

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

Julio 2020

Punto de Partida: ¿Qué cambió en Julio?

Sin mejoría en los temas centrales

Crisis Sanitaria

- Flexibilización de hecho por saturación, en el peor momentos en términos sanitarios. Lejos de copiar todavía la curva descendente de otros países.

Deuda Externa

- Llegando al vencimiento del 4/08 con adhesiones que no llegan al 50%. Nueva extensión de negociaciones posterga una definición necesaria para la post pandemia

Política Cambiaria

- A pesar de las restricciones crecientes, el BCRA ha seguido vendiendo dólares. Esto aún después de la demanda por atesoramiento de principios de mes.

Política Monetaria

- El BCRA se mantiene muy activo con la esterilización. Suba de tasa de interés minorista.

Política Fiscal

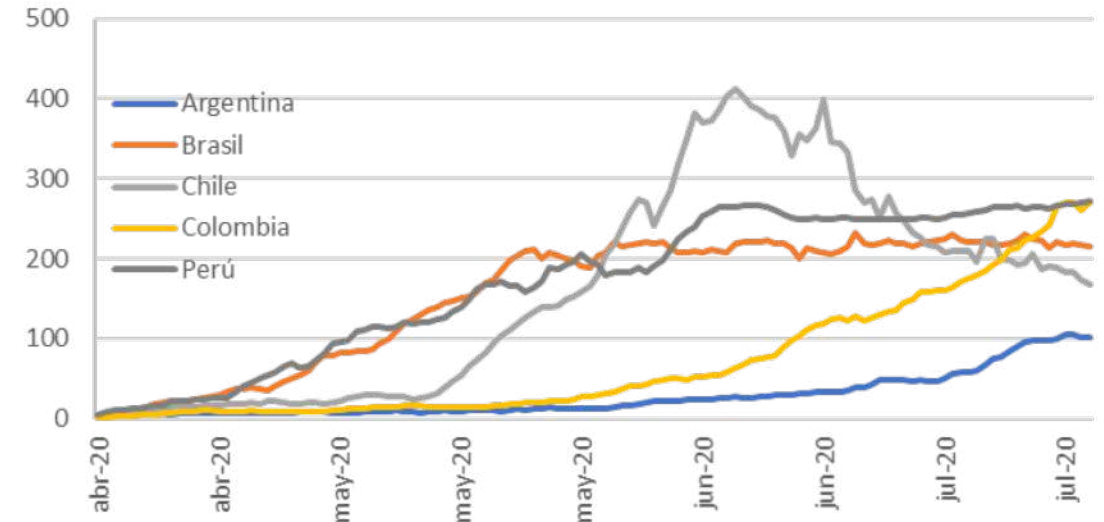
- Reconocimiento oficial de un desequilibrio récord y una inercia muy preocupante para 2021.

Crisis Sanitaria: Todavía lejos de pasar el pico de contagios

Bien en comparación, pero con dinámica negativa

- Argentina se posiciona bien en términos relativos a otros países de Sudamérica.
- El problema es que la tendencia es negativa, copiando algo parecido a lo que le sucedió a Colombia.
- En este escenario, por ahora luce muy lejana la posibilidad de superar el pico de contagios y poder lograr una recuperación económica más sostenida.

PROMEDIO DIARIO DE FALLECIDOS (Ajustado por Población)



Orden	País	Casos / 1M Pob	Fallecidos / 1M Pob	Letalidad	Test / 1M Pob	Positividad	Población (M Hab)
1	Peru	12.345	576	4,7%	70.234	17,6%	33,0
2	Chile	18.481	490	2,7%	83.699	22,1%	19,1
3	Brazil	12.290	430	3,5%	59.249	20,7%	212,7
4	Ecuador	4.776	320	6,7%	13.487	35,4%	17,7
	SUDAMÉRICA	8.602	309	3,6%	48.669	17,7%	430,0
5	Bolivia	6.438	248	3,9%	13.857	46,5%	11,7
6	Colombia	5.616	193	3,4%	30.195	18,6%	50,9
7	Argentina	4.099	77	1,9%	15.643	26,2%	45,2
8	Uruguay	358	10	2,8%	31.931	1,1%	3,5
9	Paraguay	729	7	1,0%	17.559	4,2%	7,1
10	Venezuela	628	6	1,0%	53.526	1,2%	28,4

Dinámica Reciente del Nivel de Actividad

Por ahora, pocas señales de recuperación

- Abril marcó el piso, mayo y junio mostraron repunte en varios sectores.
- En julio parece haberse producido un amesetamiento:
 - Reducción de movilidad
 - Demanda contenida
 - Acumulación de stocks

Var % interanual	Unidad	I-19	II-19	III-19	IV-19	ene-20	feb-20	mar-20	abr-20	may-20	jun-20
Industria Manufacturera	Var % a/a	-11,2	-7,6	-4,4	-1,6	-0,3	-0,9	-16,5	-33,4	-26,4	n.d.
Ind. Manufacturera Desest.	Var % m/m	-0,3	0,8	-1,1	-6,5	0,5	0,1	-20,2	-15,5	9,0	n.d.
Industria Man. (FIEL)	Var % m/m	0,4	0,0	-0,3	-0,9	-1,0	-0,8	-0,9	-4,0	n.d.	n.d.
Actividad de la Construcción	Var % a/a	-11,1	-7,6	-5,5	-27,5	-13,5	-22,1	-47,0	-75,6	-48,6	n.d.
Act de la Const. Desest.	Var % m/m	3,1	-1,1	-0,9	-12,8	-0,8	0,3	-37,9	-51,5	99,9	n.d.
Despachos de Cemento	Var % a/a	-10,1	-4,4	-2,7	-31,9	-14,7	-25,4	-55,5	-55,2	-32,8	n.d.
Producción de Autos	Var % a/a	-29,9	-36,2	-37,0	-4,9	39,7	-20,0	-34,4	-100,0	-84,1	-34,5
Exportaciones de Autos	Var % a/a	-17,3	-6,3	-20,6	-7,8	17,4	-6,8	-33,9	-82,9	-85,2	-60,5
Venta de Autos	Var % a/a	-56,6	-52,7	-26,7	-23,0	-14,4	-10,6	-43,9	-73,6	-28,3	-34,9
EMAE (Mes desest.)	Var % m/m	0,0	0,0	0,0	-3,8	0,0	-1,3	-9,8	-17,9	10,0	n.d.
EMAE Tendencia (3m Anualiz)	Var % 3m A.	-0,8	-0,5	-0,1	-3,4	-3,3	-3,4	-26,1	-3,1	-2,8	n.d.

¿Por qué la economía entra en Amesetamiento?

Hay oferta, pero no hay demanda

- El poder de compra de los hogares sigue muy afectado esencialmente por la caída del empleo informal y el independiente.
- Además de caer en actividad, los que siguen trabajando cuentas con menores ingresos, que no llegan a ser compensados por el IFE:

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%	-5,8%	2,5%	1,0%
Ingreso Medio	4,2%	9,4%	8,9%	9,2%	7,8%	3,0%	8,7%	11,7%
Masa Salarial	6,0%	10,4%	9,5%	9,6%	7,4%	-3,0%	11,4%	12,8%
Crédito Neto	2,4%	-7,4%	1,8%	-3,8%	0,8%	-1,2%	1,2%	1,1%
Ingreso Disponible	8,3%	2,1%	11,2%	5,3%	8,3%	-4,2%	12,8%	13,9%
Costo de Vida	6,2%	14,5%	8,3%	6,8%	17,2%	6,1%	6,5%	10,4%
Poder de Compra t/t	2,0%	-10,8%	2,7%	-1,4%	-7,6%	-9,7%	5,9%	3,2%
Var % a/a	10,1%	-16,4%	-10,3%	-0,8%	-10,3%	-15,5%	-12,9%	-8,8%
Poder de Compra IV-15 = 100	100	90,7	91,3	90,0	83,2	75,1	79,5	82,1

	CANTIDAD DE PERSONAS			Ingreso Medio		Estructura %	
	Actual	Var Abs a/a	Var % a/a	Actual	Var %	% Personas	% Ingreso
TRABAJADORES	15.549	-1.839	-10,6%	46.635	7%	57,5	71,7
Privado Formal	5.882	-139	-2,3%	60.562	3%	21,8	35,2
Empleo Público	3.195	-11	-0,4%	69.494	8%	11,8	22,0
Casas Particulares	484	-13	-2,6%	14.809	11%	1,8	0,7
Independientes	2.300	-80	-3,4%	31.291	-24%	8,5	7,1
No Registrados	3.689	-1.595	-30,2%	18.371	2%	13,7	6,7
JUBILADOS Y PENSIONADOS	11.469	20	0,2%	24.950	13%	42,5	28,3
TOTAL CON JUBILADOS	27.018	-1.819	-6,3%	37.430	7%	100	100

Impacto Sectorial de la Crisis Sanitaria

Hay oferta, pero no hay demanda

- Impacto dispar por sectores.
- Agro con peor dinámica de la esperada. El rinde fue bajo.
- Construcción y turismo los sectores que arrancan de más abajo.
- El año con 12,5% de caída y arrastre positivo para 2021.

Var % Interanual	Estructura	2019	I-20	II-20	III-20	IV-20	2020
Producto Interno Bruto	100	-2,1%	-5,1%	-21,4%	-14,1%	-8,3%	-12,5%
A - Agricultura y ganadería	9,2	21,3%	-1,0%	-7,0%	-5,0%	-1,0%	-4,5%
B - Pesca	0,4	-10,3%	-1,0%	-14,0%	-5,0%	0,0%	-4,9%
C - Explotación de minas y canteras	3,7	1,3%	-0,9%	-19,2%	-16,5%	-10,0%	-11,8%
D - Industria manufacturera	18,7	-6,2%	-9,0%	-30,0%	-17,0%	-10,0%	-16,7%
E - Electricidad, gas y agua	2,1	-2,8%	-7,0%	-7,0%	-5,0%	-4,0%	-5,7%
F - Construcción	3,7	-6,0%	-15,0%	-80,0%	-55,0%	-40,0%	-47,5%
G - Comercio mayorista y minorista	14,3	-7,6%	-5,0%	-22,0%	-12,0%	-8,0%	-11,8%
H - Hoteles y restaurantes	2,0	0,0%	4,0%	-80,0%	-65,0%	-35,0%	-43,3%
I - Transporte y comunicaciones	9,9	-0,7%	-2,0%	-21,0%	-15,0%	-5,0%	-10,9%
J - Intermediación financiera	4,4	-11,6%	-2,5%	-3,0%	5,0%	0,0%	-0,1%
K - Actividades empresariales	13,0	-0,8%	-8,0%	-13,0%	-5,0%	-3,0%	-7,2%
L - Administración pública	5,8	0,3%	-1,0%	-8,0%	-3,0%	-2,0%	-3,5%
MP - Servicios Varios	12,8	0,2%	0,0%	-24,3%	-15,1%	-8,8%	-12,1%

Una campaña agrícola inferior a la esperada

Entramos en la etapa estacional de menor sobrante de dólares

- Una caída sobre el cierre de campaña del rinde en soja deja menos excedente de divisas para el cierre del año.
- Los precios acompañan con valores estables, pero se perdieron 5 millones de toneladas de soja con respecto al año anterior.
- La brecha cambiaria y cierta incertidumbre regulatoria, juegan en contra de los niveles de siempre de la próxima campaña.

EVOLUCIÓN DE LA PRODUCCIÓN AGROPECUARIA

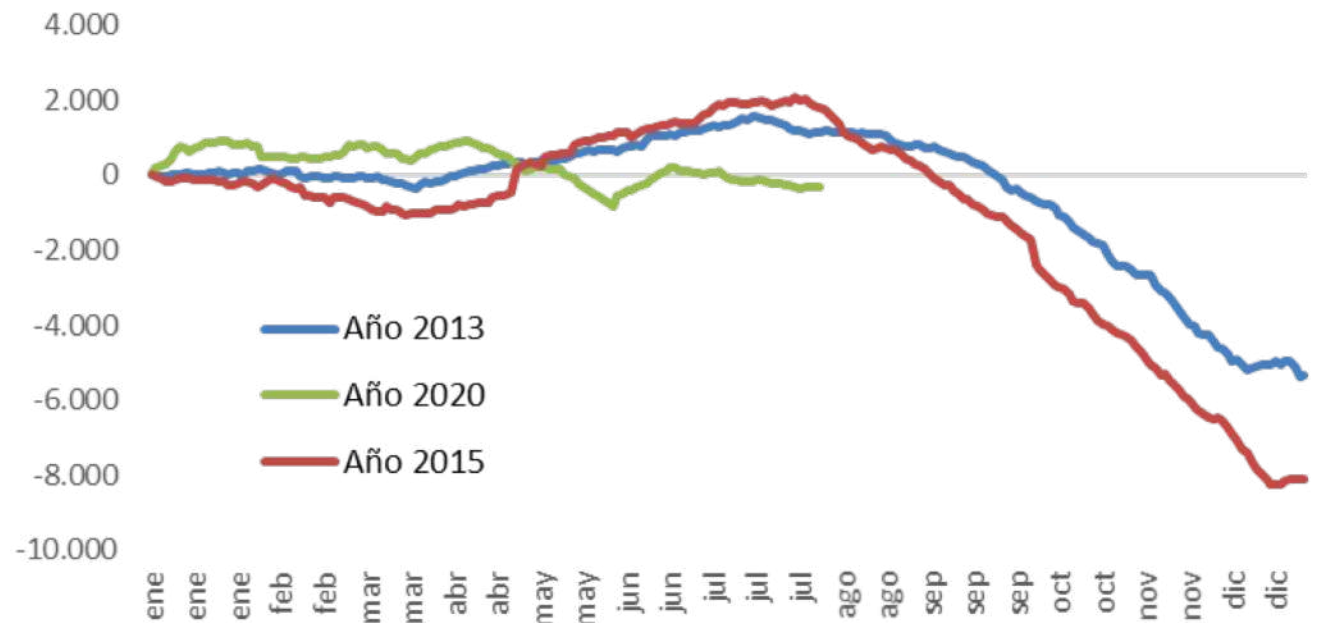
	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018	2018-2019	2019-2020	Var %
Soja (Mill Tn)	61.447	58.799	54.972	35.100	55.100	49.600	-10%
Girasol (Mill Tn)	3.158	3.000	3.547	3.500	3.900	3.400	-13%
Trigo (Mill Tn)	14.143	11.571	18.625	17.000	19.000	18.800	-1%
Maíz (Mill Tn)	33.817	39.793	49.476	32.000	50.600	50.000	-1%
Sorgo (Mill Tn)	3.500	3.400	3.200	2.700	2.500	2.500	0%
Cebada (Mill Tn)	2.850	4.700	3.400	3.500	4.200	3.300	-21%
TOTAL (Mill Tn)	118.916	121.264	133.219	93.800	135.300	127.600	-5,7%
Var %	12,1%	2,0%	9,9%	-29,6%	44,2%	-5,7%	-113%
TOTAL (Mill u\$s)	39.069	35.711	37.692	27.718	39.042	38.317	-1,9%
Precio Promedio base'07	74,8	67,0	64,4	67,3	65,7	68,4	4,1%

Sin equilibrio en el Mercado Cambiario

Entramos en la etapa estacional de menor sobrante de dólares

- En julio el BCRA vendió dólares a razón de USD 24 millones por día.
- De julio en adelante el BCRA se vuelve vendedor de dólares. Al menos eso sucedía en años de cepo cambiario.
- El atenuante es el mayor excedente comercial de 2020, que debería ayudar a no perder divisas.

El BCRA no logra comprar dólares



Ahora el foco puesto en el Atesoramiento

Controlado el factor importaciones, ahora preocupa el atesoramiento

- En junio se frenó la cancelación de créditos por importaciones y de esa manera se atenuó la demanda.
- ¿Es sostenible este nivel de pagos de importaciones?
- De todas maneras la brecha siguió impactando en el atesoramiento minorista.

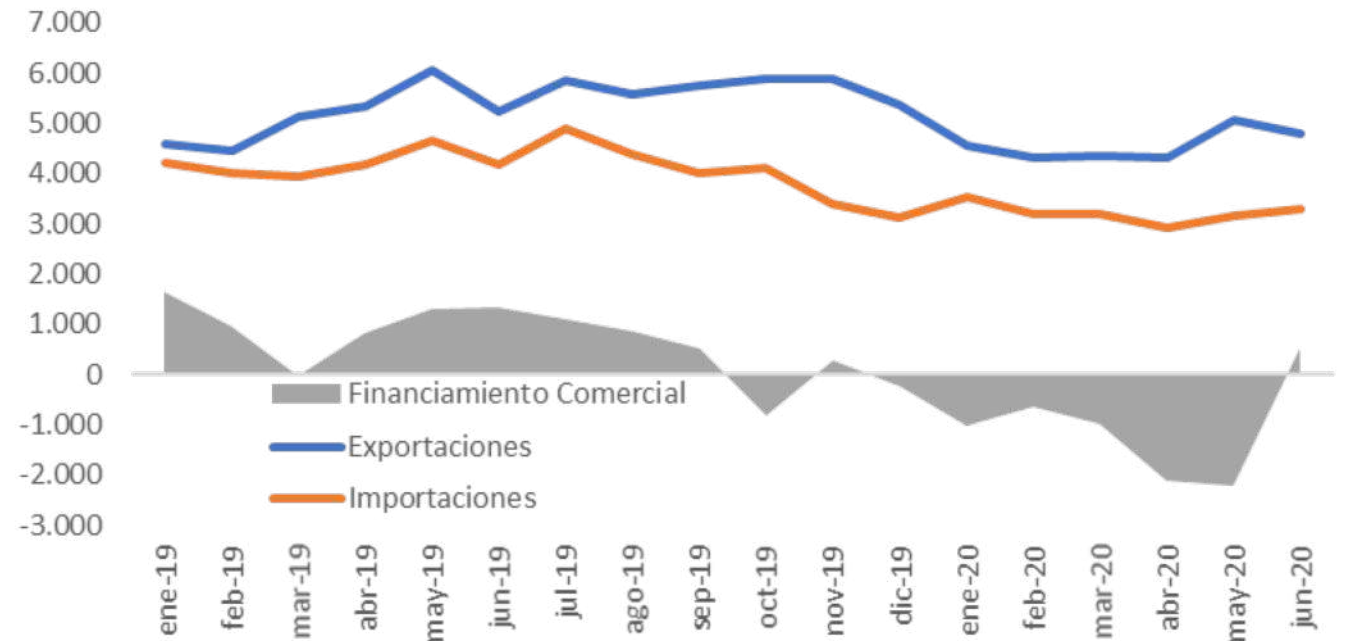
Datos en USD Millones mensuales	III-19	IV-19	ene-20	feb-20	mar-20	abr-20	may-20	jun-20
SECTOR PRIVADO	-2.745	-762	833	115	64	-724	-791	784
- CUENTA CORRIENTE	1.471	1.279	1.138	496	487	-12	147	1.771
Saldo Neto Bienes	2.108	1.912	1.609	785	732	335	366	2.002
Exportaciones	5.024	5.366	5.132	3.505	3.744	3.938	3.854	4.326
Importaciones	-2.916	-3.454	-3.523	-2.720	-3.011	-3.603	-3.487	-2.324
Saldo Neto Servicios	-399	-323	14	-43	16	-70	7	-62
Intereses y Dividendos	-238	-309	-485	-246	-262	-277	-226	-168
- CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA	-4.216	-2.042	-305	-382	-423	-712	-938	-987
Inversión Directa	122	124	84	170	103	165	81	62
Préstamos Financieros	-750	-963	-498	-553	-438	-429	-774	-450
Atesoramiento	-3.588	-1.203	108	1	-88	-448	-246	-599
Minorista	-2.243	-1.291	94	67	9	-102	-414	-599
Venta Billetes	2.152	412	202	149	103	161	66	58
Compra Billetes	-4.394	-1.704	-108	-82	-94	-263	-480	-657
Mayoristas	-1.345	88	14	-66	-97	-346	169	0

Financiamiento Comercial

Controlado el factor importaciones, ahora preocupa el atesoramiento

- El pago de importaciones volvió a los niveles y estructura de junio de 2019. En los próximos meses debería ir en aumento para no frenar la recuperación económica.
- Las exportaciones siguen con poco dinamismo. Riesgo de estancamiento por nivel de brecha.
- El financiamiento comercial se cortó a fin de año y recién volvió de manera forzada y con muy bajo nivel en junio.

En junio volvió el financiamiento comercial



¿Alcanzan los dólares hasta diciembre?

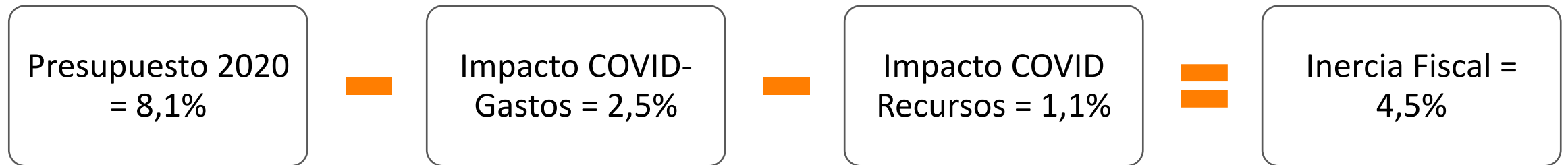
Con mayor saldo comercial, pero fuerte atesoramiento

- En un contexto donde no sobrarán los dólares, la incertidumbre pasa por ver si el BCRA mantiene abierta la ventanilla para el atesoramiento.
- En los próximos meses estarían aumentando las importaciones, con muy bajo financiamiento comercial.
- Sin mecanismos para ingreso significativo de divisas.

Datos en USD Millones mensuales	I-19	II-19	III-19	IV-19	I-20	II-20	III-20 p	IV-20 p
SECTOR PRIVADO	-1.790	-2.586	-2.745	-762	337	-264	-139	-467
- CUENTA CORRIENTE	809	1.549	1.471	1.279	707	635	823	502
Saldo Neto Bienes	1.533	2.356	2.108	1.912	1.042	901	1.084	834
Exportaciones	4.009	4.850	5.024	5.366	4.127	4.039	4.073	4.158
Importaciones	-2.475	-2.494	-2.916	-3.454	-3.085	-3.138	-2.989	-3.324
Saldo Neto Servicios	-505	-497	-399	-323	-4	-42	-63	-133
Intereses y Dividendos	-219	-310	-238	-309	-331	-224	-198	-199
- CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA	-2.598	-4.135	-4.216	-2.042	-370	-899	-962	-968
Inversión Directa	418	139	122	124	119	103	65	67
Préstamos Financieros	17	-344	-750	-963	-496	-551	-531	-540
Atesoramiento	-3.033	-3.930	-3.588	-1.203	7	-451	-495	-495
Minorista	-915	-1.162	-2.243	-1.291	57	-372	-435	-435
Venta Billetes	3.153	3.277	2.152	412	151	95	65	65
Compra Billetes	-4.068	-4.439	-4.394	-1.704	-95	-467	-500	-500
Mayoristas	-2.118	-2.769	-1.345	88	-50	-79	-60	-60

El problema de la Inercia Fiscal

Déficit Primario récord que se arrastra para 2021



Datos en Mill de \$	2019	Promedio Mensual			2020	Var %	2020 Sin COVID	Var %
		I-20	II-20	III y IV 20				
INGRESOS TOTALES	3.937.074	362.553	349.089	375.779	4.389.602	11%	4.389.602	11%
Tributarios	2.209.307	190.310	208.485	236.733	2.616.784	18%	2.616.784	18%
Seguridad Social	1.224.439	134.838	108.845	95.375	1.303.298	6%	1.303.298	6%
Rentas de la Propiedad	223.347	18.501	7.323	24.343	223.533	0%	223.533	0%
Recursos de Capital	119.642	5.169	10.681	16.971	149.374	25%	149.374	25%
Resto	160.339	13.735	13.756	2.357	96.613	-40%	96.613	-40%
GASTOS PRIMARIO	4.032.153	406.092	579.410	607.881	6.603.793	64%	5.919.842	47%
RESULTADO PRIMARIO	-95.079	-43.539	-230.321	-232.102	-2.214.192	2229%	-1.530.241	1509%
Intereses	724.328	56.286	43.232	81.477	787.416	9%	787.416	9%
RESULTADO FINANCIERO	-819.407	-99.825	-273.553	-313.579	-3.001.608	266%	-2.317.657	183%

Implicancias Monetarias

Emisión Primaria de \$3,3 billones en el año

- El problema de la emisión sigue siendo fiscal.
- El costo de la esterilización es cada vez mayor, por aumento de stock. La tasa en 38% ayuda a contenerlo.
- El peso de los futuros (hoy USD 4,200 millones) no es todavía tan significativo. Una diferencia de \$20 por tramo implicaría una emisión en los que resta del año de \$0,1 Billones.
- Con las crecientes necesidades del Tesoro, el BCRA deberá seguir activo para evitar que esa liquidez presione sobre brecha o precios. Eso implica nivel de Leliqs creciente. Los pasivos remunerados del BCRA se acercan a los niveles de estallidos de las Lebacs.
- Los controles cambiarios marcan la diferencia con respecto a al experiencia Lebacs.

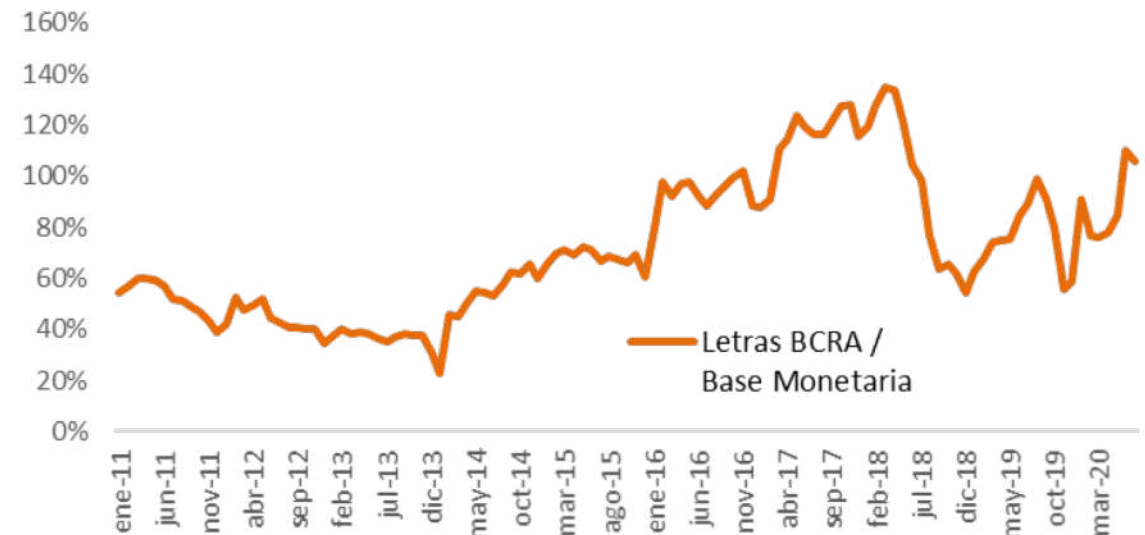
**Emisión
Primaria
2020**

Fiscal = \$2,4 B

Leliqs = \$0,8 B

Futuros = \$0,1 B

Sigue aumentando el sobrante de Pesos



La Banca sigue líquida

Exceso de liquidez cada vez más volcada a pases.

- Con fuerte crecimiento de los depósitos y baja demanda de crédito la liquidez de los bancos sigue en aumento y se canaliza hacia el BCRA.
- Hoy el 38% de los pesos excedentes están en Leliqs, lo que limita el margen que tienen para compensar a los depósitos mayoristas.
- El BCRA ha dejado de presionar sobre la expansión del crédito por las implicancias monetarias.

AUMENTO DE LA LIQUIDEZ Y CAPACIDAD PRESTABLE DE LOS BANCOS

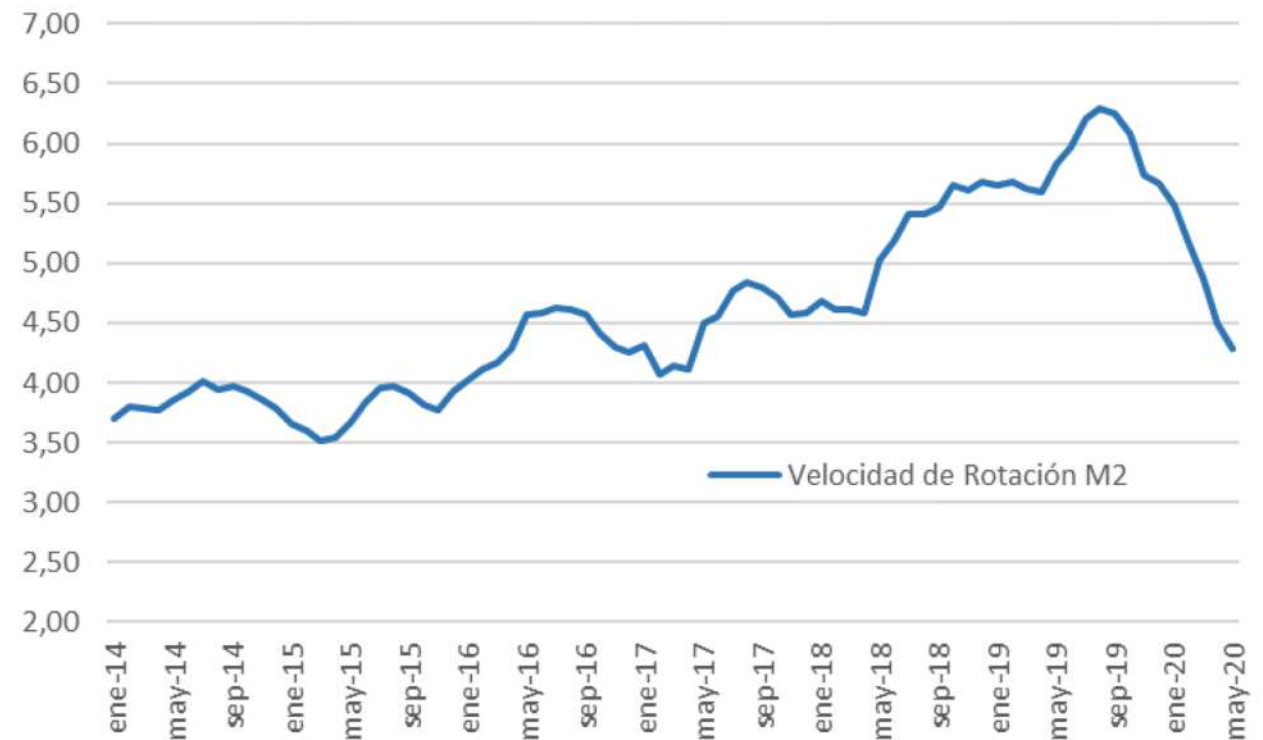
Datos en \$ Millones	1-20	abr-20	may-20	jun-20	jul-20	Acumulado
Aumento Depósitos	239.511	342.627	323.182	381.884	252.983	2.019.210
Variación de Encajes Efectivo	30.085	75.644	-86.052	-119.670	66.849	27.027
Apicación a Encajes en Leliqs	10.062	220.489	45.929	64.510	28.194	389.307
Capacidad Prestable	199.364	46.495	363.305	437.043	157.939	1.602.876
Aumento del Crédito	28.884	122.450	102.614	81.060	59.371	452.145
% Uso Capa. Prestable	14%	263%	28%	19%	38%	28%
Préstamos / Depósitos	49,9%	47,2%	46,1%	44,2%	43,2%	22%
Depósitos Totales en Pesos	3.715.605	4.280.132	4.603.315	4.985.199	5.238.182	2.019.210
Excedente de Liquidez Bancos	1.257.559	1.134.654	1.369.964	1.654.136	1.804.855	1.016.867
Leliqs (No Encajadas)	1.087.731	775.175	760.434	1.086.676	1.114.480	579.702
Pases	169.829	359.478	609.530	567.460	690.375	437.165
Pases / Exceso de Liquidez	14%	32%	44%	34%	38%	43%
(Leliqs + Pases) / Dep Tot	34%	27%	30%	33%	34%	50%

Por ahora sobran pesos, que no transaccionan.

Fuerte caída de la velocidad de rotación del dinero

- La velocidad de rotación del dinero tiene una marcada tendencia decreciente. Esto implica un muy bajo nivel de transaccionalidad e implica bajo crecimiento económico y eventualmente menores presiones inflacionarias.
- Una vez superada la crisis sanitaria, podría aumentar la velocidad de circulación e impulsar al alza el nivel de precios.
- Necesidad de monitorear por riesgo de aceleración.

Velocidad de Rotación del Dinero



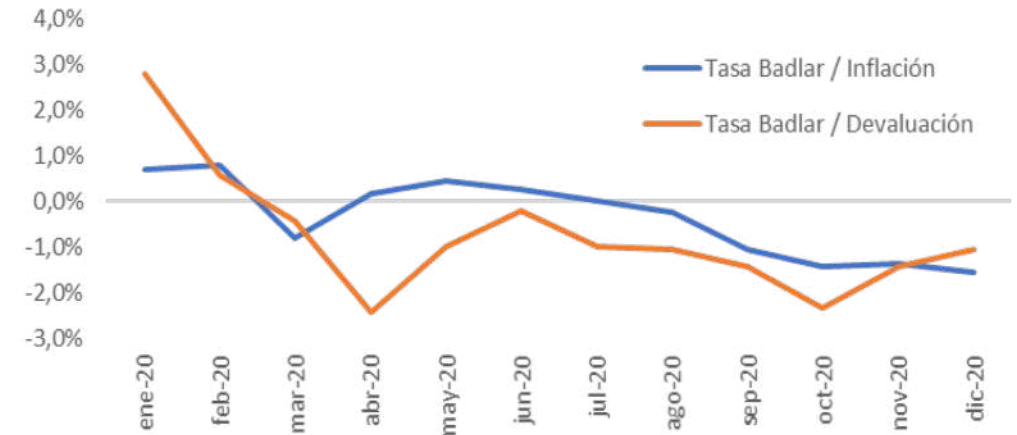
Tasas de Interés

El BCRA subió la tasa minorista

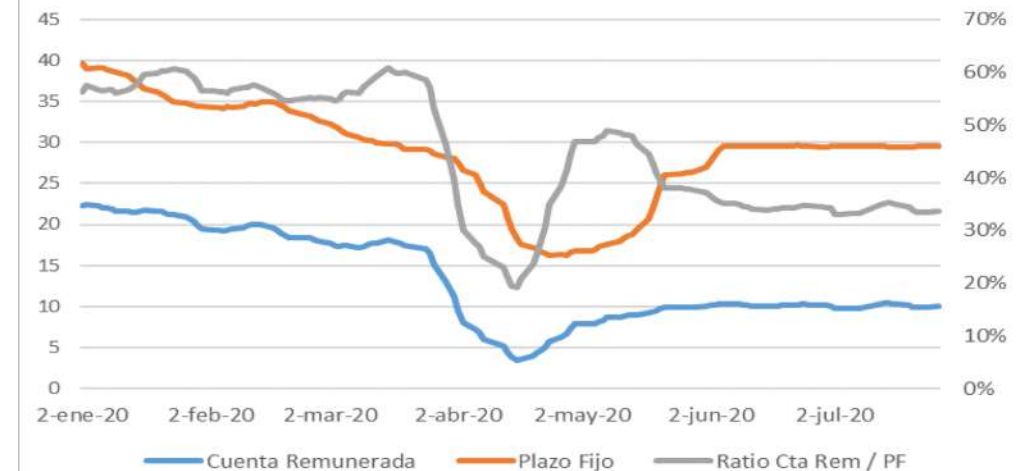
- La suba de tasa minorista busca asegurar un rendimiento mayor a la inflación esperada.
- Alcanza a cerca del 27% del total de los depósitos a plazo del sistema.
- Si el objetivo es contener la demanda de dólar ahorro, luce como insuficiente, porque la magnitud de la brecha hace insuficiente cualquier tasa.
- El segmento mayorista sigue recurriendo a la cuenta remunerada que rinde 1/3 del Plazo fijo.

	Menos de 1M		Más de 1 M2		Total	
	Est %	Tasa %	Est %	Tasa %	Est %	Tasa %
TOTAL	27,9	29,8	72,1	28,1	100,0	28,5
Sector Público	0,2	19,7	16,8	22,8	17,0	22,8
Sector Privado	27,7	29,8	55,4	29,7	83,0	29,7
Personas Físicas	26,6	29,9	19,4	29,9	46,0	29,9
Personas Jurídicas	1,0	27,3	36,0	29,6	37,0	29,5
Entidades	0,0	26,3	11,5	30,0	11,5	30,0

El BCRA busca evitar las tasas negativas



Tasa Plazo Fijo vs Remunerada



Sigue trabado el Acuerdo por la Deuda

No se habría llegado a los mínimos necesarios para avanzar.

- Se cumplió el plazo previsto para ingresar al canje de deuda y no se habrían alcanzado los mínimos necesarios para poder realizar aunque sea un canje parcial. Si bien todavía no hay información oficial, existe la posibilidad de una radicalización de las posiciones del gobierno y de los acreedores.
- Si no hay acuerdo, se abren dos opciones: una suspensión amistosa de las negociaciones o el default.

Stand Still

- Suspensión amistosa de las negociaciones hasta que mejore el contexto y se pueda reencausar el proceso. Evita el inicio de las acciones legales por default.
- Tiene un impacto negativo en términos económicos, porque mantiene sin resolución el principal factor de incertidumbre. Demora cualquier posibilidad de reactivación de la inversión.

Default

- Implica en inicio de las acciones legales por incumplimiento de pagos y la solicitud de aceleración de pagos de deuda.
- Es el escenario que se ha buscado evitar, porque afecta negativamente al Tesoro y su posibilidad de recuperación y principalmente a las empresas privadas, que verían restringidas sus posibilidades de acceder a financiamiento externo.

Riesgos de Mediano Plazo

Identificando Desequilibrios

Desequilibrio Fiscal

- El riesgo es que el gasto primario (neto de efecto COVID) aumente en términos de PBI.
 - ¿Puede ser necesario un shock nominal para corregir desequilibrios?

Desequilibrio Monetario

- El sobrante de pesos aumenta en relación a la BM y las reservas.
 - Genera presión sobre la brecha y alienta expectativas devaluatorias.

Desequilibrio Cambiario

- A pesar del ajuste normativo, en julio el BCRA siguió vendiendo USD.
- El mercado espera ajuste cambiario: ¿profecía autocumplida?

Desequilibrio Financiero

- Sigue demorado cualquier posible acuerdo por la deuda y eso genera incertidumbre en diversos aspectos de la economía.
 - Principal riesgo: Impacto en la brecha cambiaria

Nuestro arte, saber invertir

