

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

Julio 2021

El Foco puesto en el Corto Plazo

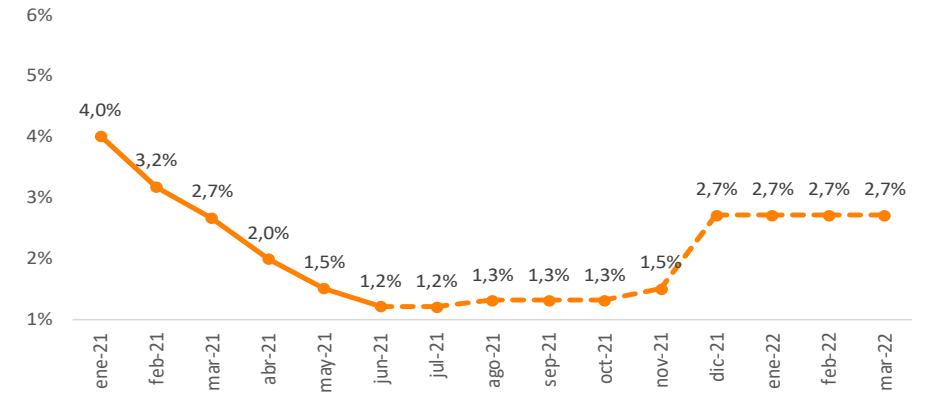
- Si bien se empiezan a notar ciertas presiones sobre la brecha, por ahora hay consenso en cuanto a la disponibilidad de herramientas para asegurar un período electoral menos inestable que en otros ciclos.
- La clave hoy pasa por entender cómo puede desarrollarse el período diciembre – marzo, donde deberán resolverse varios desequilibrios que están presentes y que se pueden ir agudizando hasta el cierre del proceso electoral.
- Con ese objetivo de fondo, en esta presentación proponemos analizar las principales variables económicas – financieras con el foco puesto en marzo 2022, poniendo énfasis en la magnitud de los desequilibrios que se pueden ir acumulando y el grado de corrección de urgencia que requiera cada variable.

Tipo de Cambio	Inflación	Frente Externo	Frente Fiscal	Frente Monetario	Tasas de Interés
<ul style="list-style-type: none"> • Tipo de Cambio Real vs Desequilibrios nominales 	<ul style="list-style-type: none"> • Inercia inflacionaria y reajustes de precios “contenidos” 	<ul style="list-style-type: none"> • Dependencia del precio de la soja 	<ul style="list-style-type: none"> • ¿Qué sucede sin ingresos extras? 	<ul style="list-style-type: none"> • Efectos de la esterilización 	<ul style="list-style-type: none"> • ¿Cómo quedan en relación a las demás variables?

Tipo de Cambio Oficial

- Tendencia decreciente del **excedente de divisas** del sector privado.
- **Estrategia Oficial:**
 - Evitar ajustes discretos del tipo de cambio tanto antes, como después de las elecciones.
- **Margen del BCRA para intervenir en tipo de cambio oficial:**
 - Posición libre de futuros.
 - Margen para limitar el pago de importaciones.
- **Riesgos a Monitorear:**
 - Atraso del tipo de cambio real.
 - Aumento de expectativas de devaluación.
 - Cambio en los incentivos a liquidar divisas.
 - Precio de la Soja.

Tipo de Cambio Oficial



Tipo de Cambio Oficial Jul-21 a Mar-22	Acumulada	Prom Mes
	18,8%	1,9%

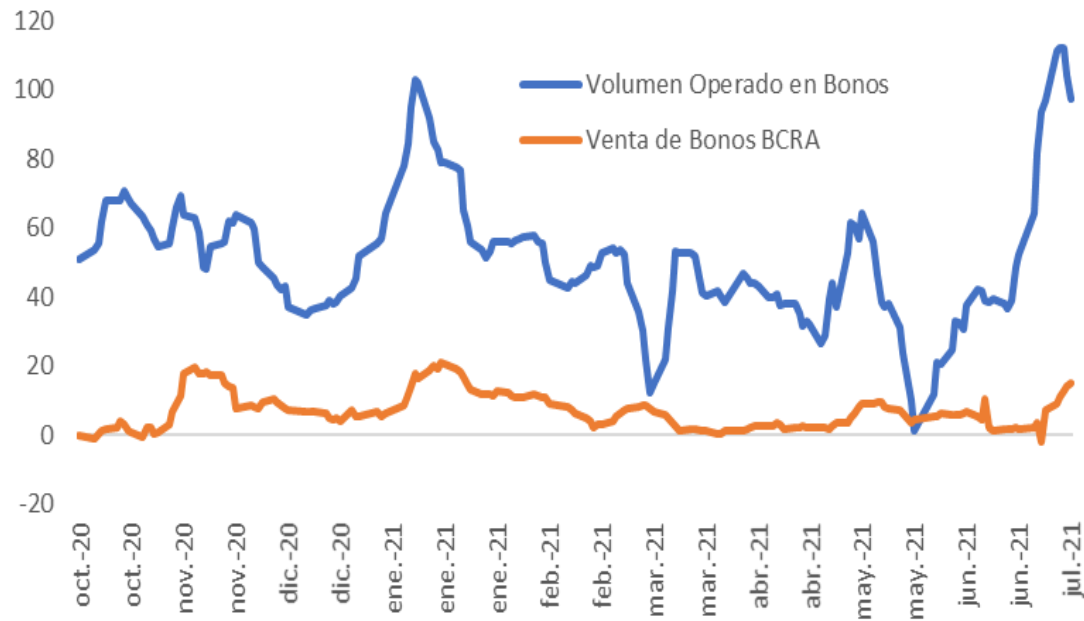
FACTORES DE OFERTA Y DEMANDA DE DIVISAS
(valores promedio por mes)

(+ = Compra / - = Venta)	I-21	II-21	III-21	IV-21	I-22
INTERVENCIÓN BCRA	756	1.521	240	-278	364
ENTIDADES FINANCIERAS	34	0	0	0	0
CLIENTES DE ENTIDADES	687	1.521	240	-278	364
Sector Privado	836	1.650	415	-103	539
Exportaciones	5.381	6.871	5.321	4.647	5.381
Importaciones	-3.814	-4.678	-4.406	-4.282	-4.292
Saldo Neto de Servicios	-185	-139	-162	-173	-224
Intereses y Dividendos	-228	-157	-192	-192	-192
Préstamos Financieros	-408	-320	-365	-365	-365
Atesoramiento y Otros	125	73	219	262	232
Sector Público	-149	-129	-175	-175	-175

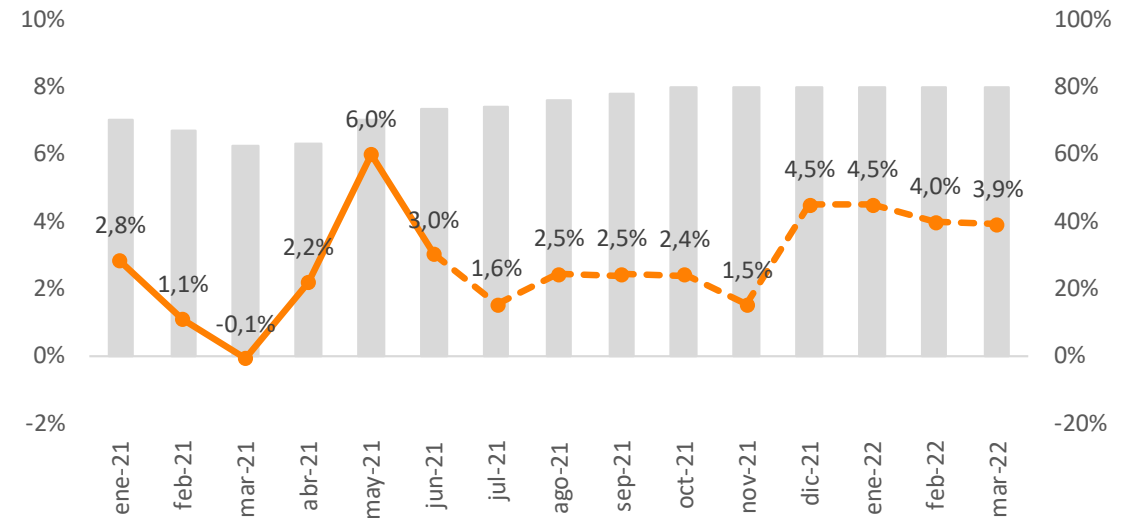
Tipo de Cambio: Brecha

- En caso de producirse algún stress cambiario, debería empezar a verse mayor volumen operado en bonos e intervención del BCRA.
- Esperamos niveles de brecha del orden del 80%

Volumen Operado en Bonos e Intervencion BCRA



Tipo de Cambio CCL



Tipo de Cambio CCL Jul-21 a Mar-22	Acumulada	Prom Mes
	30,8%	3,0%

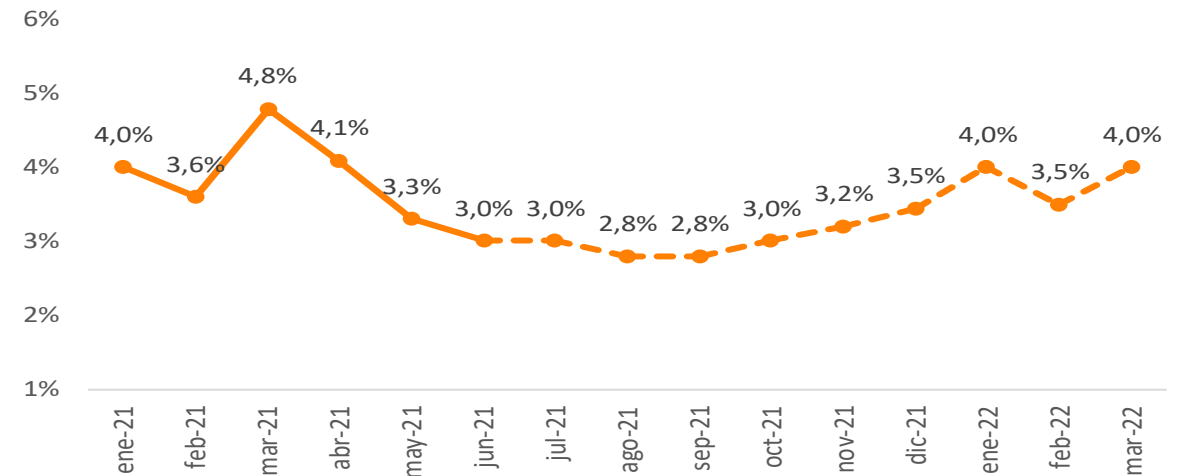
Inflación:

- Los desequilibrios acumulados (salario y servicios versus resto de precios) hacen prever una aceleración de la inflación luego de las elecciones de noviembre.
- A marzo se llegaría con un nivel de precios 34% mayor al actual, lo que implica un ritmo promedio mensual del 3,3%.
- Esto incluye algunos meses debajo de 3% entre julio y octubre y luego aceleración.
- Esta variable resulta clave, porque es la referencia para medir el nivel de salarios y el atraso del tipo de cambio.
- Si la inflación es mayor al escenario planteado, los desequilibrios a corregir serán más urgentes.

RITMOS INFLACIONARIOS MENSUALES

En Var % Mensual	II-20	III-20	IV-20	I-21	abr-21	may-21	Acum desde Feb-20
Promedio Mensual	1,8%	2,5%	3,6%	4,1%	4,1%	3,3%	58,5%
Estacional	4,8%	4,2%	4,2%	4,4%	2,2%	1,5%	82,6%
Núcleo	1,9%	2,6%	4,1%	4,2%	4,6%	3,5%	62,6%
Regulados	0,0%	1,1%	1,8%	3,9%	3,5%	3,8%	35,9%
Salario Nominal	0,9%	2,0%	2,6%	4,3%	6,2%	4,0%	48,5%
Salario Real	-0,9%	-0,5%	-1,0%	0,1%	2,0%	0,7%	-6,3%
Masa Monetaria (M3)	8,6%	3,4%	2,7%	3,5%	3,2%	4,2%	91,2%
Movilidad Google	56,1	67,0	77,1	81,5	83,5	79,0	75,4
Var % t/t o m/m	-38,7%	19,4%	15,1%	5,8%	-4,1%	-5,4%	

Inflación Mensual

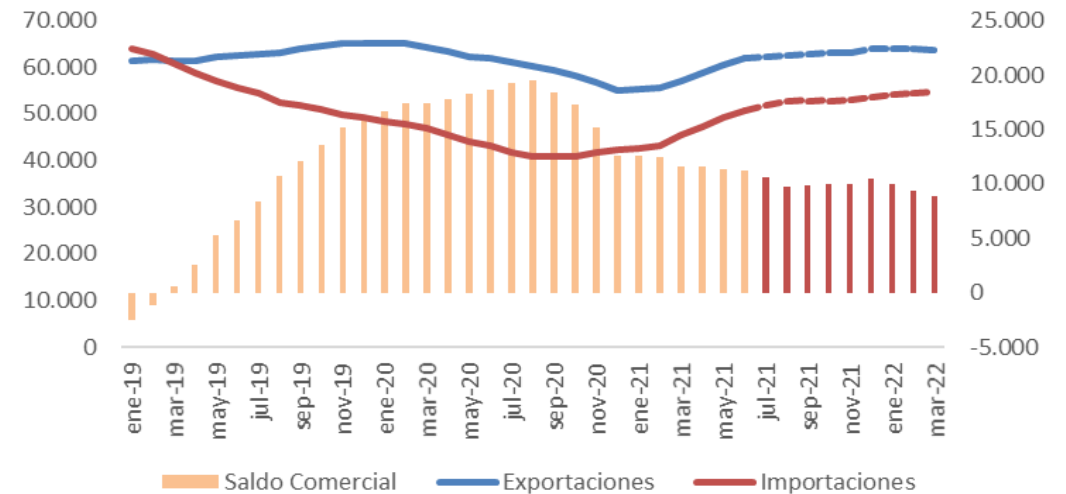


Inflación Jul-21 a Mar-22	Acumulada	Prom Mes
	34,0%	3,3%

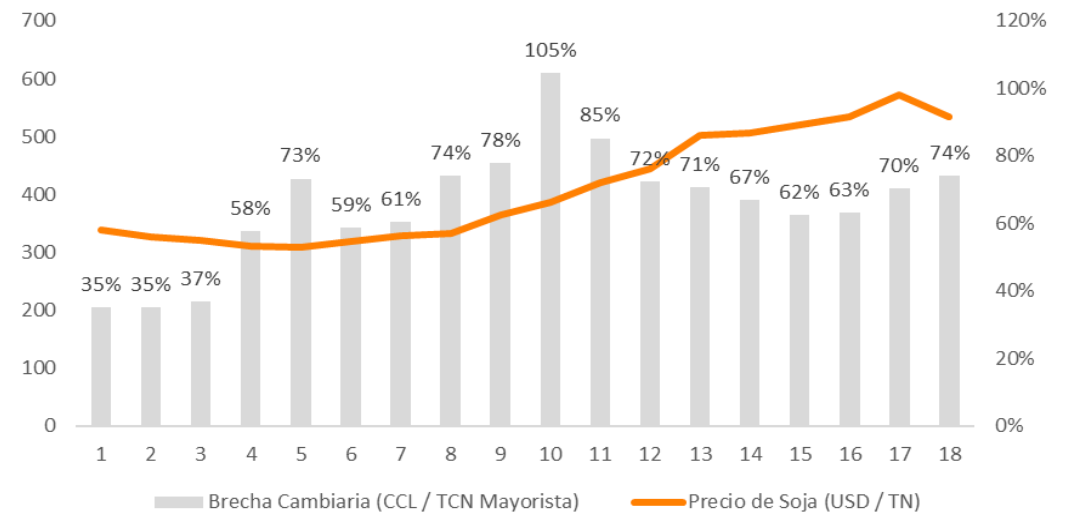
Frente Externo

- Dos factores externos han aportado estabilidad de corto plazo a la economía argentina:
 - **Precio de la Soja:** Surgió por motivos externos y generó mayor flujo de divisas y mejora de la recaudación fiscal. Se generó una dependencia, con alertas con precios por debajo de USD 480 por tonelada.
 - **Apreciación del Real:** Luego de un comienzo de año débil, el real se apreció y ayudó a contener el deterioro del tipo de cambio real multilateral. El punto de partida era malo, por eso el nivel actual sigue sin ser competitivo, pero ayudó a contener el deterioro.
- Con suba de importaciones por mayor actividad y sin mayores precios de commodities, el saldo comercial irá gradualmente en descenso.

Saldo Comercial en Descenso



La Importancia de la Soja para Contener Brecha



Frente Fiscal más complejo en 2022

- El año 2021 apunta a cerrar por debajo del 3% de déficit, pero eso implica una clara aceleración del gasto en los próximos meses. En este caso la discusión es política.
- El desafío mayor es 2022. Sin ingresos extraordinarios, luce más complejo. Sin margen para ajustar salarios o jubilaciones, el foco estará puesto probablemente sobre el esquema de subsidios. Hay que reordenar el frente fiscal sin contar con ingresos extraordinarios como los de este año (retenciones por precio de la soja e Impuesto a Riqueza).

Datos en % del PBI	I.20	II.20	III-20	IV-20	I.21	II.21	III-21	IV-21	I.22
INGRESOS TOTALES	1.087.658	1.047.268	1.314.364	1.392.164	1.690.234	2.039.245	2.096.798	2.231.474	2.588.693
GASTOS PRIMARIO	1.243.649	1.781.083	1.726.569	1.840.111	1.759.383	2.235.114	2.498.661	2.755.775	2.790.830
RESULTADO PRIMARIO	-155.991	-733.815	-412.205	-447.947	-69.149	-195.869	-401.862	-524.300	-202.137
Intereses	168.710	129.019	134.457	110.687	115.258	211.438	206.528	132.813	154.957
RESULTADO FINANCIERO	-324.701	-862.834	-546.662	-558.634	-184.407	-407.307	-608.390	-657.113	-357.094
RESULTADO PRIMARIO En % PBI	-2,5%	-12,5%	-6,1%	-5,5%	-0,8%	-2,0%	-3,9%	-4,3%	-1,6%
	-6,6%				-2,8%				

¿Cómo se Financia el Tesoro?

○ NECESIDADES DE DÓLARES:

- Habiendo logrado el “Puente de Tiempo” con el CDP, ahora necesita un acuerdo similar con el FMI. Si no se inicia un drenaje de reservas que puede ser muy difícil de asumir.
- Llegar a fin de año sin un acuerdo transitorio solamente es factible usando los DEGs que distribuya el FMI. Eso aliviana el acuerdo hacia adelante, porque baja el stock de deuda, pero puede ser difícil de aprobar internamente, ya que hay expectativas diferentes con respecto a esos fondos.
- Usar dólares para financiar gastos en pesos tiene el mismo efecto monetario que emitir. Además se deberían vender a tipo de cambio oficial.

La Barrera de Marzo 2022

USD Mill	III-21			IV-21			I-22			II-22		
	jul-21	ago-21	sep-21	oct-21	nov-21	dic-21	ene-22	feb-22	mar-22	abr-22	may-22	jun-22
FMI	0	354	1.911	0	399	1.911	738	379	2.901	738	336	2.901
Capital	0	0	1.911	0	0	1.911	738	0	2.901	738	0	2.901
Interés	0	354	0	0	399	0	0	379	0	0	336	0
Club de Paris	230	0	0	231	1	23	178	0	2.020	5	8	22
Capital	200	0	0	230	0	0	149	0	2.020	4	8	0
Interés	30	0	0	1	1	23	29	0	0	1	1	21
Acumulado	230	585	2.496	2.727	3.127	5.060	5.977	6.356	11.277	12.020	12.364	15.287

¿Cómo se Financia el Tesoro?

○ NECESIDADES DE PESOS:

- Necesidad de recurrir al mercado para rollear vencimientos y cubrir déficit en pesos. El pago de intereses ha ido creciendo de la mano de las nuevas emisiones de deuda en moneda local.
- El Tesoro se financia 60% con BCRA y 40% en mercado a pesar de las normativas que han ayudada a crear demanda de bonos de parte de los bancos.

Datos en Arg\$ Mill	I-21	II-21	III-21 P	IV-21 P	I-22 P
Resultado Primario	-69.149	-195.869	-401.862	-524.300	-202.137
Intereses	115.258	211.438	206.528	132.813	154.957
Necesidades Pesos	-184.407	-407.307	-608.390	-657.113	-357.094
Asistencia BCRA	135.000	195.000	350.000	450.000	250.000
Captación Mercado	66.551	265.500	200.000	200.000	115.000
Financiamiento Pesos	201.551	460.500	550.000	650.000	365.000
CAJA TEORICA	17.143	70.336	11.946	4.833	12.739

Año 2021
-1.191.181
666.037
-1.857.218
1.130.000
847.051
1.977.051

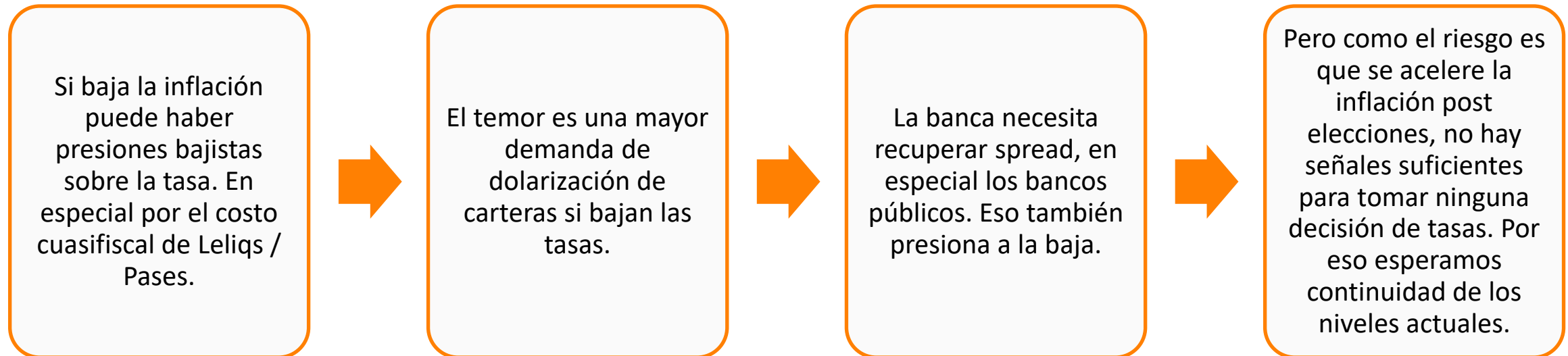
La Magnitud del Esfuerzo Monetario

- La dinámica actual implica nueva emisión para asistir al Tesoro de acuerdo a las necesidades financieras y un nivel de pago de intereses de Leliqs y Pases que ya se ha consolidado claramente por arriba de los \$100,000 millones mes.
- Esto implica un aumento del esfuerzo esterilizador, aunque eso no implica evitar la emisión. En ese escenario hay aumento de los pasivos remunerados del BCRA y mayor crecimiento de M3 que se Base Monetaria. Eso implica suba de depósitos a plazo fijo. Para I-22 se espera crecimiento interanual del 55% para M3 y de 35% para BM.

<i>Var promedio mensual (\$ Mill)</i>	I-20	II-20	III-20	IV-20	I-21	II-21	III-21	IV-21	I-22
BASE MONETARIA	68.992	69.358	54.685	37.282	32.299	60.435	99.938	99.880	71.090
Compras al Sector Privado	22.507	-14.073	-66.645	-47.646	66.106	134.122	24.103	-28.760	37.820
Sector Público	107.066	272.673	162.208	74.203	32.033	3.148	75.136	153.472	24.464
Compra Divisas	-3.141	-3.166	-16.357	-30.836	-21.888	-29.204	-16.357	-30.836	-21.888
Adelantos / Utilidades	110.207	275.839	178.565	105.039	53.920	32.352	91.493	184.307	46.351
Intereses Leliqs / Pases	49.295	47.857	64.658	73.494	83.064	103.039	115.415	125.367	135.733
Esterilización	-109.875	-237.099	-105.536	-62.768	-148.903	-179.874	-114.716	-150.198	-126.928
Leliqs / Pases	-109.500	-237.533	-103.727	-44.220	-121.718	-167.672	-86.675	-122.635	-110.000
Otros Movimientos	-375	435	-1.809	-18.548	-27.185	-12.202	-28.041	-27.564	-16.928
Emisión Neta	178.492	306.892	158.413	81.502	154.017	228.107	186.613	222.514	181.090
% Esterilizado	61%	77%	65%	54%	79%	74%	46%	55%	61%

Tasas de Interés: Sin Expectativas de Suba

- Si bien hay varios factores por los cuales tanto BCRA como el resto del equipo económico podrían preferir una baja de tasas, entendemos que por ahora el riesgo de que esa decisión fomente una mayor dolarización de carteras es alto y no estarían avanzando en esa línea.
- Solamente es posible un ajuste si se consolida un recorte en el ritmo inflacionario.
- El BCRA no promovería suba de tasas. El Tesoro en cambio puede necesitarlo si se le complica el frente financiero.



Principales Equilibrios

- Esperamos que la inflación le siga ganando a tipo de cambio oficial, CCL y a tasa de interés.
 - Desequilibrios acumulados:
 - Caída de Tipo de Cambio Real = 9,8%
 - Atraso de Salario Real = 1,2%
 - Brecha Cambiaria = 80%
- * Sigue la emisión primaria
 * Inflación que no cede
 * Exceso de Pesos y sin acumulación reservas

Var % Prom Mes	I-21	II-21	III-21	IV-21	I-22	III-21 a I-22	
						Prom Mes	Acumulado
IPC	4,1%	3,5%	2,9%	3,2%	3,8%	3,3%	34,0%
TCN	3,3%	1,6%	1,3%	1,8%	2,7%	1,9%	18,8%
CCL	1,3%	3,7%	2,2%	2,2%	2,7%	2,4%	23,3%
Salario	4,3%	4,6%	3,0%	3,1%	3,7%	3,3%	33,6%
Badlar	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	28,7%
TCRM	-1,0%	-0,7%	-1,4%	-1,2%	-0,9%	-1,1%	-9,8%
Salario Real	0,1%	1,1%	0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%	-0,3%

¿Qué esperar después de las elecciones?

- El principal interrogante que se plantea es si después de las elecciones y antes de un eventual acuerdo con el FMI, el gobierno toma decisiones significativas en materia cambiaria o continúa con un esquema similar al actual.
- Hay factores que llevan a pensar en una u otra dirección. La decisión final dependerá de la magnitud de los desequilibrios que se acumulen y esencialmente de cómo evolucione el frente externo. La principal hipótesis es que se eviten medidas que tengan impacto social negativo mientras sea posible.

A Favor de la Continuidad

- El desequilibrio de tipo de cambio real no justifica por sí solo un ajuste cambiario.
- La situación fiscal llegaría mejor de lo esperado.
- El nivel de reservas puede verse reforzado por los DEGs.

Se Requerirían Cambios

- Si se deteriora el precio de la soja.
- Si se deprecia el Real.
- Si el nivel de reservas llega más deteriorado porque se usan DEGs ya sea para pago de deuda o para cubrir gastos en pesos.
- Si la política presiona sobre el gasto y aumenta el exceso de pesos.

Comentarios Finales

Si bien se espera que aumenten las presiones cambiarias en durante el proceso electoral, el BCRA y el Tesoro tienen herramientas suficientes como para mantener controlada la brecha.

No hay margen para estirar más allá de marzo 2022 la negociación con FMI y CDP. Estirarlo sin lograr un “Puente de Tiempo” implica un deterioro de las reservas significativo.

Si bien se espera una mayor expansión fiscal, el punto de partida es más sólido de lo esperado y eso implica un desequilibrio que podría ser menor al 3% del PBI para 2021. El problema es la inercia para 2022 ya sin ingresos extraordinarios. Eso pone un techo a la expansión.

Van a seguir sobrando pesos, porque el mercado de deuda y en especial los bancos públicos ayudarán al Tesoro, pero aún en escenarios fiscales favorables, la necesidad de pesos del Tesoro es creciente y generará mayor nivel de emisión y en consecuencia de esterilización.

La dinámica esperada para los próximos 9 meses es similar a la actual, Inflación por arriba de tasas de interés y de tipo de cambio, esto aún considerando un aumento gradual de la brecha entre CCL y TCN.

Nuestro arte, saber invertir

Quinquela
ASSET MANAGEMENT