

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

Abril 2021

Características del Escenario

El gobierno prioriza lo político electoral antes que lo económico. Mejoró lo cambiario, tiene ingresos fiscales especiales, busca desacelerar la inflación y aumentar los ingresos reales.

Posterga el acuerdo con el FMI y busca bajar la inflación retrasando el tipo de cambio y ajustando poco las tarifas con un oficialismo que presenta diferencias importantes en cuanto a su hoja de ruta futura.

Esas diferencias generan más incertidumbre sobre la dinámica económica post electoral.

El gobierno trata de evitar medidas que afecten la actividad. Algo deberá hacer pero dependerá de la evolución de la vacunación y de cómo aguante la infraestructura sanitaria.

Entrando a un Año Electoral: ¿Qué implica en términos económicos?

- Un repaso de los últimos 25 años muestra que la dinámica que tiene la economía local cambia ante los diferentes procesos electorales.
- Es básicamente un problema de incentivos. La contienda electoral promueve la toma de decisiones que tengan impacto político favorable y deja para los años siguientes cualquier medida que afecte esencialmente al poder de compra.

	Unidad	AÑOS ELECTORALES			AÑOS SIN ELECCIONES
		Presidenciales	Legislativas	Promedio	
Nivel de Actividad	Var % a/a	4,6%	5,3%	5,0%	1,9%
Tipo de Cambio Real	Var % a/a	-8,7%	-1,0%	-4,8%	3,3%
Salario Real	Var % a/a	2,5%	5,4%	4,0%	-0,4%
Gasto Primario (Real)	Var % a/a	5,8%	3,7%	4,8%	1,3%
Tasa Pasiva (Real)	Var en Pts	-4,0	2,6	-0,7	7,6
Tasa Activa (Real)	Var en Pts	-3,4	3,0	-0,2	9,8
Medios de Pago (M2)	Var % a/a	4,3%	8,5%	6,4%	-3,7%
Compra / Venta USD BCRA	USD M Mes	-317	254	-31	233

Atraso
Cambiario

Expansión del
Gasto

Aumento del
salario real

Baja de Tasas

Expansión
monetaria

Aumento del
Nivel de
Actividad

La Discusión de Corto Plazo

Ritmo de Devaluación

¿Hasta dónde llega la decisión de usar el tipo de cambio como ancla nominal?

Desafíos del Programa Financiero

¿Qué ajustes se necesitan para captar los pesos necesarios para minimizar la emisión monetaria?

Política de Tasas de Interés

¿Hay margen para cambios en la política de Tasas de Interés?

Impacto Potencial de una Segunda Ola COVID-19

¿Qué impacto puede tener sobre el nivel de actividad?
¿Afectará a precios y tipo de cambio?

Nuevo Ritmo de Depreciación del Tipo de Cambio

- Marzo cerró con una depreciación promedio del 2,7%, pero con un aumento punta del 2,4%. Si analizamos los últimos 10 días el ritmo bajó a 1,7% mensual. Esto muestra a las claras que el ritmo fue decreciente durante el mes y que el BCRA ha buscado darle algo más de volatilidad.
- El primer dato de abril ya muestra ritmos que se empiezan a acercar por momentos al 1,5% mensual.
- Para cumplir con la meta del Presupuesto, el ritmo debería bajar a 1,4% promedio mensual. En nuestro escenario base se mantiene todavía en 2,3% mensual para evitar un mayor atraso cambiario. Esto implica meses por debajo del 2% hasta las elecciones y mayores a partir de ahí.



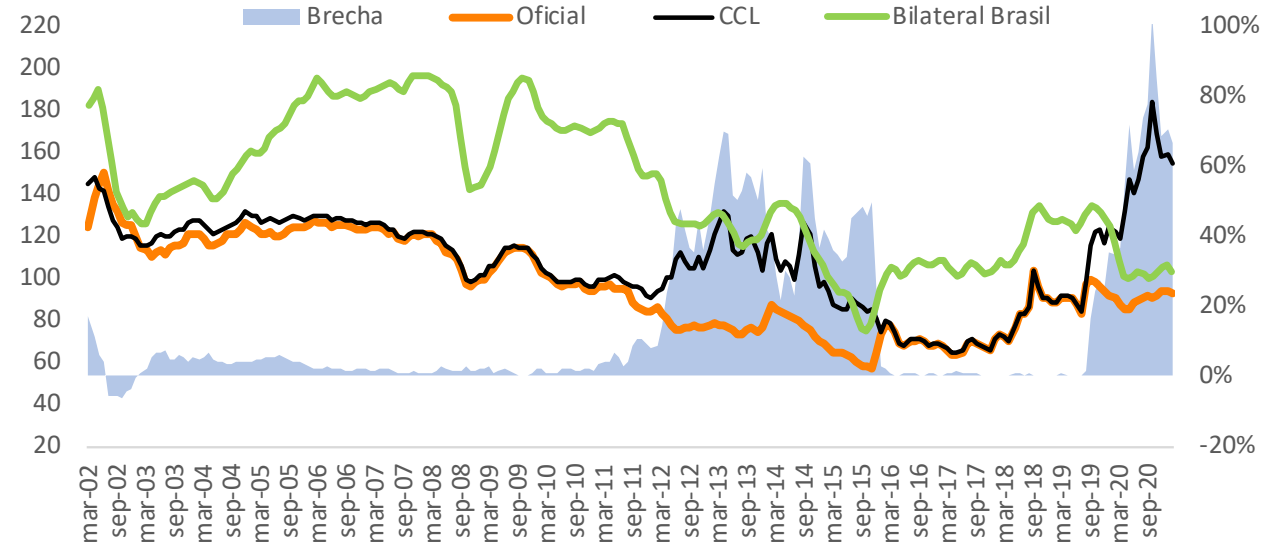
RITMO PROMEDIO DE DEVALUACIÓN

IV-20	ene-21	feb-21	mar-21	Presupuesto 2021	Proyección Base
• 3,2%	• 4,0%	• 3,1%	• 2,7%	• 9 meses de 1,4%	• 9 meses de 2,3%

¿Es suficiente el Tipo de Cambio Real?

- El dólar oficial ya se quedó sin colchón para tolerar atrasos del tipo de cambio real.
- Más preocupante aún es el deterioro de la competitividad con respecto a Brasil.
- ¿Se pueden forzar escenarios de menos de 2% de devaluación si la inflación sigue en torno al 4%?

Tipo de Cambio Real y Brecha



Período	2002-2020	II-2002	2008-2011	2011-2015	2016-2018	dic-19	dic-20	mar-21	Var % vs 2002-2020
TCRM Oficial	96,97	134,49	102,50	74,59	73,70	93,74	93,86	91,22	-5,9%
TCRM MEP	108,46	132,37	105,01	105,07	74,16	117,07	158,01	148,00	36,5%
Brecha	11,9%	-1,6%	2,4%	40,9%	0,6%	24,9%	68,4%	62,2%	
TCRB Brasil	142,92	159,43	172,94	118,60	108,88	128,96	108,92	100,10	-30,0%

Por ahora, siguen sobrando dólares

- El BCRA sigue comprando dólares, fundamentalmente porque el comercio exterior se ha vuelto fuertemente superavitario.
- Aumentan exportaciones por mejores precios y se “dosifican” importaciones.
- A pesar de la compra de dólares no suben las reservas por intervenciones en el mercado de bonos para controlar brecha.

FACTORES DE OFERTA Y DEMANDA DE DIVISAS
(valores promedio por mes)

(+ = Compra / - = Venta)	I-20	II-20	III-20	oct-20	nov-20	dic-20	ene-21	feb-21
INTERVENCIÓN BCRA	234	-202	-1.172	-1.079	-282	606	159	633
ENTIDADES FINANCIERAS	-270	-147	-104	-99	164	110	-42	-54
CLIENTES DE ENTIDADES	504	-55	-1.068	-980	-446	496	200	688
Sector Privado	741	-40	-1.058	-919	-371	320	279	991
<i>Exportaciones</i>	4.127	4.039	4.343	3.979	4.196	4.654	4.877	4.757
<i>Importaciones</i>	-3.085	-3.138	-3.848	-3.919	-3.731	-3.719	-3.794	-3.223
<i>Saldo Neto de Servicios</i>	-4	-42	-201	-270	-168	-151	-155	-140
<i>Intereses y Dividendos</i>	-331	-224	-212	-186	-189	-221	-361	-115
<i>Préstamos Financieros</i>	-496	-551	-610	-564	-677	-413	-343	-388
<i>Atesoramiento y Otros</i>	530	-124	-529	41	198	170	54	100
<i>Minoristas</i>	57	-372	-675	-196	-154	-81	-138	-35
<i>Otras Operaciones</i>	473	247	146	237	352	252	192	135
Sector Público	-237	-15	-10	-61	-75	176	-79	-303

Datos Ene-Mar 2021	USD M
Compra de USD	2.178
Efectivo Mínimo	254
Pago Organismos	-705
Otros Movimientos	-1.574
Variación de Reservas	152

Mercado de Pesos: Concentración de Vencimientos en III-21

- El Tesoro enfrenta un Programa Financiero en pesos exigente, con fuerte concentración hacia el III trimestre.
- Dificultades en la última licitación para renovar vencimientos. Necesita captar netos \$916.000 millones y lleva recién el 10% de ese monto.
- En marzo aumentó el flujo hacia FCI y depósitos, perdiendo atractivos los títulos públicos.
- Resta por ver la reacción de la Secretaría de Finanzas.
- **¿Hay margen para qué impulsen una baja de las tasas de Política Monetaria?**

PROGRAMA FINANCIERO 2021

Datos en \$ Mill	ene-21	feb-21	mar-21	Promedio Mensual			AÑO 2021
				II-21	III-21	IV-21	
Vencimientos Base (30-09)	174.788	271.187	38.785	89.853	214.754	38.922	2.545.931
Capital	166.292	262.075	30.012	71.029	207.286	21.934	2.259.875
Intereses	8.496	9.111	8.773	18.823	7.468	16.988	286.056
(-) Rescates / Canjes	-15.510	-11.242	-9.875	-73.656	0	0	-478.563
(+) Nuevas Emisiones	57.826	5.836	164.276	178.317	107.487	0	1.942.758
VENCIMIENTOS AJUSTADOS	217.104	265.781	193.186	194.513	322.241	38.922	4.010.127
Colocaciones Brutas	250.188	309.029	207.404	286.230	413.958	130.638	3.259.099
Captación NETA	Realizada			Necesaria			
	33.084	43.248	14.218	91.717	91.717	91.717	916.000
Captación Neta en %	15%	16%	7%	47,2%	28,5%	235,6%	23%

Creciente Dificultad por Estirar Plazos

- En las últimas licitaciones al Tesoro le ha costado cada vez más lograr estirar los plazos.
- Inclusive en marzo, nuevamente necesitó recurrir a un mayor volumen de licitaciones CER para lograr volumen. A pesar de ello, en la última licitación no logró renovar vencimientos

Datos En \$ MM	Cantidad de Operaciones	Monto Colocado					
		oct-20	nov-20	dic-20	ene-21	feb-21	mar-21
Ajuste CER	26	7.698	236.769	177.783	59.271	108.626	229.100
Tasa Variables	21	962	119.622	76.470	99.017	152.263	72.583
Tasa Fija	14	13.575	185.021	29.229	91.900	48.140	78.290
Dollar Linked	1	129.804	0	0	0	0	0
TOTAL	62	152.039	541.412	283.482	250.188	309.029	379.973
Cantidad de Instrumentos		5	15	11	10	9	12
CER / TOTAL		5%	44%	63%	24%	35%	60%
Plazo Promedio Meses		16,0	13,8	5,1	7,3	18,6	13,2

Programa Financiero en Dólares: Los condicionantes de un Acuerdo con el FMI

- En el corto plazo el desafío es acordar con el FMI. Pero aún un Programa de Facilidades Extendidas a 10 años y 3 de gracia genera una fuerte necesidad de acceder al mercado a partir de 2025, Esa es hoy la principal restricción política para lograr el acuerdo.
- El próximo Presidente debe asegurarse encuadrar la política fiscal y monetaria para tener acceso al mercado a partir de 2024 para llegar con margen a 2025. Eso implica lograr que baje sustancialmente el nivel de riesgo país.

DEUDA EN MONEDA EXTRANJERA: ESTRUCTURA DE VENCIMIENTOS REPROGRAMANDO FMI A 10 AÑOS

En USD Millones	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027-2031	2032-2035	2036-2040	2041-2045
Vencimientos en Moneda Extranjera	5.453	2.754	2.910	3.718	14.706	14.522	16.866	12.111	2.872	533
Bonos Reestructurados 2005	0	0	0	292	292	292	338	238	64	0
Bonos Reestructurados 2020	0	0	0	1.201	5.901	5.901	8.508	10.737	1.984	306
Resto de Bonos	554	223	507	58	2	0	85	107	107	21
FMI	0	0	0	0	6.418	6.418	6.418	0	0	0
Resto de Organismos	1.845	1.689	1.606	1.691	1.623	1.452	1.278	891	505	206
Resto de Vencimientos	3.054	842	797	475	471	460	239	139	212	0
Vtos Moneda Extranjera / PBI	1,2%	0,6%	0,6%	0,8%	3,1%	3,0%	3,4%	2,2%	0,5%	0,1%

Tasas de Interés superiores a la devaluación

- El cambio que llegó para quedarse es el de sostener tasas de interés superiores a la devaluación. Lejos quedó el objetivo de tasas reales positivas.
- Esto ayudó a equilibrar el mercado cambiario.
- Si en anclaje nominal tiene éxito, las tasas del BCRA pueden estar quedando altas. La clave pasa por la manera en que se contiene la brecha. Si ese mercado está tranquilo, puede darse una baja. Si se acelera el dólar libre, el margen será menor.

EL BCRA MODIFICA SU ENFOQUE CAMBIARIO Y DE TASAS

Tasa % Mensual	I-20	II-20	III-20	oct-20	nov-20	dic-20	ene-21	feb-21	mar-21	Últ 5 días
Inflación (CER)	2,5%	1,8%	2,5%	3,8%	3,2%	4,0%	4,0%	3,6%	¿4%?	¿3,2?
Devaluación	1,8%	3,3%	2,6%	3,2%	3,0%	3,4%	4,0%	2,8%	2,3%	1,4%
Tasa Badlar	2,8%	2,1%	2,5%	2,6%	2,8%	2,9%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Badlar - Inflación	0,2%	0,3%	0,0%	-1,2%	-0,4%	-1,2%	-1,2%	-0,8%	-1,2%	-0,4%
Badlar - Devaluación	1,0%	-1,2%	-0,2%	-0,6%	-0,3%	-0,5%	-1,2%	0,0%	0,5%	1,4%

AUMENTO DE LA LIQUIDEZ Y CAPACIDAD PRESTABLE DE LOS BANCOS

Siguen muy altos los niveles de liquidez

<i>Datos en \$ Millones</i>	I-20	II-20	III-20	IV-20	ene-21	feb-21	mar-21
Aumento Depósitos	239.511	349.103	199.481	162.041	251.671	134.911	199.357
Variación de Encajes Efectivo	30.085	-43.359	2.912	-2.671	85.472	22.561	-27.953
Aplicación a Encajes en Leliqs	10.062	57.317	51.000	1.147	41.529	35.463	37.775
Capacidad Prestable	199.364	335.145	145.569	163.566	124.670	76.887	189.535
Aumento del Crédito	28.884	102.041	76.923	90.395	76.854	39.462	37.220
% Uso Capa. Prestable	14%	30%	53%	55%	62%	51%	20%
Préstamos / Depósitos	49,9%	45,8%	43,4%	44,7%	44,0%	43,7%	43,0%
Depósitos Totales en Pesos	3.715.605	4.622.754	5.424.737	5.854.549	6.321.053	6.455.964	6.655.322
Excedente de Liquidez Bancos	1.257.559	1.577.104	1.973.507	2.026.482	2.122.718	2.112.859	2.370.551
Leliqs (No Encajadas)	1.087.731	1.064.948	1.284.474	1.108.782	1.118.284	1.161.349	1.208.686
Pases	169.829	512.156	689.033	917.700	1.004.434	951.510	1.161.866
Pases / Exceso de Liquidez	14%	32%	35%	45%	47%	45%	49%
(Leliqs + Pases) / Dep Tot	34%	34%	36%	35%	34%	33%	36%

- La menor demanda de títulos públicos se canalice hacia FCI y depósitos. Eso le dio mayor liquidez a la banca que la canalizó hacia instrumentos del BCRA. Si esa tendencia se mantiene, el Tesoro podría tener dificultades para renovar vencimientos.
- Por ahora no repunta la demanda de crédito.
- Las señales a seguir son:
 - Volumen operado en los mercados de bonos (MEP / CCL).
 - Dinámica de los depósitos y de los Money Market.

Un primer bimestre ordenado desde lo fiscal

- El primer bimestre mostró buenas cifras de recaudación que mejoraron la performance fiscal. Entre Retenciones e Impuesto a la Riqueza el primer semestre permitirá armar un colchón fiscal de cara a las elecciones.
- Viene por debajo de lo esperado la recaudación del Impuesto a las Grandes Fortunas.. En total llevan ingresados \$6,000 millones hasta el 31 de marzo.

SECTOR PÚBLICO: DINÁMICA DE RECURSOS Y GASTOS

Var % Interanual	IV-19	I-20	II-20	III-20	IV-20	Bimestre
INGRESOS TOTALES	54,0%	36,0%	7,8%	24,7%	25,2%	51,4%
Tributarios	54,9%	38,8%	14,3%	32,2%	28,6%	55,6%
GASTO PRIMARIO	35,5%	57,6%	87,2%	62,7%	49,6%	44,6%
Gastos Corrientes	40,0%	62,7%	91,9%	66,4%	48,9%	40,5%
Prestaciones sociales	59,9%	62,4%	94,6%	78,0%	43,9%	32,4%
Subsidios económicos	-7,7%	97,2%	135,5%	85,4%	109,2%	85,3%
Gastos de Func. y otros	21,0%	39,1%	27,3%	23,0%	27,0%	43,3%
Transferencias a provincias	43,1%	97,0%	516,7%	86,4%	95,0%	13,7%
Otros gastos corrientes	8,5%	87,5%	41,3%	39,6%	57,8%	90,4%
Gastos de Capital	-19,2%	-17,8%	13,3%	11,9%	64,3%	170,0%
Resultado Primario (Prom Mes)	-39.338	-51.997	-244.605	-137.402	-149.316	2.658
Pago de Intereses (Prom Mes)	81.768	56.237	43.006	44.819	36.896	36.332
Resultado Financiero (Prom Mes)	-121.105	-108.234	-287.611	-182.221	-186.211	-33.673

Entrando en la Segunda Ola Covid-19

- Aumento de la cantidad de testeos y de la positividad reflejan el inicio de la segunda ola.
- Por ahora la Letalidad es menor, aunque no se pueden sacar conclusiones hasta que no pasen más días en el nuevo ritmo de contagios.
- Aumentó la movilidad y difícilmente haya margen para niveles de restricciones como los de abril / mayo 2020,

	Cantidad de			Ratios Marginales de		Movilidad GOOGLE	
	Testeo	Casos	Fallecidos	Positividad	Letalidad	Indice	Var %
abr-20	1.495	111	6	7,4%	5,5%	47	-53,2%
may-20	3.322	345	10	10,4%	2,9%	57	-43,1%
jun-20	6.355	1.425	28	22,4%	2,0%	64	-35,6%
jul-20	10.971	3.757	78	34,2%	2,1%	65	-35,1%
ago-20	18.284	6.969	195	38,1%	2,8%	68	-32,0%
sep-20	22.326	10.783	295	48,3%	2,7%	68	-31,9%
oct-20	28.429	13.428	367	47,2%	2,7%	72	-27,7%
nov-20	23.575	9.179	269	38,9%	2,9%	76	-24,0%
dic-20	21.924	6.141	152	28,0%	2,5%	83	-17,1%
ene-21	37.100	9.946	153	26,8%	1,5%	76	-24,2%
feb-21	36.259	6.683	149	18,4%	2,2%	82	-18,2%
mar-21	33.457	6.991	121	20,9%	1,7%	87	-13,3%
Últ 7 días	49.556	11.611	119	23,4%	1,0%	83	-16,7%
Var vs Oct-20	74%	-14%	-68%	-50%	-62,6%	15%	

Escenario Base 2021-2022

- El escenario planteado considera que la combinación de política fiscal, monetaria y cambiaria tiene relativo éxito para llegar hasta las elecciones de octubre sin grandes novedades.
- A partir de ahí el problema es que no se logra contener la inflación y eso genera un deterioro gradual del tipo de cambio real.
- Eso implica un aumento de probabilidades de un incremento en las presiones cambiarias para 2022. En los datos mensuales esa probabilidad se refleja en un aumento del ritmo de depreciación, que pasa del 35% anual a 50% anual.

	ESCENARIO BASE						
	2020	Ritmos/Promedios Mensuales				2021	2022
		I-21	II-21	III-21	IV-21		
PBI Real	-10,0%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	7,5%	3,2%
Inflación	36,1%	3,8%	2,8%	2,6%	3,2%	44,2%	49,1%
Tipo de Cambio Oficial	82,6	90,9	96,5	102,0	111,2	111,2	166,3
Devaluación Anual	38%	3,2%	2,0%	1,9%	2,9%	35%	50%
Tipo de Cambio CCL	142,5	0,9%	1,8%	2,9%	2,9%	183,5	274,4
Devaluación Anual	90,6%	0,9%	1,8%	2,9%	2,9%	28,8%	49,5%
Brecha vs Oficial	72%	61%	60%	65%	65%	65%	65%
Tipo de Cambio Real (TCRM)	124,0	-0,8%	-0,6%	-0,5%	0,0%	116,9	120,0
Salarios	34,4%	3,4%	2,8%	3,0%	2,9%	43,1%	46,1%

	ESCENARIO BASE							
	2020	Ritmos/Promedios Mensuales				2021	2022	
		I-21	II-21	III-21	IV-21			
Inflación	36,1%	3,8%	2,8%	2,6%	3,2%	44,2%	49,1%	
Tasa Badlar	34,2%	2,8%	2,8%	2,7%	2,9%	35,0%	35,0%	
Tasa de Política Monetaria	38,0%	3,2%	3,2%	3,0%	3,1%	38,0%	38,0%	
Circulante (Demanda de Dinero)	65,8%	1,0%	3,6%	3,2%	5,0%	45,8%	40,0%	
Medios de Pago (M2)	87,4%	1,1%	3,2%	2,9%	4,4%	41,3%	40,0%	
Préstamos en Pesos	49,5%	2,5%	3,0%	2,8%	3,1%	40,2%	35,1%	
Depósitos	Depósitos Totales en Pesos	88,4%	3,2%	3,2%	2,9%	2,9%	43,5%	42,2%
	Depósitos Privados \$	85,2%	2,6%	2,7%	2,5%	3,9%	41,6%	30,1%
	Depósitos Privados USD	-17,7%	0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-2,9%	12,7%

Principales Riesgos del Escenario Base 2021-2022

Riesgo Sanitario

- El fuerte impacto de 2ndas y 3eras olas de COVID en otros países hacen temer por el efecto que puede tener en Argentina si no se logran avances rápidos con respecto a la vacunación de los grupos de riesgo. Un rebrote que sature al sistema de salud puede implicar mayor esfuerzo fiscal y caída del nivel de actividad.

Riesgo Inflacionario

- Si el ancla cambiaria no funciona y la inflación se mantiene alta, se produce un atraso cambiario que puede disparar varias inconsistencias adicionales.
- Si no se corrige rápido, aumenta el riesgo de ajuste cambiario abrupto y eso puede implicar mayor necesidad de tasa de interés y en consecuencia mayor brecha entre tipo de cambio oficial y libre.

Riesgo Cambiario

- El riesgo cambiario puede iniciarse por el efecto inflacionario, por pérdida de tipo de cambio real o por problemas con las exportaciones. Hoy las expo son las que alimentan al mercado cambiario.
- La suba de importaciones también alienta este riesgo, pero el BCRA la controlaría vía nuevas restricciones.

Riesgo Fiscal

- En un año electoral, el frente fiscal que luce más ordenado que en 2020 puede complicarse. En especial si las cifras de las encuestas arrojan resultados negativos para el oficialismo. Si eso sucede y aumenta el gasto, puede acrecentarse la presión sobre el BCRA y de esta manera complicarse el frente monetario vía mayor emisión.

Quinquela

Principales Conclusiones

Margen para mantener bajo control las principales variables antes de las elecciones.

Está menos clara la hoja de ruta post electoral, por las diferencias que se ven dentro del oficialismo.

El Acuerdo con el FMI es imprescindible antes de marzo '22. Pero hay enfoques distintos en el oficialismo que genera incertidumbre.

Costará mucho volver a crecer. Se necesita alentar exportaciones y medidas pro inversión.

Nuestro arte, saber invertir

