

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

Mayo 2021

Características del Escenario

Los principales fundamentos económicos han mostrado claras señales de mejoría en los últimos meses: Solvencia fiscal, política monetaria conservadora, compra de dólares del BCRA, menor ritmo de depreciación, estabilidad de la brecha cambiaria y gradual recuperación del nivel de actividad.

A pesar de ello, los indicadores financieros se han seguido deteriorando. El Riesgo País permanece en niveles altos, el valor de las acciones no logra recuperarse de manera sostenida y han comenzado a subir los costos de cobertura cambiaria.

Estas señales que parecen contradictorias son consecuencia de un deterioro de las expectativas globales vinculado principalmente a las dificultades de la alianza gobernante para acordar un sendero económico compatible con la necesidad de reestructurar pasivos que todavía tiene la economía argentina.

En este caso están impactando más las dificultades para contener la inflación y la inestabilidad política que las primeras señales macro positivas que se han visto en varios meses.

El BCRA aprovecha la oferta excedente de dólares

- La suba de precios y la manera en que se acomodaron los incentivos macroeconómicos dieron lugar a un nivel de oferta de dólares que no se veía desde 2019.
- El BCRA aprovechó para acumular reservas y a la vez para liberar pagos que mantenía retenidos (impo – deuda).
- Esta situación le ha permitido recomponer su posición de divisas y tener mayor margen a futuro para contener tipo de cambio y brecha.
- Herramientas disponibles:
 - Intervención mercado spot.
 - Ventas mercado de futuros.
 - Intervención en Mercado de Bonos.
 - Restricciones sobre Importaciones.
 - Emisión dollar linked

FACTORES DE OFERTA Y DEMANDA DE DIVISAS

(valores promedio por mes)

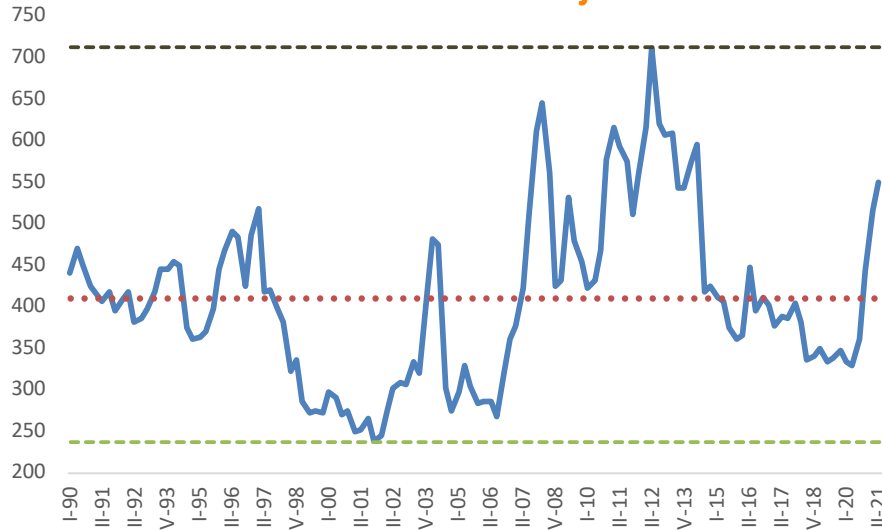
(+ = Compra / - = Venta)	I-20	II-20	III-20	IV-20	ene-21	feb-21	mar-21
INTERVENCIÓN BCRA	234	-202	-1.172	-252	159	633	1.372
ENTIDADES FINANCIERAS	-270	-147	-104	58	-42	-54	198
CLIENTES DE ENTIDADES	504	-55	-1.068	-310	200	688	1.173
Sector Privado	741	-40	-1.058	-323	279	991	1.239
Exportaciones	4.127	4.039	4.343	4.276	4.877	4.757	6.508
Importaciones	-3.085	-3.138	-3.848	-3.790	-3.794	-3.223	-4.424
Saldo Neto de Servicios	-4	-42	-201	-197	-155	-140	-259
Intereses y Dividendos	-331	-224	-212	-199	-361	-115	-207
Préstamos Financieros	-496	-551	-610	-551	-343	-388	-495
Atesoramiento y Otros	530	-124	-529	136	54	100	115
Sector Público	-237	-15	-10	13	-79	-303	-66

Acumulado Año	ene-21	feb-21	mar-21	abr-21	Acum-21
Compra de USD	157	633	1.476	1.373	3.639
Efectivo Mínimo	530	400	-626	-681	-378
Pagos Organismos	-98	-397	-220	-118	-834
Valuación Oro	-85	-249	-31	118	-247
Otros Movimientos	-376	-383	-523	-23	-1.305
Variación de Reservas	128	3	75	669	876

Merma de la cosecha, pero buenos precios

- A medida que avanza la campaña, se siguen consolidando precios altos a nivel internacional.
- Según estimaciones de la Bolsa de Cereales de Buenos Aires, la cosecha de los 6 principales granos sería 9,2% inferior en cantidades a la de la campaña anterior.
- Pero muestra un precio promedio (total campaña) 36% superior. Esto implica que el valor de la cosecha sería 23% mayor al del año anterior.
- En términos de exportaciones, considerando un nivel de liquidación similar al promedio de las últimas 5 campañas, aportaría casi USD 7.000 millones adicionales.
- Estas cifras podrían ser mayores si los productores aprovechan el contexto de precios altos para liquidar stocks.

Evolución del Precio de la Soja Deflactado



Precio Actual USD Tn	
565	
Precio Promedio 90-21 (USD May-21)	Precio Actual / Promedio
409	38%
Precio Mínimo 90-21	Precio Actual / Mínimo
238	138%
Precio Máximo 90-21	Precio Actual / Máximo
712	-21%
Precio may-20	Precio Actual / May-20
321	76%

EVOLUCIÓN DE LA PRODUCCIÓN AGROPECUARIA

	2016-2017	2017-2018	2018-2019	2019-2020	2020-2021	Var %
Producción Total (Tn)	133.219	93.800	135.300	127.600	115.800	-9,2%
Precio Promedio (USD)	236	236	230	227	308	35,8%
Valor de la Producción USD M	31.494	22.177	31.123	28.922	35.634	23,2%
Exportaciones USD M	26.675	24.844	28.943	26.269	33.162	26,2%
Var Abs Exportaciones	-1.587	-1.831	4.099	-2.674	6.893	

¿Por qué hay incentivos a liquidar?

- En lo que va del año el sector exportador de Cereales y Oleaginosas ya liquidó USD 4.700 millones más que en igual período de 2020 (4 meses). Esta cifra es superior a lo que ha comprado el BCRA de reservas en el mismo período.
- Existen 4 factores que potencian la concreción de operaciones de exportación:

Tasa en pesos mayor a devaluación

- Desde febrero en adelante el tipo de cambio se deprecia a un ritmo menor que la tasa de interés en pesos. Esto encarece la retención de productos exportables.

Precio de Granos Altos

- Los precios actuales de los granos son altos en términos históricos.
- Retener producto implica asumir el riesgo de baja de precio.

Riesgo de Aumento de Retenciones

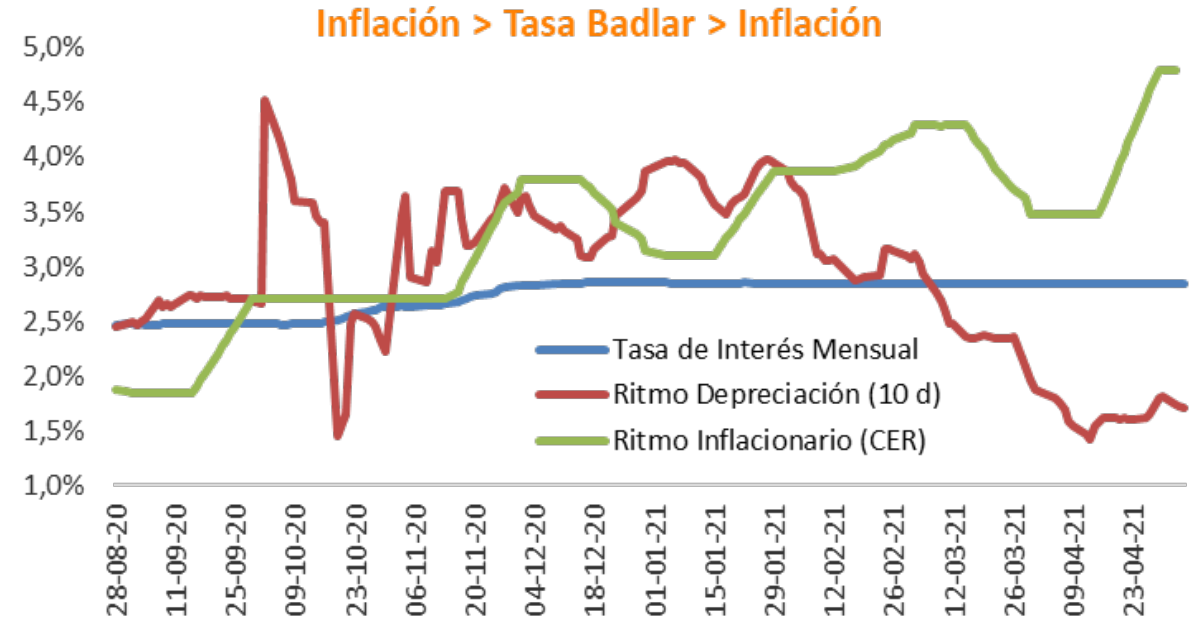
- Si los precios siguieran subiendo, aumentaría la probabilidad de que impongan retenciones mayores.
- La incertidumbre sobre el precio neto a futuro promueve también la pronta liquidación.

Riesgo de Suba de Brecha

- El BCRA mantiene abastecido el mercado de dólar MEP-CCL, conteniendo la brecha entre dólar oficial y libre.
- Este esquema se percibe como precio subsidiado e invita a aprovecharlo mientras se mantenga.

¿Qué está haciendo el BCRA con el tipo de cambio?

- El BCRA mantiene la decisión de usar el tipo de cambio como ancla nominal. Aún dentro del BCRA hay discusión sobre este tema, porque en el corto plazo genera atraso del tipo de cambio real y eso puede incrementar las presiones sobre la brecha cambiaria.
- Si se mantiene la tendencia reciente, de devaluación algo por debajo del 2% mensual y la inflación no logra quebrar la barrera del 3%, el año cerraría con un deterioro del 11% en el año. Esto implica llegar a niveles casi 15% por debajo del promedio 2002-2020.
- El tipo de cambio real bilateral con Brasil se vería aún más afectado, retrocediendo casi 20 puntos en el año.
- Sin dudas el ordenamiento *“inflación > Tasa de Interés > Devaluación”* es positivo para acomodar los incentivos para la liquidación, pero no se puede sostener mucho tiempo si la inflación se mantiene elevada.



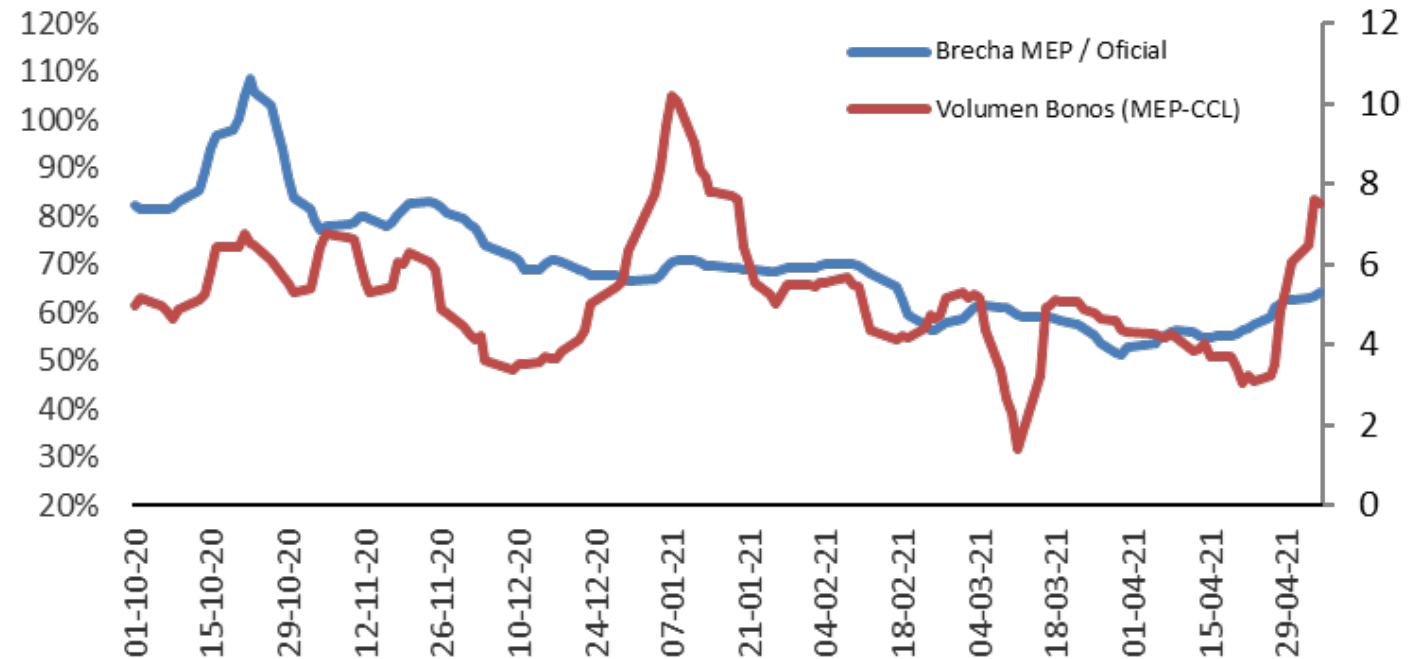
Var % Mensual	Datos Reales				
	ene-21	feb-21	mar-21	abr-21	Acum-21
Peso / USD	3,9%	3,4%	2,7%	1,8%	12,2%
Inflación	4,0%	3,6%	4,8%	3,8%	17,2%
Real / USD	5,1%	2,0%	1,9%	-1,8%	7,3%
TCR Multilateral	-0,1%	-0,3%	-2,6%	-1,9%	-4,9%
TCR Bil. Brasil	-3,0%	-1,2%	-4,2%	-1,0%	-9,2%

Proyección	
jun-21	dic-21
16,7%	31,5%
25,6%	48,5%
8,8%	11,6%
-7,4%	-10,8%
-12,8%	-18,2%

En las últimas semanas se vio presión sobre la brecha.

- Durante abril tanto MEP como CCL le ganaron al dólar oficial. En promedio 7,5% vs 1,8%.
- Esta suba de la brecha se da en el marco de un aumento en el volumen operado de bonos, con la liquidación de contribuyentes de Alta renta ya cerrada.
- En las próximas semanas se irá viendo cómo reacciona el BCRA ante este gradual cambio de comportamiento que se esperaba un poco más cerca de las elecciones.
- Tiene herramientas para intervenir, pero irá viendo los valores a los que interviene.

Sube brecha y aumenta el volumen operado de bonos



Buena dinámica del Nivel de Actividad

- Las estadísticas de nivel de actividad muestran que, a pesar de ciertas intermitencias, la economía sigue creciendo.
- Industria y construcción ya claramente por arriba del nivel pre crisis. Aunque los datos de fines de 2019 se mostraban afectados por la volatilidad cambiaria de agosto de 2019.
- La economía entra en etapa de comparación interanual con respecto al piso de la crisis. Importancia de ir mirando los datos desestacionalizados.
- Segundo trimestre afectado por menor cosecha, pero mayor efecto derrame.

	Unidad	I-20	II-20	III-20	IV-20	I-21	abr-21
Industria Manufacturera	Var % a/a	-5,8	-22,0	-3,3	2,0	12,9	s.d.
Ind. Manufacturera Desest.	Var % m/m	-10,9	-8,2	2,1	1,4	0,3	s.d.
Actividad de la Construcción	Var % a/a	-48,5	-57,3	-11,5	10,9	47,9	s.d.
Act de la Const. Desest.	Var % m/m	-28,7	8,1	3,6	5,1	-0,3	s.d.
Despachos de Cemento	Var % a/a	-42,4	-44,8	-5,3	23,8	44,1	s.d.
Producción de Autos	Var % a/a	-51,5	-72,8	-0,5	39,4	30,4	n.c.
Exportaciones de Autos	Var % a/a	-41,2	-67,3	-32,2	-22,8	27,0	564,2
Venta de Autos	Var % a/a	-42,7	-48,6	-12,5	28,3	25,1	297,7
EMAE (Mes desest.)	Var % m/m	-9,4	-5,9	2,1	1,1	0,5	s.d.
EMAE Interanual	Var % 3m A.	-12,9	-18,8	-10,0	-4,2	-2,4	s.d.
Recaudación Deflactada	Var % a/a	-14,1	-19,5	-13,2	-1,8	10,9	30,2
Seguridad Social Deflactada	Var % a/a	-11,3	-15,5	-4,5	-4,1	1,0	15,6

¿Qué está pasando en el Frente Fiscal?

- Tres factores potenciaron los recursos tributarios:
 - **Mayor PBI nominal:** por crecimiento superior al esperado y especialmente por el mayor ritmo inflacionario.
 - **Precio Granos:** La suba de los precios incrementó los recursos ingresados por retenciones. Las retenciones I-21 triplican a las de I-20.
 - **Impuesto a la Riqueza:** Se estima una recaudación total de \$225,000 millones. La mayor parte en abril.
- En los gastos se destaca el ahorro que están haciendo en jubilaciones y salarios.
- Hacia adelante esperamos aceleración de estos gastos en el período preelectoral.

SECTOR PÚBLICO: DINÁMICA DE RECURSOS Y GASTOS

Var % Interanual	I-20	II-20	III-20	IV-20	I-21
INGRESOS TOTALES	36,0%	7,8%	24,7%	25,2%	55,4%
Tributarios	38,8%	14,3%	32,2%	28,6%	60,9%
GASTO PRIMARIO	57,6%	87,2%	62,7%	49,6%	41,5%
Gastos Corrientes	62,7%	91,9%	66,4%	48,9%	37,4%
Prestaciones sociales	62,4%	94,6%	78,0%	43,9%	32,4%
Subsidios económicos	97,2%	135,5%	85,4%	109,2%	77,1%
Gastos de Func. y otros	39,1%	27,3%	23,0%	27,0%	43,1%
Transferencias a provincias	97,0%	516,7%	86,4%	95,0%	10,5%
Otros gastos corrientes	87,5%	41,3%	39,6%	57,8%	38,5%
Gastos de Capital	-17,8%	13,3%	11,9%	64,3%	158,9%
Resultado Primario (Prom Mes)	-51.997	-244.605	-137.402	-149.316	-23.050
Pago de Intereses (Prom Mes)	56.237	43.006	44.819	36.896	38.419
Resultado Financiero (Prom Mes)	-108.234	-287.611	-182.221	-186.211	-61.469

¿Hasta dónde puede llegar la ortodoxia fiscal?

- Si bien mejora la recaudación por la inflación, también será necesario subir el gasto.
- Además, la interna de la coalición gobernante está llevando a un mayor nivel de subsidios. Esto implica un nivel de gasto mayor al esperado.
- Estimamos que a pesar de ello es accesible un nivel de Resultado Primario del orden de 3,2% del PBI, con un PBI nominal mayor al esperado.
- Trasladado esto a pesos, implica una menor necesidad de acceder al mercado financiero. Se pasa de necesidades estimadas en el presupuesto de \$900,000 millones netos a \$650.000 millones.
- Estas cifras implican que el BCRA asiste al Tesoro con los \$1.200.000 millones comprometidos.
- A principios de Mayo, de \$1,85 Billones que necesita el Tesoro ya obtuvo casi \$0,4 billones, con un mix 50% BCRA y 50% mercado.

Datos en % del PBI	Real	Presup	QM
	2020	2021	2021
INGRESOS TOTALES	18,0%	19,1%	19,3%
GASTO PRIMARIO	24,5%	23,6%	22,5%
RESULTADO PRIMARIO	-6,5%	-4,5%	-3,2%
Intereses	2,0%	1,5%	1,2%
RESULTADO FINANCIERO	-8,5%	-6,0%	-4,4%
Asistencia BCRA	7,1%	3,4%	2,9%
Mercado	1,4%	2,6%	1,6%
Asistencia BCRA \$ Mill	1.905.830	1.200.000	1.200.000
Mercado \$ Mill	387.000	912.483	652.622

Un poco menos de presión sobre el Programa Financiero

- Acortó plazo, liberó precios para recibir ofertas y consiguió nuevamente financiamiento neto.
- De acuerdo a nuestro escenario fiscal, necesita captar en total \$650,000 millones netos y por ahora logró el 30% de ese monto (\$194.000 millones).
- El único dato negativo es que al acortar plazos se siguen concentrando vencimientos de corto plazo (antes de las elecciones).
- Por la liquidez existente y los controles cambiarios esto no implica un riesgo de No Renovación, pero si puede implicar mayor presión por suba de tasas.

PROGRAMA FINANCIERO 2021

Datos en \$ Mill	ene-21	feb-21	mar-21	abr-21	may-21	jun-21	jul-21	ago-21	sep-21	oct-21	nov-21	dic-21	AÑO 2021
Vencimientos Base (30-09)	174.788	271.187	38.785	229.610	19.980	19.967	221.682	279.570	143.010	88.779	11.613	16.372	2.545.931
Capital	166.292	262.075	30.012	203.662	4.712	4.715	213.964	273.652	134.242	63.955	704	1.143	2.259.875
Intereses	8.496	9.111	8.773	25.948	15.269	15.253	7.718	5.918	8.769	24.824	10.909	15.230	286.056
(-) Rescates / Canjes	-15.510	-11.242	-9.875	-151.456	-1.188	0	0	0	0	0	0	0	-341.914
(+) Nuevas Emisiones	57.826	5.836	164.276	137.318	266.794	198.839	148.365	72.176	164.461	69.460	0	0	2.342.762
VENCIMIENTOS AJUSTADOS	217.104	265.781	193.186	215.472	285.587	218.806	370.047	351.746	307.471	158.239	11.613	16.372	4.546.780
Colocaciones Brutas	250.188	309.029	207.404	273.472	56.951								1.097.044
Captación Neta	33.084	43.248	14.218	58.000	45.000								193.550
Captación Neta en % CB	13%	14%	7%	21%	79%								18%

¿Cuán conservadora es la política monetaria?

- Cambiaron las fuentes de emisión. Por ahora el Tesoro necesita menor asistencia, pero el BCRA compra divisas en el mercado e inyecta pesos. Además sigue creciendo el pago de intereses de Leliqs y Pases.
- Esto genera que el ritmo de emisión primaria no haya descendido.
- Para compensarlo el BCRA ha mantenido una política agresiva de esterilización.
- En lo que va del año reabsorbió el 92% de los pesos que emitió.
- Esto genera tres efectos:
 - Aumentan los pasivos remunerados del BCRA.
 - Crece muy poco la Base Monetaria.
 - Pero aumentan los depósitos y en consecuencia sube M2 y M3.

FACTORES DE EXPANSIÓN DE LA BASE MONETARIA

<i>Variaciones mensuales en \$ Millones</i>	I-20	II-20	III-20	IV-20	I-21	abr-21
BASE MONETARIA	68.992	69.358	54.685	37.282	32.299	-6.790
Compras al Sector Privado	22.507	-14.073	-66.645	-47.646	66.106	114.996
Sector Público	107.066	272.673	162.208	74.203	32.033	59.594
Intereses Leliqs	49.295	47.857	64.658	73.494	83.064	96.386
Esterilización	-109.875	-237.099	-105.536	-62.768	-148.903	-277.766
Emisión Primaria	184.780	359.617	210.331	191.804	194.220	299.818
% Esterilizado	-61%	-67%	-58%	-49%	-88%	-99%

DINÁMICA DE LOS AGREGADOS MONETARIOS

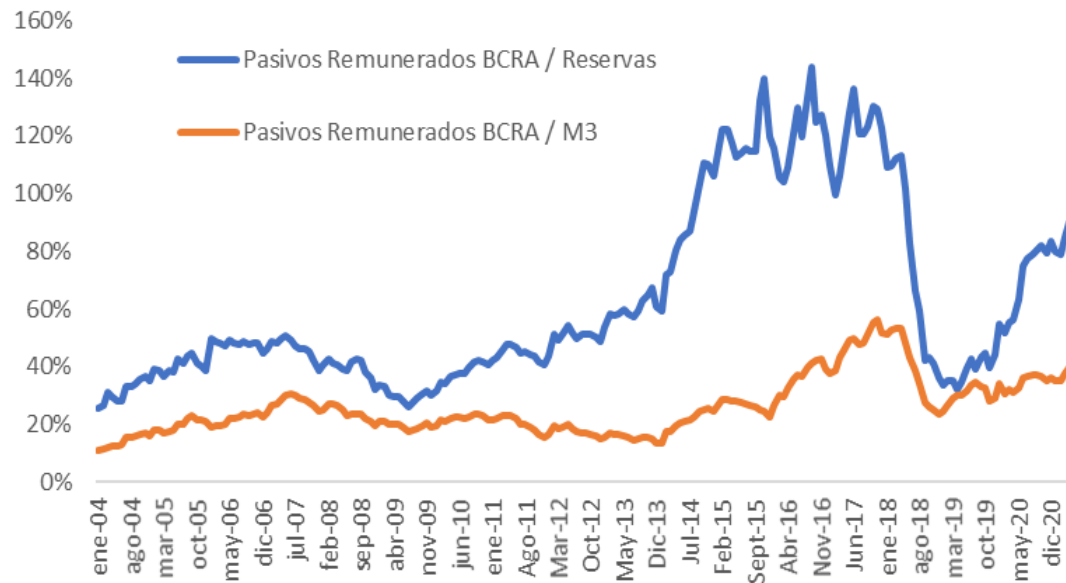
Var % Interanual	Circulante	Base Monetaria	M2	M3	Pasivos Remunerad
I-20	44,0%	37,3%	52,9%	37,0%	64,5%
II-20	71,0%	62,1%	89,9%	65,6%	79,4%
III-20	81,4%	72,2%	96,1%	83,0%	100,4%
IV-20	74,9%	52,0%	90,2%	88,3%	127,2%
I-21	56,9%	40,3%	66,9%	72,6%	92,2%
abr-21	37,8%	16,0%	42,0%	61,7%	106,6%

Monitoreando el Stock de Leliqs

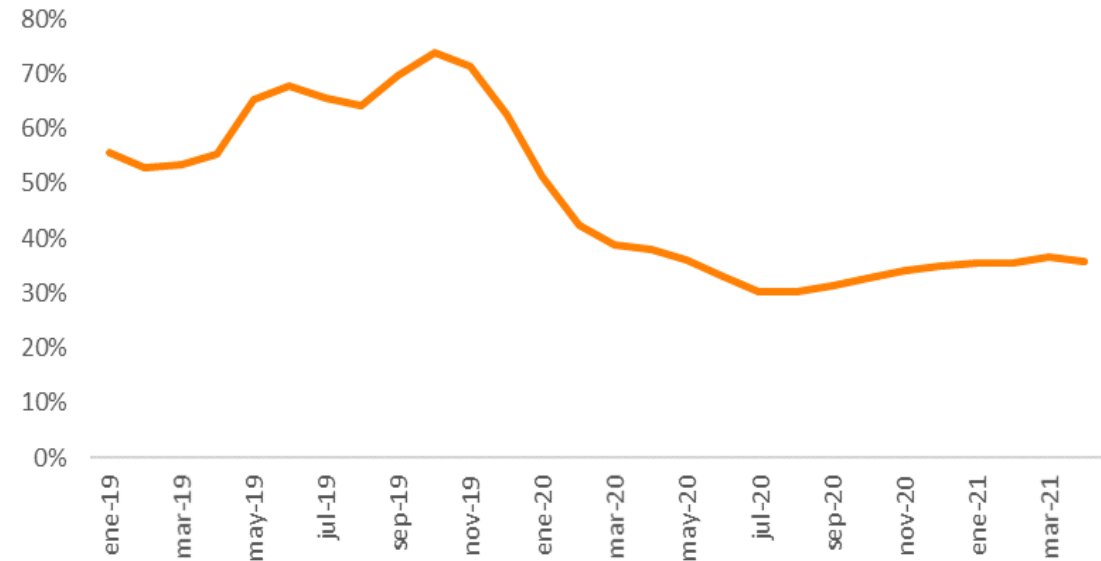
- El stock de Pasivos Remunerados del BCRA sigue creciendo a ritmo acelerado. De todas formas los niveles actuales están todavía por debajo del final de ciclo de las Lebacks. En ese entonces eran equivalentes al 130% de las reservas y no necesitaban pasar por los depósitos.
- A fines de 2019 el stock era menor, pero a una tasa de interés más alta que explicaba el crecimiento. Hoy sube por emisión primaria.

TNA	P. Rem. / Reservas	Intereses Anuales / Reservas	Tasa de Interés Promedio
IV-17	127,5%	37,4%	29,30%
IV-19	42,9%	29,7%	69,2%
I-21	83,4%	29,9%	35,9%

Todavía lejos de los Niveles Máximos



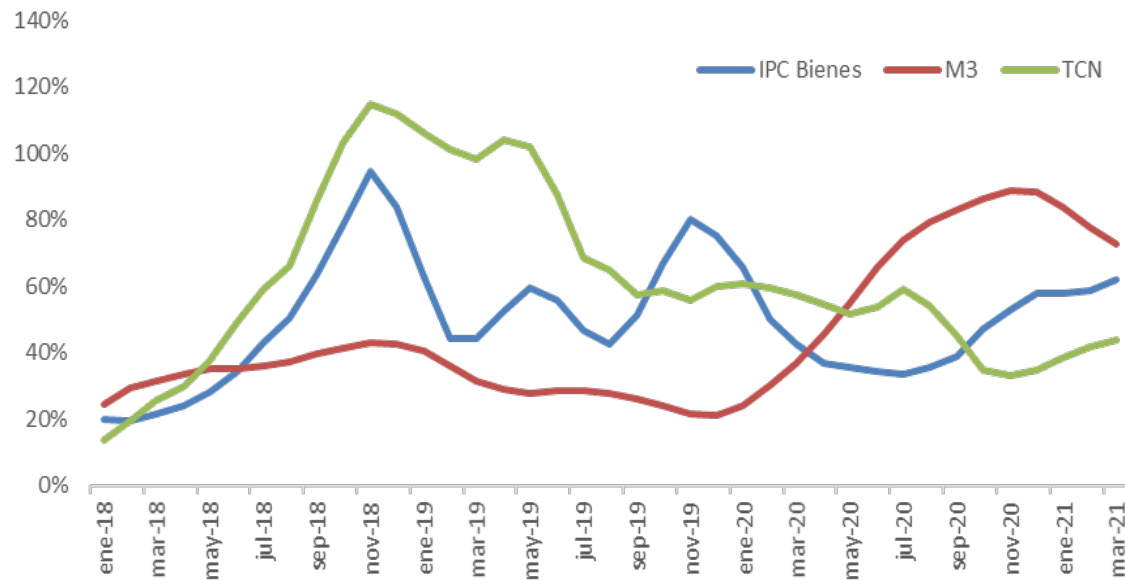
Intereses Implícitos Leliqs y Pases



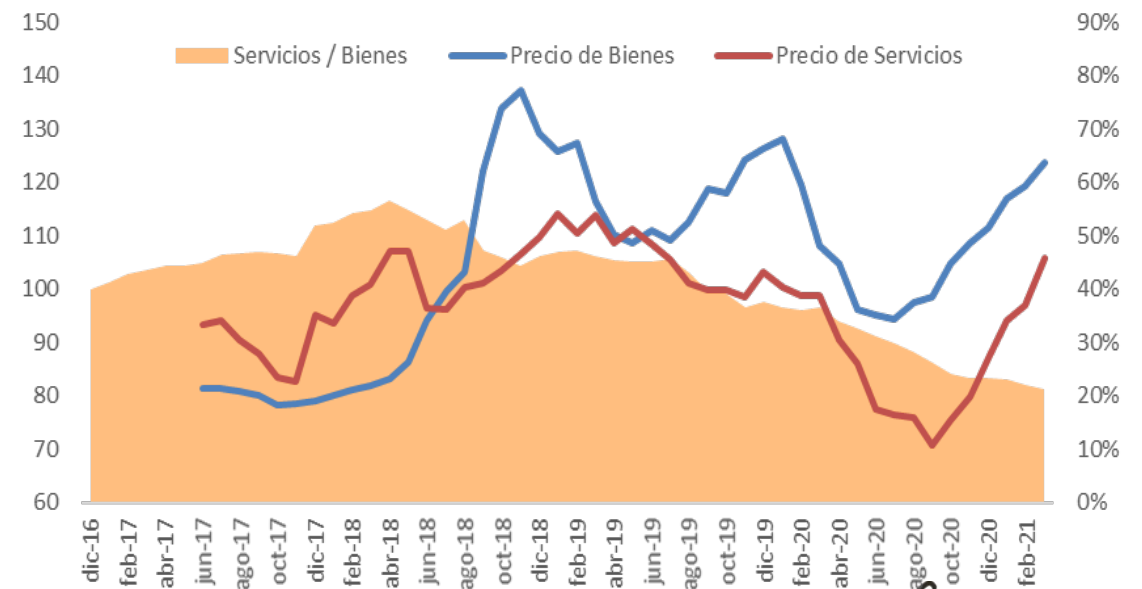
Inflación alta que está para quedarse

- Siguen ampliándose la brecha entre precios de bienes y servicios. Esto implica necesidad futura de corrección y por lo tanto de niveles que se sostienen altos de inflación.
- También se observa una vinculación entre la política monetaria y el ritmo de inflación, aunque con un rezago de 6/8 meses. La variable a monitorear es M3, porque es el total de pesos de la economía.

Relación entre Inflación y Política Cambiaria/Monetaria



Una mirada sobre los Desequilibrios de Precios



¿Qué pasó en los Mercados?

- A pesar de cierta mejora en fundamentos macro (fiscal y monetario), los mercados siguieron con tendencia negativa.
- Subió la brecha en los últimos 30 días y sobre todo se percibió un aumento en el volumen operado de CCL – MEP.
- La cotización de bonos a tasa fija y CER muestran una expectativa de inflación para 2021 del 48%.
- Por ahora se sigue esperando que inflación esté por arriba de la tasa de interés y ésta claramente arriba del ritmo de depreciación para seguir manteniendo los incentivos acomodados en el mercado cambiario.
- La deuda en moneda extranjera subió medida en pesos por efecto brecha, pero siguen con paridades bajas.

		Var %		YTD MEP	SEMAFORO			Cambio vs abr-21	Principales argumentos
		YTD	30d		V	A	R		
Tipo de Cambio	Mayorista	11,3%	1,8%	1,1%		A		+	Diferencias de criterio BCRA - MECON ante el atraso cambiario. Pese a tendencia alcista, el BCRA tiene margen de intervención. El agro genera dólar oficial y demanda MEP/CCL. Volumen creciente
	Dólar CCL	12,1%	6,8%	1,8%		A		=	
	Dólar MEP	10,1%	8,4%	0,0%		A		-	
Tasa de Interés	Plazo Fijo	10,5%	2,4%	0,3%		A		=	Le gana al dólar oficial, pero sigue perdiendo con la inflación en II-21
Renta Variable	Merval	-4,6%	1,9%	-13,4%			R	=	Mantiene altos niveles de volatilidad. Apuesta solo de algo plazo
Renta Fija	Tasa Variable	9,9%	2,3%	-0,2%		A		=	Tasa Badlar estable, pero riesgo de suba de spread por nuevas emisiones
	Tasa Fija	18,0%	1,7%	7,2%	V			+	Tesoro acortó plazo y subió tasa de nuevas emisiones.
	CER Corto	15,8%	3,7%	5,1%	V			=	Inflación que sigue por arriba de lo esperado, mantiene valor
	CER Largo	19,9%	7,8%	8,9%		A		=	Atraso de TCR genera riesgo caída de paridades vs Dollar linked
	Dólar Linked	0,4%	4,7%	-8,8%	V			+	Si se mantiene el ritmo de atraso del TCR. Atractivo creciente
	Dólar L ARG	-3,8%	11,8%	-12,6%			R	-	Sin expectativas de corto plazo por inestabilidad política
	Dólar Ley NY	-0,6%	12,1%	-9,7%			R	-	Brecha por legislación estable. Aumenta volumen por CCL

Comentarios Finales

Las señales políticas que emite el gobierno no permiten ver con claridad una hoja de ruta consistente luego de las elecciones y continúa deteriorando las expectativas.

En el 1er cuatrimestre mejoría en el manejo fiscal y monetario.

A la inflación le cuesta desacelerarse. El desafío lograr en los próximos meses valores debajo del 3%.

La brecha puede seguir ampliándose en los próximos meses a pesar que el gobierno tiene instrumentos en el corto plazo para intervenir.

Nuestro arte, saber invertir

