

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

Junio 2021

Un año que se divide en dos etapas

- La economía empieza a entrar en modo electoral. Eso implica un esfuerzo particular por generar condiciones favorables para el consumo interno y evitar cualquier fenómeno disruptivo. Los esfuerzos estarán puestos en aumentar el ingreso disponible, contener suba de precios, administrar la depreciación cambiaria y avanzar con políticas fiscales expansivas, ya sea vía subsidios u obra pública.

Período Electoral

- Fundamentos a favor de la estabilidad (cambiario, fiscal, monetario, contexto)
- A pesar de esto, se acumulan desequilibrios:
 - Atraso tipo de cambio real.
 - Desequilibrios de Precios Relativos.
 - Excedente de pesos.
 - Costo de Subsidios.
 - Presión tributaria.
- El foco puesto en potenciar el consumo interno.

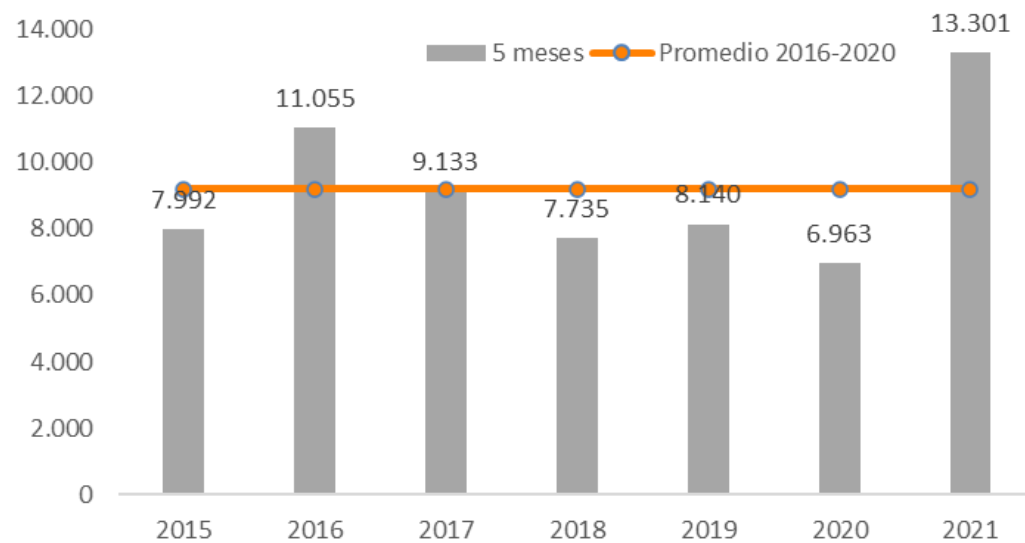
Post Elecciones

- Las dudas estarán puestas en si post elecciones se hacen los ajustes necesarios para corregir los desequilibrios o la decisión pasa por seguir aguantando.
- Por el tipo de desequilibrio acumulado, un eventual ajuste incluye un salto cambiario para licuar pasivos y corregir desequilibrios de precios relativos, pero eso impacta negativo en niveles de pobreza e indigencia.
- Por lo tanto, hoy el escenario más probable es que el gobierno decida mantener la misma política post elecciones, apostando por el crecimiento económico como factor de corrección y dependiendo de la estabilidad del precio de los granos.

Período Electoral: Fundamentos a Favor de la Estabilidad: Frente Cambiario

- La combinación de precios de granos en niveles récord y ritmo de depreciación claramente inferior a la tasa de interés generó un nivel extraordinario de liquidación de divisas de exportadores.
- Este ciclo estacional se sostiene hasta fines de julio y el BCRA le sirvió para llevar comprados USD 5.700 millones y haber aumentado las reservas en USD 2.500 millones. Ese es el poder de fuego que acumula para poder intervenir si en algún momento la tendencia del mercado se revierte.

Liquidación de USD Cerealeras Ene - May



FACTORES DE OFERTA Y DEMANDA DE DIVISAS

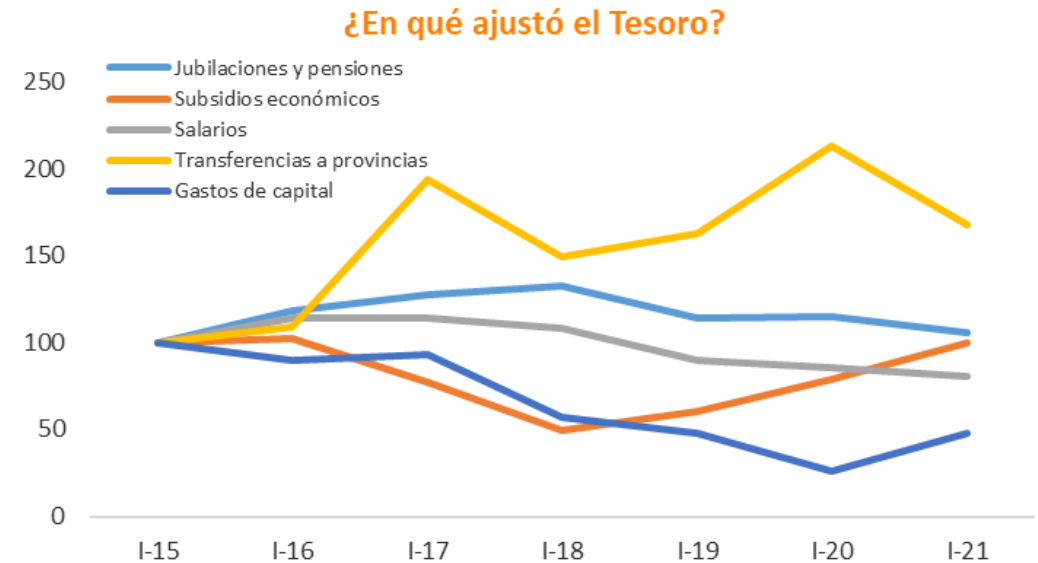
(valores promedio por mes)

(+ = Compra / - = Venta)	I-20	II-20	III-20	IV-20	I-21	abr-21
INTERVENCIÓN BCRA	234	-202	-1.172	-252	756	1.373
ENTIDADES FINANCIERAS	-270	-147	-104	58	34	85
CLIENTES DE ENTIDADES	504	-55	-1.068	-310	687	1.288
Sector Privado	741	-40	-1.058	-323	836	1.326
Exportaciones	4.127	4.039	4.343	4.276	5.381	6.728
Importaciones	-3.085	-3.138	-3.848	-3.790	-3.814	-4.738
Saldo Neto de Servicios	-4	-42	-201	-197	-185	-190
Intereses y Dividendos	-331	-224	-212	-199	-228	-134
Préstamos Financieros	-496	-551	-610	-551	-408	-274
Atesoramiento y Otros	530	-124	-529	136	125	-66
Sector Público	-237	-15	-10	13	-149	-38

Período Electoral: Fundamentos a Favor de la Estabilidad: Frente Fiscal

- Los primeros meses el año mostraron un fuerte aumento de los ingresos tributarios que se sustentaron principalmente en el aumento del nivel de actividad, de la inflación y del precio de los granos. A eso se sumaron los nuevos impuestos.
- Por el lado del gasto se percibe un esfuerzo en limitar el peso del gasto previsional y canalizarlo hacia subsidios, transferencias a provincias y recientemente en gastos de capital.
- El punto de partida es bueno, pero esperamos cierto grado de deterioro en la medida que la segunda ola Covid haga necesaria mayor asistencia y se acerque el proceso electoral.

Acumulado Enero - Abril de cada año	En % del PBI			2021	
	2019	2020	2021	\$ Mill	Var % a/a
INGRESOS TOTALES	17,7%	17,2%	19,9%	2.300.416	63,9%
Tributarios	15,6%	15,4%	18,5%	2.132.924	69,2%
GASTO PRIMARIO	17,5%	21,9%	20,6%	2.381.010	33,1%
Gastos Corrientes	16,4%	21,1%	19,3%	2.226.461	29,2%
Prestaciones sociales	10,6%	13,6%	11,9%	1.378.051	24,3%
Subsidios económicos	1,2%	2,0%	2,2%	251.176	54,3%
Gastos de Func. y otros	3,2%	3,4%	3,3%	385.000	38,5%
Transferencias a provincias	0,5%	1,3%	0,7%	80.107	-21,7%
Otros gastos corrientes	0,8%	0,9%	1,0%	113.374	58,1%
Gastos de Capital	1,1%	0,8%	1,3%	154.549	138,2%
RESULTADO PRIMARIO	0,2%	-4,7%	-0,7%	-80.594	-79,1%
Pago de Intereses	3,2%	2,5%	1,4%	160.846	-21,9%
RESULTADO FINANCIERO	-3,0%	-7,2%	-2,1%	-241.440	-59,1%



Período Electoral: Fundamentos a Favor de la Estabilidad: Esfuerzo Monetario

- El BCRA se ha enfrentado a un nuevo desafío. Si bien el mayor equilibrio fiscal hacía prever un ritmo de emisión primaria más baja, la compra de dólares en el mercado y el pago de intereses de Leliqs y Pases mantuvo alta la emisión y requirió esfuerzos de esterilización.
- En promedio, en los primeros 5 meses del año se emitieron \$105.000 millones para comprar divisas en el mercado cambiario y \$92.000 millones mensuales para pagos de intereses de Leliqs y Pases.
- Para evitar que esa emisión primaria genere un exceso de liquidez, el BCRA ha absorbido pesos mediante la venta de dólares al Tesoro y con las operaciones de mercado abierto que realizó para contener el nivel del tipo de cambio libre.
- Además captó pesos a través de Leliqs y Pases a un ritmo promedio mensual de \$175,000 millones. Pero, mientras la absorción primaria saca los pesos de la economía, cuando se esterilizan mediante Leliqs o Pases quedan como depósitos y forman parte de M2 / M3.

FUENTES DE EXPANSIÓN PRIMARIA

Arg\$ Millones por Mes	2019	2020	Acum 21
Expansión Primaria	101.698	227.202	233.365
Asistencia al Tesoro	42.777	167.072	35.970
Intereses de Leliqs/Pases	58.921	60.130	92.076
Compra Divisas Privado	0	0	105.319
Absorción Primaria	-23.498	-45.055	-48.251
Venta de USD	-23.498	-39.432	-26.740
Operaciones de Bonos o Futuros	0	-5.623	-21.511
Esterilización	-37.667	-134.240	-175.727
En % Emisión Primaria	37%	59%	75%
En % Emisión Neta	48%	74%	95%

DINÁMICA DE LOS AGREGADOS MONETARIOS

Var % Interanual	Circulante	Base Monetaria	M2	M3	Pasivos Remun.
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	37,7%	16,0%	41,8%	61,3%	106,6%
may-21	29,8%	15,3%	36,3%	52,7%	95,6%

Período Electoral: Fundamentos a Favor de la Estabilidad: Financiamiento

- Para ayudar a cubrir las necesidades financieras del Tesoro y evitar una mayor expansión monetaria, el BCRA autorizó a los bancos a integrar una parte de sus encajes con Bonos del Tesoro.
- La clave es que el nuevo crédito se use para bajar la asistencia del BCRA al Tesoro. Si implica más gasto, el efecto monetario es muy negativo

Datos en \$ Millones (May-21)	Depósitos PF	Stock de Leliqs		
		Total	Encaje	Resto
SISTEMA FINANCIERO	3.720.529	2.048.996	744.106	1.304.890
Bancos Privados	1.957.810	1.264.098	391.562	872.536
Capital Nacional	1.179.644	723.941	235.929	488.012
Capital Extranjero	778.166	540.157	155.633	384.524
Bancos Públicos	1.741.134	779.903	348.227	431.677
Compañías Financieras	21.584	4.995	4.317	678

FISCAL:

- Genera demanda incremental de bonos del Tesoro y ayuda a estirar vencimientos para después de las elecciones.
- El Tesoro necesita en nuestro escenario base \$1,45 billones de pesos hasta fin de año. Lo que no logre captar en el mercado deberá solicitárselo al BCRA, con un tope presupuestaria de \$1 billón adicional a los \$200.000 millones ya transferidos.

MONETARIO:

- Expansión inicial por rescate de Leliqs de los bancos. Cada peso que rescatan y va al Tesoro vuelve como gasto y como nuevo depósito potencial.
- El 20% se convierte en circulante.
- El efecto monetario puede volverse neutro si deja de asistir al Tesoro por ese mismo importe.
- Se ahorra pago de intereses por Leliqs.

SISTEMA FINANCIERO:

- Oportunidad para mejorar spread.
- Riesgo patrimonial por aumento de exposición al Tesoro.
- Positivo que sea voluntario y no obligatorio.

Fundamentos a Favor de la Estabilidad: Nivel de Actividad "V vs. W"

- Se plantean dos escenarios posibles con respecto al Nivel de Actividad.
- El Escenario Base contempla que, las restricciones de movilidad recientes generan una caída en forma de "V" en el nivel de actividad, pero no necesitan repetirse hacia adelante.
- En ese escenario se recupera la demanda y el año cierra con un crecimiento neto del orden del 1% y un aumento promedio del nivel de actividad del 7%.
- El escenario alternativo tiene forma de "W". Eso implica que al cierre reciente se debe sumar al menos un cierre adicional por intensidad de casos de coronavirus.
- En este segundo escenario, las restricciones a la movilidad afectan al nivel de empleo y de ingreso, cayendo la demanda y no lográndose crecimiento neto a lo largo del año. Eso implica un aumento del PBI promedio del 5,5%

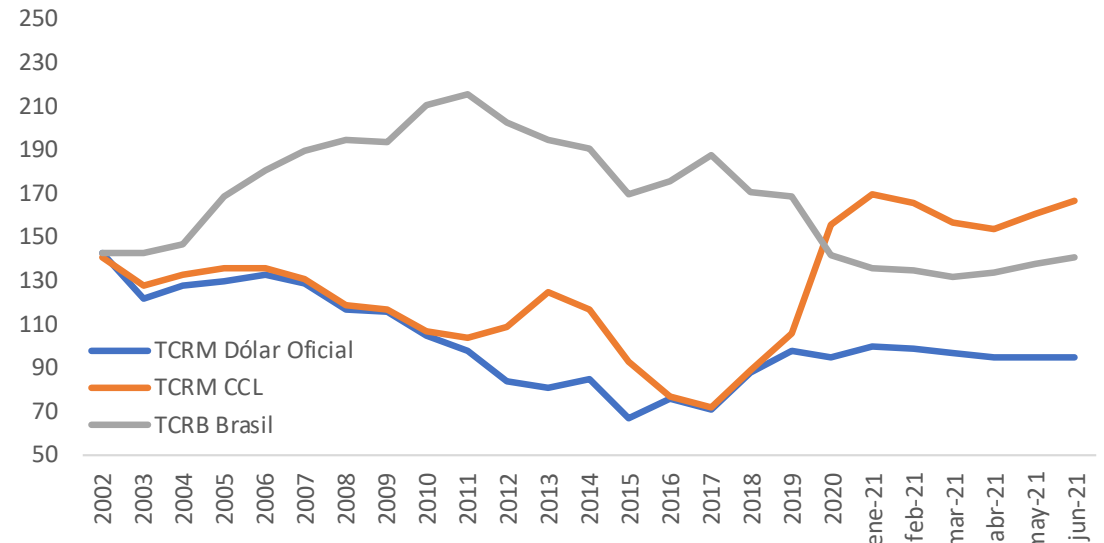
Base " V "	I-20	II-20	III-20	IV-20	I-21	II-21	III-21	IV-21	2020	2021
PBI Interanual	-5,2%	-19,0%	-10,1%	-4,3%	2,4%	15,5%	6,7%	3,7%	-9,9%	7,0%
PBI Trimestral Desest.	-4,4%	-15,7%	13,3%	4,5%	2,3%	-3,5%	2,6%	2,6%	n.c.	n.c.
Crec. Neto	-3,7%	-8,4%	4,8%	2,4%	1,5%	-3,0%	3,7%	1,3%	-8,6%	1,0%
Efecto Arrastre	-0,7%	-7,3%	8,5%	2,1%	0,8%	-0,5%	-1,0%	1,3%	-1,4%	6,0%

Alternativo W	I-20	II-20	III-20	IV-20	I-21	II-21	III-21	IV-21	2020	2021
PBI Interanual	-5,2%	-19,0%	-10,1%	-4,3%	2,4%	15,5%	2,2%	2,2%	-9,9%	5,5%
PBI Trimestral Desest.	-4,4%	-15,7%	13,3%	4,5%	2,3%	-3,5%	-1,7%	5,6%	n.c.	n.c.
Crec. Neto	-3,7%	-8,4%	4,8%	2,4%	1,5%	-3,0%	-0,7%	3,4%	-8,6%	-0,5%
Efecto Arrastre	-0,7%	-7,3%	8,5%	2,1%	0,8%	-0,5%	-1,0%	2,2%	-1,4%	6,0%

Período Electoral: Principales Desequilibrios: Atraso de Tipo de Cambio Real

- El tipo de cambio se sigue depreciando a un ritmo claramente inferior a la inflación.
- Hasta abril, esa dinámica implicó un fuerte deterioro del tipo de cambio real. En mayo, con la apreciación del Real Brasileiro, se frenó esa caída.
- Hacia adelante, la dinámica local es negativa, con inflación que supera al ritmo de depreciación.
- Mientras en Argentina el exceso de divisas le permitió al BCRA acumular reservas y controlar el ritmo de depreciación, en Brasil generó una apreciación del Real.
- Por ahora, con recuperación post pandemia y políticas fiscales que siguen expansivas, no se esperan retrocesos significativos para el precio de los granos.

Lento Retroceso del TCRM - Dólar Oficial



Var % Mensual	Datos Reales				
	ene-21	feb-21	mar-21	may-21	Acum-21
Peso / USD	3,9%	3,4%	2,7%	1,4%	13,7%
Inflación	4,0%	3,6%	4,8%	3,5%	21,7%
Real / USD	5,1%	2,0%	1,1%	-3,9%	0,5%
TCR Multilateral	-0,1%	-0,3%	-2,6%	0,0%	-4,9%
TCR Bil. Brasil	-3,0%	-1,2%	-4,2%	3,6%	-5,9%

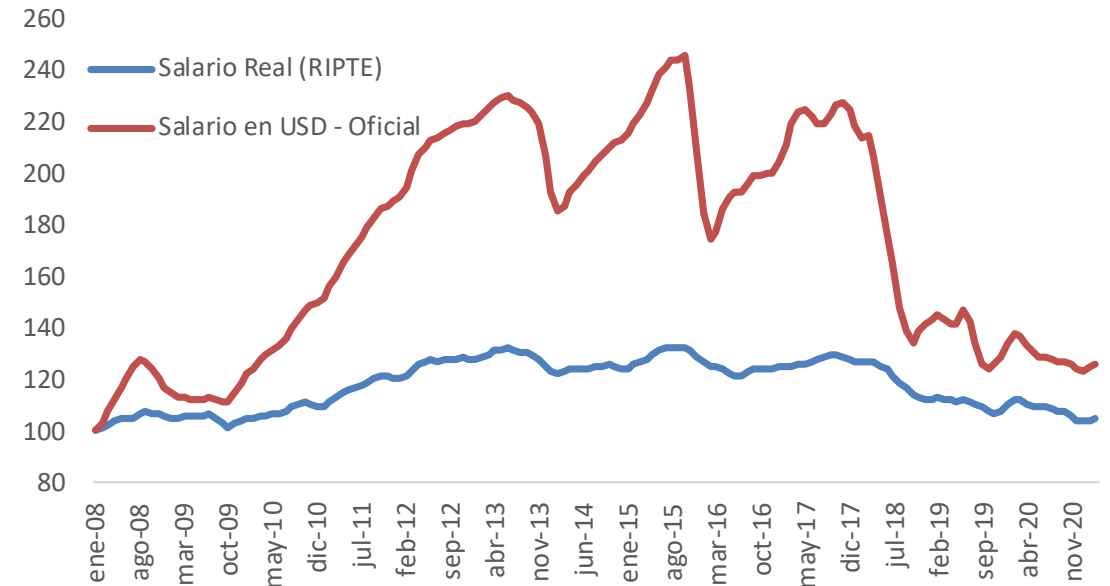
Proyección	
jun-21	dic-21
15,4%	26,2%
25,9%	50,0%
1,0%	4,1%
-7,3%	-14,4%
-7,3%	-10,5%

Período Electoral:

Principales Desequilibrios: Desequilibrio de Precios Relativos

- El principal precio que muestra atraso relativo es el salario. Cayó con respecto a la inflación y con respecto al dólar libre.
- El salario real está apenas 3% por arriba del piso de principios de 2008. y perdió 21,7% con respecto al nivel máximo alcanzado en el III-15.
- En línea con el atraso salarial, los servicios necesitan recuperar terreno contra los bienes.
- El último precio que tiene que corregir es el de precios regulados, cuyo atraso se espera que se amplíe hasta fin de año.

Atraso del Salario Real



PASO ATRÁS EN LA CORRECCIÓN DE PRECIOS RELATIVOS

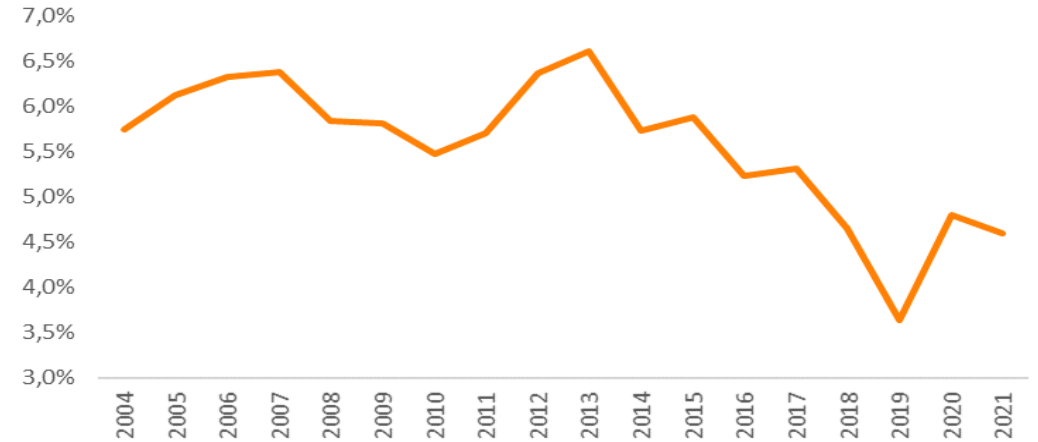
Rítmos Anualizados TOTAL PAIS	I-20	II-20	III-20	IV-20	I-21	abr-21	Acum desde feb-20
Bienes NO Regulados	39,6%	31,4%	41,7%	57,0%	65,8%	68,7%	54,8%
Servicios NO Regulados	44,8%	16,8%	21,1%	58,5%	72,1%	49,9%	43,6%
Precios Regulados	13,1%	0,5%	13,8%	33,0%	46,0%	54,9%	24,6%
PRECIOS MINORISTAS	35,0%	23,3%	34,3%	53,6%	62,8%	61,6%	47,4%
Salarios	65,5%	2,8%	28,2%	43,3%	64,0%	34,6%	36,7%
Tipo de Cambio	23,5%	47,3%	36,7%	45,8%	47,5%	26,4%	48,4%

	Salario Real		Salario USD Oficial	
	Indice	Var % Act /	Indice	Var % Act /
NIVEL ACTUAL	104,0	0,0%	124,9	0,0%
Promedio 2008-2021	117,9	-11,8%	172,8	-27,7%
Máximo 2008-2021	132,8	-21,7%	246,1	-49,3%
Mínimo 2008-2021	100,9	3,1%	103,3	20,9%
Dic-20	104,1	-0,1%	123,8	0,9%

Período Electoral: Principales Desequilibrios: Excedente de Pesos

- El BCRA mantiene un fuerte ritmo de emisión primaria combinado con control de capitales. Es una combinación que genera excedente de pesos.
- Ante una crisis como la generada por el COVID, es esperable que se fomente la expansión monetaria, para darle liquidez a la economía. El problema es que tiene que haber demanda real de dinero que lo absorba, si no se corre el riesgo de que esa liquidez se convierta en inflacionaria.
- Hoy la demanda real de dinero no acompaña, por lo tanto existe un desequilibrio en ese exceso de pesos y la consecuencia son niveles de inflación que se sostienen elevados.
- Se recuperó en 2020 con la cuarentena, que requirió más uso de efectivo en una economía que se achicó. Pero con la recuperación económica se reinició la tendencia decreciente de la demanda de dinero.
- Con alta inflación es esperable que se use menos efectivo y aumenten los plazos fijos.

Demanda de Dinero / PBI

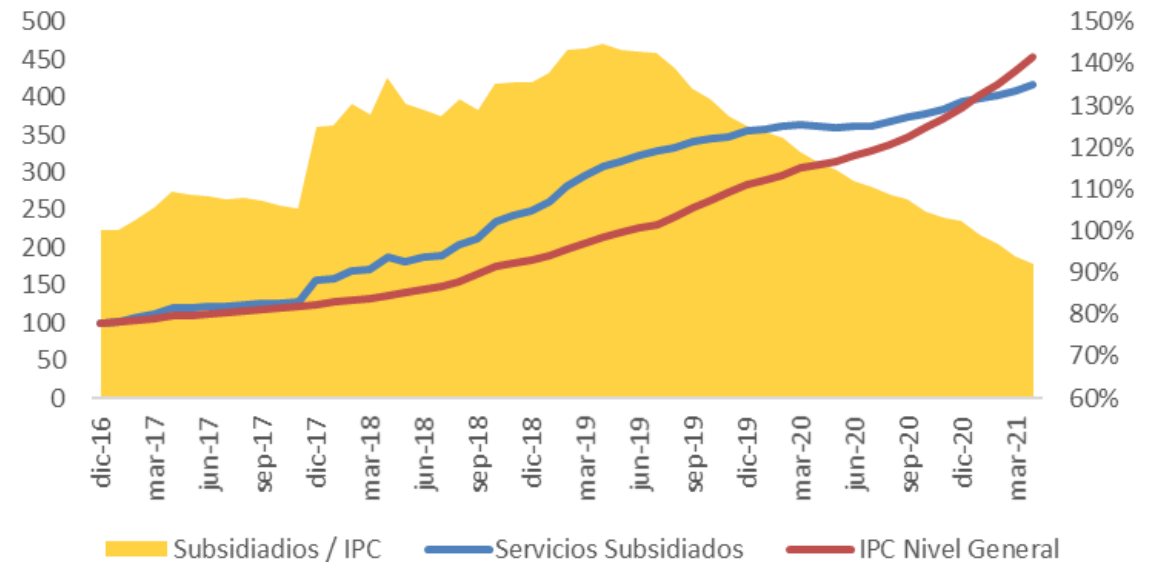


	Pasivos Remunerados				Dep Plazo Fijo en % PBI
	En USD Mill	En % Res Int	En % M3	En % PBI	
2004-2009	13.060	39,3%	21,1%	4,8%	7,9%
2010-2013	21.727	48,1%	18,8%	4,1%	8,0%
2014-2015	31.249	104,4%	23,9%	5,1%	7,6%
2016-2018	49.321	120,7%	41,9%	8,1%	6,8%
IV-18	21.073	40,3%	24,9%	4,7%	8,4%
IV-19	19.219	42,9%	29,9%	4,6%	6,1%
IV-20	32.297	81,6%	35,9%	8,0%	8,7%
Actual	38.299	94,9%	41,5%	10,3%	10,7%

Período Electoral: Principales Desequilibrios: Costo de los Subsidios

- El costo de los subsidios anualizados del primer cuatrimestre (sin el adicional de energía del invierno) ya registra una suba equivalente a 1% del PBI con respecto a 2019.
- Dados los aumentos de tarifas pautados para este año, esa cifra irá en aumento.
- Este desequilibrio impacta desde el punto de vista fiscal y desde los incentivos al consumo, lo que puede derivar en un aumento de las importaciones de energía en el corto plazo.
- El desequilibrio energético fue el principal factor detrás del deterioro del saldo comercial que se inició en 2008.

Magnitud del Atraso en Tarifas

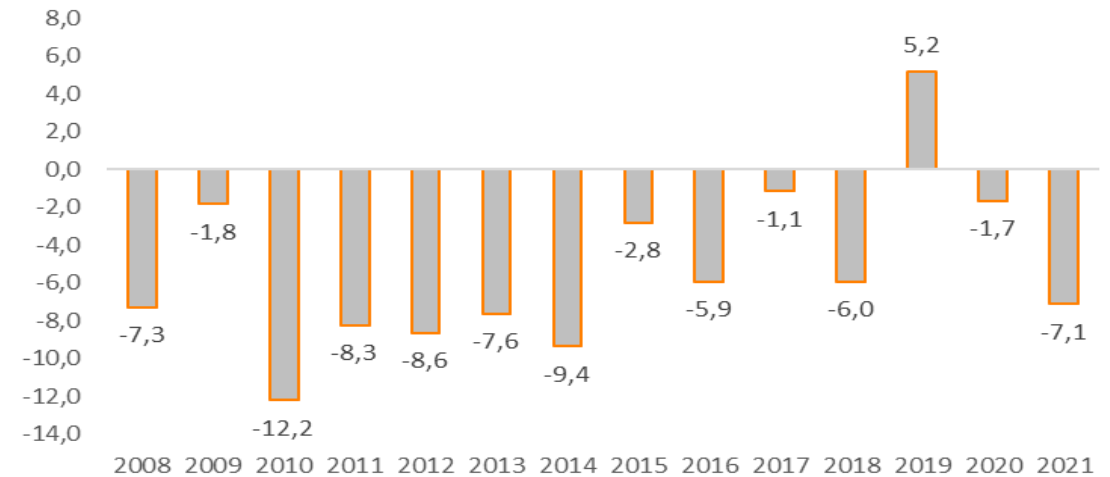


En % del PBI	4m 16	4m 17	4m 18	4m 19	4m 20	4m21
Subsidios Económicos	2,1%	1,7%	1,0%	1,2%	2,0%	2,2%
Energía	1,1%	0,8%	0,3%	0,7%	1,3%	1,4%
Transporte	1,0%	0,9%	0,7%	0,5%	0,6%	0,7%
Otras funciones	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%

Período Electoral: Principales Desequilibrios: Tasas Reales Negativas

- La aceleración inflacionaria hizo que el BCRA no pudiera mantener tasas de interés superiores a la inflación.
- Es un problema que arrastra la economía local hace varios años. Con inflación alta e inestable, las tasas de interés necesarias se hacen muy elevadas y son difíciles de sostener tanto para las empresas como para el BCRA.
- Esta tendencia se mantendrá hacia adelante. El impacto es menor por la presencia de controles de capitales. Sin esa regulación esto implicaría una mayor demanda de divisas por atesoramiento.

Sin Poder Lograr Tasas Reales Positivas

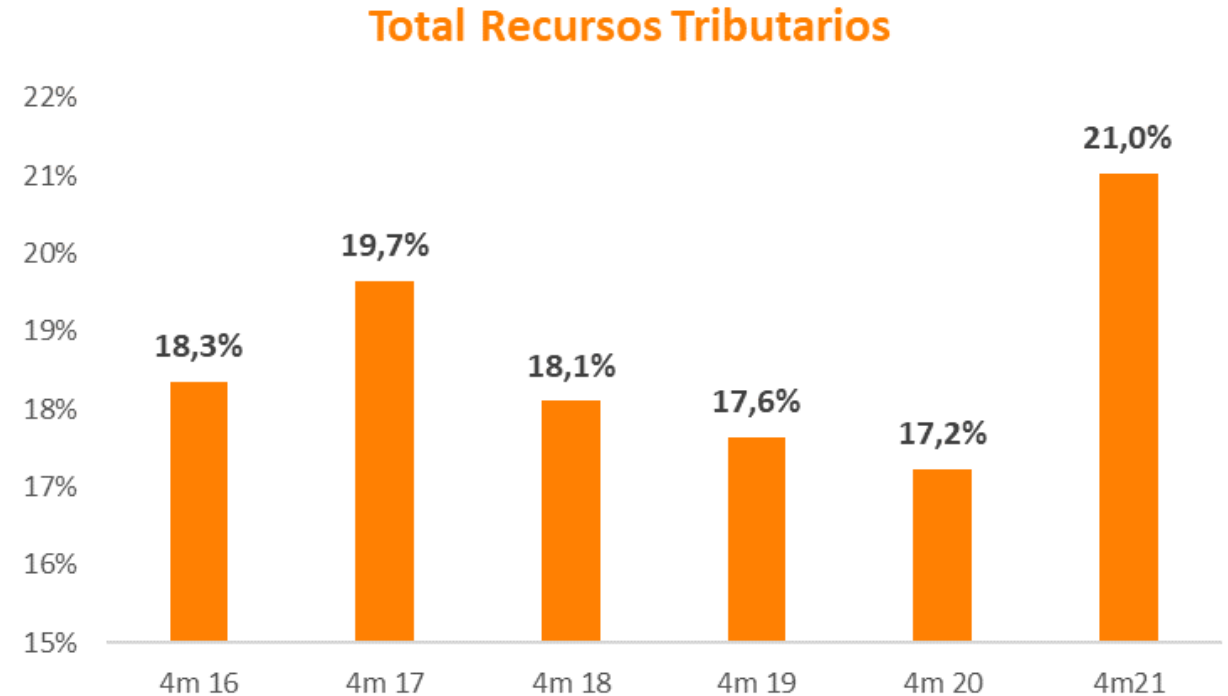


TASA BADLAR SOLO POR ARRIBA DEL TCN OFICIAL

Tasa % Mensual	I-20	II-20	III-20	IV-20	I-21	abr-21	may-21	Acum 2021
Inflación (CER)	2,5%	1,8%	2,5%	3,6%	4,1%	4,1%	3,7%	21,9%
Devaluación A 3.500	1,8%	3,3%	2,7%	3,6%	3,3%	2,0%	1,3%	13,8%
Devaluación MEP	5,8%	7,5%	6,0%	3,4%	0,7%	1,3%	7,1%	10,8%
Tasa Badlar	2,8%	2,0%	2,5%	2,7%	2,8%	2,8%	2,8%	15,1%
Badlar - Inflación	0,2%	0,3%	0,0%	-0,9%	-1,3%	-1,3%	-0,9%	-6,8%
Badlar - Devaluación A 3.500	1,0%	-1,2%	-0,2%	-0,8%	-0,4%	0,9%	1,5%	1,3%
Badlar - Devaluación MEP	-3,1%	-5,5%	-3,5%	-0,7%	2,1%	1,5%	-4,2%	4,3%

Período Electoral: Principales Desequilibrios: Presión Tributaria

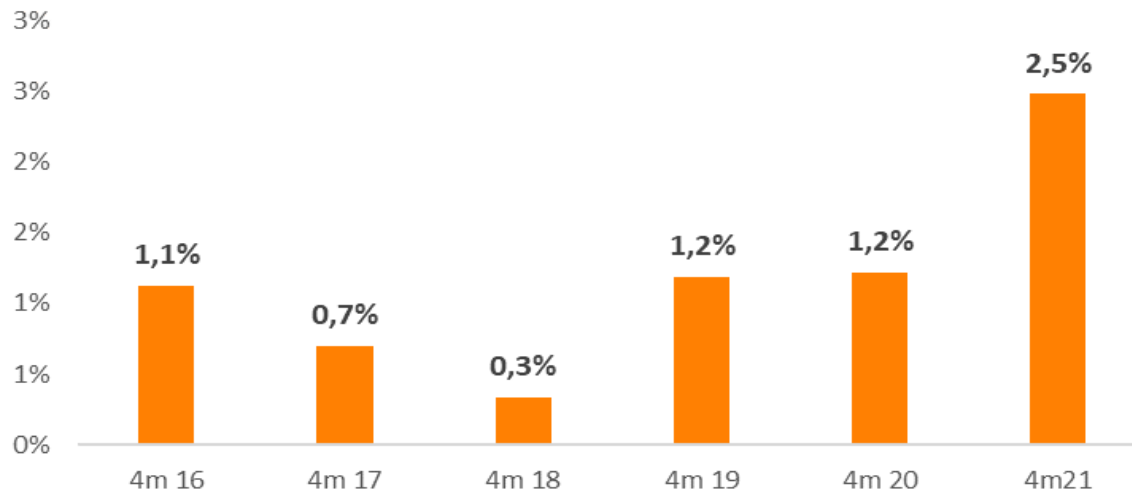
- La Crisis Sanitaria generó mayores necesidades fiscales y en parte se resolvieron con suba de impuestos sobre un sector privado que se achicó e informalizó durante la crisis.
- Eso implica un incremento de la presión tributaria sobre los contribuyentes que mantienen el grado de cumplimiento.
- A nivel Nacional el salto ya es grande, y si bien todavía no están las estadísticas consolidadas, varios distritos subnacionales también subieron sus alícuotas.
- Mayor presión tributaria quita competitividad y hace necesario un mayor tipo de cambio real para licuar el peso de esos impuestos.



Período Electoral: Principales Desequilibrios: Vulnerabilidad Externa

- En los primeros 4 meses del año las retenciones generaron ingresos equivalentes a 2,5% del PBI. Son la principal explicación de la reciente solvencia fiscal.
- Pero ingresos extraordinarios no deben financiar gastos permanentes, porque luego generan problemas de financiamiento. Por eso es un riesgo que estos ingresos junto con el impuesto sobre las grandes fortunas financien gastos corrientes. Deberían acotarse a gastos puntuales de la crisis si

**El Aporte de las Retenciones
(% del PBI)**



Sin acceso al Mercado de Capitales.

Baja participación de exportaciones locales (netas de productos primarios).

La dependencia queda dada por el precio de los principales granos.

Hoy son relevantes para asegurar la oferta de dólares e ingresos fiscales vía retenciones / impuesto a las ganancias y por el efecto derrame sobre otros sectores.

¿Qué esperamos para los próximos meses?

Entendemos que están dadas las condiciones para un proceso electoral con menores inestabilidades que en otros años. El alto nivel de precios de granos ha generado un factor fuertemente estabilizador para el mercado cambiario y para las finanzas públicas. Existen factores que pueden amortiguar a los principales shocks negativos que pudieran producirse:

BCRA acumulando reservas y habiendo liberando su posición de futuros tiene margen para intervenir. Además al haber liberado pagos de importaciones, ante falta de divisas, queda todavía ese grifo por cerrar.

La principal incertidumbre seguirá estando en la evolución de los indicadores sanitarios. En lo económico como evolucionan los controles de precios, aumentos de gasto público con permanencia en el tiempo, aumentos salariales forzados y comportamiento de los depósitos a plazo fijo.

Vemos postergadas las eventuales decisiones necesarias para corregir los desequilibrios planteados. Esto implica que no se supone hasta después de noviembre un acuerdo de Largo Plazo con FMI ni Club de Paris.

¿Qué esperar para el período post electoral?

Se hace imprescindible resolver los acuerdos pendientes con el FMI y con el Club de Paris. Eso implica al menos plantear un sendero para resolver los desequilibrios estructurales planteados. No más acumulación de atrasos en tipo de cambio ni tarifas.

Lo más probable es que no se logre acordar un programa convincente con FMI por la forma en que el gobierno razona la economía. Por ello costará retomar un sendero consistente de crecimiento. Dependencia de las expectativas políticas.

Es probable que la presencia de ingresos extraordinarios genere incentivos a no avanzar con los problemas más de fondo y eso implique que una vez dejen de estar presentes, se pierda la convergencia fiscal y el equilibrio del mercado cambiario. Tendencia del gobierno a evitar reformas estructurales.

Por eso es clave que factores transitorios no distorsionen las decisiones de largo plazo. Esto luce complicado con un calendario político que establece elecciones año por medio.

Nuestro arte, saber invertir

