

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

ASSET MANAGEMENT

Perspectivas Mensuales

Febrero 2021

Características del Escenario

La economía entra en modo electoral. Lentos avances en las campañas de vacunación hacen prever una segunda ola COVID con decisiones/prioridades diferentes a las del año pasado.

El mercado cambiario muestra un excedente de divisas del sector privado que luce endeble pero alcanzaría para garantizar la calma hasta el proceso electoral. El aporte significativo del sector agropecuario.

El acuerdo con el FMI viene muy lento, con posibilidades de postergarlo aún más si se produce la distribución de fondos que promovería la FED. Se trata de USD 500.000 millones de los cuales Argentina podría recibir USD 3.350 millones. Ese monto alcanzaría para postergar el acuerdo hasta después de las elecciones de octubre sin afectar reservas.

El nivel de actividad se recupera a mejor ritmo de lo esperado, la política fiscal ante un buen punto de partida, pero la política monetaria ante un desafío cada vez mayor. El gobierno muy dedicado a intentar frenar la aceleración de la inflación.

¿Cuántos dólares le sobran al sector privado?

- El mes cerró con compras menores a las de diciembre (u\$s 157 M), sin grandes sobresaltos pero con ventas netas en la 2da quincena. El bajo nivel de embarques de diciembre afectó liquidaciones de enero.
- El costo de esta calma en el MULC se está viendo con el proceso de renegociación de pasivos de YPF y con el alza de la brecha del mes. La economía local se ha quedado sin crédito externo (tanto pública como privada). Estos meses de calma (dic – ene), sirvieron para recomponer levemente el nivel de reservas. Subieron algo más de USD 1000 millones desde el 1/12/2020.
- Para el primer semestre se necesita un promedio de exportaciones liquidadas de USD 4,650 millones para mantener el equilibrio.

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	Año 2020
INTERVENCIÓN BCRA	234	-202	-1.172	-1.079	-282	606	-4.174
ENTIDADES FINANCIERAS	-270	-147	-104	-99	164	110	-1.389
CLIENTES DE ENTIDADES	504	-55	-1.068	-980	-446	496	-2.785
Sector Privado	741	-40	-1.058	-919	-371	320	-2.042
<i>Exportaciones</i>	4.127	4.039	4.343	3.979	4.196	4.654	50.355
<i>Importaciones</i>	-3.085	-3.138	-3.848	-3.919	-3.731	-3.719	-41.584
<i>Saldo Neto de Servicios</i>	-4	-42	-201	-270	-168	-151	-1.331
<i>Intereses y Dividendos</i>	-331	-224	-212	-186	-189	-221	-2.896
<i>Préstamos Financieros</i>	-496	-551	-610	-564	-677	-413	-6.626
<i>Atesoramiento y Otros</i>	530	-124	-529	41	198	170	39
<i>Minoristas</i>	57	-372	-675	-196	-154	-81	-3.400
<i>Otras Operaciones</i>	473	247	146	237	352	252	3.439
Sector Público	-237	-15	-10	-61	-75	176	-743

La Deuda Privada sigue demandando divisas

- Las estadísticas de deuda privada al 30/09/20 mostraban una fuerte concentración de vencimientos. Con acceso al mercado de capitales similar a los 12 meses anteriores, la demanda podía llegar a ser de USD 500 millones mensuales. Sin ese acceso, podía subir hasta USD 1.300 millones mensuales. Es un margen de riesgo que el BCRA no estuvo dispuesto a asumir.
- El costo de atenuar ese riesgo es el proceso de reestructuración que está llevando a cabo YPF y las implicancias sobre el acceso al financiamiento de mediano y largo plazo.

USD Millones

Stock de Deuda Sep-19	84.949
Stock de Deuda Sep-20	78.882
Cancelación Promedio Mes	506
Vencimientos Próximos 12 mese	4.029
Con Empresas Vinculadas	2.203
Financiero	628
Comercial	1.576
Con NO Vinculadas	1.825
Financiero	739
Comercial	1.087

Datos en Milones de USD	Total	Descubierto	Entre 0 y 3 meses	Entre 3 y 6 meses	Entre 6 y 9 meses	Entre 9 y 12 meses	Más de 12 meses
1) Deuda Comercial	34.854	5.238	11.991	1.907	520	624	2.909
Exportaciones	4.994	488	1.208	530	98	143	1.344
Importaciones	471	24	59	10	35	36	245
Expo e Impo Servicios	1.296	65	83	114	101	74	304
2) Deuda Financiera	44.028	2.824	4.360	1.582	1.322	1.681	27.629
Títulos de deuda	16.044	104	397	542	323	461	14.197
Utilidades y dividendos	368	198	57	7	2	3	2
Otra deuda financiera	27.616	2.522	3.906	1.032	997	1.217	13.430
Relacionadas	13.019	2.050	1.508	369	256	389	5.484
No relacionadas	14.597	472	2.398	663	741	828	7.945
3) Total	78.882	8.062	16.351	3.489	1.843	2.305	30.538
Relacionadas	32.820	5.241	8.872	1.247	493	634	6.013
No relacionadas	46.062	2.821	7.478	2.242	1.350	1.671	24.525

Un equilibrio que depende del precio de los Granos

- La suba del precio promedio de commodities, en especial de la soja, puede ayudar a sostener las exportaciones del año próximo, que venían con una perspectiva muy negativa.
- Si bien la producción de esta campaña es menor a la anterior y se sigue revisando a la baja, el efecto precio sobre compensa el efecto.
- El valor de la producción se incrementó en USD 10.000 millones, de los cuales algo menos de USD 5.500 millones podrían impactar en las exportaciones. El resto son productos que tienen por destino el mercado interno.

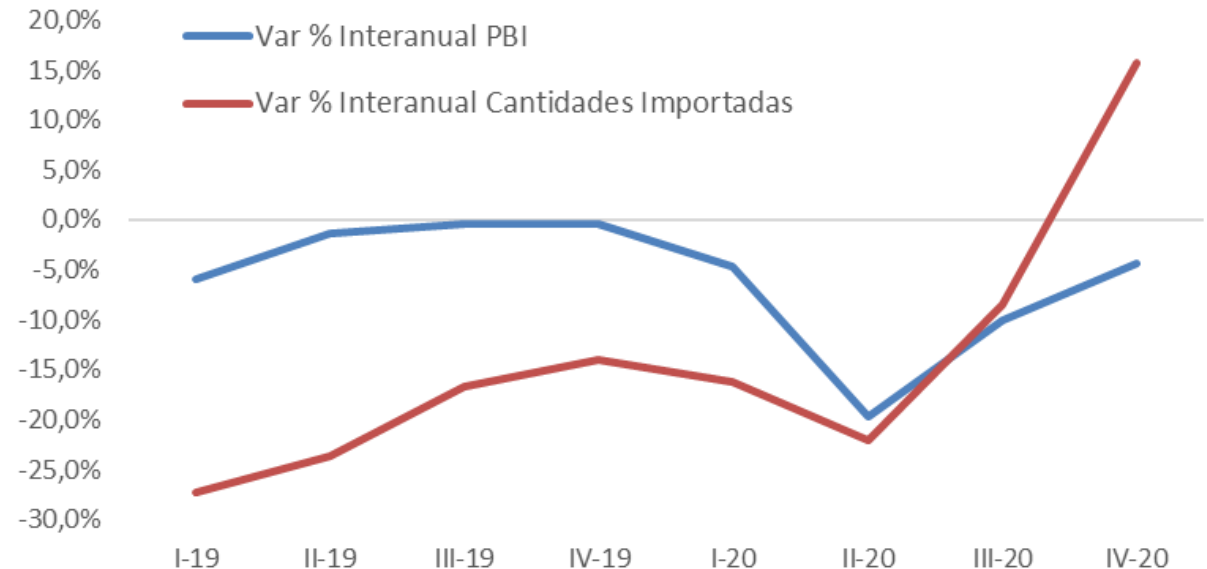
EVOLUCIÓN DE LA PRODUCCIÓN AGROPECUARIA

	2015-2016	2016-2017	2017-2018	2018-2019	2019-2020	2020-2021	Var %
Soja (Mill Tn)	58.799	54.972	35.100	55.100	49.600	46.000	-7,3%
Girasol (Mill Tn)	3.000	3.547	3.500	3.900	3.400	2.900	-14,7%
Trigo (Mill Tn)	11.571	18.625	17.000	19.000	18.800	17.000	-9,6%
Maíz (Mill Tn)	39.793	49.476	32.000	50.600	50.000	46.000	-8,0%
Sorgo (Mill Tn)	3.400	3.200	2.700	2.500	2.500	3.000	20,0%
Cebada (Mill Tn)	4.700	3.400	3.500	4.200	3.300	4.100	24,2%
TOTAL (Mill Tn)	121.264	133.219	93.800	135.300	127.600	119.000	-6,7%
Var %	2,0%	9,9%	-29,6%	44,2%	-5,7%	-6,7%	
TOTAL (Mill u\$s)	37.075	39.373	27.954	39.508	36.831	46.913	27,4%
Precio Promedio <small>base'07</small>	69,6	67,3	67,9	66,5	65,7	89,8	36,6%
Exportaciones Sector	28.262	26.675	24.844	28.943	29.447	34.941	5.495
Oleaginosas	20.731	19.100	16.693	18.867	18.867	22.136	3.269
Cereales	7.531	7.575	8.151	10.076	10.580	12.805	2.226

¿Hacia dónde van las Importaciones?

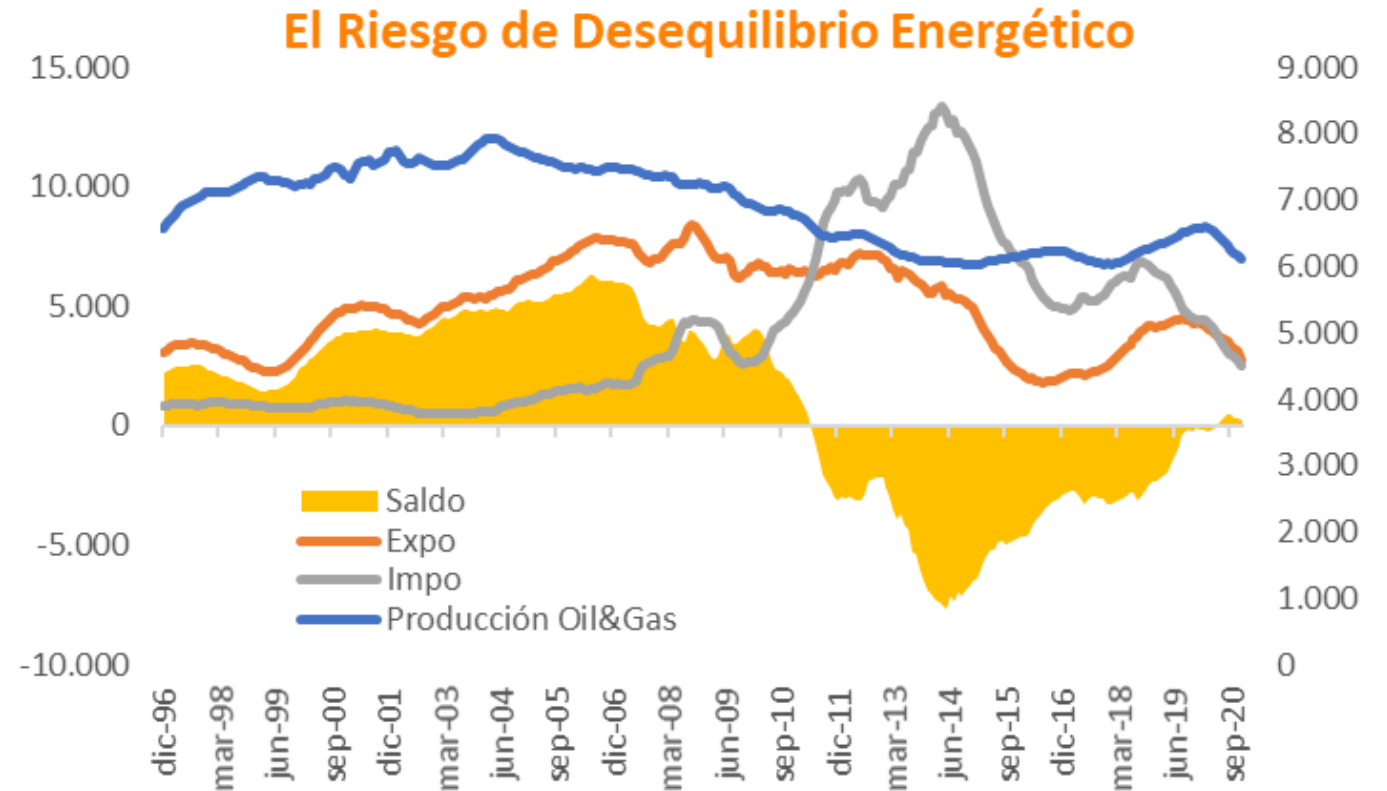
- Las importaciones se vienen potenciando por un efecto combinado de recuperación económica y atractivo que genera la brecha cambiaria.
- Si bien en el año las importaciones cayeron 10,7%, cifra que está alineada con la caída estimada para el PBI, en los últimos tres meses el ritmo de crecimiento ha sido mucho más alto, con un aumento interanual del 17%.
- Es decir que las importaciones se recuperaron antes que el PBI. Esto se explica por los factores mencionados anteriormente y por la baja base de comparación que significó el último trimestre de 2019.
- Como dato relevante, las importaciones actuales marcan un piso ya cercano a los USD 50.000 millones

Importaciones crecen más que el PBI



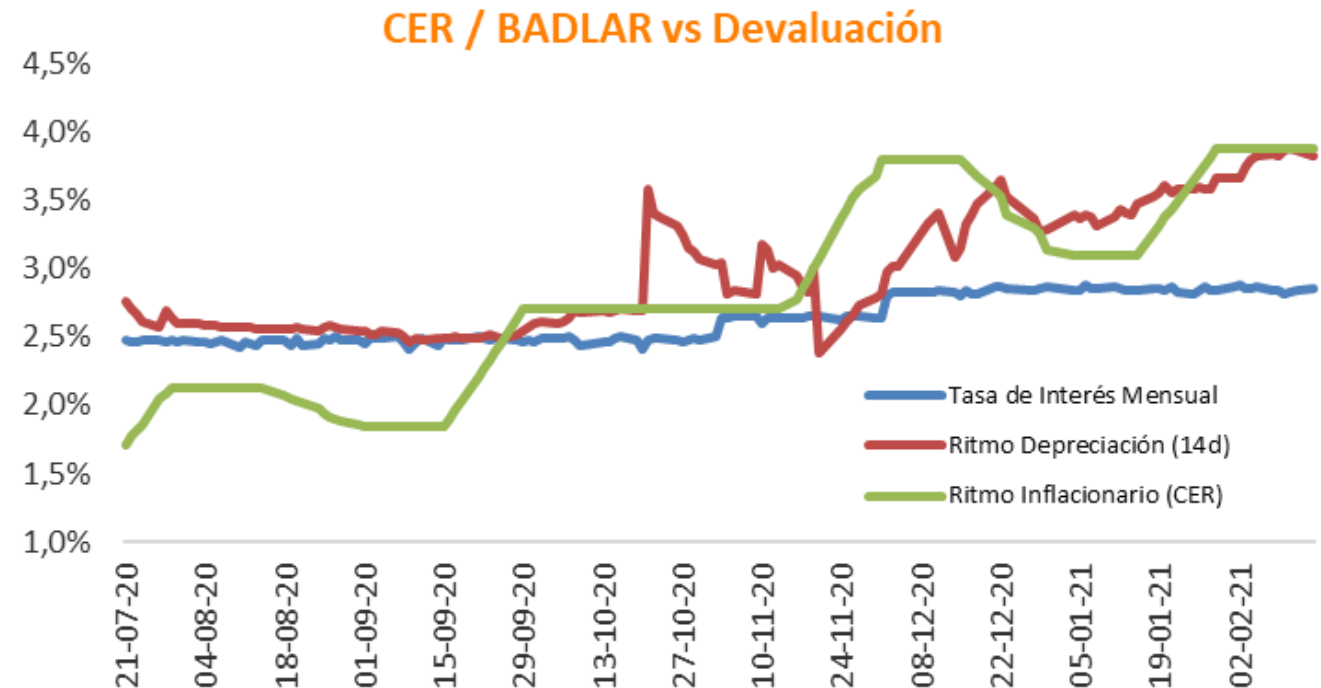
El Problema Energético y la Oferta de Dólares

- Se ha combinado la caída en el precio internacional, una menor demanda interna y externa (por crisis sanitaria) y dificultades para financiar proyectos de inversión, generando una merma en el ritmo de producción.
- Cuando esto sucede, la consecuencia puede ser un mayor desequilibrio externo. En la medida que se recupere el nivel de actividad, aumentará la demanda y todavía hay incertidumbre sobre la capacidad de reacción de la oferta.
- Sin inversión la capacidad productiva retrocede y eso puede implicar nuevamente que el sector se convierte en deficitario en su saldo comercial. Este es un riesgo muy grande en una economía como la local que tiene dificultades para generar divisas.



El BCRA Reacciona acelerando el ritmo de depreciación

- El foco de la actual gestión del BCRA estaba puesto en dos objetivos:
 - No dejar atrasar el tipo de cambio real.
 - Mantener tasas reales positivas para favorecer la demanda de dinero.
- Se notan los esfuerzos por cumplir el primer objetivo. En cambio las tasas reales no logran ser positivas.
- Por ahora se mantiene esta estrategia, la duda es si esto se podrá sostener en la medida que se acerque el proceso electoral y no baje el ritmo inflacionario. El BCRA espera inflación enero para definir tasas.
 - ¿Riesgo de atraso cambiario?



Nivel de Actividad

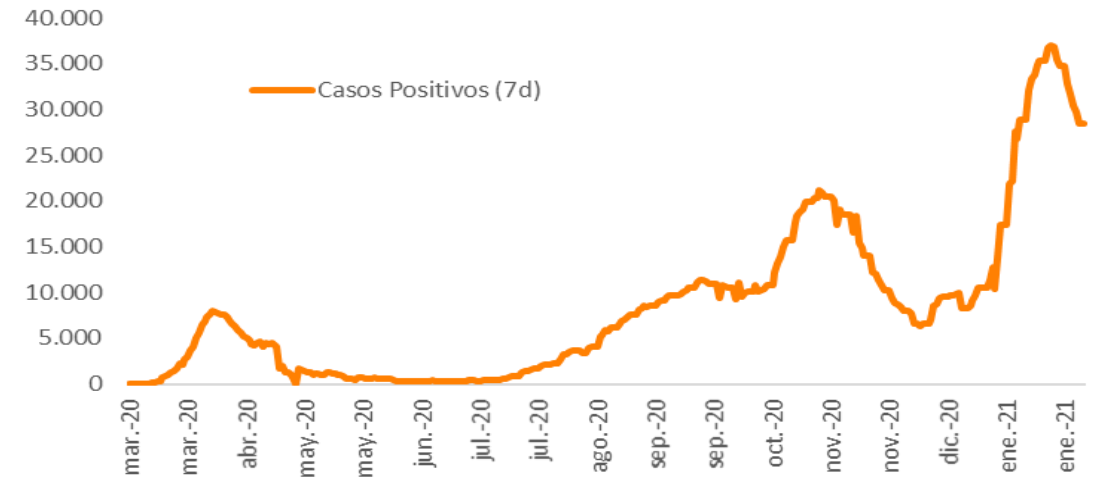
- El nivel de actividad se viene recuperando a un ritmo razonable. El noviembre el EMAE aumentó 1,4% desestacionalizado.
- Industria (+2,5%) y construcción (+23,5%) cerraron el año con un nivel superior al pre crisis (Diciembre vs. febrero 2020).
- Buenos indicadores de recaudación y todavía malos de empleo.

	Unidad	I-19	II-19	III-19	IV-19	I-20	II-20	III-20	oct-20	nov-20	dic-20
Industria Manufacturera	Var % a/a	-11,2	-7,6	-4,4	-1,6	-5,8	-21,9	-3,3	-3,1	4,3	4,9
Ind. Manufacturera Desest.	Var % m/m	-0,3	0,8	-1,1	-6,5	-11,2	-8,2	2,0	-1,3	4,3	0,9
Actividad de la Construcción	Var % a/a	-11,1	-7,6	-5,5	-27,6	-48,5	-57,3	-11,5	-0,9	6,2	27,4
Act de la Const. Desest.	Var % m/m	3,1	-1,1	-0,9	-12,9	-29,4	9,9	3,9	4,1	6,3	4,3
Despachos de Cemento	Var % a/a	-10,1	-4,4	-2,7	-28,9	-42,4	-44,8	-5,3	12,8	25,2	33,3
Producción de Autos	Var % a/a	-29,9	-36,2	-37,0	-4,9	-51,5	-72,8	-0,5	-9,8	20,2	107,7
Exportaciones de Autos	Var % a/a	-17,3	-6,3	-20,6	-7,8	-41,2	-67,3	-32,2	-23,2	-35,8	-9,3
Venta de Autos	Var % a/a	-56,6	-52,7	-26,7	-23,0	-42,7	-48,6	-12,5	22,5	37,3	25,2
EMAE (Mes desest.)	Var % m/m	0,0	0,0	0,0	-3,6	-9,4	-6,0	2,0	2,1	1,4	n.d.
EMAE Interanual	Var % 3m A.	-5,9	0,3	-1,8	-5,0	-12,9	-18,8	-10,2	-7,3	-3,7	n.d.
Recaudación Deflactada	Var % a/a	-11,7	-9,5	-7,9	-7,2	-14,2	-20,7	-12,8	-7,1	-3,8	6,2
Seguridad Social Deflactada	Var % a/a	-5,0	-5,2	-6,8	-5,7	-11,5	-16,6	-3,1	0,4	-7,9	-9,4

A la Espera de la Segunda Ola

- La experiencia europea genera alertas. Cada rebrote tuvo un volumen claramente superior al anterior.
- Los datos de Argentina muestran que la segunda ola no llegó y que lo se vivió en diciembre puede haber sido un rebrote por las reuniones de fin de año.
- Si se replica lo que sucedió en Europa para mayo/junio, el sistema de salud se estaría enfrentando a un desafío mayor.
- Se esperan reacciones diferentes de las autoridades, con restricciones puntuales, pero sin cortes totales de actividades o si se producen claramente acotados en el tiempo.
- La clave pasa a ser los avances en vacunación.

España saliendo de la 3era ola



	Cantidad de			Ratios de		Casos Corregidos Let = 2,2%
	Testeo	Casos	Fallecidos	Positividad	Letalidad	
abr-20	1.603	111	6	6,9%	5,5%	278
may-20	3.536	345	10	9,8%	2,9%	456
jun-20	6.652	1.425	28	21,4%	2,0%	1.297
jul-20	11.920	3.757	78	31,5%	2,1%	3.560
ago-20	18.415	6.969	195	37,8%	2,8%	8.945
sep-20	23.164	10.783	295	46,6%	2,7%	13.534
oct-20	27.682	13.428	367	48,5%	2,7%	16.833
nov-20	22.318	9.179	269	41,1%	2,9%	12.362
dic-20	23.076	6.141	152	26,6%	2,5%	6.984
ene-21	35.944	9.946	153	27,7%	1,5%	7.005
feb-21	43.320	8.008	167	18,5%	2,1%	7.655
Var vs Oct-20	56%	-40%	-55%	-30%	-0,6%	-55%

Avances en la Vacunación

- Los avances en el proceso de vacunación pasan a ser el indicador clave sobre la velocidad de recuperación / vuelta a la normalidad en las diferentes economías.
- Por ahora Estados Unidos avanza a ritmo claramente superior al de la Unión Europea.
- Si esta tendencia se mantiene, puede llegar a afectar a la tendencia que se venía viendo de debilidad del dólar.
- Argentina por ahora a un ritmo por debajo del promedio mundial, a pesar de estar dentro de los 50 países que ya han empezado a vacunar.
- En la región se ubica por debajo de Chile Y Brasil, los que han vacunado a un porcentaje mayor de su población.

Avance en Vacunación	% Pob
Israel	61,7
Emiratos Árabes	38,9
Reino Unido	16,9
Estados Unidos	10,5
Bahrain	10,4
Serbia	7,7
Noruega	3,7
Unión Europea	3,6
TOTAL MUNDIAL	1,6
Chile	1,5
Brasil	1,5
Argentina	1,0
Mexico	0,5

Empieza la Corrección de Precios Relativos

- Los últimos meses del año mostraron una fuerte tendencia a la aceleración inflacionaria en aquellos rubros que estuvieron más postergados durante la crisis sanitaria.
- Además se ha sumado un ritmo de devaluación alto que genera presión sobre varios sectores.
- Las expectativas de inflación se mantienen altas para los próximos meses, similares al último trimestre 2020.

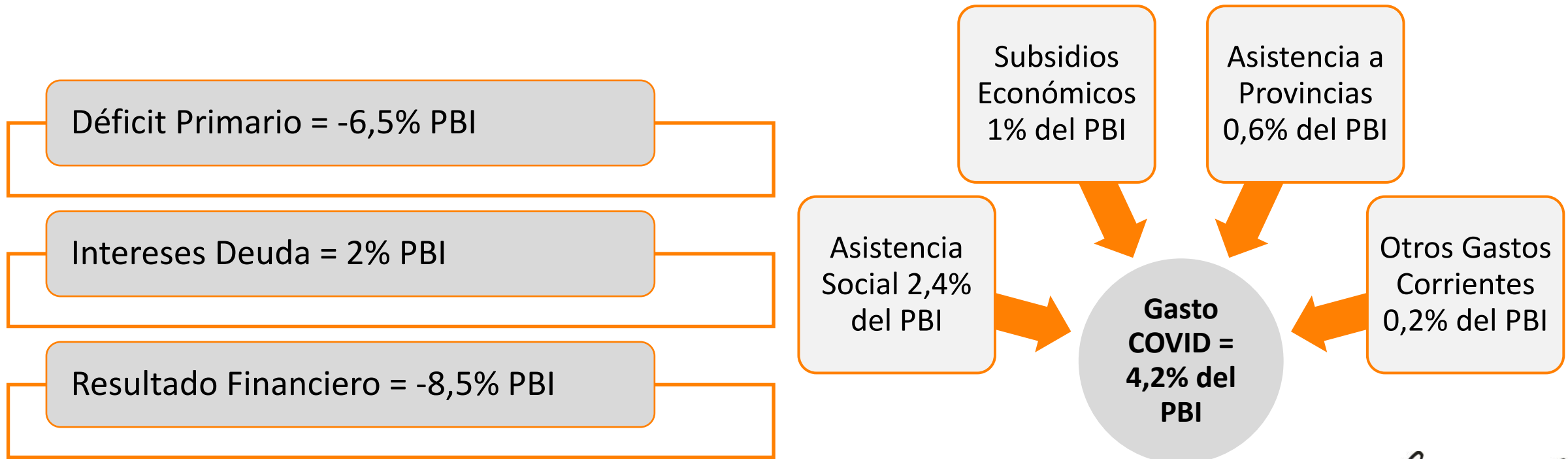
EMPIEZA LA CORRECCIÓN DE PRECIOS RELATIVOS

Ritmos Anualizados TOTAL PAIS	III-19	IV-19	I-20	II-20	III-20	IV-20	Acum Feb-Dic
Precios NO regulados CON Actividad	68,6%	59,9%	39,6%	31,4%	41,7%	57,0%	45,1%
Precios No regulados con BAJA Actividad	55,1%	43,6%	44,8%	16,8%	21,1%	58,5%	31,2%
Precios Regulados	39,0%	60,5%	13,1%	0,5%	13,8%	33,0%	16,2%
PRECIOS MINORISTAS	60,1%	55,8%	35,0%	23,3%	34,3%	53,6%	37,7%
Salarios	47,2%	38,4%	65,5%	2,8%	28,2%	48,7%	26,9%
Tipo de Cambio	177,2%	26,2%	23,5%	47,3%	36,7%	45,8%	43,0%

Precios No regulados con BAJA Actividad	oct-20	nov-20	dic-20
	37,4%	64,4%	76,3%

Frente Fiscal: Un punto de partida mejor de lo esperado

- Las cifras fiscales anuales estuvieron alineados con lo que esperaba el mercado y no con el presupuesto. Eso implica un punto de partida claramente superior a lo proyectado. El mayor grado de incertidumbre no viene de ese lado, sino de la manera en que se administren los recursos en un año electoral y la dinámica que pueda adquirir la crisis sanitaria.
- El objetivo de Resultado Primario del 4,5% del PBI luce muy poco ambicioso, pero puede ser inclusive más deficitario si no se aumentan tarifas o si se debe enfrentar una segunda ola muy complicada.



Enero: Mayor Expansión Monetaria de la prevista.

- El mes cerró sin nueva Asistencia del BCRA al Tesoro, pero la inercia de diciembre dejó un crecimiento promedio mayor al de años anteriores.
- Los intereses de Leliqs y Pases se han acelerado hacia nuevos niveles y explican un porcentaje cada vez mayor de la emisión. El excedente de liquidez de la banca siguió aumentando a pesar de haber canalizado inversiones hacia títulos públicos.
- El efecto del aumento de IIBB repercutió en tasas activas y en asignación de excedentes. Riesgo de mayor multiplicador bancario. **¿El Tesoro aprovecha los fondos para sustituir asistencia del BCRA o para aumentar gasto?**

FACTORES DE EXPANSIÓN DE LA BASE MONETARIA

<i>Variaciones mensuales en \$ Millones</i>	I-20	II-20	III-20	oct-20	nov-20	dic-20	ene-21	Año 2020	Año 2021 P
BASE MONETARIA	68.992	69.358	54.685	5.712	18.836	87.299	156.498	690.955	970.010
Compras al Sector Privado	22.507	-14.073	-66.645	-93.770	-46.851	-2.319	56.289	-317.574	0
Sector Público	107.066	272.673	162.208	64.922	-78.596	236.283	101.936	1.848.449	1.200.000
Compra Divisas	-3.141	-3.166	-16.357	-26.840	-41.760	-23.907	-8.146	-160.497	0
Adelantos Transitorios	108.032	37.151	66.728	5.319	-109.782	0	0	531.268	400.000
Transferencia de Utilidades	4.946	274.609	78.944	125.532	41.968	291.895	72.087	1.534.895	800.000
Resto	-2.772	-35.921	32.893	-39.089	30.978	-31.705	37.996	-57.218	0
Intereses Leliqs	49.295	47.857	64.658	71.372	74.673	74.435	84.014	705.912	1.156.766
Esterilización	-109.875	-237.099	-105.536	-36.812	69.610	-221.101	-85.742	-1.545.832	-1.386.756
Pases	138.326	-190.353	-40.611	-161.484	25.036	-193.600	15.137	-607.963	-485.365
LELIQ	-247.826	-47.180	-63.116	131.034	72.235	-5.882	-66.891	-876.978	-901.391
Otros Movimientos	-375	435	-1.809	-6.363	-27.662	-21.619	-33.989	-60.891	0

Le sigue sobrando liquidez a la Banca.

- El menor rendimiento de Leliqs y Pases por efectos impositivos llevó a la banca a buscar opciones. Aumentó la asignación de créditos y posiblemente haya aumentado la exposición al sector público.

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	ene-21
Aumento Depósitos	239.511	349.103	199.481	128.790	70.015	284.654	254.317
Variación de Encajes Efectivo	30.085	-43.359	2.912	-13.162	17.655	-12.507	85.472
Aplicación a Encajes en Leliqs	10.062	57.317	51.000	2.371	-11.804	12.874	41.508
Capacidad Prestable	199.364	335.145	145.569	139.581	64.163	284.287	127.337
Aumento del Crédito	28.884	102.041	76.923	91.743	90.747	88.264	79.043
% Uso Capa. Prestable	14%	30%	53%	66%	141%	31%	62%
Préstamos / Depósitos	49,9%	45,8%	43,4%	44,2%	45,3%	44,6%	44,0%
Depósitos Totales en Pesos	3.715.605	4.622.754	5.424.737	5.712.048	5.782.063	6.066.717	6.321.033
Excedente de Liquidez Bancos	1.257.559	1.577.104	1.973.507	2.029.698	1.934.696	2.115.049	2.122.737
Leliqs (No Encajadas)	1.087.731	1.064.948	1.284.474	1.152.578	1.091.306	1.082.459	1.118.303
Pases	169.829	512.156	689.033	877.120	843.390	1.032.590	1.004.434
Pases / Exceso de Liquidez	14%	32%	35%	43%	44%	49%	47%
(Leliqs + Pases) / Dep Tot	34%	34%	36%	36%	33%	35%	34%

Financiamiento del Tesoro: Bajan tasas de corto plazo y estiran vencimientos CER

- El Tesoro necesita acceder al mercado para captar al menos \$915.000 millones en 2021. Esos fondos junto a las transferencias del BCRA le permitirían cubrir todas sus necesidades financieras en el escenario base de 4,5% del PBI de déficit primario.
- Eso implica acceder a un promedio de \$75.000 millones mensuales de nuevo financiamiento (por arriba de vencimientos de capital e intereses). Si bien en enero no tenían necesidades fiscales altas, la captación neta fue de solamente \$33.000 millones (renovación del 117%).
- Aprovechando la liquidez y el bajo rendimiento de Leliqs y Pases (IIBB). El Tesoro logró colocar a bajas tasas en los tramos más cortos y ofreció solamente instrumentos indexados en los tramos más largos. Busca no sobrecargar los vencimientos en el período pre electoral.

Captación Neta 2020

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	387
Ratio de Renovación	61%	103%	130%	134%	118%

Necesidades Netas 2021

En \$ Miles de Millones	I-21	II-21	III-21	IV-21	2021
Vencimientos de Deuda Arg\$	201	184	262	89	2.209
Captación Neta Necesaria	83	76	108	37	915
Ratio de Renovación	141%	141%	141%	141%	141%

En \$ Miles de Millones	ene-21	feb-21	mar-21	abr-21	may-21
Vencimientos corto plazo	191	254	86	272	209
Captación Neta	33	32			
Ratio de Renovación	117%	113%			

#Feb-21 Corresponde a la primera licitación del mes

Los Depósitos siguen dependiendo de la emisión monetaria

- La creación de dinero sigue siendo originada por las necesidades del sector público. Todavía el multiplicador es muy bajo. Los bancos retienen liquidez y eso hace que baje la velocidad de rotación.
- Hacia adelante seguimos esperando que aumenten por efecto combinado de necesidades del Tesoro y devengamiento de intereses de leliqs.

Datos a Enero 2021	Var % a/a	Var % último Trim Anualiz.	Var % último Mes Anualiz.	Var % último Mes	Stock en millones
TOTALES	63,8%	51,9%	65,4%	4,3%	7.858.801
PRIVADOS	60,0%	49,5%	62,3%	4,1%	6.376.197
En pesos	76,9%	45,3%	44,4%	3,1%	5.026.459
Vista	80,9%	47,0%	-7,5%	-0,6%	2.549.397
Plazo	75,3%	44,8%	143,3%	7,7%	2.372.751
Otros	32,4%	19,5%	-14,0%	0,3%	104.312
En dólares	-17,3%	11,8%	64,8%	4,2%	15.755
PÚBLICOS	82,4%	62,5%	79,6%	5,0%	1.482.604

Comentarios Finales

La prioridad oficial en 2021 pasa por lo electoral. Se busca evitar aceleración de la inflación y devaluación. Mayores regulaciones de precios y mayor control de importaciones.

El acuerdo con el FMI se puede demorar en la medida que el frente cambiario esté controlado. Sin mejora en las expectativas: baja inversión, brecha cambiaria elevada y riesgo país con poca mejora.

En los próximos meses el gobierno busca una inflación en torno al 3% mensual. El tipo de cambio se ajusta en función de la inflación del mes anterior y con inflación debajo del 4% mantiene tasas.

La banca tendrá un competidor adicional en el Tesoro. Aspira a mantener volúmenes reales y subir algo el margen a través de mayores tasas activas.

Nuestro arte, saber invertir

Quinquela
ASSET MANAGEMENT