



Quinquela

ASSET MANAGEMENT

Perspectivas Mensuales

enero de 2018



Quinquela

ASSET MANAGEMENT

Punto de Partida

El gobierno logra contar con la mayoría de las reformas previstas: tributaria, previsional y acuerdo con provincias.

Se decide explicitar la prioridad de la actividad económica sobre la velocidad de la baja de la inflación. Suba de la meta de inflación 2018.

Una nueva relación de fuerzas en el equipo económico que será probada.

Inicio con mayor incertidumbre sobre la relación en la dinámica de las principales variables: inflación, tasas de interés y tipo de cambio.

La economía con un poco menor crecimiento reciente del esperado.

Escenario Internacional

Siguen mejorando las expectativas para este 2018. Reforma fiscal USA y avances en el acuerdo por Brexit. Las políticas monetarias se van ajustando gradualmente. Riesgos: suba más fuerte de la inflación y menor crecimiento en China.

EEUU y Europa creciendo por encima de 2,5%. Por sobre su potencial. Europa con menor capacidad de mantenerlo.

Brasil empezó a mejorar. Continua baja de tasas. PBI 2018: + 2,5% y enfrenta elecciones este año.

El mundo creciendo bien ayuda especialmente lo de Brasil, pero con tasas de interés con mayores alzas.

Las novedades a partir del cambio en las metas de inflación

Menor fuerza / preponderancia relativa del BCRA en el equipo económico.

Prioridad del crecimiento económico sobre la velocidad de baja de la inflación.

Menor nivel de la tasa real de interés de la política monetaria.

Suba en las expectativas de inflación 2018.

Las novedades a partir del cambio en las metas de inflación

Menor nivel de tasas reales de interés y mayor aumento del tipo de cambio nominal.

El Tesoro reclamando mayor preponderancia en la curva de financiamiento en pesos.

Pérdida relativa de participación de los inversores no bancos en las lebacks. Mas demanda de letes, depósitos de plazo fijo y dólares.

Cambios en el escenario 2018

- Suben las expectativas de inflación, baja la tasa de interés real y es más incierta la evolución del dólar.

ESCENARIO 2018	Unidad	BASE	
		2017	2018
PBI	Var % Anual	2,7%	2,8%
Inflación	Var % Dic/Dic	24,2%	18,0%
Inflación Núcleo	Var % Dic/Dic	21,2%	16,8%
Tipo de Cambio	Dato Dic	18,77	21,00
Devaluación	Var % Dic/Dic	18,4%	11,9%
Salarios	Var % Dic/Dic	26,5%	18,5%
Tasa Badlar	Dato Dic	23,3%	16,8%
Tasa Lebacs	Dato Dic	28,8%	20,5%
Tasa Real	Dato Dic	11,2%	5,5%
Nivel de Empleo	Var % Dic/Dic	0,4%	1,2%
Tasa Activa Empresas	Dato Dic	28,1%	22,2%
Tasa Activa Individuos	Dato Dic	31,5%	24,8%
Préstamos Totales en Pesos	Var % Dic/Dic	45,0%	35,0%
Depósitos Privados en Pesos	Var % Dic/Dic	17,2%	19,0%

¿Dónde está la economía hoy?

El crecimiento se consolida pero a menor ritmo

- Septiembre/octubre con niveles de actividad menores a los esperados.
- Aspecto importante en la suba de la meta de inflación y la intención de bajar las tasas reales.
- Al PBI 2018 se lo ve por debajo de 3%. Habrá alguna otra respuesta oficial ante esa evidencia?

	2015	2016	2017 (P)	2018 (P)
Var % PBI	2,6%	-2,2%	2,7%	2,8%
Neto	2,7%	-1,7%	0,9%	1,7%
Arrastre	0,0%	-0,6%	1,8%	1,1%
Dic/Dic	2,1%	0,0%	2,2%	2,9%

EVOLUCIÓN DEL NIVEL DE ACTIVIDAD MENSUAL (EMAE - INDEC)

Trimestre	Serie Original		Serie Desest.		Tendencia Ciclo	
	Var % a/a	Acum Año	Var % m/m	Var % Trim	Var % m/m P	Var % Trim
I-16	0,6%	0,6%	-0,2%	-0,5%	-0,4%	-1,2%
II-16	-3,7%	-1,7%	-0,8%	-2,4%	-0,3%	-0,9%
III-16	-3,6%	-2,4%	0,1%	0,4%	0,0%	-0,1%
IV-16	-1,9%	-2,2%	0,9%	2,6%	0,3%	1,0%
I-17	0,4%	0,4%	0,1%	0,4%	0,5%	1,4%
II-17	2,8%	1,7%	0,2%	0,7%	0,3%	1,0%
III-17	4,2%	2,4%	0,1%	0,9%	0,1%	0,4%
oct-17	5,2%	2,8%	0,2%	-0,1%	0,2%	0,4%

¿Dónde está la economía hoy?

... con mejoría en la gran mayoría de los sectores

- Continúa el fuerte crecimiento de la construcción. Buen dinamismo de la intermediación financiera.
- A partir de noviembre empiezan a desacelerarse los valores interanuales.

EMAE SECTORIAL: Participación y Ritmo de Crecimiento

	2016	I-17	II-17	III-17	ago-17	sep-17	oct-17	10M 17
Sector Agropecuario y Pesca	-5,4%	5,9%	5,5%	2,3%	2,6%	0,2%	4,3%	5,2%
Explotación de minas y canteras	-5,3%	-5,4%	-6,9%	-3,3%	-2,1%	-3,2%	0,9%	-4,6%
Industria manufacturera	-5,6%	-1,8%	2,5%	4,5%	5,8%	2,2%	4,3%	2,0%
Electricidad, gas y agua	1,4%	0,5%	-2,2%	-1,4%	0,1%	-2,5%	-0,5%	-1,1%
Construcción	-11,0%	2,0%	9,7%	13,5%	11,7%	13,2%	18,8%	9,2%
Comercio mayorista y minorista	-2,4%	-1,3%	1,7%	4,7%	4,8%	4,0%	6,8%	2,1%
Hoteles y restaurantes	1,8%	0,7%	3,3%	3,0%	2,8%	2,9%	2,1%	2,2%
Transporte y comunicaciones	3,3%	3,6%	4,0%	2,8%	2,6%	1,6%	1,9%	3,1%
Intermediación financiera	-3,8%	2,8%	4,4%	6,4%	5,2%	7,0%	8,4%	5,0%
Actividades Empresariales	-0,4%	2,4%	1,1%	3,8%	4,0%	3,9%	5,4%	3,4%
Administración Pública	1,9%	0,8%	1,0%	0,5%	0,4%	0,7%	0,3%	0,6%
Enseñanza	2,0%	0,9%	1,0%	1,3%	1,2%	1,4%	1,4%	1,1%
Servicios sociales y de salud	2,7%	2,4%	2,2%	1,9%	1,8%	2,0%	1,8%	2,1%
Otros Servicios	-1,5%	0,8%	0,4%	3,4%	2,9%	3,3%	3,1%	1,9%
TOTAL ECONOMIA	-2,2%	0,4%	2,7%	4,2%	4,3%	3,2%	5,2%	2,8%

Fuente: Estudio Alpha en base a INDEC

¿Dónde está la economía hoy?

Con dispar evolución en la industria

- Los valores interanuales empiezan a desacelerarse.
- También lo han hecho los valores desestacionalizados en septiembre/ noviembre.
- Las ventas de autos siguen bien.

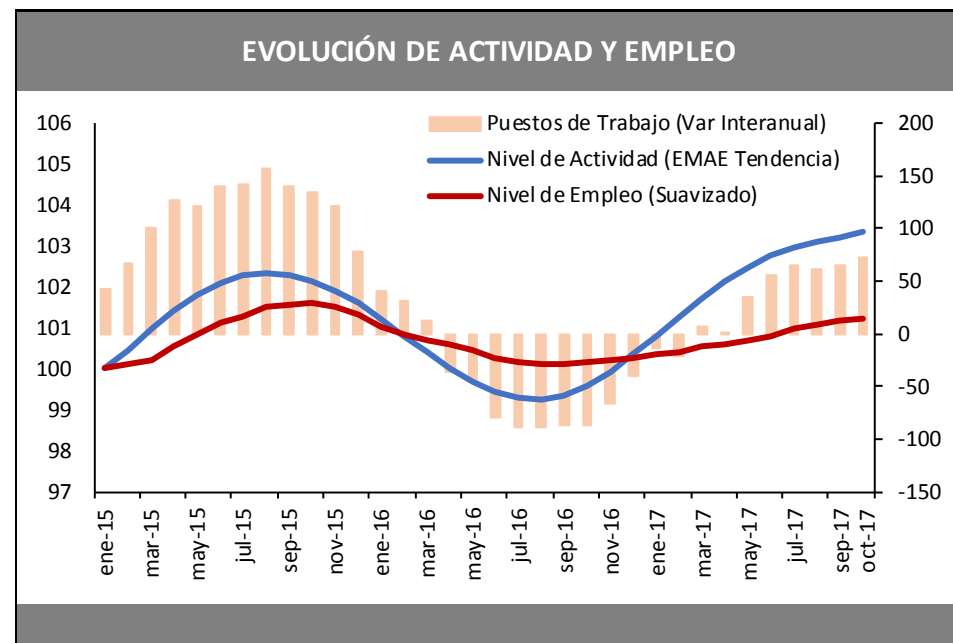
Var % interanual	Unidad	I-17	II-17	III-17	oct-17	nov-17
Industria Man. (INDEC)	Var % a/a	-2,5%	2,2%	4,4%	4,4%	3,6%
Industria Man. (FIEL)	Var % m/m	-0,6%	0,7%	0,4%	-2,8%	0,7%
Actividad de la Construcción	Var % a/a	1,7	12,6	15,6	25,3	21,6
Despachos de Cemento	Var % a/a	5,8	12,9	13,4	23,5	0,2
Producción de Autos	Var % a/a	2,5	2,6	5,1	15,9	-3,7
Exportaciones de Autos	Var % a/a	48,0	11,8	11,8	51,7	-11,2
Venta de Autos	Var % a/a	15,4	23,7	23,4	32,0	26,0
EMAE (Mes desest.)	Var % m/m	0,1%	0,2%	0,1%	0,2%	n.d.
EMAE Tendencia (3m Anual)	Var % 3m A.	5,3%	4,9%	2,5%	1,5%	n.d.

Fuente: Estudio Alpha en base a INDEC y ADEFA

¿Dónde está la Economía Hoy?

El empleo crece poco.

- El empleo privado formal sigue recuperándose lentamente. Crecimiento de 5000 puestos promedio mes.
- Todavía en niveles inferiores al inicio noviembre de 2015.



Datos a Octubre de 2017 desest.	Estructura %	Var % Maximo	Var. Absoluta (Miles de puestos)		
			vs. Nov-15	vs. Oct-16	vs. Sep-17
Sector Agropecuario y Pesca	5,3	-7,5%	2	-8	-2
Minas y Canteras	1,2	-12,2%	-9	-3	-0
Industria Manufacturera	19,1	-6,0%	-65	-22	1
Electricidad, gas y agua	1,2	0,2%	3	2	0
Construcción	7,3	-1,8%	9	46	2
Comercio y reparaciones	18,8	0,2%	23	12	2
Hoteles y restaurantes	4,4	0,2%	7	7	0
Transporte, almacen. y comunic.	8,9	-0,6%	-3	1	1
Intermediacion financiera	2,6	-0,4%	1	-0	-0
Actividades Empresariales	13,4	-4,2%	-19	10	-0
Resto de Servicios	17,9	0,1%	42	24	2
TOTAL EMPLEO PRIVADO	100,0	-0,4%	-7	67	5

¿Dónde está la Economía Hoy?

La mejora de las cuentas fiscales bajo la lupa

SECTOR PÚBLICO

- Posible sobrecumplimiento de la meta 2017. Decisión si se toma algún colchón para mejorar cumplimiento 2018.
- Continúa comportamiento en rubros principales: suba en prestaciones sociales, baja en subsidios y mantenimiento en salarios.
- 2018: más inflación ayuda y menos actividad complica.

<i>En millones de pesos</i>	nov-17	Var % a/a nov-17	Var % a/a 11 meses	En % PBI 11 M
Ingresos Totales	172.670	18,4%	29,5%	19,2
Tributarios	158.810	15,1%	28,1%	17,8
Rentas de la Propiedad	6.558	389,3%	132,2%	0,6
Otros Ingresos Corrientes	6.729	6,0%	16,0%	0,7
Ingresos de Capital	574	247,9%	436,0%	0,0
Gastos Primarios	202.332	27,2%	24,5%	22,2
Gastos Corrientes Primarios	190.220	28,4%	25,0%	20,2
Prestaciones sociales	115.217	34,3%	37,8%	12,2
Subsidios económicos	16.830	-2,1%	-21,3%	1,9
Energía	8.274	-22,0%	-40,6%	1,0
Transporte	8.240	26,8%	9,2%	0,8
Otras funciones	316	232,4%	461,6%	0,1
Salarios y Funcionamiento	40.092	29,2%	28,3%	4,1
Transferencias a provincias	6.366	3,1%	26,0%	0,6
Otros gastos corrientes	11.715	48,1%	13,5%	1,3
Gastos de Capital	12.112	10,3%	19,7%	2,0
RESULTADO PRIMARIO	-29.662	123,0%	-0,1%	-3,0
Intereses	16.360	149,4%	83,1%	2,1
RESULTADO FINANCIERO	-46.021	131,7%	22,5%	-5,1

Impacto de la Reforma Previsional

- La nueva propuesta previsional implicará una mejora en los haberes reales 2018 pero también determina un ahorro fiscal de \$ 70.000 millones.
- En los últimos 10 años la mejora del haber real fue del 20%.
- Caída en años de suba de la inflación.
- El déficit previsional alcanza a 2 puntos del PBI.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
											Reforma	Actual
Haber Medio (\$ Mes)	822	948	1.136	1.531	2.074	2.693	3.578	4.876	6.496	8.985	11.085	11.829
Var % a/a	20%	15%	20%	35%	35%	30%	33%	36%	33%	38%	23%	32%
Inflación Prom (Indice)	21	24	30	37	46	57	79	100	141	180	217	217
Var % a/a	25%	14%	22%	24%	24%	25%	38%	27%	41%	28%	20%	20%
Haber Real (\$ de 2015)	3.858	3.889	3.808	4.146	4.520	4.706	4.528	4.876	4.595	4.979	5.118	5.462
Var % a/a	-3,8%	0,8%	-2,1%	8,9%	9,0%	4,1%	-3,8%	7,7%	-5,8%	8,4%	2,8%	9,7%

¿Dónde está la Economía Hoy? Observando el Tipo de Cambio

- Recuperación del TCRM de 22% frente a nov 2015 y pérdida de 8% frente a IT -16.
- TCRM 24% por debajo de promedio 1997/15 (\$ 24.8 de hoy). El TCRM promedio 2017 bajó 6% en relación a promedio 2016.
- Más incertidumbre sobre 2018. Importancia del comportamiento de las tasas de interés.

\$ / USD	TCN	ITCRM	Var % Actual vs Referencias
Actual	18,86	92,2	0%
2016	19,23	94,01	-1,9%
2017	18,02	88,14	4,6%
dic-16	18,46	90,3	2,2%
I-16	20,57	100,6	-8,3%
nov-15	15,42	75,4	22,3%
dic-01	14,10	68,9	33,8%
1997-2015	24,76	121,0	-23,8%
Dic-18 (\$21)	18,20	89,0	3,7%

Var % Actual Vs referencia	dic-16	nov-15	dic-01
ITCRM	2,2%	25,5%	33,8%
ITCRB Brasil	-1,8%	13,6%	56,1%
ITCRB Chile	6,9%	3,8%	33,8%
ITCRB Estados Unidos	-3,3%	-11,7%	3,6%
ITCRB México	8,5%	-16,3%	-31,0%
ITCRB Uruguay	3,5%	2,1%	39,9%
ITCRB China	3,2%	-11,9%	39,9%
ITCRB Zona Euro	8,5%	-7,2%	25,3%

¿Dónde está la Economía Hoy?

La mirada puesta en la inflación núcleo

- El BCRA concentrado en el comportamiento de la inflación núcleo luego del 1,3% de oct/nov.
- Las expectativas de inflación subieron luego del cambio de meta. Como temía Sturzenegger.
- Más dificultades del BCRA para el manejo de expectativas. Deberá dar nuevamente lineamientos básicos: nivel de tasa real, capacidad de movilidad de tasas (puede subirlas?), sesgo de su política.

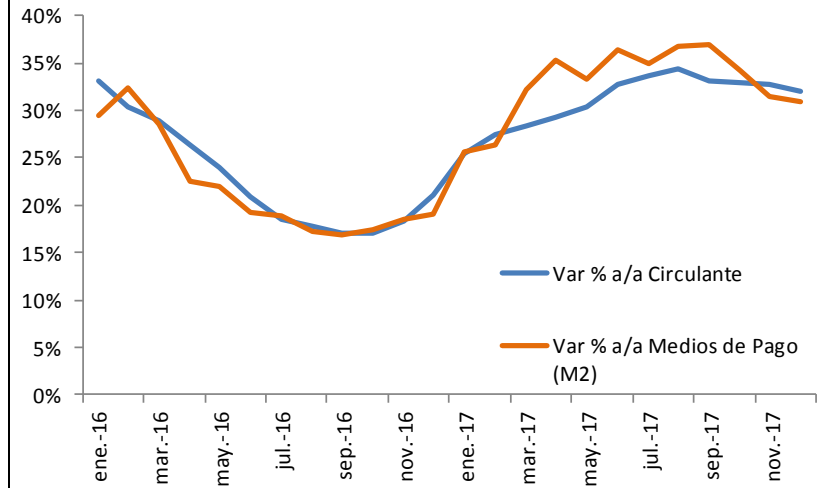
DINAMICA COMPARADA DE LA INFLACIÓN

Var% Mensual	IV-16	I-17	II-17	III-17	oct-17	nov-17	6m	3m
IPC NACIONAL	1,8%	2,3%	1,7%	1,7%	1,5%	1,4%	1,5%	1,6%
Núcleo	1,7	1,7	1,7	1,6	1,3	1,3	1,5	1,4
Estacionales	0,3	1,9	1,0	1,9	2,4	1,7	1,8	2,7
Regulados	2,4	3,2	1,9	1,8	1,7	1,5	1,6	1,6
Inflación Núcleo Promedio	1,6	1,9	1,7	1,7	1,2	1,3	1,6	1,4

¿Qué cambios podemos esperar en la Política Monetaria? Evolución agregados monetarios

- Agregados monetarios continúan desacelerándose.

BUSCANDO CONTENER LA EXPANSIÓN DE LOS AGREGADOS MONETARIOS



Datos en Arg\$ Millones	IV-16	I-17	II-17	III-17	IV-17	nov-17	dic-17
BASE MONETARIA (BM)	139.009	-66.911	26.117	11.667	44.336	10.210	120.800
Compra de Divisas S. Priv	11.404	9.347	5.937	-10.870	0	0	0
Expansión Fiscal	91.794	83.293	29.101	42.218	39.086	28.162	29.692
<i>Compras de USD</i>	85.901	47.409	9.966	38.655	26.146	14.835	16.942
<i>Otra Asistencia</i>	5.892	35.884	19.135	3.563	12.940	13.326	12.751
Esterilización BCRA	31.702	-158.249	-8.649	-19.848	5.065	-17.275	90.430
<i>Pases y Redescuentos</i>	-22.302	-118.432	22.788	20.660	-5.031	-14.815	14.085
<i>Títulos del BCRA</i>	54.004	-39.817	-31.437	-40.508	10.096	-2.459	76.345
Otros Movimientos	4.110	-1.302	-272	167	185	-677	678
Var % a/a BM	29,8%	39,4%	34,1%	25,5%	24,6%	22,8%	21,8%

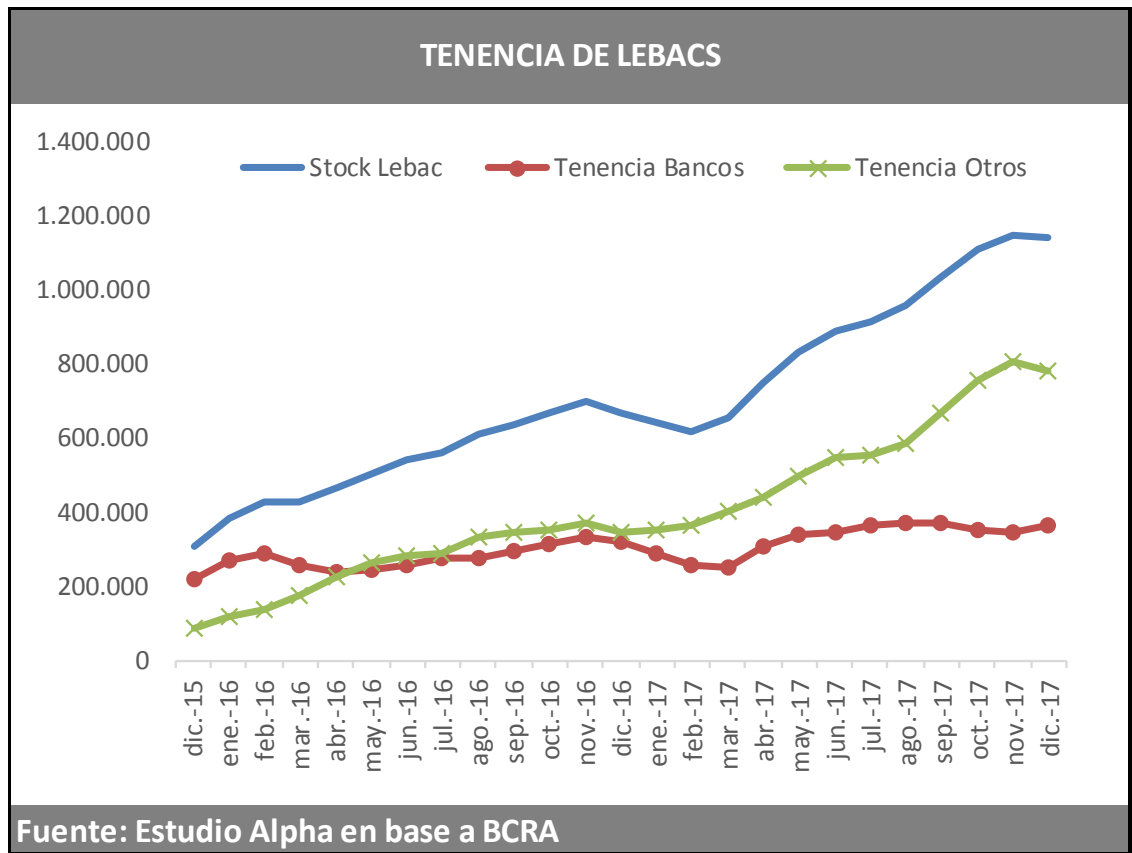
El manejo de las Letras

- Esterilización BCRA: Escenario esperado de cancelación neta en diciembre.

Punta	ESTERILIZACIÓN	PASES	LEBACS		
			Total	Primario	Secundario
ene-17	-14.884	-28.584	13.700	11.268	2.432
feb-17	-49.638	-72.202	22.564	-8.613	31.177
mar-17	-100.597	-24.516	-76.080	-8.081	-67.999
abr-17	-4.484	23.683	-28.167	62.993	-91.160
may-17	-61.812	44.120	-105.932	33.236	-139.168
jun-17	32.761	-7.027	39.788	136.722	-96.934
jul-17	-12.601	49.678	-62.279	65.286	-127.565
ago-17	-4.004	27.001	-31.005	86.259	-117.264
sep-17	-46.296	-18.056	-28.240	73.777	-102.017
oct-17	-59.221	-15.623	-43.598	64.820	-108.418
nov-17	-18.853	-16.394	-2.459	60.649	-63.108
dic-17	89.222	12.877	76.345	115.289	-38.944
Acum 12m	-250.407	-25.043	-225.364	693.606	-918.970

Dinámica del stock de Lebac

- Cancelación neta de lebac no bancos. Una dinámica buscada que se acentuará los próximos meses? Pros/ Cons.
- Lenta cancelación de lebac de bancos.



Depósitos y Créditos

- Los depósitos privados en pesos creciendo al ritmo de la inflación.
- El crédito se estabilizó en un crecimiento bien elevado en el último trimestre.
- Continuó acelerándose el crédito hipotecario.

DEPÓSITOS

Datos a Diciembre 2017	Var % a/a	Var % Trim Anualiz.	Var % Mes Anualiz.
TOTALES	27,4%	33,1%	102,9%
PRIVADOS	27,8%	49,3%	96,7%
En pesos	26,0%	53,1%	110,8%
Vista	31,2%	78,4%	220,3%
Plazo	19,1%	23,6%	20,9%
Otros	36,3%	111,4%	229,7%
En dólares	19,5%	26,1%	44,4%
PÚBLICOS	26,1%	-13,6%	130,0%

Fuente: Estudio Alpha en base a BCRA

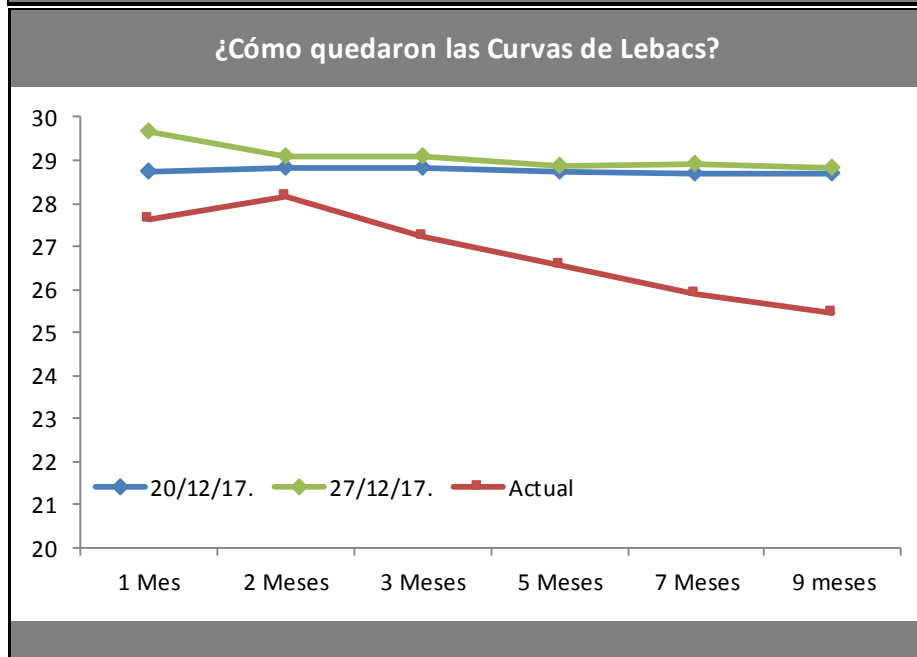
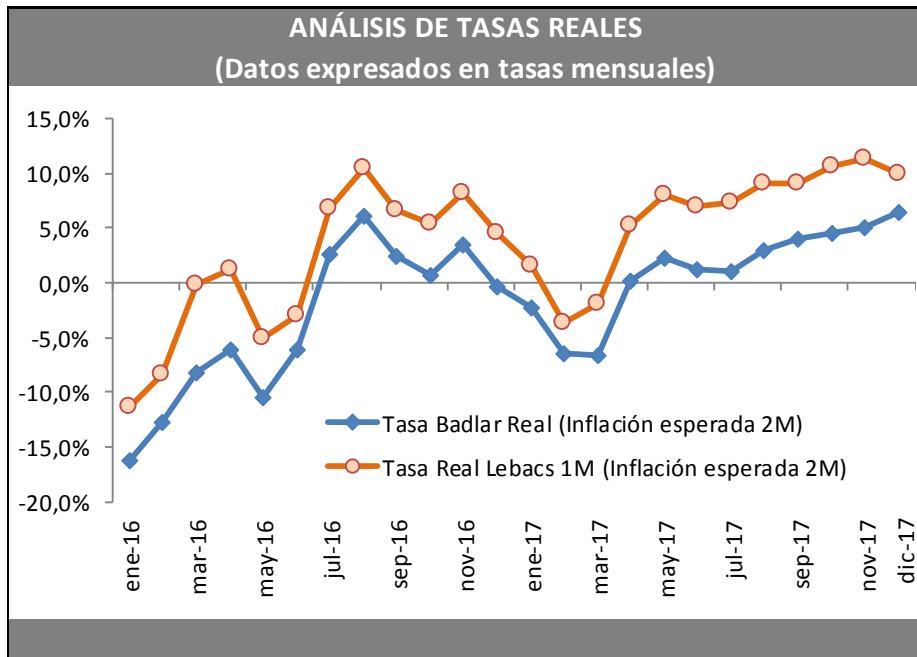
PRÉSTAMOS AL SECTOR PRIVADO

Datos a Diciembre 2017	Var % a/a	Var % Trim Anualiz.	Var % Mes Anualiz.	Promedio últimos 3 M
Préstamos en Pesos	45,5%	73,9%	75,7%	55.635
Adelantos	22,0%	92,9%	67,5%	6.650
Documentos	46,0%	59,3%	65,6%	10.180
Hipotecarios	103,8%	203,1%	210,3%	9.763
Prendarios	67,5%	56,5%	44,5%	3.073
Personales	59,6%	67,8%	54,4%	14.072
Tarjetas	23,5%	60,3%	76,9%	10.262
Otros	36,3%	50,7%	142,0%	1.635
Préstamos en Dólares	61,6%	20,4%	18,9%	223

Fuente: Estudio Alpha en base a BCRA

Política de tasas del BCRA

- Baja de tasas en el mercado secundario de lebac.
- Porqué deberían bajar las tasas si sube la expectativa de inflación?
- Incertidumbre sobre acción de BCRA del martes 9/01: adaptación de tasa de pol. monetaria o desacople pases/labacs?
- En corto plazo menor baja de tasas que suba de meta.



La liquidez de la banca

- Hay margen en los excedentes de liquidez bancarios para que siga crecimiento de crédito.
- Límite inferior de exceso de liquidez hasta 10/15%.
- Grandes diferencias en las situaciones de liquidez de los distintos tipos de bancos.

