



Quinquela

ASSET MANAGEMENT

Perspectivas Mensuales

Abril de 2019



Quinquela

ASSET MANAGEMENT

ESCENARIO INTERNACIONAL

El mundo se desacelera: EEUU 2.9/2.5; EUR 2.0/1.6; China 6.6/ 6.2.

Empiezan a flexibilizarse las políticas monetarias: EEUU sin suba de tasas en 2019.

EEUU con menor nivel de inflación (1.5%) desde oct 2016, menor creación de empleo pero desempleo en mínimos.

China con medidas fiscales/ monetarias más expansivas.

Brasil empeorando expectativas de mayor crecimiento. Ahora 2.1% para 2019. Expectativas centradas en los resultados de Bolsonaro en el Congreso.

ENFOQUE PRÖXIMOS MESES

La economía argentina ha entrado en una etapa de alto nivel de incertidumbre, porque a la problemática económica se le ha sumado de manera plena la incertidumbre electoral.

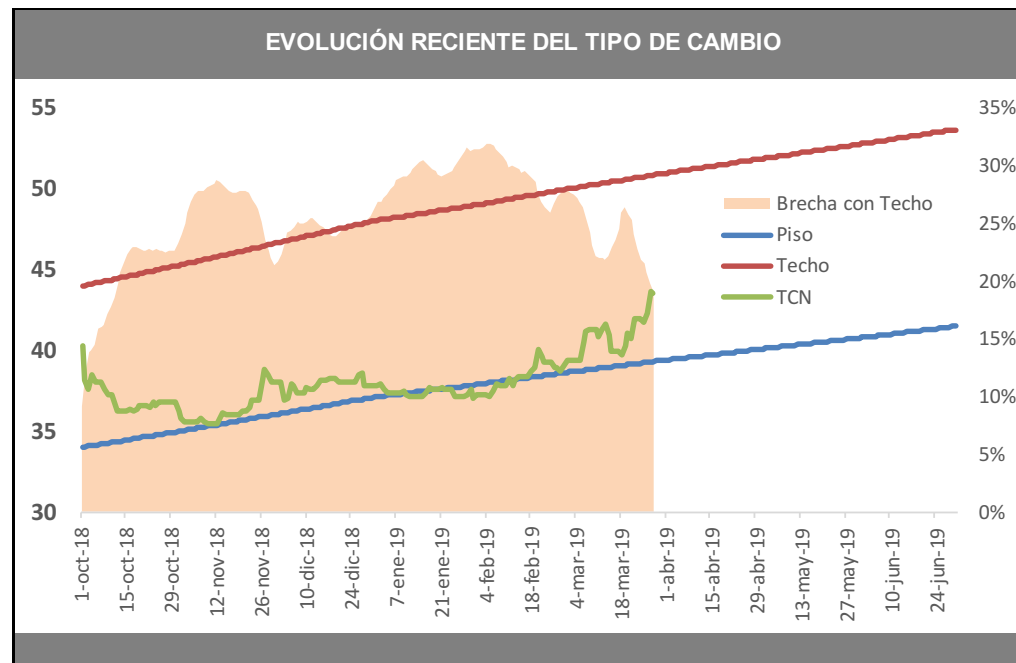
Por eso en estos meses previos creemos necesario abrir el análisis en dos secciones diferentes, por un lado tratar de entender la dinámica de muy corto plazo y por otro lado empezar a diagramar los escenarios posibles para el año próximo de acuerdo al perfil de los candidatos.

El enfoque de corto plazo estará abocado a entender mayoritariamente la magnitud de ellos procesos que pueden afectar a la oferta y demanda de dólares y al nivel de las tasas de interés.

El análisis de mayor plazo tratará de enfocarse en los precios relativos más relevantes.

Análisis de Corto Plazo: La dinámica reciente del Tipo de Cambio

- El principal factor de incertidumbre sigue siendo el nivel del tipo de cambio. La fuerte depreciación de marzo se produjo justo en el momento previo al esperado ingreso de divisas del sector agrícola.
- El gobierno confía en el ingreso de divisas del agro más los dólares del Tesoro para generar la oferta necesaria que atenúa la volatilidad del mercado.



Análisis de Corto Plazo: En dónde queda el Tipo de Cambio Real

- El tipo de cambio real se ubica 43% por sobre diciembre 2017 y 9% por debajo del máximo de sep-18.
- El nivel actual de TCR luce adecuado en relación a valores históricos.
- De todas maneras los altos niveles de inflación presionan hacia niveles de ajuste mensual del tipo de cambio que se sostienen en niveles altos para evitar un atraso cambiario

\$ / USD	TCN	ITCRM	Var % Actual vs Referencias
Actual	43,59	123,5	0%
1997-2015	42,38	120,1	2,9%
dic-01	24,48	69,4	78,0%
nov-15	25,92	73,5	68,2%
dic-17	30,58	86,65	42,6%
sep-18	47,81	135,47	-8,8%
Piso Mar-19	39,2	111,1	11,1%
Techo Mar-19	45,4	128,6	-3,9%
Piso Dic-19	37,3	105,6	16,9%
Techo Dic-19	43,2	122,6	0,8%

Análisis de Corto Plazo: Oferta y Demanda de Dólares

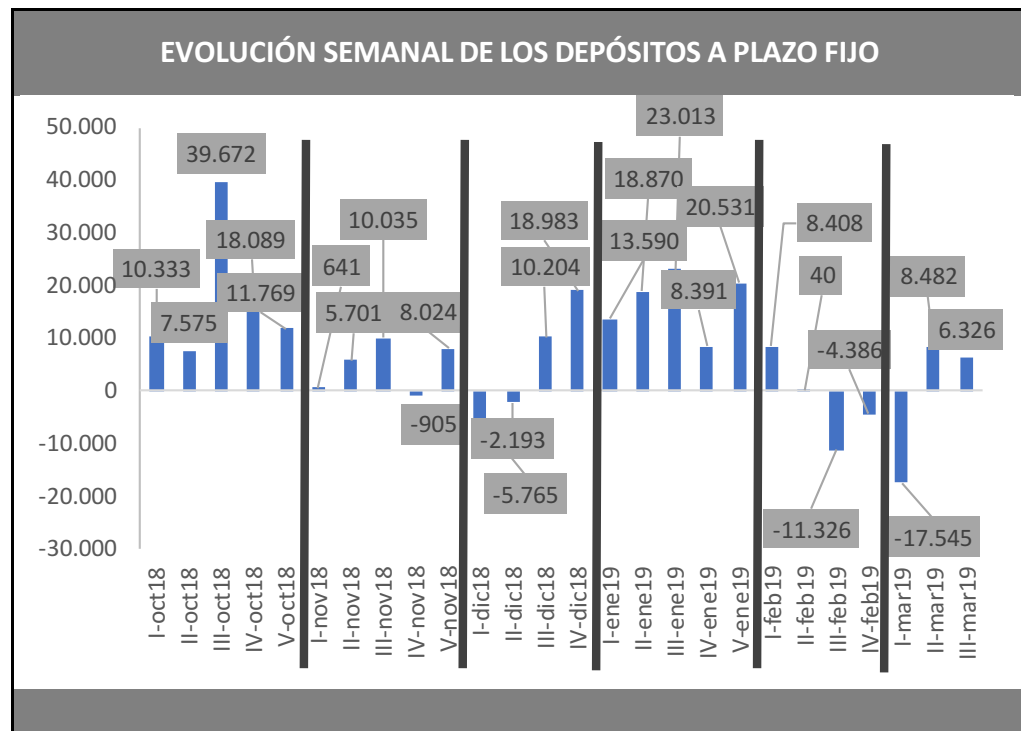
- Bastante equilibrio en enero/ febrero
- Baja en el atesoramiento neto
- Alto nivel de compras por atesoramiento
- Elevada venta de billetes
- Alta volatilidad del superávit comercial cambiario
- Cancelación de deuda en moneda extranjera
- Menor salida de dólares mayoristas en febrero

Datos en USD Millones	I-18	II-18	III-18	IV-18	ene-18	feb-18	ene-19	feb-19
BIENES	178	752	718	1.126	281	436	1.993	1.392
Exportaciones	4.250	4.678	4.167	3.904	5.025	3.829	4.687	3.767
Importaciones	-4.072	-3.927	-3.449	-2.778	-4.744	-3.392	-2.695	-2.375
SERVICIOS	-1.214	-854	-598	-379	-1.359	-1.270	-676	-502
Turismo Egresos	-1.278	-923	-647	-513	-1.567	-1.208	-887	-677
Turismo Ingresos	202	151	134	208	229	178	236	209
Resto Servicios	-138	-83	-85	-74	-20	-240	-25	-34
INTERESES Y DIVIDENDOS	-235	-366	-235	-252	-252	-156	-223	-237
CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA	-1.259	-2.674	-2.854	-886	-1.064	-561	-1.721	-763
Atesoramiento Billetes Netos	-1.481	-2.366	-1.901	-258	-1.606	-970	-1.293	-621
Venta Billetes	1.282	1.482	1.527	2.031	1.288	1.260	3.092	3.186
Compra Billetes	-2.764	-3.847	-3.428	-2.289	-2.894	-2.230	-4.385	-3.807
Inversión Extranjera Directa	101	137	182	331	74	72	209	717
Inversión de Portafolio Neta	-479	-1.629	-1.771	-1.137	-987	-112	-907	-181
Inversión de Portafolio No Res	350	-818	-998	-595	533	253	-227	175
Inversión de Portafolio Res	-829	-811	-772	-542	-1.520	-365	-680	-356
Préstamos Financieros Netos	587	1.166	617	253	1.443	430	236	-683
NO INFORMADO	560	528	520	647	573	525	687	567
TOTAL MERCADO	-1.970	-2.615	-2.450	256	-1.821	-1.027	59	456

Fuente: Estudio Alpha en base a BCRA

Análisis de Corto Plazo: ¿Aumento de demanda o caída de oferta?

- Bajo el nuevo esquema monetario, en donde las Leliqs son exclusivas de los bancos, el stock de ahorro en pesos con mayor volatilidad está colocado en plazos fijos o en títulos en pesos.
- Por eso es importante monitorear la dinámica de esos depósitos.
- En las dos últimas semanas se produjo un hecho diferente, con una suba del tipo de cambio simultánea con el aumento de los depósitos a plazo fijo. Eso demuestra que se trató más de un problema de retracción de oferta que de aumento de demanda.

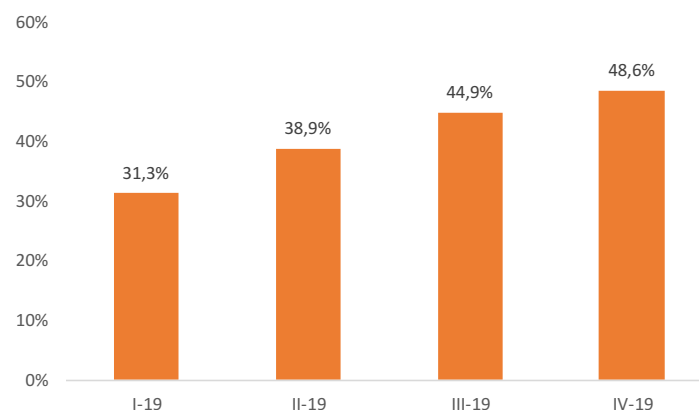


Análisis de Corto Plazo: El Riesgo Fiscal se acrecentó

- Gastos indexados e intereses y subsidios dolarizados son los que generan presión sobre los resultados fiscales.
- No es replicable de manera directa la licuación de gastos por devaluación e inflación.

Datos en Arg\$ Millones	2018		2019		
	Arg\$ M	% PBI	Arg\$ M	% PBI	Var %
INGRESOS TOTALES	2.600.560	18,9%	3.601.094	19,6%	38%
Tributarios	1.414.607	10,3%	1.972.062	10,7%	39%
Seguridad Social	901.922	6,5%	1.218.674	6,6%	35%
Resto	284.031	2,1%	410.359	2,2%	44%
GASTOS PRIMARIOS	2.939.547	21,3%	3.690.599	20,0%	26%
Prestaciones sociales	1.664.987	12,1%	2.267.646	12,3%	36%
Subsidios económicos	281.237	2,0%	291.456	1,6%	4%
Salarios	400.835	2,9%	521.625	2,8%	30%
Transferencias a provincias	79.266	0,6%	99.774	0,5%	26%
Otros gastos corrientes	302.925	2,2%	315.433	1,7%	4%
Gastos de Capital	210.296	1,5%	194.666	1,1%	-7%
RESULTADO PRIMARIO	-338.987	-2,5%	-89.505	-0,5%	-74%
Intereses	388.940	2,8%	701.394	3,8%	80%
RESULTADO FINANCIERO	-727.927	-5,3%	-790.899	-4,3%	9%

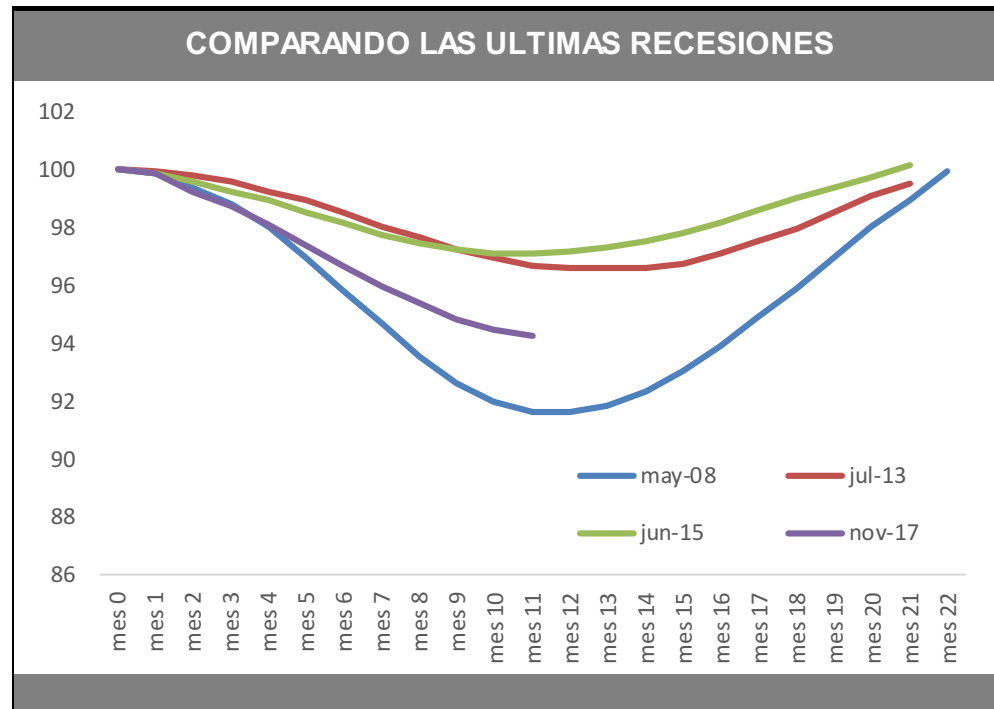
CRECIMIENTO INTERANUAL PROYECTADO DE JUBILACIONES



Análisis de Corto Plazo: Buenos datos de Actividad

- En enero el nivel de actividad volvió a crecer en la comparación mensual desestacionalizada. Es el segundo mes consecutivo. Este es un dato alentador, porque ubica el piso de la recesión en noviembre (IV trim) del año pasado.
- Se trata de una recesión profunda, pero menor a la de 2008-2009.
- Para los próximos meses esperamos un efecto positivo de la campaña agrícola, pero un estancamiento en los niveles de consumo por la dificultad que está teniendo el salario real para recuperarse.

	Inicial	Piso de Actividad		Meses Hasta Recuperación
		Caída	Nivel	
may-08	100,0	-8,4%	91,6	22
jul-13	110,5	-3,4%	106,7	21
jun-15	110,9	-2,9%	107,6	21
feb-18	112,5	-5,8%	106,0	¿?



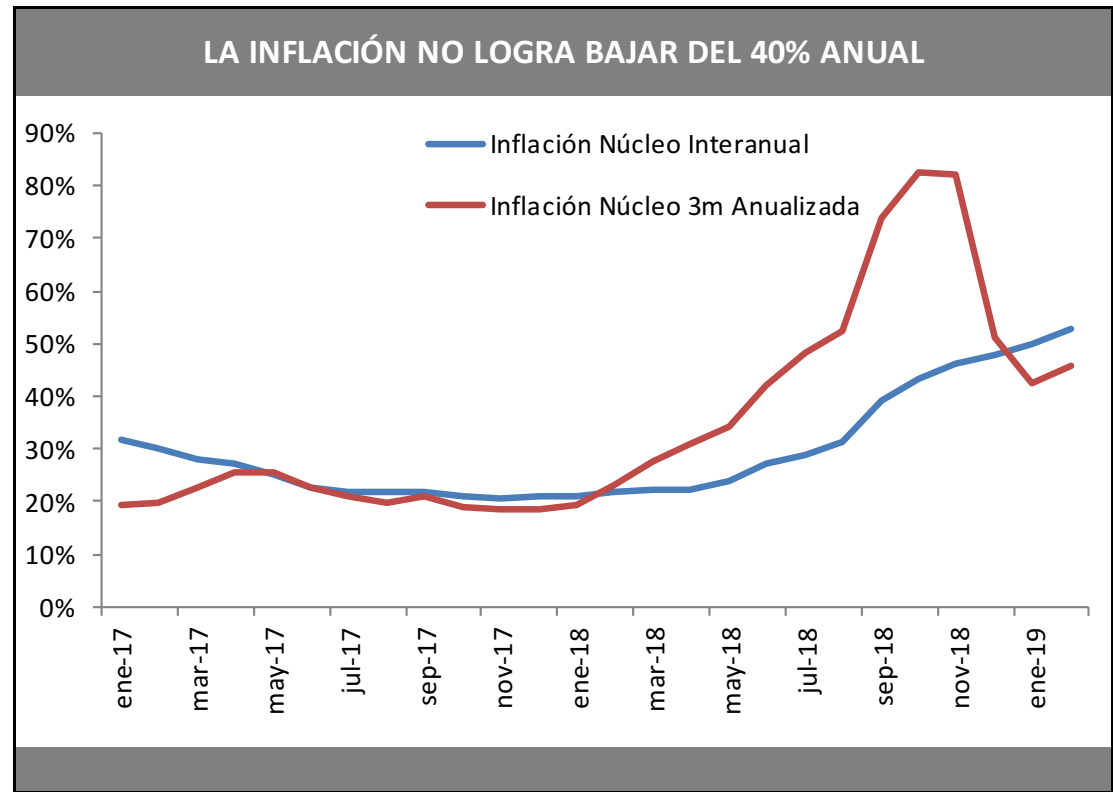
Análisis de Corto Plazo: pero el salario real sigue sin recuperarse

- Los altos niveles de inflación de los últimos meses han afectado a una esperada recuperación del salario real.
- Con expectativas de aumento de precios de 3,5/4% para los próximos dos meses, esa recuperación seguirá rezagada.



Análisis de Corto Plazo: Sin señales de freno a la inflación

- La inflación núcleo anualizado alcanzó un ritmo máximo en septiembre-octubre por la devaluación. Pero aún con tipo de cambio más estable, no logró bajar de ritmos anualizados del 40% (promedio 3 meses).
- Con nuevos ajustes del tipo de cambio es esperable que siga siendo difícil lograr quebrar esa barrera.



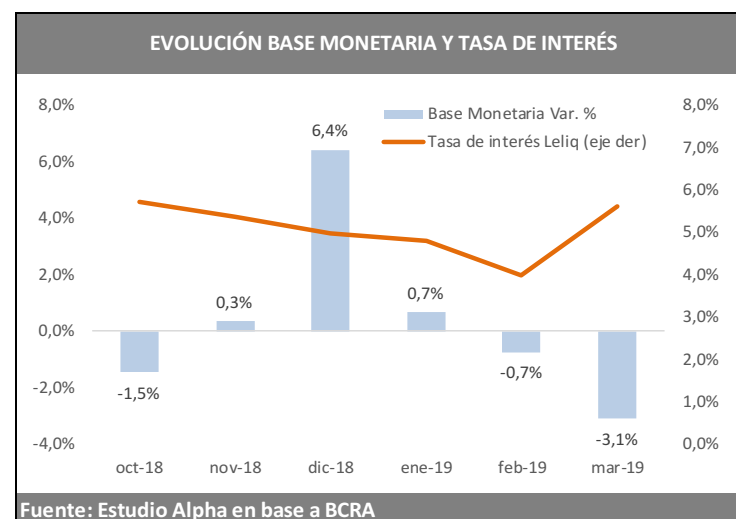
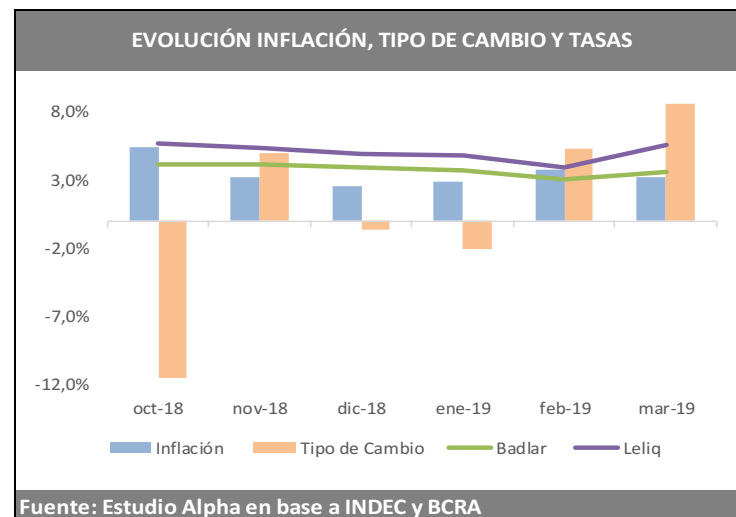
Análisis de Corto Plazo: Política Monetaria y Tasas de Interés

- Con el ritmo actual de inflación las tasas para los inversores no logran ser positivas. El BCRA no logra que la tasa de Leliqs se traslade a los inversores.

Tasas % Anuales	oct-18	nov-18	dic-18	ene-19	feb-19	mar-19 P	27-mar-19
Inflación Mensual	5,4	3,2	2,6	2,9	3,5	3,0	3,0
Desvío Promedio	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,8	0,8
Inflación Ajustada	5,4	3,2	2,6	2,9	3,8	3,8	3,8
Devaluación	-3,8	-1,8	3,9	-1,3	2,7	6,2	6,2
TASA LELIQ	71,6	64,1	59,4	57,4	47,4	61,7	67,8
Leliq Real	6,8	25,7	28,2	22,6	1,3	16,1	22,2
TM 20	53,5	55,0	51,5	47,7	38,8	43,2	45,2
TM 20 Real	-11,3	16,6	20,3	12,9	-7,3	-2,4	-0,4
Badlar	50,5	51,4	48,6	45,8	37,6	41,2	43,3
Badlar Real	-14,3	13,0	17,4	11,0	-8,5	-4,4	-2,3
Plazo Fijo	42,4	43,0	42,3	40,9	35,3	36,3	37,9
Plazo Fijo Real	-22,4	4,6	11,1	6,1	-10,9	-9,3	-7,7
TM 20 / Leliq	74,8%	85,8%	86,8%	83,1%	81,8%	70,0%	66,7%
Badlar / Leliq	70,5%	80,2%	81,9%	79,8%	79,3%	66,8%	63,8%
Plazo Fijo / Leliq	59,2%	67,1%	71,3%	71,3%	74,4%	58,8%	55,9%

Análisis de Corto Plazo: Política Monetaria y Tasas de Interés

- El BCRA reacciona acotando liquidez, pero eso le implica un mayor costo cuasifiscal.
- El Stock de Leliqs empieza a crecer a ritmo acelerado y no se logra aumentar la demanda real de dinero.
- El desafío de desarmar el exceso de pesos de la economía es cada vez mayor y es sin dudas una de las mayores vulnerabilidades de la economía argentina.



Análisis de Corto Plazo: El Crédito y la Cadena de Pagos

- Los últimos meses han estado marcados por la fuerte caída del crédito. Se retrajo la demanda por las altas tasas de interés y la oferta por la oportunidad de colocar los excedentes en Leliqs a bajo riesgo. Esto afectó a la cadena de pagos que ya está teniendo niveles crecientes de convocatorias.
- La línea para PyMEs habría reactivado levemente el segmento de documentos, pero todavía lejos de lograr volúmenes significativos.

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL CRÉDITO EN PESOS

§ Mill	I-18	II-18	III-18	IV-18	ene-19	feb-19	mar-19	% m/m	22/03.	% punta	Stock créd
Adelantos	4.525	5.770	4.106	-6.432	-9.726	638	1.616	1,1%	-4.114	-2,8%	147.450
Documentos	249	-33	-1.451	-8.276	-11.516	-10.303	-452	-0,2%	3.315	1,5%	227.237
Hipotecarios	11.763	11.462	4.240	1.789	486	495	122	0,1%	272	0,1%	211.618
Prendarios	2.403	1.915	194	-921	-1.393	-760	-1.599	-1,7%	-1.489	-1,6%	94.156
Personales	10.997	8.988	4.433	1	-2.460	1.985	1.639	0,4%	1.947	0,5%	421.339
Otros	-476	1.034	-817	-585	1.212	-3.376	-2.973	-6,6%	-1.938	-4,5%	42.409
SUBTOTAL	29.462	29.136	10.705	-14.424	-23.397	-11.321	-1.647	-0,1%	-2.007	-0,2%	1.144.208
Tarjetas	6.685	8.731	6.309	5.235	6.514	5.426	-1.905	-0,5%	798	0,2%	368.018
TOTAL	36.147	37.866	17.014	-9.189	-16.884	-5.895	-3.551	-0,2%	-1.209	-0,1%	1.512.226

Escenarios 2020

- Por ahora se trata de un ejercicio dinámico que se irá ajustando en la medida que se definan los candidatos y dejen entrever sus posturas sobre los temas económicos centrales.

Los factores que definen Escenarios

Política Fiscal:

- El problema es que a fin de año se cerrará el segundo año consecutivo con caída del PBI, viéndose afectada la capacidad recaudatoria y por lo tanto ampliándose la necesidad de ajuste de gastos. En 2020 deberán definirse temas centrales para el equilibrio fiscal como son la política de tarifas / subsidios de servicios públicos, la manera de financiar el creciente gasto previsional, el esquema tributario vigente (retenciones). Si no se logran equilibrar las cuentas, la pregunta que sigue es cómo se financia el déficit y ahí las opciones son muy pocas: se aumentan los impuestos (¿más retenciones?) se toma más deuda o se vuelve al impuesto inflacionario vía emisión de pesos. No son muchos más los caminos posibles, ya que se bien es cierto que la situación fiscal se corrige con crecimiento, la transición necesita ser financiada.

Gestión de la Deuda:

- Junto con la problemática fiscal aparece el alto nivel de endeudamiento. El déficit financiero de los últimos años ha derivado en un creciente stock de deuda con elevado nivel de concentración de vencimientos en los próximos 4 años. Los vencimientos de Letes y Lecaps que se producen mes a mes implican un gran desafío ya durante el proceso electoral. Si a esto se suma la obligación de empezar a devolver el préstamo del FMI, el programa financiero de los próximos 2/3 años es muy exigente y puede llevar a decisiones muy distintas, apareciendo arriba de la mesa opciones como renegociar con el FMI, buscar un estiramiento de plazos de la deuda, etc.

Política Cambiaria:

- El esquema vigente de tipo de cambio flotante con la definición de zona de no intervención y ajuste diario, deja margen para altos niveles de volatilidad. Las opciones en este caso son muy amplias, porque van desde volver a estrictos controles cambiarios tanto con restricciones a la compra como obligaciones para la venta, hasta la continuidad del esquema actual de escasa o nula intervención del BCRA. Esto genera fuerte incertidumbre, no solamente vinculado al valor de la divisa sino también a la disponibilidad o accesibilidad a la misma.

Política Monetaria – Financiera:

- El punto de partida es el esquema actual de expansión cero de la Base Monetaria, con absorción de pesos excedentes vía Leliqs. Este esquema tiene un alto costo cuasifiscal y un efecto negativo como factor multiplicador de agregados monetarios (M3). Desarmar ese esquema es un problema que deberá resolverse durante 2020. El esquema gradualista implica achicar ese stock mediante el aumento de la demanda real de dinero, pero con las tasas actuales de interés esa convergencia no llega a darse. Por ahora estamos muy lejos de esos valores, por lo tanto, es posible que los diferentes candidatos estén pensando opciones para disminuir el costo cuasifiscal de este exceso de pesos. Podrían aparecer opciones heterodoxas, que siempre implican un riesgo en términos de su impacto sobre la liquidez de la banca, el tipo de cambio y la inflación.

Las primeras suposiciones sobre cada tema

	Cambiemos	Unidad Ciudadana	Peronismo Federal
Política Fiscal			
Esquema tributario	Sin cambios	Aumento retenciones	Aumento retenciones
Gasto Social	Estable	Creciente	Estable
Subsidios Tarifas	Fuerte retroceso	Creciente	Estable
Esquema Previsional	Reforma previsional	Sin cambios	Sin cambios
Gestión de la Deuda			
Deuda Corto Plazo	Roll Over	Uso Reservas	Roll Over
Deuda Largo Plazo	Canje	Uso Reservas	Reprogramación
Organismos Internacionales	Paraguas FMI	Renegociación	Renegociación
Política Cambiaria			
Esquema de Flotación	Zonas de No intervención		Flotación Sucia
Regulación Demanda	Sin regulación	Control Cambiario	Sin regulación
Regulación Oferta	Sin regulación		Con regulación
Política Monetaria			
Agregados Monetarios	Meta de BM	Sin Metas	Acompaña PBI Nominal
Tasas de Interés	Reales positivas	Reales Negativas	Reales negativas
Préstamos Bancarios	En retroceso	Préstamos Subsidiados	Préstamos orientados