fuente: Fondo Monetario Internacional

La necesidad de acceder al mercado local de capitales

- Este año el Tesoro logró captaciones netas en el mercado local por Arg\$ 386,000 millones. Esa cifra equivale al 18% de los vencimientos de capital e intereses que hubo en el año.
- Para el año próximo necesita captar algo más de Arg\$ 900.000 millones, es decir, 50% más de lo que vence.
- Las colocaciones dollar linked de octubre y noviembre explicaron casi el 70% del financiamiento neto. Luego de eso el ratio bajó a niveles de 10/12%.
- El objetivo de 45% de crédito neto sobre vencimientos luce ambicioso y requerirá seguramente de instrumentos indexados.
- Es una de las principales variables a ir monitoreando mes a mes

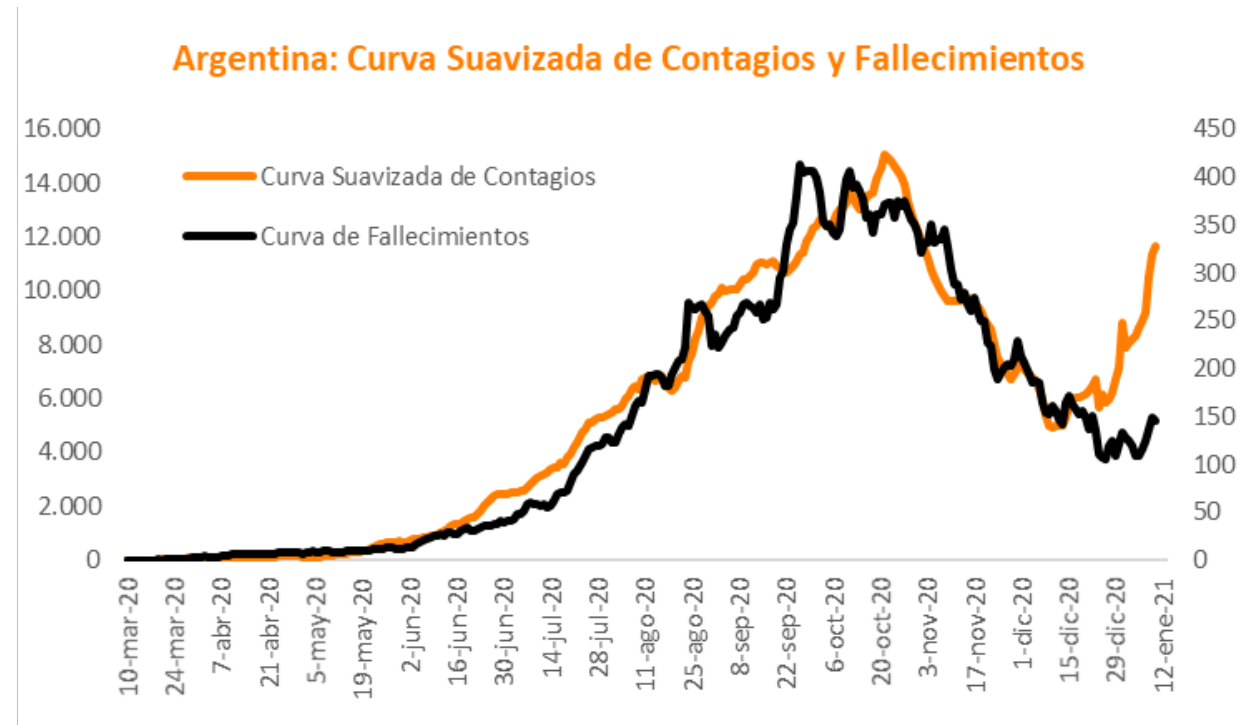
En \$ Miles de Millones	I-20	II-20	III-20	IV-20	2020
Vencimientos de Deuda Arg\$	79	154	182	297	2.133
Captación Neta	-31	4	54	102	386
Ratio de Renovación	61%	103%	130%	134%	118%

En \$ Miles de Millones	I-21	II-21	III-21	IV-21	2021
Vencimientos de Deuda Arg\$	177	166	237	98	2.033
Captación Neta Necesaria	80	75	106	44	915
Ratio de Renovación	145%	145%	145%	145%	145%

	ene-21	feb-21	mar-21	abr-21	may-21
Vencimientos corto plazo	191	254	86	272	209

La Dinámica de la Crisis Sanitaria

- Las estadísticas sanitarias muestran una marcada aceleración en la cantidad de contagios, pero que todavía no ha impactado de igual manera en el ritmo de fallecimientos diarios.
- Por ahora está impactando en un segmento de edades diferente, con un nivel de testeo claramente mayor. Por lo tanto ha bajado la tasa de Letalidad.
- Mientras el sistema sanitario se mantenga con margen, seguramente se demorarán las decisiones de incrementar las restricciones a la movilidad.
- En un año electoral luce poco probable que se vuelva a los niveles de abril-agosto de 2020.



El Riesgo Social

- En un año electoral, mejorar la situación social es un objetivo prioritario, superior inclusive a cualquier objetivo fiscal.
- La situación del empleo informal es todavía delicada. Los datos al tercer trimestre mostraban que el nivel de pérdida de empleo en ese sector seguía siendo severo.
- Si la recuperación se demora, se pueden esperar gestos fiscales para tratar de compensar el impacto antes de octubre. Luce poco probable que se hagan ajustes significativos de tarifas en este contexto.

EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN LABORAL

En Miles de Personas	I-19	II-19	III-19	IV-19	I-20	II-20	III-20	IV-20 e
Población Urbana	40.375	40.487	40.599	40.712	40.825	40.939	41.053	41.053
Población Activa	18.979	19.309	19.178	19.214	19.226	15.719	17.385	18.214
Ocupados	17.068	17.254	17.311	17.504	17.232	13.662	15.349	16.177
Privado Formal	6.181	6.098	6.064	6.031	6.010	5.794	5.766	5.781
Sector Público	3.146	3.181	3.197	3.230	3.187	3.207	3.214	3.214
Independientes	2.830	2.830	2.867	2.889	2.871	2.760	2.841	2.841
Informal	4.910	5.144	5.183	5.355	5.163	1.901	3.528	4.341
Desocupados	1.912	2.055	1.867	1.710	1.994	2.057	2.036	2.036
Población Inactiva	21.395	21.178	21.422	21.498	21.599	25.220	23.667	22.839
Desempleo Corregido #	10,1%	10,6%	9,7%	8,9%	10,4%	29,2%	20,0%	15,8%

No considera la caída transitoria en la Tasa de Actividad por efecto Pandemia

La demora en recomponer el Salario Real

- El Poder de Compra de los hogares no termina de recuperarse. A la dificultad por recuperar el nivel de empleo se sumó una aceleración inflacionaria sobre el cierre del año que se llevó toda la mejora nominal de los salarios.
- Sobre el segundo trimestre se podrían estar agudizando las presiones salariales. En especial si la inflación se mantiene en los niveles actuales o superiores.
- No hay margen para que el consumo interno sea un motor real para la economía.

EVOLUCIÓN DE LA MASA SALARIAL REAL

Var % Trimestral	I-19	II-19	III-19	IV-19	I-20	II-20	III-20	IV-20
Personas con Ingresos	0,3%	0,4%	0,5%	0,4%	-3,0%	-8,5%	4,2%	2,9%
Ingreso Medio	10,5%	9,7%	8,8%	9,2%	12,1%	5,6%	5,0%	7,5%
Masa Salarial	10,8%	9,5%	9,3%	9,5%	8,7%	-3,4%	9,4%	10,6%
Crédito Neto	1,3%	0,0%	1,8%	0,7%	-3,4%	1,2%	2,7%	-0,4%
Ingreso Disponible	12,0%	9,2%	11,1%	9,9%	4,8%	-2,2%	12,1%	9,7%
Costo de Vida	10,2%	11,1%	10,0%	13,2%	8,8%	6,2%	6,8%	10,4%
Poder de Compra t/t	1,7%	-1,7%	0,9%	-2,9%	-3,7%	-7,9%	5,0%	-0,6%
Var % a/a	-16,7%	-16,5%	-11,7%	-2,0%	-7,2%	-13,1%	-9,6%	-7,5%
Poder de Compra IV-15 = 100	89,7	88,2	89,0	86,4	83,2	76,6	80,5	80,0

En diciembre volvió la Expansión Monetaria

- La estacionalidad hacía prever una mayor expansión monetaria. El BCRA aprovechó la mayor demanda para transferirle todas las utilidades residuales al Tesoro. Aumentaron los depósitos públicos y luego entró en circulación ese dinero.
- La baja captación neta del Tesoro hizo que necesite toda la asistencia. No hubo ahorro de efectivo para enero 2021.
- Para 2021 se espera una menor expansión fiscal, pero un fuerte impacto monetario de los intereses de Leliqs y Pases. Sigue la necesidad de esterilizar.

FACTORES DE EXPANSIÓN DE LA BASE MONETARIA

<i>Variaciones mensuales en \$ Millones</i>	I-20	II-20	III-20	IV-20	oct-20	nov-20	dic-20	Año 2020	Año 2021 P
BASE MONETARIA	68.992	69.358	54.685	37.282	5.712	18.836	87.299	690.955	970.010
Compras al Sector Privado	22.507	-14.073	-66.645	-47.646	-93.770	-46.851	-2.319	-317.574	0
Sector Público	107.066	272.673	162.208	74.203	64.922	-78.596	236.283	1.848.449	1.200.000
Compra Divisas	-3.141	-3.166	-16.357	-30.836	-26.840	-41.760	-23.907	-160.497	0
Adelantos Transitorios	108.032	37.151	66.728	-34.821	5.319	-109.782	0	531.268	400.000
Transferencia de Utilidades	4.946	274.609	78.944	153.132	125.532	41.968	291.895	1.534.895	800.000
Resto	-2.772	-35.921	32.893	-13.272	-39.089	30.978	-31.705	-57.218	0
Intereses Leliqs	49.295	47.857	64.658	73.628	71.372	74.673	74.837	706.314	1.156.766
Esterilización	-109.875	-237.099	-105.536	-62.902	-36.812	69.610	-221.503	-1.546.234	-1.386.756
Pases	138.326	-190.353	-40.611	-110.016	-161.484	25.036	-193.600	-607.963	-485.365
LELIQ	-247.826	-47.180	-63.116	65.662	131.034	72.235	-6.284	-877.380	-901.391
Otros Movimientos	-375	435	-1.809	-18.548	-6.363	-27.662	-21.619	-60.891	

La dependencia de la Expansión Fiscal

- Mientras hubo asistencia del BCRA al Tesoro, los depósitos aumentaron y sobró liquidez. En octubre / noviembre, bajó esa fuente de expansión y se desaceleró el crecimiento.
- Sobre fin de año volvió la liquidez y los bancos tuvieron que buscar destino para sus pesos. La liquidez todavía es alta y hay margen para crecimiento del crédito. Falta la demanda.

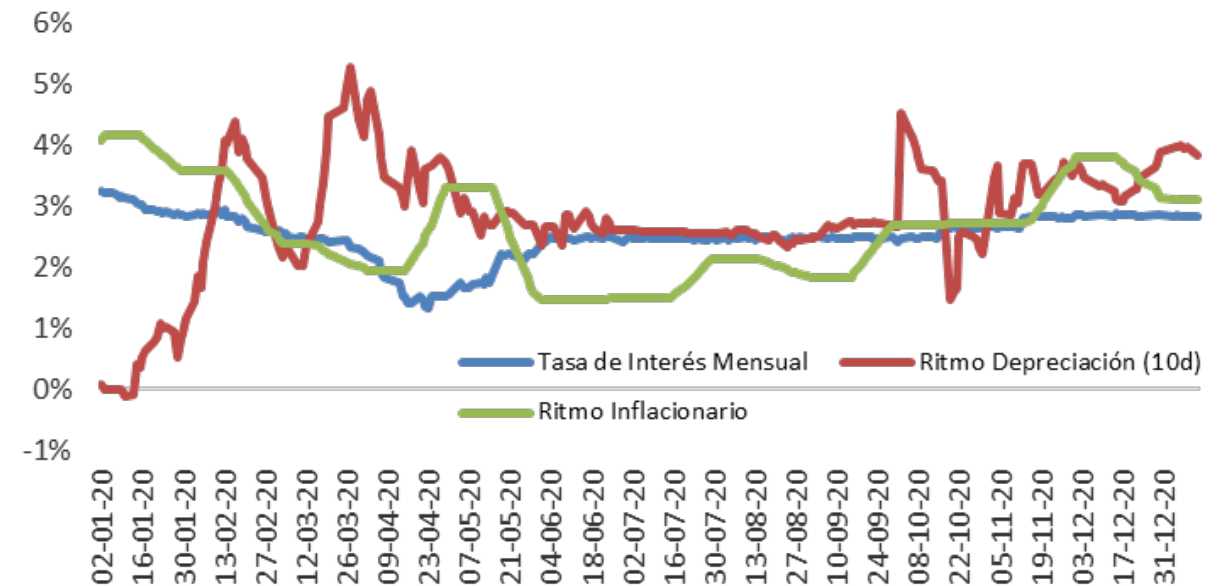
AUMENTO DE LA LIQUIDEZ Y CAPACIDAD PRESTABLE DE LOS BANCOS

<i>Datos en \$ Millones</i>	I-20	II-20	III-20	oct-20	nov-20	dic-20	Acumulado
Aumento Depósitos	239.511	349.103	199.481	128.936	70.143	283.314	2.563.365
Variación de Encajes Efectivo	30.085	-43.359	2.912	-13.162	17.655	-12.507	-26.594
Aplicación a Encajes en Leliqs	10.062	57.317	51.000	2.371	-11.804	12.791	345.704
Capacidad Prestable	199.364	335.145	145.569	139.727	64.291	283.030	2.244.256
Aumento del Crédito	28.884	102.041	76.923	91.776	90.747	87.682	806.069
% Uso Capa. Prestable	14%	30%	53%	66%	141%	31%	36%
Préstamos / Depósitos	49,9%	45,8%	43,4%	44,2%	45,3%	44,6%	31%
Depósitos Totales en Pesos	3.715.605	4.622.754	5.424.737	5.712.194	5.782.337	6.065.651	2.563.365
Excedente de Liquidez Bancos	1.257.559	1.577.104	1.973.507	2.029.698	1.934.696	2.115.133	1.146.708
Leliqs (No Encajadas)	1.087.731	1.064.948	1.284.474	1.152.578	1.091.306	1.082.542	556.528
Pases	169.829	512.156	689.033	877.120	843.390	1.032.590	590.180
Pases / Exceso de Liquidez	14%	32%	35%	43%	44%	49%	51%
(Leliqs + Pases) / Dep Tot	34%	34%	36%	36%	33%	35%	45%

El Problema de los Incentivos

- El ritmo de depreciación se viene ajustando al ritmo inflacionario. El problema es que la tasa de interés no logra igual ni a la inflación ni al tipo de cambio.
- En ese contexto, los incentivos juegan en contra del mercado cambiario, aunque los controles existentes puedan permitir transitoriamente que “sobren” dólares.
- La economía necesita menos inflación o más tasa de interés. Las combinaciones actuales pueden derivar en niveles de brecha que vayan en aumento.

BCRA: El foco puesto en no perder TCR



¿Cómo queda el spread de la Banca?

- La banca se adaptó al aumento de ingresos brutos mediante un incremento de las tasas activas. Por ahora no se ha modificado de manera significativa el costo de fondeo.
- La demanda de dinero de diciembre genera habitualmente suba estacional de tasas. Recién sobre fin de enero podemos estar viendo una reversión de ese proceso y entender cómo quedan los excedentes de liquidez y las aplicaciones. El mercado espera suba gradual de tasas pasivas, pero por ahora eso no se está produciendo.

EVOLUCIÓN DE LOS MÁRGENES DE INTERMEDIACIÓN

En Tasa % Anual	Prom. Trimestral						Promedio Mensual				
	IV-13	IV-18	IV-19	I-20	II-20	III-20	sep.-20	oct.-20	nov.-20	dic.-20	ene.-21
Costo de Depósitos	8,5	29,7	30,6	20,5	13,9	17,6	18,6	20,3	22,7	22,1	22,0
Encaje	1,7	9,9	9,4	6,0	3,6	3,4	3,4	3,6	4,2	3,9	4,0
Sedesa	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Fondeo Corregido	10,4	39,8	40,2	26,7	17,7	21,2	22,1	24,0	27,0	26,2	26,3
Activa Individuos	34,0	59,4	75,4	65,1	44,6	43,4	43,4	43,1	45,3	47,4	48,8
Activa PyMEs	24,7	64,2	64,2	47,4	29,9	27,9	26,3	29,8	34,3	35,4	36,5
Activa MeGras	23,9	66,6	67,3	49,4	32,7	30,0	28,6	31,9	36,8	37,8	38,7
Lebac	15,7	52,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pases y Leliq		64,8	63,3	44,2	32,2	32,7	32,7	33,7	35,1	36,3	35,1
Activa Corregida IIBB	22,2	60,4	63,5	47,3	31,7	31,1	30,4	32,2	34,9	36,0	36,3
Spread	11,8	20,6	23,3	20,7	14,1	10,0	8,3	8,1	7,9	9,8	10,0

Expectativas de Mercado

- El mercado sigue esperando que la devaluación le gane a la tasa de interés y a la inflación. Aunque ya no incluye ningún tipo de salto discreto del tipo de cambio. El motivo detrás de este ajuste es un aumento en las exportaciones producto de la suba del precio de la soja.
- Los niveles de tasa de interés pasivas se siguen percibiendo como bajos y se espera una suba gradual que todavía no se concreta.

PRINCIPALES EXPECTATIVAS DE MERCADO

	dic-20	ene-21	feb-21	mar-21	abr-21	may-21	jun-21	2021	2022
Inflación	4,0	4,0	3,7	3,9	3,5	3,4	3,3	49,8	39,2
Tasa Badlar	2,9	2,9	3,0	3,1	3,1	3,1	3,1	3,2	2,8
Devaluación	3,4	3,9	4,1	4,0	3,9	3,5	3,0	52,2	36,3
Exportaciones USD M	4.403	4.575	4.399	4.737	5.007	5.598	5.331	59.959	63.200
Importaciones USD M	3.760	3.789	3.589	3.810	3.713	4.033	4.080	48.147	52.100
Saldo Comercial USD M	643	786	809	928	1.294	1.565	1.252	11.811	11.100

A la espera de un acuerdo con el FMI

Hace varios meses se vienen formando expectativas sobre un posible acuerdo con el FMI para fines de marzo / abril. En la actualidad vemos dificultades para acercar posiciones especialmente en el frente fiscal.

Las noticias de las últimas semanas y los avances de la segunda ola COVID generan dudas sobre la manera en que el fisco podrá superar este desafío. Además se inicia el proceso pre electoral.

Las urgencia reales aparecen recién en septiembre, cuando cae el primer vencimiento de capital con el FMI. El pago de abril al Club de Paris no parece ser un motivo suficiente como para apurar un acuerdo.

Es esperable que se busque invertir el proceso de negociación. Esto implica ir al FMI ya con un Plan Plurianual armado y consensuado internamente.

Si este escenario se confirma y las negociaciones se demoran, será difícil encontrar buenas noticias que ayuden a mejorar las expectativas de mercado. Espera un año difícil con alto grado de volatilidad y dificultades para que mejore significativamente el riesgo país.

Nuestro arte, saber invertir

Quinquela
ASSET MANAGEMENT