



Perspectivas Mensuales

Septiembre 2021

Contexto Internacional

Tasas de Interés

- Noticias de empleo en EE.UU. debajo de lo esperado pueden demorar inicio de “tapering”. Posterga preocupación por inflación.
- El esquema previsto sigue siendo gradual. Primero recorte de programa de estímulos y posteriormente suba de tasas de interés.

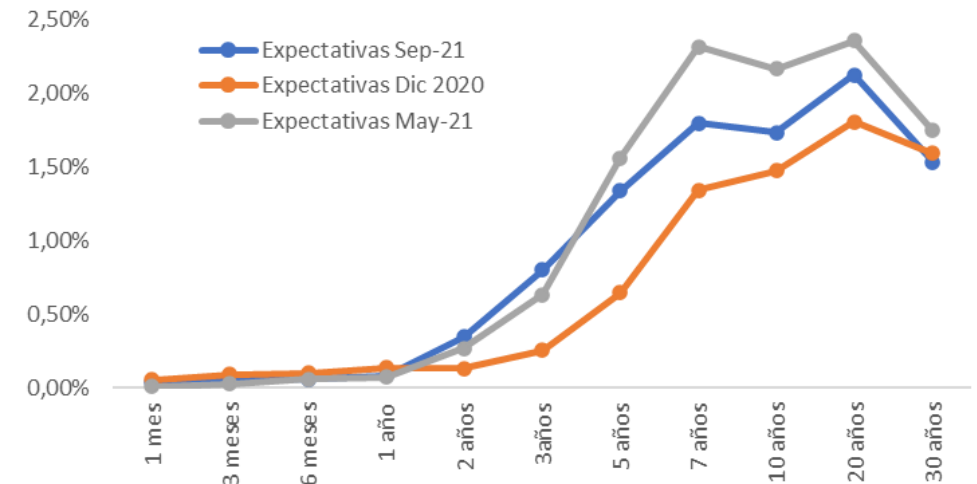
Nivel de Actividad

- El dato de empleo genera dudas sobre el impacto que pueda estar generando la variante Delta (Covid). Cantidad de casos activos en EE:UU está apenas 5% por debajo del máximo de la segunda ola, aunque la cantidad de fallecidos es un tercio.
- Europa replica tendencia. Más casos y menos letalidad

Brasil

- El Real sigue inestable. Tocó 5,40 y volvió al andarivel de 5,20.
- Crecimiento de H-21 por debajo de lo esperado.
- El BCB sigue firme en su decisión de subir SELIC y contener presiones inflacionarias.

¿Cuándo suben las Tasas de Interés?



Var % Anual	2020	2021	2022	2022 vs 2019
Economía Global	-3,2	6,0	4,9	7,6
Estados Unidos	-3,5	7,0	4,9	8,3
Zona del Euro	-6,5	4,6	4,3	2,0
Oriente Medio y Asia Central	-2,6	4,0	3,7	5,0
Asia Emergente y en Des.	-0,9	7,5	6,4	13,4
América Latina y Caribe	-7,0	5,8	3,2	1,5
África Subsahariana	-1,8	3,4	4,1	5,7

Dos enfoques para Argentina

Corto Plazo

Foco puesto en:

- Reservas / Brecha
- Inflación
- Financiamiento
- Elecciones
- Presupuesto

Mediano Plazo

Escenarios Alternativos:

- Acuerdo FMI
- Esquema cambiario
- Exceso de pesos
- Metas fiscales
- Crecimiento

Argentina: Expectativas de Corto Plazo

Los próximos 3 meses van a estar marcados por el proceso electoral. Al ser una elección legislativa y con fuerzas muy divididas, trabajamos sobre un escenario económico donde no hay un ganador ni un perdedor muy definido.

La discusión pasa por entender la dinámica de las principales variables y su impacto sobre los distintos mercados. Hay consenso sobre sostenimiento del ritmo de depreciación del tipo de cambio oficial y sobre una desaceleración inflacionaria transitoria.

El factor clave es como ayuda el gobierno a alinear expectativas para contener proceso de dolarización y alinear los incentivos de exportadores e importadores.

Corto Plazo: De nuevo con los dólares justos

Pasó la estacionalidad de la liquidación del agro y el sobrante de divisas que le sirvió al BCRA para acumular reservas empezó a desaparecer.

El equilibrio cambiario depende significativamente del ingreso de divisas que genera el agro, en especial ahora que las importaciones han subido con respecto a los niveles previos.

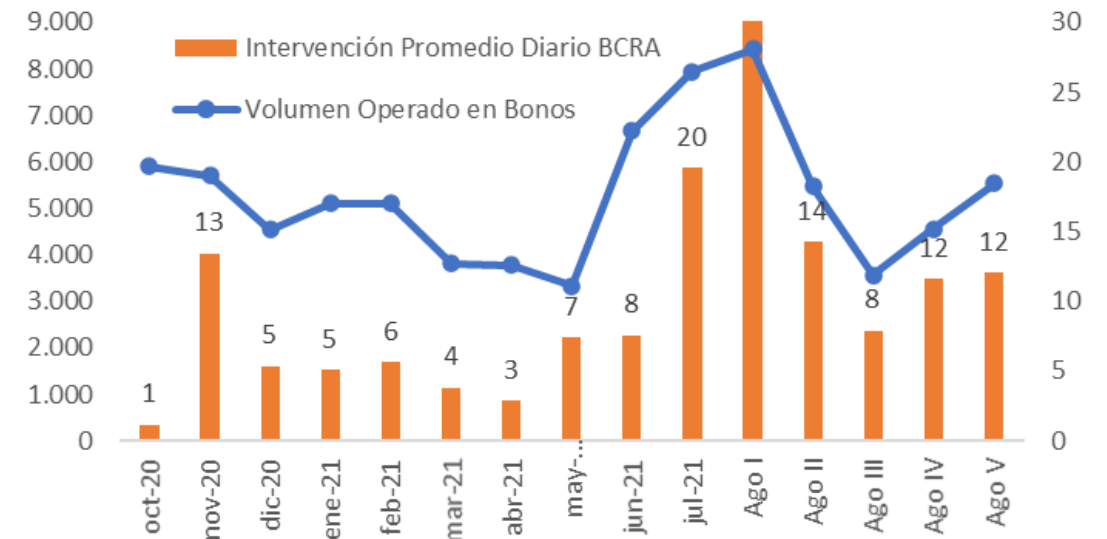
Hacia adelante resulta clave mantener el incentivo a la liquidación de exportaciones. Las últimas semanas con mayor temor a ajuste discreto o cambio de ritmo han generado merma en las liquidaciones.

USD Millones x mes	IV-20	I-21	II-21	jul-21	ago-21	sep-21	IV-21
Intervenciones BCRA	-270	755	1.397	714	15	-350	-150
Saldo Neto Privado	-593	681	1.246	636	0	-406	-172
Exportaciones	4.276	5.381	7.219	7.218	6.135	5.522	5.632
Importaciones	-3.790	-3.814	-5.124	-5.582	-5.227	-5.020	-4.863
Saldo Neto de Servicios	-197	-185	-185	-232	-232	-232	-250
Intereses y Dividendos	-199	-228	-174	-332	-240	-240	-224
Préstamos Financieros	-551	-408	-436	-293	-293	-293	-379
Atesoramiento y Otros	-133	-66	-55	-143	-143	-143	-88
Sector Público	13	-150	-80	-125	-25	-35	-45
Bancos y Otras Operaciones	310	224	230	203	40	91	67

Corto Plazo: ¿Hasta cuándo puede intervenir el BCRA en el mercado de Bonos?

- El BCRA cuenta con USD 4.900 millones de reservas netas para poder operar en el mercado.
- Al ritmo actual de USD 12 M diarios (USD 240 M x mes) puede mantenerse hasta las elecciones, pero le implicaría resignar en los próximos 50 días USD 1.000 millones.
- Los pagos al FMI afectarían DEGs, ya sea de manera directa o a través de venta contra pesos y uso contra Letras Intransferibles.
- Del stock de Reservas, hasta el 31 de diciembre se podrían perder USD 1.200 millones por intervenciones y USD 4.330 millones por pago de capital al FMI e intereses en dólares. Asumiendo renovación del resto de Organismos y los dos pagos al FMI.
- Hay fuertes incentivos para lograr un acuerdo con el FMI antes de fin de año y evitar así ingresar con una posición más débil de reservas netas.

Intervenciones del BCRA en Bonos



Datos en USD M	I-20	IV-20	I-21	II-21	jul-21	ago-21	Acum 2021
Reservas Brutas	43.561	39.387	39.593	42.437	42.582	46.180	6.793
(-) Encajes USD	10.279	10.883	11.187	10.659	11.178	11.333	450
(-) Depósitos del Tesoro	336	280	264	248	243	238	-42
(-) Asignaciones de DEG	2.769	2.909	2.863	2.881	2.886	7.228	4.319
(-) Otros Pasivos	21.532	22.716	23.151	22.501	22.501	22.501	-216
(=) Reservas Netas	8.646	2.598	2.129	6.148	5.774	4.880	2.282
Variación Reservas	-429	-664	69	948	145	3.598	6.793
Intervención	220	-270	755	1.397	714	1	7.171
Organismos	-288	-227	-237	-155	53	3.842	2.719
Sector Público	187	34	-163	-112	-686	-110	-1.619
Efectivo Mínimo	457	-359	101	-176	519	155	450
Otros (pases Exterior)	-1.005	159	-388	-6	-455	-290	-1.928

Corto Plazo: Presiones Inflacionarias

- La inflación sigue en sendero descendente, tendencia que empezó a partir de abril, pero que tiene pocos fundamentos para sostener.
- Presiones alcistas post elecciones por:
 - Corrección de precios relativos.
 - Recuperación de salarios
 - Posible aceleración del tipo de cambio.
 - Aceleración del gasto primario.
 - Ajuste de tarifas.
 - Exceso de pesos que vuelven a presionar.
- La ventana de inflaciones por debajo del 3% puede acotarse a 3 meses, el resto de los fundamentos hacen esperar niveles de ajuste de precios superiores a ese ritmo.

Variaciones Porcentuales	Acum desde Feb-20	Ritmo Promedio		Próximos 3 Meses
		6 meses	3 meses	
PRECIOS MINORISTAS	68,5%	3,7%	3,2%	2,9%
Bienes NO Regulados	79,2%	3,9%	3,2%	2,8%
Servicios NO Regulados	64,0%	3,7%	3,3%	3,3%
Precios Regulados	40,2%	2,9%	2,9%	2,8%
Servicios Subsidiados	23,7%	2,0%	2,5%	2,0%
Resto Regulados	48,9%	3,3%	3,2%	3,1%
Salarios	52,9%	3,4%	2,7%	3,3%
Precios Mayoristas	75,0%	3,9%	2,9%	1,8%
Tipo de Cambio	56,9%	1,9%	1,2%	1,0%
Gasto Primario	80,2%	3,1%	5,0%	5,0%
Medios de Pago (M2)	96,8%	2,5%	4,6%	3,9%

Corto Plazo: Necesidades de Financiamiento

- En esta segunda parte del año hay menos ingresos extraordinarios y mayor nivel de gasto primario por las necesidades electorales.
- El acceso al mercado se ralentizó por el efecto que genera sobre los inversores en pesos el temor a un ajuste cambiario discreto post elecciones. A plazos cortos es difícil encontrar tasas que compensen el riesgo.
- Dados los límites de asistencia del BCRA, el Tesoro necesita captar en el mercado un promedio de \$40,000 millones por mes.
- Si no lo logra, deberá recurrir a los DEGs para cubrir necesidades en pesos.

NECESIDADES DE PESOS DEL TESORO Y ACCESO AL MERCADO DE DEUDA

Arg\$ Millones	I-21	II-21	Jul-Ago	sep-21	oct-21	nov-21	dic-21	2021	
								Arg\$ M	En % PBI
Resultado Primario	-23.050	-46.316	-130.916	-198.433	-170.975	-164.654	-312.440	-1.316.431	-3,1%
Asistencia Neta \$ BCRA	20.600	38.167	129.500	106.714	96.386	85.620	261.279	985.300	2,3%
Utilidades y Adelantos	45.000	65.000	190.000	141.714	131.386	120.620	296.279	1.400.000	3,3%
Compra de USD	-24.400	-26.833	-60.500	-35.000	-35.000	-35.000	-35.000	-414.700	-1,0%
Captación Neta	30.183	88.449	13.050	56.718	39.590	44.033	16.160	538.498	1,3%
Vencimientos	222.185	259.668	316.062	428.959	299.416	333.021	122.220	3.261.297	7,7%
Colocaciones	252.368	348.117	329.112	485.677	339.006	377.054	138.380	3.799.795	9,0%
Tasa Renovación	114%	134%	104%	113%	113%	113%	113%	117%	

¿Cuántos pesos necesita el Tesoro?

- El Tesoro necesita pesos para cubrir vencimientos de capital e intereses, el déficit primario y para comprar los dólares necesarios para afrontar sus obligaciones externas. En total son necesidades por \$986.000 millones.

Vencimientos de Deuda en Pesos:

- En total se trata de necesidades adicionales por casi \$1.200.000 millones. Esto implica que el Tesoro necesita renovar esos vencimientos en la medida que se van produciendo y adicionalmente captar fondos con vencimientos posterior a diciembre 2021.

¿Cuánto puede obtener del BCRA?

- El BCRA le puede transferir un poco más de \$710.000 millones por adelantos, que se sumarían a los \$522.000 millones que le giró de utilidades y los \$190.000 millones de Adelantos Transitorios. Eso totaliza un nivel de transferencias en el año de \$1.422.000 millones.
- Llegar al total implica quedar con poco margen de asistencia para los primeros meses de 2022 y sobre todo, inyectar \$172.500 millones promedio por mes hasta fin de año.

¿Cuánto necesita captar en el Mercado?

- Si el Tesoro recurre al BCRA por el total disponible, la necesidad adicional es de \$156.000 millones por arriba de los vencimientos de capital e intereses. Implica un ratio de renovación de vencimientos del 113%. Es decir, renovar el 100% de lo que vence y obtener un 13% adicional.

¿Qué implicancias Monetarias puede generar?

- Ese nivel de emisión exige un alto grado de esterilización y por lo tanto agrava el problema del exceso de pesos de cara a 2022.
- Toda captación adicional que se logre a través del mercado de capitales se descuenta de este esfuerzo monetaria y libera espacio para 2022.

La Presión sobre el Frente Monetario

En la primera parte del año la emisión era por compra de dólares, ahora pasa a ser por asistencia al Tesoro.

La intervención en el mercado de CCL – MEP es una manera de sacar pesos de la economía.

El problema de mediano plazo sigue siendo la emisión por pago de intereses de Leliqs y Pases. Esto funciona como tope a las tasas de interés del BCRA.

FACTORES DE EXPANSIÓN DE LA BASE MONETARIA

<i>Var promedio mensual (\$ Mill)</i>	I-20	II-20	III-20	IV-20	I-21	II-21	III-21	IV-21
BASE MONETARIA	68.992	69.358	54.685	37.282	32.299	61.074	106.616	140.366
Compras al Sector Privado	22.507	-14.073	-66.645	-47.646	66.106	134.725	27.882	-17.544
Sector Público	107.066	272.673	162.208	74.203	32.033	4.825	165.765	147.762
Compra Divisas	-3.141	-3.166	-16.357	-30.836	-21.888	-29.395	-54.444	-35.000
Adelantos Transitorios	108.032	37.151	66.728	-34.821	21.022	42.141	40.171	166.667
Transferencia de Utilidades	4.946	274.609	78.944	153.132	24.029	22.667	137.889	0
Resto	-2.772	-35.921	32.893	-13.272	8.870	-30.588	42.149	16.095
Intereses Leliqs / Pases	49.295	47.857	64.658	73.494	83.064	104.189	112.235	125.107
Esterilización	-109.875	-237.099	-105.536	-62.768	-148.903	-182.664	-199.265	-114.959
Emisión Primaria	184.780	359.617	210.331	191.804	194.220	303.721	318.177	291.773
% Esterilizado	-61%	-67%	-58%	-49%	-88%	-70%	-80%	-51%
Base Monetaria (Var % m/m)	3,8%	3,5%	2,5%	1,6%	1,3%	2,4%	3,8%	4,4%

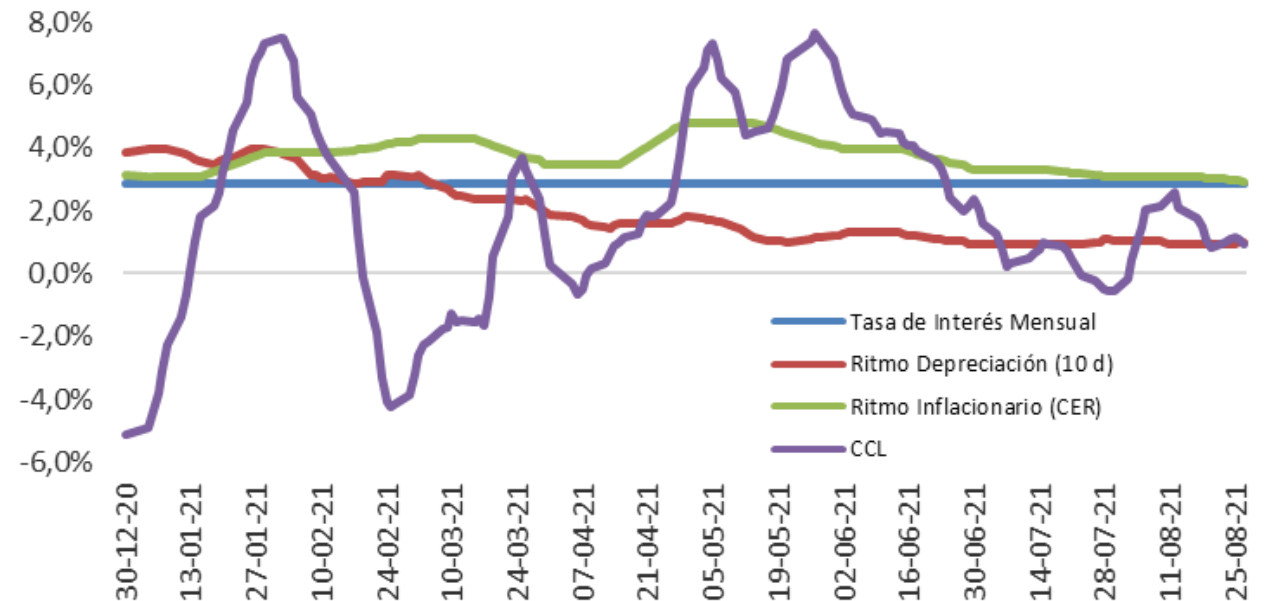
¿Las Tasas de Interés continuarán estables?

La clave del equilibrio:

Tasa de interés > Devaluación

- El BCRA logró acomodar los incentivos para los exportadores cuando logró que el ritmo de devaluación sea inferior a la tasa de interés y despejó la incertidumbre devaluatoria de corto plazo.
- El partido ahora pasa a jugarse después de las elecciones. La clave pasará por evitar que se incrementen las expectativas de devaluación, porque eso puede afectar la liquidación.
- Las tasas de interés del BCRA no suben por el costo de los pasivos remunerados y no bajan por temor a que aumente la demanda de dolarización de carteras

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



Quinquela

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN

Corto Plazo: La Agenda hasta Diciembre

12/09
Elecciones
Primarias

- Primer test relevante para conocer el clima social. El mercado espera resultados parejos, sin mayoría oficialista y con desgaste de los principales espacios en términos de cantidad total de votos.
- Una derrota del oficialismo puede alentar a los mercados pero desequilibrar el frente fiscal.

15/09
Presupuesto

- Debería anticipar los lineamientos de un eventual acuerdo con el FMI. Esperamos datos de déficit fiscal y asistencia del BCRA. Objetivos muy laxos deterioran el efecto positivo de un acuerdo y si son demasiado exigentes generarán dudas sobre cumplimiento.
- Menor relevancia de los supuestos macroeconómicos, que pueden variar y ajustarse a cambios en el contexto.

22/12
Vencimiento
FMI

- El objetivo prioritario debería ser lograr acuerdo antes de esa fecha. Eso implica ahorrar reservas y tener más margen para sostener el esquema actual de tipo de cambio.
- La incertidumbre pasa por entender el posicionamiento del FMI en:
 - Reservas / Brecha.
 - Exceso de pesos y asistencia del BCRA.

Resumen Escenario de Corto Plazo

Var % Prom Mes	I-21	II-21	jul-21	ago-21	sep-21	oct-21	nov-21	dic-21
IPC (Inflación)	4,1%	3,5%	3,0%	2,8%	2,8%	2,8%	3,0%	3,5%
TCN Oficial	3,3%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,5%	2,7%
TCN CCL	1,3%	3,7%	1,4%	2,2%	2,1%	2,1%	1,5%	2,1%
Badlar	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Reservas Netas	1.637	5.364	5.774	4.880	4.580	4.230	3.980	3.910

Escenario de Corto Plazo: Diferencias con respecto al REM

DIFERENCIAS A PARTIR DE LAS ELECCIONES

	ago-21	sep-21	oct-21	nov-21	dic-21	I-22	II-22	Prom Ago-21 a Mar-22
Proyección REM								
Inflación	2,80%	2,70%	2,70%	2,80%	3,10%	3,22%	3,2%	3,0%
Tasa Badlar	2,84%	2,85%	2,87%	2,88%	2,92%	2,93%	2,9%	2,9%
Devaluación	1,01%	1,19%	1,55%	1,70%	4,08%	3,71%	3,3%	2,8%
Proyección QM	ago-21	sep-21	oct-21	nov-21	dic-21	I-22	II-22	Prom Mes
Inflación	2,80%	2,80%	2,80%	3,00%	3,45%	3,90%	3,4%	3,3%
Tasa Badlar	2,84%	2,85%	2,84%	2,84%	2,84%	2,84%	2,8%	2,8%
Devaluación	1,01%	1,00%	1,00%	1,50%	2,70%	2,70%	2,7%	2,1%

¿Qué nos empieza a decir 2022?

La economía de 2021 termina con muchas dificultades como vimos y 2 años de gobierno por delante a diferencia del 2015. Es imprescindible que el gobierno intente cambiar las expectativas negativas actuales.

En dic/ marzo '22 habrá que acordar con el FMI sin opción. El gobierno lo hará. Es una oportunidad.

Ese acuerdo tendrá exigencias de tendencia descendente del déficit fiscal, menor emisión de origen fiscal y más financiamiento del mercado y pautas de reservas mínimas. No habrá exigencias de reformas estructurales, quizás algo en lo tributario y en lo laboral.

Podría haber algún ajuste discreto del tipo de cambio (20%?) pero no para mejorar el TCR sino para alejar las expectativas de devaluación, achicar la brecha cambiaria y licuar algo la cantidad de dinero y el gasto público. Si el acuerdo es a fines de 2021 es menos probable.

Si el acuerdo se deja para el primer trimestre, ese período tendrá más inestabilidad, brecha y menor liquidación de exportaciones.

¿Qué nos empieza a decir 2022?

El tema más relevante de 2022 será superar la restricción externa. La situación será muy ajustada. El superávit comercial tendría que ser no menor a u\$s 10.000 M para hacer frente a la demanda privada, permitir algún crecimiento de importaciones, hacer los pagos de deuda (u\$s 2.750 M), y destinar reservas a intervenir en el CCL. Los precios de la soja no debería bajar de los u\$s 500 y el clima no debería jugar una mala pasada.

Seguiremos en un rango de inflación del 45/50%. Con mayor suba del tipo de cambio nominal, más aumentos en tarifas y recuperación relativa de ciertos servicios.

Crece poco la actividad. No se ven sectores que empujen el dinamismo. Las importaciones estarán contenidas. El poder adquisitivo le costará mejorar en un marco de alta inflación. La brecha limitará el crecimiento de las exportaciones.

No esperamos muchos cambios en el sector financiero. Bajos márgenes y poco crecimiento del volumen real. Con tasas cercanas a la inflación o negativas. Los bancos trabajarán más sobre su eficiencia. Los bancos de menor tamaño deben tener bien claro las oportunidades que les presentan sus mercados donde tienen ventajas competitivas o son casi cautivos.

Escenario de Mediano Plazo

Escenario Base

Características:

- Acuerdo con FMI en Dic-21
- Sin salto discreto del tipo de cambio.
- Aceleración del ritmo de depreciación.
- Inflación > Tasa Badlar > Depreciación
- Precio Soja estable y producción sostenida.

Escenario Alternativo

Características:

- Acuerdo FMI recién en mar-21
- Menor nivel de reservas hace necesario ajuste discreto para disipar expectativas devaluatorias y licuar pasivos en pesos del BCRA.

Escenario Base

	ESCENARIO BASE						
	2020	2021	Ritmos/Promedios Mensuales				2022
			I-22	II-22	III-22	IV-22	
PBI Real	-9,9%	7,5%	-0,5%	0,8%	0,2%	0,0%	2,0%
Inflación	36,1%	49,4%	3,9%	3,4%	2,9%	2,4%	45,0%
Tipo de Cambio Oficial	82,6	103,4	112,0	121,3	131,4	142,3	142,3
Devaluación Anual	38%	25%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	38%
Tipo de Cambio CCL	142,5	185,0	1,3%	1,1%	2,1%	2,5%	227,7
Devaluación Anual	90,6%	29,8%	1,3%	1,1%	2,1%	2,5%	23,1%
Brecha vs Oficial	72%	79%	72%	64%	61%	60%	60%
Tipo de Cambio Real (TCRM)	124,0	108,4	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	105,3
Salarios	34,4%	53,6%	3,2%	3,8%	3,5%	2,9%	48,5%

	ESCENARIO BASE							
	2020	2021	Ritmos/Promedios Mensuales				2022	
			I-22	II-22	III-22	IV-22		
Inflación	36,1%	49,4%	3,9%	3,4%	2,9%	2,4%	45,0%	
Tasa Badlar	34,2%	34,1%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	34,1%	
Tasa de Política Monetaria	38,0%	38,0%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	38,0%	
Circulante (Demanda de Dinero)	65,8%	44,0%	3,4%	4,2%	2,7%	2,2%	45,0%	
Medios de Pago (M2)	87,4%	41,8%	3,3%	4,2%	2,7%	2,2%	44,6%	
Préstamos en Pesos	49,5%	33,1%	2,6%	3,1%	2,3%	2,5%	36,7%	
Depósitos	Depósitos Totales en Pesos	88,4%	52,6%	3,3%	4,3%	2,9%	2,4%	46,4%
	Depósitos Privados \$	85,2%	52,0%	3,3%	4,0%	2,9%	2,4%	45,0%
	Depósitos Privados USD	-17,7%	10,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	12,7%

Escenario Alternativo

Si no se logra rápidamente un acuerdo con el FMI y se deteriora el nivel de reservas o si la producción agropecuaria no acompaña, puede producirse un salto discreto del tipo de cambio.

Ese tendría por objetivo corregir desequilibrios mayoritariamente monetarios, no busca más tipo de cambio real. Por lo tanto genera inflación inmediata.

Una vez producido el salto, el ritmo de depreciación puede ser menor.

Var % Interanual	Real 2020	Escenario Base		Stress A
		2021	2022	2022
Nivel de Actividad	-9,9%	7,5%	2,0%	-0,5%
Inflación	36,1%	49,4%	45,0%	54,5%
Salarios	34,4%	53,6%	48,5%	63,6%
Devaluación	38,0%	25,1%	37,7%	51,2%
Brecha	66,0%	73,0%	65,7%	54,4%
Tasa Badlar	29,9%	34,1%	34,1%	34,0%
Medios de Pago	84,2%	41,8%	51,2%	70,2%
Depósitos en Pesos	88,4%	52,6%	51,5%	56,0%
Préstamos en Pesos	49,5%	33,1%	38,8%	41,9%

Nuestro arte, saber invertir

Quinquela
FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN