

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

Septiembre 2020

## ¿Qué cambio en el último mes?

**Pasaron las buenas noticias y no fue suficiente**

### Crisis Sanitaria

- Flexibilización de hecho por saturación, en el peor momento en términos sanitarios. Se extendió la crisis al interior del país.

### Deuda Externa

- Debutaron los nuevos bonos con una performance claramente peor a la esperada.

### Política Cambiaria

- Nuevas restricciones que lucen negativas para el sector privado y no solucionan los problemas de fondo.  
¿Ganan tiempo?

### Política Monetaria

- El BCRA se mantiene activo con la esterilización. Defiende necesidad de tasas reales positivas.

### Política Fiscal

- Poca convergencia fiscal para 2021. El BCRA seguirá teniendo un rol activo de financiamiento al Tesoro.

## Cuatro problemas en el Centro de la Agenda

### Frenar la pérdida de Reservas

- Luego de perder casi USD 1.300 millones en agosto, se tomaron decisiones para restringir fuertemente la demanda de dólares.
- ¿Alcanza para lograr el equilibrio?

### Achicar la Brecha Cambiaria

- La expectativa estaba puesta en el post canje.
- Las primeras semanas de operaciones mostraron lo contrario.
- Siguen faltando señales claras para fomentar la demanda real de pesos.

### Contener el Impacto Social

- La crisis sanitaria generó pérdida de empleos, caída de ingresos en los independientes y pérdida de salario real.
- El escenario se complica con una aceleración inflacionaria. Alto riesgo de aumento de demandas sociales / laborales.

### Financiar el Desequilibrio Fiscal

- Se presentó el presupuesto con una estimación de déficit mayor a la prevista por el mercado.
- Si bien hay margen económico para lograr mejores cifras, la política impone otras restricciones.

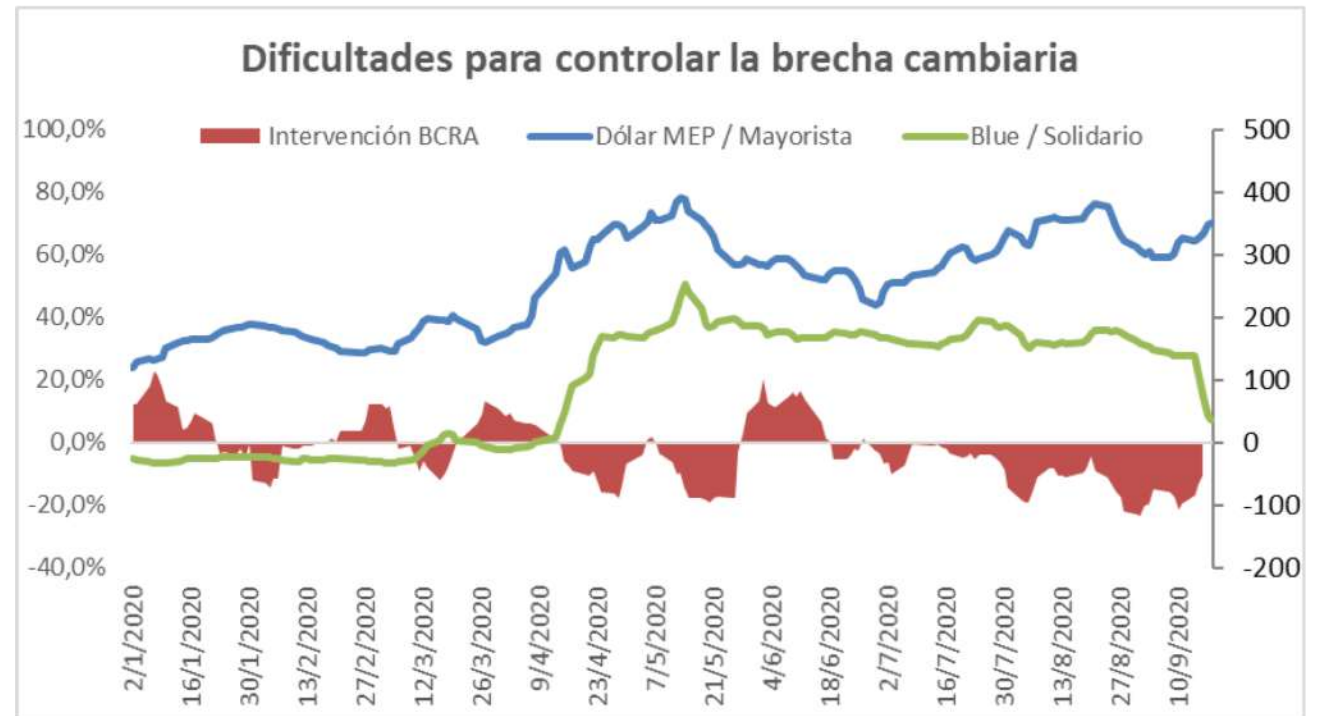
## Objetivo I: Frenar el drenaje de reservas ¿Se puede lograr?

- En el corto plazo se debería equilibrar el Mercado Cambiario, permitiéndole al BCRA dejar de vender dólares. El principal objetivo de estas medidas se podría cumplir.
- En el mediano plazo, al mantenerse elevada la brecha cambiaria, se agudizaría el esquema negativo de incentivos para el comercio exterior, con aumento de importaciones y con escasa reacción de las exportaciones.
- Los plazos planteados están pensados para empalmar con el período estacional de alta oferta de dólares (2° Trim 2021).
- ¿Alcanza el poder de fuego del BCRA para contener las presiones hasta que se equilibre el mercado cambiario?

	Promedio Mensual en USD Millones						Objetivo
	l-20	abr-20	may-20	jun-20	jul-20	ago-20 estim.	
<b>Intervenciones BCRA</b>	<b>220</b>	<b>-547</b>	<b>-679</b>	<b>672</b>	<b>-568</b>	<b>-1.279</b>	<b>175</b>
<b>Saldo Neto Privado</b>	<b>337</b>	<b>-724</b>	<b>-791</b>	<b>724</b>	<b>-660</b>	<b>-1.279</b>	<b>175</b>
Exportaciones	4.127	3.938	3.854	4.326	4.524	4.305	4.300
Importaciones	-3.085	-3.603	-3.487	-2.324	-3.444	-3.544	-3.500
Préstamos financieros	-496	-429	-774	-450	-644	-744	-250
Atesoramiento y otros	-209	-630	-383	-827	-1.096	-1.296	-375

## Objetivo II: Achicar la Brecha Cambiaria

- Desde que la brecha cambiaria subió a un nuevo nivel, el BCRA no ha dejado de perder reservas.
- Solamente, un par de semanas de junio luego de ajustar el pago de importaciones, fueron positivas para el BCRA.
- El ajuste del dólar solidario no alcanzó para eliminar esa brecha, porque el tipo de cambio paralelo ajustó inmediatamente.
- En las próximas semanas se verá donde se estabilizan las brechas, pero parece claro que no van a bajar.
- Esto genera incentivos negativos para la oferta y demanda de dólares comerciales.



## Objetivo III: Contener las Demandas Sociales

- El desafío es contener un impacto social que ha afectado de manera diferencial a distintos sectores.
- Los más afectados los sectores medios bajos que dependían de trabajo independiente o comercio chico.
- Los segmentos más bajos pudieron ser contenidos mediante los planes sociales y asistencias.
- La variable a monitorear, la destrucción de empleo, porque el desempleo no va a ser una variable indicativa dada a caída en la búsqueda activa por la crisis sanitaria.

	CANTIDAD DE PERSONAS			Ingreso Medio			Estructura %	
	Actual	Var Abs a/a	Var % a/a	12 meses	Actual	Var %	% Personas	% Ingreso
<b>TRABAJADORES</b>	<b>15.682</b>	<b>-1.705</b>	<b>-9,8%</b>	<b>43.689</b>	<b>46.200</b>	<b>6%</b>	<b>57,8</b>	<b>71,7</b>
Privado Formal	5.800	-223	-3,7%	58.605	60.562	3%	21,4	34,8
Empleo Público	3.206	-1	0,0%	64.437	69.494	8%	11,8	22,0
Casas Particulares	479	-20	-3,9%	13.343	14.809	11%	1,8	0,7
Independientes	2.284	-118	-4,9%	41.023	31.291	-24%	8,4	7,1
No Registrados	3.913	-1.344	-25,6%	18.036	18.371	2%	14,4	7,1
<b>JUBILADOS Y PENSIONADOS</b>	<b>11.469</b>	<b>20</b>	<b>0,2%</b>	<b>22.056</b>	<b>24.950</b>	<b>13%</b>	<b>42,2</b>	<b>28,3</b>
<b>TOTAL CON JUBILADOS</b>	<b>27.151</b>	<b>-1.686</b>	<b>-5,8%</b>	<b>35.100</b>	<b>37.224</b>	<b>6%</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

### EVOLUCIÓN DE LA MASA SALARIAL REAL

Var % Trimestral	IV-15	IV-18	III-19	IV-19	I-20	II-20	III-20	IV-20
Personas con Ingresos	1,7%	0,4%	0,6%	0,4%	-0,4%	-5,4%	3,2%	1,3%
Ingreso Medio	4,2%	9,4%	8,9%	9,2%	7,8%	2,3%	8,9%	11,6%
<b>Masa Salarial</b>	<b>6,0%</b>	<b>10,4%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,7%</b>	<b>7,4%</b>	<b>-3,2%</b>	<b>12,4%</b>	<b>13,1%</b>
Crédito Neto	2,4%	-7,4%	1,8%	-3,8%	0,8%	-1,2%	1,2%	1,1%
<b>Ingreso Disponible</b>	<b>8,3%</b>	<b>2,1%</b>	<b>11,2%</b>	<b>5,3%</b>	<b>8,3%</b>	<b>-4,4%</b>	<b>13,8%</b>	<b>14,2%</b>
Costo de Vida	6,2%	14,6%	10,0%	13,2%	8,8%	6,2%	6,8%	10,6%
<b>Poder de Compra t/t</b>	<b>2,0%</b>	<b>-10,9%</b>	<b>1,1%</b>	<b>-6,9%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>-9,9%</b>	<b>6,5%</b>	<b>3,2%</b>
<b>Var % a/a</b>	<b>10,1%</b>	<b>-16,5%</b>	<b>-11,7%</b>	<b>-7,8%</b>	<b>-10,2%</b>	<b>-15,7%</b>	<b>-11,1%</b>	<b>-1,4%</b>
Poder de Compra IV-15 = 100	100	90,7	89,9	83,6	83,2	75,0	79,9	82,4

## Objetivo IV: Lograr Financiar al Tesoro

- El presupuesto 2021 luce poco ambicioso y supone un crecimiento del PBI nominal muy bajo (subestima inflación y por lo tanto recaudación).
- El problema es que la necesidad social, el contexto político y el proceso electoral podrían llevar a gastar cualquier recurso adicional que se logre.
- Por lo tanto la probabilidad de necesitar menor asistencia del BCRA es muy baja.

Datos en % del PBI	Real	Presupuesto		
	2019	2020	2021	Diferencia
<b>INGRESOS TOTALES</b>	18,4%	17,3%	18,1%	0,8%
<b>GASTO PRIMARIO</b>	18,8%	25,7%	22,4%	-3,3%
<b>RESULTADO PRIMARIO</b>	-0,4%	-8,3%	-4,2%	4,1%
Intereses	3,4%	2,0%	1,5%	-0,5%
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	<b>-3,8%</b>	<b>-10,3%</b>	<b>-5,7%</b>	<b>4,6%</b>
Asistencia BCRA	2,6%	8,3%	3,2%	-5,1%
Mercado	1,2%	2,0%	2,5%	0,5%

Datos en Mill de \$	Real	Presupuesto		
	2019	2020	2021	Var %
<b>INGRESOS TOTALES</b>	<b>3.937.074</b>	<b>4.669.116</b>	<b>6.730.583</b>	<b>44%</b>
Tributarios	2.209.307	2.817.306	4.222.792	50%
Seguridad Social	1.224.439	1.525.047	2.127.535	40%
Rentas de la Propiedad	223.347	169.852	198.962	17%
Recursos de Capital	119.642	30.896	10.592	-66%
Resto	160.339	126.015	170.703	35%
<b>GASTOS PRIMARIO</b>	<b>4.032.195</b>	<b>6.911.074</b>	<b>8.298.539</b>	<b>20%</b>
Prestaciones sociales	2.438.300	2.590.627	3.380.959	31%
Gastos de funcionamiento	705.733	918.426	1.253.580	36%
Gastos de capital	236.362	459.553	779.870	70%
Subsidios y Trasnferencias	651.800	2.942.468	2.884.130	-2%
<b>RESULTADO PRIMARIO</b>	<b>-95.122</b>	<b>-2.241.959</b>	<b>-1.567.956</b>	<b>-30%</b>
Intereses	724.285	539.945	544.527	1%
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	<b>-819.407</b>	<b>-2.781.903</b>	<b>-2.112.483</b>	<b>-24%</b>
Adelantos Transitorios	350.000	533.500	400.000	-25%
Utilidades BCRA	204.245	1.710.000	800.000	-53%
Mercado	265.162	538.403	912.483	69%

## Impacto Monetario de la Política Fiscal

### Emisión Primaria

- Baja por asistencia al Tesoro, pero sube por intereses de Leliqs. Queda en niveles apenas inferiores a los de 2020.

### Necesidad de Esterilización

- Si se decide contener el impacto de la emisión primaria, el stock de leliqs seguirá subiendo.

### Tasas de Interés

- El exceso de pesos y el control cambiario generan tendencia natural a la baja.
- Solamente la decisión del BCRA de sostener tasas positivas mediante regulaciones puede hacer subir la tasa.

Datos en \$ Millones	I-20	II-20	III-20	IV-20	2020	2021
<b>BASE MONETARIA</b>	<b>68.992</b>	<b>69.358</b>	<b>72.529</b>	<b>94.295</b>	<b>915.523</b>	<b>413.792</b>
<b>Compras al Sector Privado</b>	<b>22.507</b>	<b>-14.073</b>	<b>-43.248</b>	<b>-5.169</b>	<b>-119.952</b>	<b>0</b>
<b>Sector Público</b>	<b>107.066</b>	<b>272.673</b>	<b>161.915</b>	<b>168.565</b>	<b>2.130.653</b>	<b>1.200.000</b>
Compra Divisas	-3.141	-3.166	-10.373	0	-50.039	0
Adelantos Transitorios	108.032	37.151	50.753	-18.102	533.500	720.226
Transferencia de Utilidades	4.946	274.609	103.778	186.667	1.710.000	479.774
Resto	-2.772	-35.921	17.757	0	-62.808	0
<b>Intereses Leliqs</b>	<b>49.295</b>	<b>47.857</b>	<b>61.370</b>	<b>61.899</b>	<b>661.263</b>	<b>1.295.613</b>
<b>Esterilización</b>	<b>-109.875</b>	<b>-237.099</b>	<b>-107.507</b>	<b>-131.000</b>	<b>-1.756.441</b>	<b>-2.081.821</b>
Pases	138.326	-190.353	-34.331	-46.667	-399.074	-693.940
LELIQ	-247.826	-47.180	-73.137	-93.333	-1.384.429	-1.387.881
Otros Movimientos	-375	435	-39	9.000	27.062	0



## ¿Es la inflación una preocupación?

- Los factores que explican la dinámica inflacionaria reciente generan fuerte preocupación. Bajó por efecto de la pandemia y los precios regulados, pero eso no es sostenible.
- El la medida que se recupere la demanda, los precios volverán a ritmos de aumento mayores. El freno al ajuste de precios regulados no es compatible con el escenario fiscal propuesto

<b>Ritmos Anualizados</b>	<b>III-18</b>	<b>IV-18</b>	<b>III-19</b>	<b>IV-19</b>	<b>I-20</b>	<b>II-20</b>	<b>jul-ago</b>	<b>Acum Feb-Ago</b>
<b>Precios NO regulados CON Actividad</b>	57,4%	42,8%	69,8%	60,8%	37,3%	30,4%	37,5%	38,8%
<b>Precios con Baja Actividad</b>	47,3%	39,5%	58,3%	45,8%	46,0%	13,1%	26,6%	21,1%
<b>Precios Regulados</b>	62,2%	43,4%	34,1%	55,8%	11,0%	2,7%	11,1%	9,3%
<b>PRECIOS MINORISTAS</b>	<b>56,0%</b>	<b>42,1%</b>	<b>58,4%</b>	<b>56,1%</b>	<b>33,0%</b>	<b>20,1%</b>	<b>29,2%</b>	27,9%
<b>Salarios</b>	46,4%	32,2%	47,2%	38,4%	65,5%	2,8%	25,3%	16,1%
<b>Tipo de Cambio</b>	42,1%	25,6%	177,2%	26,2%	23,5%	47,3%	37,1%	42,7%

## Factores que hacen pensar en una devaluación

	Dev Enero 2014		Dev Diciembre 2015		Actual
	- 3m	+ 6 m	- 3m	+ 6 m	- 3m
Ritmo Depreciación TCN	47,2%	7,9%	17,7%	0,5%	34,5%
Ritmo Depreciación CCL	15,1%	6,2%	-2,2%	5,2%	33,6%
Brecha Promedio	61%	43%	64%	3%	65%
Tipo de Cambio Real	101	107	84	93	119
Inflación (Núcleo)	31,5%	29,1%	25,9%	35,7%	27,9%
Precios Mayoristas	16,5%	19,2%	20,6%	31,1%	47,0%
Medios de Pago	44,0%	23,1%	32,1%	8,2%	61,3%
M 3	28,0%	15,9%	29,9%	12,1%	99,8%
Exportaciones	65.716	76.624	59.264	57.984	57.622
Importaciones	70.486	68.356	60.952	55.426	42.165
Saldo Comercial	-4.770	8.268	-1.688	2.558	15.456
Compras USD BCRA	-1.667	1.163	-2.234	436	-923
Reservas Netas	16.906	13.449	2.898	8.173	9.027
Gasto Primario / PBI	23,3%	24,4%	24,2%	26,2%	27,6%
Resultado Primario / PBI	-0,9%	-1,4%	-3,5%	-3,9%	-8,0%

- Venta diaria de dólares, ni el de brecha y exceso de pesos son los factores que juegan en contra de la sostenibilidad del actual nivel y esquema cambiario.
- Las devaluaciones anteriores además sumaban desequilibrio externo y atraso del tipo de cambio real.
- ¿Es suficiente el tipo de cambio real actual, dado el aumento de la presión tributaria, el costo financiero y la incertidumbre?

## ¿Por qué buscarán evitar la devaluación?

- Las últimas devaluaciones mostraron niveles de traslado a precios del aumento del tipo de cambio muy altos (Pass Through). Si bien en casi todos los casos quedó un tipo de cambio real más alto con respecto al pre ajuste, se produjo una aceleración inflacionaria y eso incrementa el riesgo social.

	Devaluación			Traslado a Precios Minoristas		
	Ajuste Discreto	Ritmo Mensual		Inflación Acum / Dev Acum		
		Previo	Posterior	3 meses	6 meses	9 meses
<b>ene-14</b>	23%	2,9%	1,0%	52%	79%	93%
<b>dic-15</b>	54%	1,2%	0,0%	23%	57%	62%
<b>May a sep-18</b>	91%	2,5%	1,2%	40%	49%	56%
<b>ago-19</b>	38%	2,2%	2,0%	63%	63%	62%
<b>Promedio</b>	<b>51%</b>	<b>2,2%</b>	<b>1,0%</b>	<b>44%</b>	<b>62%</b>	<b>68%</b>

## Características del Escenario Base

### Economía Real:

- Escenario asimilable a “V”. Nivel de salida inferior al de entrada por caída inicial del poder de compra de los hogares y sectores que tienen dificultades para recuperarse.
- Evolución dispar del nivel de actividad por sectores.
- En la medida que se recupera la demanda se acelera el ritmo inflacionario.

### Política Fiscal:

- El Tesoro mantiene la decisión de ocuparse de la contención social y de la continuidad operativa de las empresas. Fuerte déficit primario en 2020 que disminuye en 2021 a niveles del orden del 4,5% del PBI. Eventuales ingresos mayores a los presupuestados se canalizan hacia mayor gasto.
- El financiamiento del Tesoro se logra mediante un mix de: menor gasto Covid, acceso al mercado de deuda y asistencia del BCRA.

### Política Monetaria y Cambiaria:

- El BCRA continúa financiando al Tesoro, aunque la demanda es menor por la baja en el desequilibrio y la obtención y financiamiento neto en el mercado de deuda en pesos. Igualmente, con el objetivo de evitar grandes desequilibrios monetarios mantiene un rol activo de esterilización.
- Entre Nov-20 y Feb-21 se produce un ajuste discreto, de baja magnitud, en el tipo de cambio oficial. Se produce para bajar la brecha y acomodar incentivos para la exportación/liquidación y desalentar crecientes importaciones.
- Las tasas de interés se mantienen en los niveles actuales y el sistema financiero pierde margen por intermediación.

# Escenario 2021

- Recuperación parcial del nivel de actividad.
- Ajuste discreto del tipo de cambio, pero con poca liberación de restricciones.
- Inflación acelerándose por mayor demanda y ajuste de tipo de cambio.
- BCRA asistiendo al Tesoro, pero activo en la esterilización.

	2019	ESCENARIO BASE					
		2020	Ritmos/Promedios Mensuales				2021
			I-20	II-20	III-20	IV-20	
PBI Real	-2,0%	-11,4%	-3,6%	-0,2%	1,5%	1,5%	6,6%
Inflación	54,0%	36,9%	2,5%	1,7%	2,5%	3,8%	51,4%
Tipo de Cambio Oficial	59,9	86,6	63,1	69,5	75,5	86,6	125,6
Devaluación Anual	58%	45%	1,8%	3,3%	2,8%	4,7%	45%
Tipo de Cambio CCL	74,8	147,2	4,9%	8,5%	3,1%	6,8%	194,7
Brecha vs Oficial	25%	70%	37%	59%	60%	70%	55%
Tipo de Cambio Real (TCRM)	123,8	122,3	-2,4%	0,6%	0,4%	1,0%	119,9
Salarios	44,4%	35,1%	4,7%	0,9%	1,6%	3,1%	44,7%
Tasa Badlar	42,0%	30,0%	2,8%	2,0%	2,5%	2,5%	33,0%
Tasa de Política Monetaria	61,4%	38,0%	3,8%	3,2%	3,2%	3,2%	38,0%
Riesgo País	2.045	1.158	2.440	3.112	1.881	1.158	1.090

	2019	ESCENARIO BASE						
		2020	Ritmos/Promedios Mensuales				2021	
			I-20	II-20	III-20	IV-20		
Circulante (Demanda de Dinero)	35,2%	83,1%	3,5%	8,8%	4,1%	4,3%	49,6%	
Medios de Pago (M2)	35,0%	93,6%	5,7%	9,6%	2,7%	4,7%	51,5%	
Préstamos en Pesos	17,6%	53,4%	1,6%	5,1%	2,9%	5,0%	44,4%	
Depósitos	Depósitos Totales en Pesos	20,3%	94,9%	6,1%	9,1%	3,5%	4,3%	45,8%
	Depósitos Privados \$	35,0%	84,6%	7,2%	8,0%	2,7%	3,2%	40,2%
	Vista Privado	44,4%	90,7%	7,2%	10,7%	1,2%	3,2%	46,0%
	Plazo fijo Privado	26,3%	80,9%	7,1%	5,4%	4,7%	3,1%	33,5%
Depósitos Privados USD	-35,5%	-8,0%	-0,2%	-2,7%	0,6%	-0,5%	-4,7%	

## Escenario para los próximos meses: Identificando los Riesgos

- El supuesto planteado para el año próximo en el presupuesto asume que el plan económico prioriza evitar la devaluación. Entendemos que esa política tiene riesgos asociados muy claros y que puede ser difícil de mantener
- A ese escenario le asignamos una baja probabilidad de ocurrencia. El escenario base incluye un ajuste cambiario (20% a 30%) a producirse entre noviembre y febrero.
- Pero hoy, el escenario alternativo incluye un ajuste cambiario de mayor magnitud mas avanzado el año y un impacto sobre precios claramente más elevado.



## Escenario Alternativo

- El resultado de la ocurrencia de los riesgos enunciados es un escenario que se deteriora aceleradamente con una mayor nominalidad en todas las variables y menor nivel de actividad.
- Si la inestabilidad se extiende por varios meses, disminuye la posibilidad de alcanzar un acuerdo con el FMI.
- En ese marco, la probabilidad de ocurrencia de escenarios disruptivos adquiere relevancia.

	Escenario Base		Stress
	2020	2021	2021
Nivel de Actividad	-11,4%	6,6%	2,4%
Inflación	36,9%	51,4%	81,1%
Devaluación	44,6%	45,1%	80%
Brecha	70,0%	55,0%	100,0%
Riesgo País	1.158	1.090	1.417
Tasa Badlar	30,0%	33,0%	43,4%
Medios de Pago	93,6%	51,5%	122,9%
Depósitos en Pesos	84,6%	40,2%	102,6%
Préstamos en Pesos	53,4%	44,4%	84,0%

Nuestro arte, saber invertir

