

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

Agosto 2021

¿Cómo llegamos a las Elecciones?

- Falta un mes y medio para las elecciones primarias y 3 meses y medio para las generales. Una pregunta que aparece siempre en este contexto es: ¿Cómo llega la economía a las elecciones y qué impacto puede tener en el resultado?
- Nos proponemos analizar el nivel absoluto de determinadas variables centrales, su dinámica reciente y su comparación con otros procesos electorales.

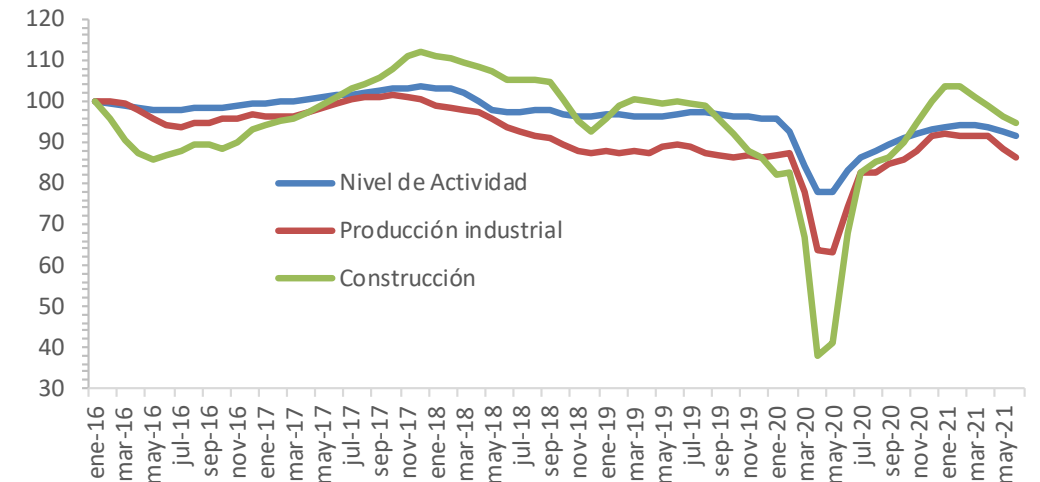
Nivel de Actividad	Inflación	Tipo de Cambio	Poder de Compra	Frente Fiscal	Frente Monetario
<ul style="list-style-type: none"> • Es la principal variables que se utiliza para definir el clima económico. 	<ul style="list-style-type: none"> • Hace a la capacidad de consumo y al clima general. 	<ul style="list-style-type: none"> • ¿Cómo estamos en términos de competitividad y de dinámica reciente? 	<ul style="list-style-type: none"> • ¿Se llega con el empleo recuperado? ¿Puede el salario ganarle a los precios? 	<ul style="list-style-type: none"> • ¿Qué magnitud tendrá el impulso fiscal? 	<ul style="list-style-type: none"> • ¿Cuánto aporta la liquidez?

Nivel de Actividad

- Las restricciones a la movilidad de mayo-junio se sumaron a una dinámica de la actividad que ya mostraba cierta tendencia negativa. Esto hizo que no se haya logrado todavía recuperar el nivel pre crisis sanitaria.
- La movilidad de julio fue significativamente mayor a la de meses anteriores. Los avances en la vacunación y el fin de la segunda ola se sumarían a los impulsos pre electorales.

	Unidad	III-20	IV-20	I-21	II-21	jul-21
Industria Manufacturera	Var % a/a	-3,3	2,1	13,0	42,9	s.d.
Ind. Manufacturera Desest.	Var % m/m	2,0	1,8	0,4	-3,4	s.d.
Actividad de la Construcción	Var % a/a	-11,5	10,9	47,9	196,0	s.d.
Act de la Const. Desest.	Var % m/m	3,5	5,0	-0,5	-2,8	s.d.
Producción de Autos	Var % a/a	-0,5	39,4	30,4	391,8	s.d.
Movilidad Google Index	Ene-20 = 100	67,0	77,1	81,5	82,7	93,4
Var % Trimestral	Var % t/t	12,4%	15,1%	5,8%	1,4%	9,4%
Var % Interanual	Var % a/a			-0,5%	58,5%	44,0%
EMAE (Mes desest.)	Var % m/m	2,1	1,0	0,6	-1,2	s.d.
EMAE Interanual	Var % 3m A.	-10,1	-4,2	2,5	21,5	s.d.
Recaudación Deflactada	Var % a/a	-13,2	-1,8	10,9	30,2	s.d.
Seguridad Social Deflactada	Var % a/a	-4,5	-4,1	1,0	15,6	s.d.

Evolución del Nivel de Actividad



	Datos Índice ene-16 = 100			En Pts % de Feb-20	
	feb-20	abr-20	Actual	Caída	Recupero
EMAE	95,9	70,8	91,6	-26,1%	-4,5%
Industria	87,9	59,7	86,3	-32,0%	-1,8%
Construcción	83,4	25,8	94,6	-69,0%	13,5%

Inflación con dificultades para quebrar el 3%

- Los aumentos salariales acordados están generando presión sobre el costo de los servicios.
- Esto implica que pueden aparecer varios ajustes como los recientes de las prepagas. Esas correcciones le ponen un piso a la inflación de los próximos meses. Es la dicotomía entre convalidar salarios o contener precios.
- Esto acelera el proceso de corrección de precios relativos

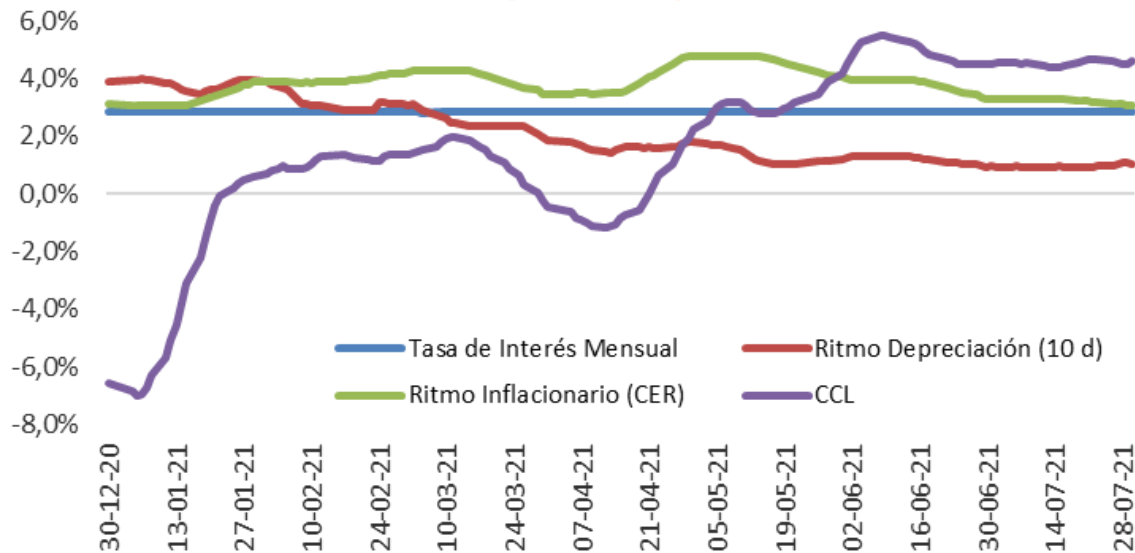
RITMOS INFLACIONARIOS MENSUALES

En Var % Mensual	II-20	III-20	IV-20	I- 21	abr-21	may-21	jun-21	Acum desde Feb-20
Promedio Mensual	1,8%	2,5%	3,6%	4,1%	4,1%	3,3%	3,2%	63,6%
Estacional	4,8%	4,2%	4,2%	4,4%	2,2%	1,5%	0,5%	83,6%
Núcleo	1,9%	2,6%	4,1%	4,2%	4,6%	3,5%	3,6%	68,4%
Regulados	0,0%	1,1%	1,8%	3,9%	3,5%	3,8%	3,2%	40,3%
Salario Nominal	0,9%	2,0%	2,6%	4,3%	6,2%	4,0%	3,5%	48,5%
Salario Real	-0,9%	-0,5%	-1,0%	0,1%	2,0%	0,7%	0,3%	-6,3%
Masa Monetaria (M3)	8,6%	7,4%	5,9%	1,6%	3,4%	2,3%	1,8%	95,8%
Movilidad Google	56,1	67,0	77,1	81,5	83,5	79,0	72,2	75,2
Var % t/t o m/m	-38,7%	19,4%	15,1%	5,8%	-4,1%	-5,4%	-8,7%	

Tipo de Cambio

- A pesar de las oscilaciones de los últimos días, el BCRA mantiene un ritmo de depreciación cercano al 1% mensual.
- El período estacional de compra de divisas parece estar llegando a su fin. Entramos en una etapa de escasez de dólares y eso puede implicar mayores restricciones. Muy pocas probabilidades de que cambie el ritmo de depreciación.

A la inflación le cuesta quebrar el piso de la Tasa Badlar



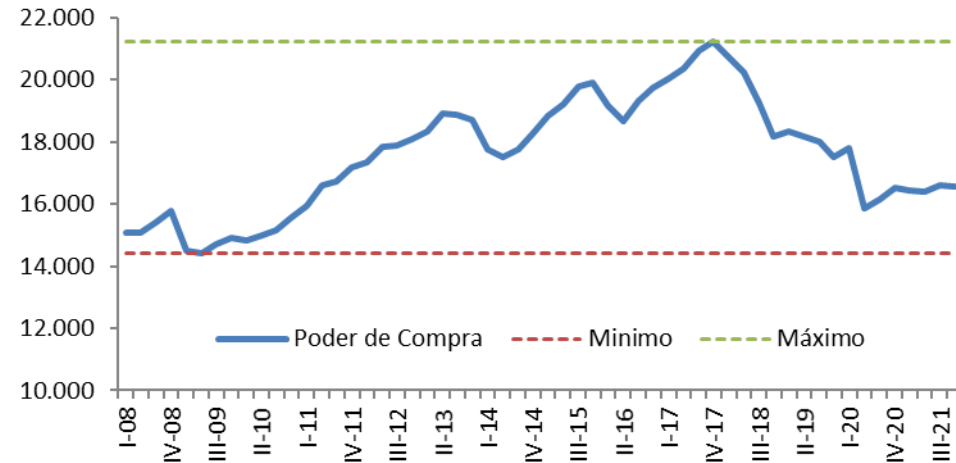
Compra promedio de divisas del BCRA



Poder de Compra

- Gradualmente fue mejorando el empleo y se impulsaron fuertes ajustes salariales, pero solamente para el empleo privado formal.
- Al haberse acelerado la inflación, no se han logrado mejoras significativas en el poder de compra de ellos hogares.
- Muy bajo aporte del crédito con algunos segmentos sobre endeudados luego de la crisis sanitaria.
- El consumo interno podrá potenciarse, pero está lejos de ser un motor para el crecimiento.

Evolución del Poder Real de Compra



EVOLUCIÓN DE LA MASA SALARIAL REAL

Var % Trimestral	I-20	II-20	III-20	IV-20	I-21	II-21	III-21	IV-21
Personas con Ingresos	-2,9%	-8,4%	4,0%	4,6%	2,1%	0,0%	0,5%	0,5%
Ingreso Medio	14,3%	2,9%	4,6%	8,1%	9,4%	11,9%	9,3%	9,3%
Masa Salarial	10,9%	-5,7%	8,8%	13,0%	11,6%	11,9%	9,8%	9,8%
Crédito Neto	-3,2%	1,1%	2,6%	0,8%	-0,6%	0,4%	0,5%	0,2%
Ingreso Disponible	7,0%	-4,6%	11,5%	13,4%	10,5%	11,9%	10,0%	9,6%
Costo de Vida	8,8%	6,2%	6,8%	10,4%	12,2%	12,3%	8,6%	9,9%
Poder de Compra t/t	-1,7%	-10,2%	4,4%	2,7%	-1,5%	-0,4%	1,3%	-0,2%
Var % a/a	-5,2%	-13,4%	-10,1%	-5,2%	-5,1%	5,2%	2,0%	-0,9%
Poder de Compra IV-15 = 100	85,4	76,7	80,1	82,3	81,0	80,7	81,7	81,5

Política Monetaria

- Cambian las fuentes de emisión monetaria. La Asistencia al Tesoro reemplaza a las compras de divisas.
- De todas maneras, la emisión promedio para los próximos meses luce menor que la de la primera mitad del año.
- La aceleración inflacionario hizo negativa la tasa de interés y dejó margen para que con menor esterilización en el segundo semestre, igual se logren crecimiento de BM menores a la inflación.

Datos en \$ Millones x Mes	Enero - Junio	Julio	Agosto- Diciembre	Año
Expansión Primaria Neta	202.314	296.228	198.000	2.500.112
Asistencia al Tesoro	55.000	180.000	118.000	1.100.000
Intereses de Leliqs/Pases	95.384	88.855	125.000	1.286.158
Compra Neta Divisas Privado	99.309	101.398	10.000	747.249
Compra Neta Divisas Tesoro	-25.617	-31.000	-20.000	-284.700
Compra / Venta de Bonos	-21.762	-43.025	-35.000	-348.595
Esterilización	-158.098	-130.392	-106.386	-1.610.908
Expansión Base Monetaria	44.216	165.836	91.614	889.204
Var % (Mensual / Anual)	1,8%	6,2%	3,2%	37%

Impulso Fiscal

- Aún con la decisión de favorecer el impulso fiscal, el acceso al financiamiento se está convirtiendo en una barrera.
- El Tesoro necesita cubrir sus necesidades de pesos con emisión del BCRA y con captaciones netas en el mercado. Le está costando lograr volúmenes altos de financiamiento sin convalidar subas de tasas de interés. Esto a pesar de la creación de pesos y de los controles cambiarios.
- Si la emisión es muy alta, el riesgo es cambiario. Por eso se llega al período electoral con expansión del gasto primario, mayor ejecución de partidas, pero limitados por el financiamiento. La expansión va a ser menor que en otros procesos electorales.

En \$ Mill x Mes	I-21	II-21	Jul-21	Ago-Dic	2021
Resultado Primario	-23.050	-40.065	-150.000	-170.220	-1.190.445
Intereses	38.419	63.550	63.550	55.158	645.248
Resultado Financiero	-61.469	-103.615	-213.550	-225.378	-1.835.693
Fuentes Financieras	75.183	153.449	214.100	187.139	1.835.693
BCRA	45.000	65.000	180.000	118.000	1.100.000
Mercado	30.183	88.449	34.100	69.139	735.693
Emisión BCRA en %	59,9%	42,4%	84,1%	63,1%	59,9%

Así se llega a las elecciones

	2015		2017		2019		2021	
	Nivel	Ritmo	Nivel	Ritmo	Nivel	Ritmo	Nivel	Ritmo
Nivel de Actividad (EMAE)	150,0	4,6%	150,7	4,6%	144,2	2,1%	136,3	-3,6%
Empleo Privado	6.260	2,7%	6.238	1,4%	6.088	-1,8%	5.952	4,0%
Inflación	91,2	25,2%	158,1	24,0%	330,2	49,4%	702,5	51,0%
Tipo de Cambio	9,3	13,3%	17,3	21,5%	50,6	67,8%	97,2	20,4%
Salario Real	105,4	12,8%	102,1	5,4%	88,7	-2,1%	83,7	2,3%
TCRM	79,3	-19,2%	91,7	6,3%	122,9	8,9%	113,7	-13,9%
Indice de Materias Primas	182,2	-8,9%	171,2	-5,2%	169,7	-5,4%	255,0	15,3%
Gasto Primario % PBI	24,0	1,7%	21,7	-15,4%	18,9	-1,9%	26,5	52,6%
Reservas	7.852	-59,9%	13.783	104,2%	19.572	-37,4%	5.866	870,9%
Tasa de Interés	21,0	0,7	20,8	2,0	54,7	26,0	34,0	-0,1
Tasa Real	-4,2		-3,2		5,2		-17,0	

Análisis de Riesgos de Corto Plazo

RESERVAS

- Que entre pagos de deuda e intervenciones en el mercado de bonos, se agoten reservas netas y quede poco margen para diagramar a futuro.

BRECHA

- Que la dolarización sea mayor a lo previsto y el BCRA no le alcancen sus recursos para contener la brecha.

EXTERNO

- Cualquier shock que afecte negativamente al precio de los granos puede generar un impacto negativo sobre la economía local.

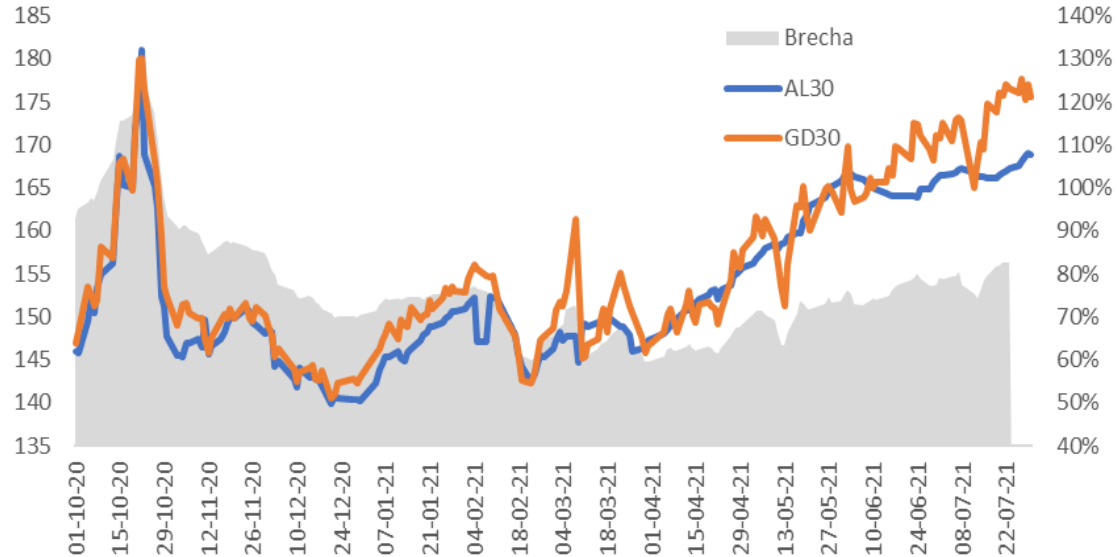
SANITARIO

- La economía no resiste un nuevo cierre, por lo tanto el riesgo sanitario de una tercera ola es significativo.

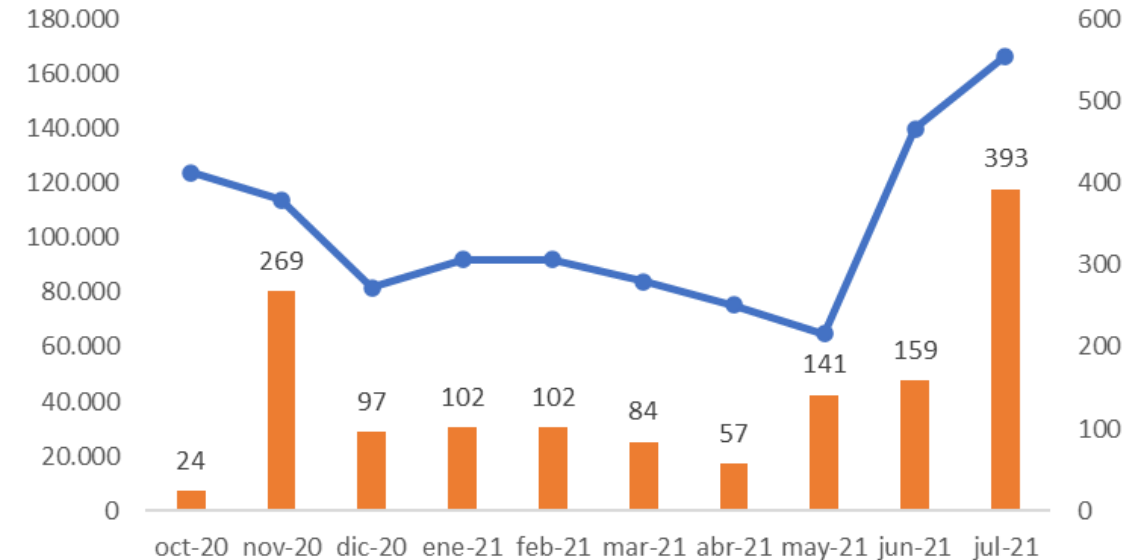
Tempranero uso de herramientas para contener la BRECHA

- Ya en julio el BCRA tuvo que usar casi USD 400 millones para intervenir en el mercado de bonos. Es una cifra récord y anticipa nuevas medidas para contener esa demanda de dolarización. El salto en la demanda se produjo antes d elo esperado.
- Probablemente estemos cerca de nuevas emisiones dollar linked como se usaron en octubre 2020 o mayores regulaciones para operar CCL – MEP.

Buscando bajar la Demanda de Globales



Récord de INTERvenciones del BCRA en Bonos

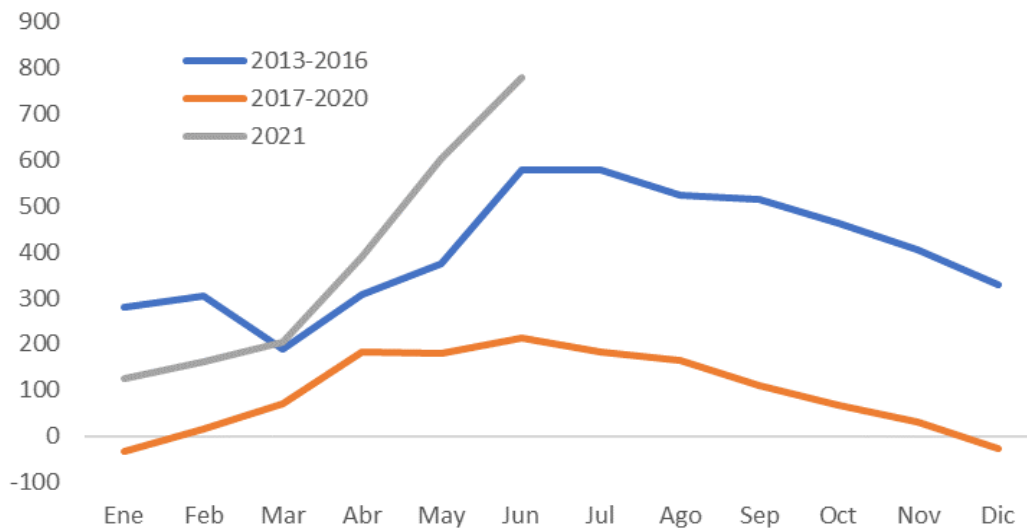


Var %	ene-21	feb-21	mar-21	abr-21	may-21	jun-21	jul-21	YTD
TCN 3500	3,9%	3,4%	2,7%	1,8%	1,5%	1,2%	1,0%	16,5%
MEP	3,4%	0,0%	-1,3%	1,7%	6,4%	3,4%	3,6%	18,4%
AL - Cable	2,6%	1,1%	-0,3%	2,6%	5,3%	3,3%	1,2%	16,9%
GD - Cable	4,2%	0,2%	0,0%	1,1%	5,6%	4,5%	4,4%	21,6%

Reservas: Preocupación por la Energía

- Se está sumando la bajante del río Paraná con la falta de nieves en la cordillera. Eso genera un deterioro de las condiciones hídricas y un riesgo de mayor requerimiento de dólares para importar electricidad o fuel oil para producción.
- La demanda neta del sector energía ya subió de manera significativa en junio y en julio habría aumentado el requerimiento

Demanda Neta de USD del Sector Energético



FACTORES DE OFERTA Y DEMANDA DE DIVISAS

(valores promedio por mes)

(+ = Compra / - = Venta)	I-21	abr-21	may-21	jun-21	III-21	IV-21
INTERVENCIÓN BCRA	756	1.373	2.089	727	-328	-490
ENTIDADES FINANCIERAS	24	8	36	7	0	0
CLIENTES DE ENTIDADES	687	1.365	2.053	721	-328	-490
Sector Privado	836	1.402	2.229	747	-302	-464
Exportaciones	5.381	6.728	7.279	7.649	5.321	4.647
Importaciones	-3.814	-4.738	-4.840	-5.794	-4.924	-4.448
Saldo Neto de Servicios	-185	-190	-65	-299	-299	-319
Intereses y Dividendos	-228	-134	-146	-241	-241	-241
Préstamos Financieros	-408	-274	-321	-711	-365	-365
Atesoramiento y Otros	188	10	321	143	206	262
Sector Público	-150	-38	-175	-26	-26	-26

Riesgo Externo y Sanitario

Riesgo Externo

- La soja se mantiene estable arriba de USD 500 y eso es un factor estabilizador importante. Descensos en el precio podrían complicar aún más el frente externo, que ya se ha visto debilitado por las condiciones climáticas.
- Si los descensos hídricos continúan, podría afectarse la producción agrícola 2022. Todavía no es un riesgo cierto, pero es una variable a monitorear.

Riesgo Sanitario

- Descendieron los casos luego de la segunda ola y la economía está en niveles de apertura inéditos desde el comienzo de la pandemia. Julio mostró un grado de movilidad apenas 6,5% por debajo del nivel pre crisis.
- Una nueva ola a partir del ingreso de la variante Delta, podría complicar nivel de actividad, recaudación, empleo, etc.

Comentarios Finales

Empezó el 2do semestre y julio no fue bueno. Mas déficit primario, más emisión del BCRA y menor captación neta del Tesoro. Mejora en actividad.

El BCRA podría controlar una escalada fuerte del tipo de cambio libre que debería seguir subiendo. Pero la intervención en el mercado de CCL no es mantenible en el período poselectoral.

Las reservas serán un indicador a seguir teniendo en cuenta que al BCRA le costará comprar dólares, que se destinarán reservas para intervenir en el CCL y que hay vencimientos de deuda.

El Tesoro tendrá que aumentar su captación neta en los próximos meses para evitar una mayor presión sobre la política monetaria. ¿Convalidan más tasa?

Será importante que se empiece a hablar del acuerdo con el FMI para un mejor control de las expectativas. Sino se pagará con más brecha luego de las elecciones.

Nuestro arte, saber invertir

