

Quinquela

ASSET MANAGEMENT

Perspectivas Mensuales

Enero
de 2020



Quinquela

ASSET MANAGEMENT

Primeros 100 días: Entre expectativas positivas y cautela.

Casi un mes de nuevo gobierno: Sigue vigente la sensación de racionalidad fiscal y monetaria, pero con pocas decisiones en otras áreas: Propuesta Reestructuración Deuda, Política Cambiaria y Tarifaria.

Preocupación Oficial para que la inflación no suba: Precios Cuidados, Estabilidad Tipo de Cambio, Congelamiento Tarifas y Postergación Naftas.

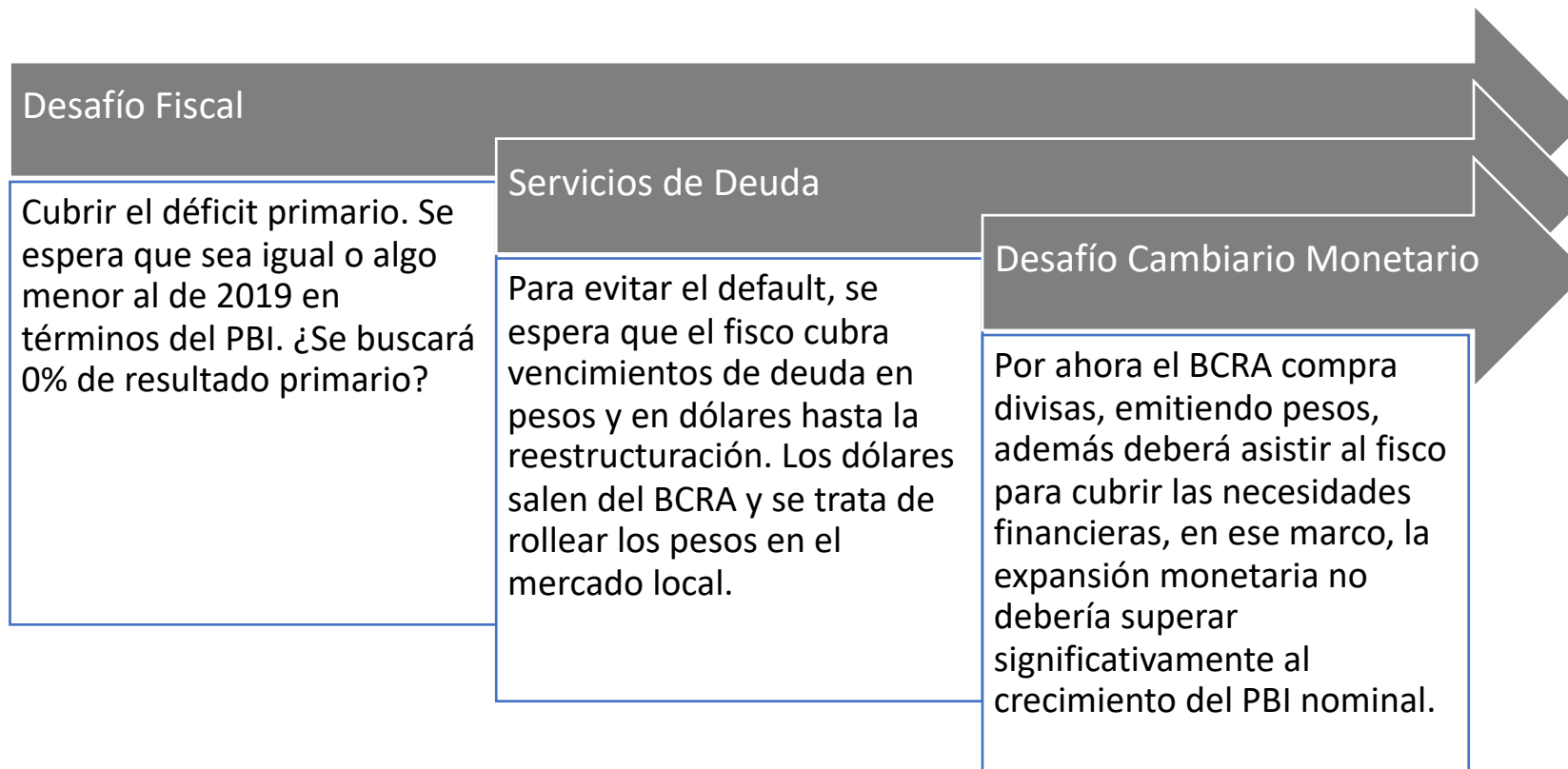
Definición de Objetivos del BCRA para 2020 con poco contenido.

Recrean el mercado de financiamiento de pesos por ahora buscando renovar vencimientos en pesos.

¿Es estable el Modelo Planteado?

Relación entre problema fiscal, pagos de deuda y expansión monetaria

- El éxito del programa económico dependerá de la manera en que logren coordinar el objetivo de cubrir las necesidades fiscales, incluyendo los servicios de la deuda, y el impacto que ello genere sobre la política monetaria. Si la emisión se convierte en una herramienta de uso indiscriminado, rápidamente aparecerían problemas inflacionarios.



Desafío Fiscal

SECTOR PÚBLICO: Escenario Inercial

La Magnitud del Problema

- El escenario inercial, incluía un déficit primario creciente por la indexación de las jubilaciones y los ajustes pendientes en salarios y otros rubros.
- Eso llevó al nuevo gobierno a implementar una serie de medidas tendientes a minimizar las necesidades de caja del Tesoro.

En millones de pesos	Anual \$ Mill			Anual % PBI		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Ingresos Totales	2.600.560	3.941.830	5.596.352	17,8%	18,1%	17,7%
Tributarios	2.316.529	3.422.845	4.913.723	15,9%	15,7%	15,5%
Rentas de la Propiedad	175.292	229.751	319.295	1,2%	1,1%	1,0%
Otros Ingresos Corrientes	96.536	160.834	189.994	0,7%	0,7%	0,6%
Ingresos de Capital	12.202	128.400	173.340	0,1%	0,6%	0,5%
Gastos Primarios	2.939.547	4.089.007	5.989.252	20,1%	18,8%	18,9%
Gastos Corrientes Primarios	2.729.251	3.851.408	5.693.441	18,7%	17,7%	18,0%
Prestaciones sociales	1.664.987	2.459.823	3.714.248	11,4%	11,3%	11,7%
Subsidios económicos	281.237	337.569	462.998	1,9%	1,5%	1,5%
Salarios y Funcionamiento	536.201	714.580	1.041.883	3,7%	3,3%	3,3%
Transferencias a provincias	79.266	151.295	205.618	0,5%	0,7%	0,6%
Otros gastos corrientes	167.559	188.140	268.694	1,1%	0,9%	0,8%
Gastos de Capital	210.296	237.599	295.811	1,4%	1,1%	0,9%
RESULTADO PRIMARIO	-338.987	-147.177	-392.900	-2,3%	-0,7%	-1,2%
Intereses	388.940	749.678	1.065.102	2,7%	3,4%	3,4%
RESULTADO FINANCIERO	-727.927	-896.855	-1.458.002	-5,0%	-4,1%	-4,6%

Fuente: Estudio Alpha en base a Ministerio de Hacienda

Desafío Fiscal

Impacto sobre la Caja de la Ley de Solidaridad

- La Ley de Solidaridad incrementó Gastos, pero sobre todo aumentó impuestos, por eso se disminuyeron las necesidades financieras del Tesoro.
- El déficit proyectado de 1,2% del PBI se convierte en un desequilibrio de apenas 0,2%, dado que el aumento de recursos (1,4% del PBI) es mayor al incremento de gastos (0,8% del PBI) y a que adicionalmente se podría producir un ahorro significativo en las jubilaciones que están por arriba de la mínima.

Impacto Anual	USD Mill	% PBI
Aumento de Recursos	5.777	1,4%
Retenciones	2.100	0,5%
Dólar Turista	1.998	0,5%
Bienes Personales	1.429	0,3%
Tasa de Estadísticas	250	0,1%
Incremento de Gastos	3.380	0,8%
Bono Jubilaciones	1.952	0,5%
Bono AUH	249	0,1%
Tarjeta Alimentaria	1.179	0,3%
Ahorro de Gastos	1.809	0,4%
Menor ajuste Jubilaciones	1.809	0,4%
IMPACTO NETO	4.205	1,0%

¿Siguen sobrando dólares?

Dependerá del saldo comercial y la cancelación de deuda

- El excedente de dólares depende de la dinámica del comercio exterior, porque al atesoramiento bajo el esquema actual de regulaciones tiende a cero.
- El otro factor a monitorear es la cancelación de deuda externa privada, que seguirá demandando flujo de divisas.
- Aún así el BCRA podría estar en condiciones de comprar en promedio USD 500 millones mensuales.

Datos en USD Millones mensuales	I-19	II-19	III-19	sep-19	oct-19	nov-19
SECTOR PRIVADO	-1.790	-2.586	-2.745	-1.577	-4.286	1.565
- CUENTA CORRIENTE	809	1.549	1.471	1.738	304	2.235
Saldo Neto Bienes	1.533	2.356	2.108	2.256	964	2.767
Exportaciones	4.009	4.850	5.024	5.169	5.067	5.306
Importaciones	-2.475	-2.494	-2.916	-2.913	-4.103	-2.539
Saldo Neto Servicios	-505	-497	-399	-207	-416	-240
Intereses y Dividendos	-219	-310	-238	-311	-244	-292
- CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA	-2.598	-4.135	-4.216	-3.316	-4.590	-669
Inversión Directa	418	139	122	96	127	162
Préstamos Financieros	17	-344	-750	-1.467	-1.242	-878
Atesoramiento	-3.033	-3.930	-3.588	-1.945	-3.475	47
Minorista	-915	-1.162	-2.243	-2.296	-3.732	42
Venta Billetes	3.153	3.277	2.152	687	562	361
Compra Billetes	-4.068	-4.439	-4.394	-2.983	-4.294	-319
Mayoristas	-2.118	-2.769	-1.345	352	257	5
Residentes	-2.020	-1.967	-738	349	255	5
No residentes	-98	-802	-607	3	3	0
- CONCEPTO NO INFORMADO	601	546	426	1	0	0
SECTOR PÚBLICO	137	102	48	51	20	-8

¿Hasta cuándo alcanzan las reservas?

Reservas crecientes, pero con fuertes vencimientos de Tesoro

- El nivel de Reservas de Libre Disponibilidad sigue en torno a los USD 15.000 millones. Mediante la Ley de Solidaridad, el Tesoro ya se ha apropiado de USD 4.750 millones para hacer frente al pago de deuda y los ha empezado a usar.
- Como el BCRA seguirá comprando el monto disponible para hacer frente a los pagos de deuda es mayor.

RADIOGRAFIA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

	nov-15	dic-17	jul-19	ago-19	sep-19	oct-19	nov-19	dic-19
Reservas Brutas	25.615	55.055	67.899	54.100	48.703	43.260	43.772	44.781
(-) Encajes USD	9.074	12.818	15.912	11.134	8.725	7.963	8.130	8.583
(-) Depósitos del Tesoro	1.304	12.818	4.153	7.287	5.306	2.360	713	762
(-) Otros Pasivos	14.216	11.550	21.983	19.624	20.070	19.567	19.769	20.436
(=) Reservas Netas	1.021	17.869	25.852	16.055	14.602	13.370	15.160	15.000

Renegociación de la Deuda

Todavía en Espera... y sin tiempo.

- El Proyecto de Ley incluye la colocación de una nueva Letra Intransferible al BCRA para usar USD 4.750 millones de reservas.
- El nivel de reservas luce suficiente como para hacer frente a los vencimientos en moneda extranjera como máximo hasta julio 2020. La concentración de vencimientos de Letras reperfiladas en agosto hace ya casi imposible avanzar con el pago sin reprogramar la deuda.
- **¿Se podrá rolear los vencimientos en pesos?** El FGS como fuente renovada.

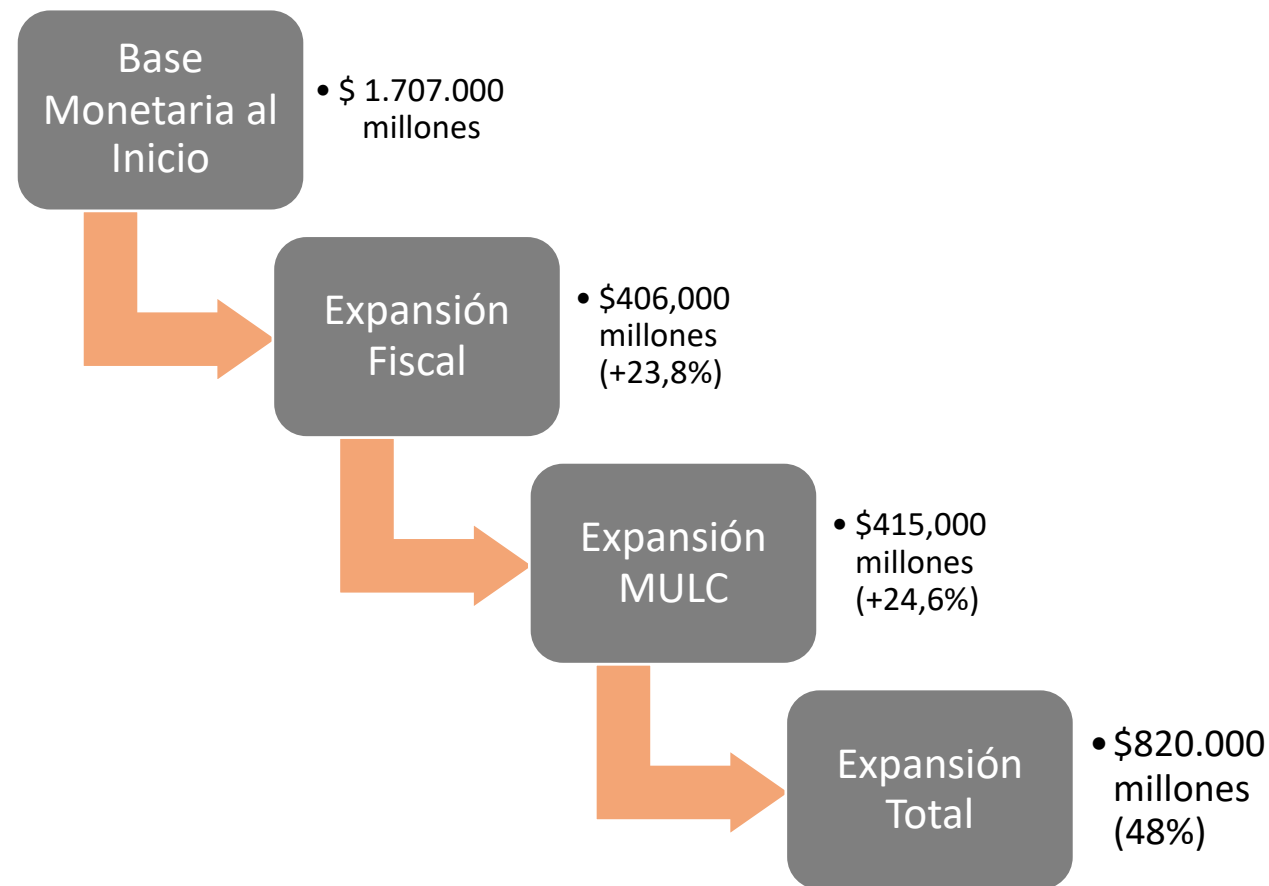
VENCIMIENTOS DE DEUDA: CAPITAL CON SECTOR PRIVADO E INTERESES TOTALES

Datos en USD Millones	ene-20	feb-20	mar-20	abr-20	may-20	jun-20	III-20	IV-20	Año 2020		
									Privado	Intras SP	TOTAL
NECESIDAD DE PESOS	642	2.031	3.685	4.573	1.151	2.353	1.563	3.433	19.431	9.014	28.445
Intereses	139	156	477	370	296	477	290	812	3.017	1.389	4.406
Capital	504	1.875	3.208	4.203	855	1.877	1.272	2.621	16.414	7.625	24.039
Reperfilados	455	726	2.301	951	814	178	1.141	624	7.190	3.081	10.272
No Reperfilados	48	1.149	907	3.252	41	1.698	131	1.997	9.224	4.543	13.767
Vencimientos Acumulados ARG\$	642	2.673	6.359	10.931	12.082	14.435	15.998	19.431	19.431	9.014	28.445
NECESIDAD DE DÓLARES	1.038	614	632	901	5.052	1.361	8.556	5.848	24.002	7.830	31.832
Intereses	801	371	290	655	782	1.207	1.290	2.456	7.852	2.580	10.433
Capital	237	243	342	247	4.270	154	7.265	3.392	16.150	5.249	21.399
Reperfilados	65	116	126	135	115	13	6.747	307	7.624	2.408	10.032
No Reperfilados	172	127	216	111	4.155	141	518	3.085	8.525	2.842	11.367
Vencimientos Acumulados USD	1.038	1.652	2.285	3.186	8.237	9.598	18.154	24.002	16.150	5.249	31.832

Impacto Monetario

Necesidades fiscales e intervención cambiaria

- De mantenerse los controles cambiarios en los niveles actuales, el BCRA seguiría comprando divisas. Si bien será a ritmo decreciente, en el año podría estar comprando cerca de USD 6.000 millones. Eso implica una fuerte expansión monetaria que se sumaría a la expansión fiscal.
- En conjunto estamos ante una potencial expansión primaria de la Base Monetaria de \$820.000 millones (48%). Esto está alineado con la expectativa de crecimiento del PBI nominal.
- De acuerdo a la evolución de la inflación el BCRA podría estar esterilizando una porción de esa expansión.
- Todo indica una baja de encajes con fines específicos.



Expansión Monetaria: Elevada pero menor a lo esperado.

Recién en diciembre se aceleró la demanda real de circulante.

- La Base Monetaria creció poco en 2019, básicamente lo hizo cuando se aumentaron los encajes a partir de octubre.
- En diciembre el efecto estacional empujó la demanda de base, que se creó especialmente a través de la compra de USD en el mercado y vía Asistencia al Tesoro.
- Los intereses de Leliqs y Pases siguen siendo una fuente de expansión adicional a considerar.
- En los próximos meses la expansión ligada a temas fiscales: resultado primario y vencimientos de pesos no renovados.

OFERTA Y DEMANDA DE BASE MONETARIA

Promedios Mensuales en \$ Mill	I-19	II-19	III-19	oct-19	nov-19	dic-19
OFERTA DE BASE MONETARIA	-7.471	9.184	53	44.255	183.317	164.402
Compras USD Sector Privado	12.182	0	-50.500	-140.069	-53.818	88.593
Operaciones Tesoro Nacional	11.690	-955	17.180	90.027	14.066	154.439
Compra de USD	12.687	-19.517	-28.081	92.697	0	-24.646
Adelantos Transitorios	83	0	0	0	11.333	215.118
Transferencia de Utilidades	0	25.748	42.333	0	0	0
Resto	-1.080	-7.186	2.927	-2.670	2.732	-36.033
Esterilización BCRA	-44.773	8.866	30.961	91.924	233.149	-78.503
Pases	1.953	-1.542	-39.883	-58.010	-47.286	-199.608
LELIQ	-83.900	-47.170	2.390	69.290	220.279	68.220
Intereses	37.180	57.581	68.456	80.646	60.158	52.887
Otras Operaciones	13.430	1.273	2.412	2.372	-10.080	-128
DEMANDA DE BASE MONETARIA	-7.471	9.184	53	44.255	183.317	164.402
Circulante	3.317	15.747	22.928	6.821	4.871	104.235
Efectivo en Bancos	946	-1.311	200	8.510	-2.344	21.004
Encajes	-11.734	-5.253	-23.075	28.923	180.790	39.163
Var % Prom Mes BM	-0,6%	0,7%	0,0%	3,3%	13,2%	10,5%

Tasas de Interés

Tasas reales que ya son negativas para los ahorristas

- Las tasas actuales se mantienen positivas en términos reales sólo para las Leliqs.
- El retorno que perciben los ahorristas por sus depósitos ya es negativo, dado el nivel de inflación que se espera para los próximos meses.
- Resta saber en las próximas semanas si se confirman esos niveles de inflación.

Tasas % Anuales	I-19	II-19	III-19	oct-19	nov-19	dic-19	ene-20
Inflación IPC mes	3,8	3,1	4,0	3,3	4,3	4,2	4,5
TASA LELIQ	55,8	69,0	70,0	68,0	63,0	58,0	55,0
Leliq Real	10,2	32,2	21,6	28,4	11,4	7,6	1,0
TM 20	43,4	53,8	56,9	56,3	47,2	43,1	39,8
TM 20 Real	-2,2	17,0	8,5	16,7	-4,4	-7,3	-14,2
Badlar	41,7	50,7	54,6	55,1	46,0	42,1	39,0
Badlar Real	-3,9	13,9	6,2	15,5	-5,6	-8,3	-15,0
Plazo Fijo	37,6	45,3	50,1	52,4	43,9	40,1	35,9
Plazo Fijo Real	-8,0	8,5	1,7	12,8	-7,7	-10,3	-18,1
TM 20 / Leliq	78,3%	78,1%	81,6%	82,8%	75,0%	74,3%	72,4%
Badlar / Leliq	75,2%	73,5%	78,2%	81,1%	73,0%	72,5%	70,9%
Plazo Fijo / Leliq	68,0%	65,7%	71,8%	77,1%	69,7%	69,2%	65,3%
Badlar vs. Leliq	-14,1	-18,3	-15,5	-12,9	-17,0	-15,9	-16,0

¿Cómo queda el TCRM?

Niveles muy altos de Tipo de Cambio Real

- El esquema planteado de tipo de cambio múltiple genera valores de tipo de cambio real multilateral (TCRM) muy elevados en términos históricos para algunos de los segmentos.
- Los exportadores enfrentan un nivel bajo, afectado por el incremento de las retenciones. De todas maneras los valores que quedan altos son los del dólar turismo / atesoramiento.
- El objetivo claramente fue limitar la demanda de dólares, el problema es que no se han generado incentivos para el fomento de la inversión. Ese punto queda pendiente.

TCRM A PRECIOS DE DIC-19

	TCRM		TCRM Oficial	TCRM CCL
TCN Mayorista	59,8	Año 2003	73,8	73,8
Exportadores	50,9	Año 2005	78,6	78,6
Importadores	63,6	2013-2015	46,8	66,2
Turistas	81,9	2016-2017	44,2	43,6
CCL	75,0	2018-2019	55,8	56,1

El TCRM de dic-20 expresado en pesos de hoy, sería de \$55 (8,5% de caída real)

¿Cómo piensa el BCRA?

Política Monetaria:

- Procurar disminuir las tasas de inflación contribuyendo con la prosecución de los objetivos derivados del acuerdo social mediante la administración prudente de la oferta monetaria de la economía. Dentro de la misma, se contempla atender las necesidades indispensables de financiamiento del Tesoro.

Política Cambiaria:

- Mantener el régimen de flotación de la moneda local en el marco actual de regulación cambiaria. También se propenderá a la acumulación de reservas internacionales permitiendo incrementar los grados de libertad para ejercer una política económica autónoma.

Política de Crédito:

- Estimular la oferta de crédito al sector privado, atendiendo las necesidades de capital de trabajo derivadas del estado de situación de emergencia en el que se encuentra el país, y propendiendo a la participación del financiamiento productivo a largo plazo, particularmente el destinado a las micro, pequeñas y medianas empresas (MiPyMEs).

Estabilidad Financiera:

- Velar por la estabilidad financiera perfeccionando la regulación micro y macro prudencial, por un lado, y propender a una mayor inclusión financiera, por el otro. En ambos casos, atendiendo a las oportunidades y desafíos regulatorios que brindan los avances tecnológicos.

¿Cómo piensa el BCRA?

Tipo de Cambio Real:

- Se buscará sostener la competitividad cambiaria, eso implica evitar que se atrase el tipo de cambio. Es un objetivo difícil de cumplir en el marco de altos niveles de inflación.

Tasas de Interés:

- Se buscará que los depositantes puedan preservar el valor de sus ahorros, eso implica tasas de interés pasivas que sean positivas en términos reales. Si no se logra bajar rápidamente la inflación, este objetivo también es difícil de cumplir, porque exige que continúen altas las tasas de interés y por lo tanto no ayudan a desarrollar el crédito.

Herramientas de Esterilización:

- Las Leliqs seguirán vigentes, aunque se buscará bajar la tasa de interés que devengan y estirar los plazos. Eso implica que podríamos estar ante un esquema similar al de las Lebacs (plazos no menores a 30 días), pero que seguirían siendo exclusivas para los bancos. Eso frenaría la actual capitalización semanal de intereses sin quitarle depósitos a los bancos.

- De los objetivos anunciados y las herramientas previstas surge que probablemente el éxito del programa dependa de la velocidad con que se logre bajar la inflación. Si es rápido, los objetivos pueden alinearse, pero si se sostienen niveles elevados de inflación será muy difícil lograr de manera simultánea todos los objetivos buscados. Por eso la clave para las próximas semanas pasa por entender cuáles son los niveles de nominalidad (aumento de precios y salarios) que se acuerdan dentro del “Compromiso Argentino para el Desarrollo y la Solidaridad”.

Escenario 2020

	2019	ESCENARIO BASE				
		2020	Ritmos/Promedios Mensuales			
			I-20	II-20	III-20	IV-20
PBI Real	-1,7%	0,0%	0,2%	-0,2%	0,0%	0,2%
Inflación	54,7%	37,0%	3,0%	2,0%	2,7%	2,6%
Tipo de Cambio Oficial	59,9	73,2	0,7%	2,0%	2,0%	2,2%
Tipo de Cambio CCL	75,2	95,8	1,9%	4,1%	1,2%	0,9%
Tipo de Cambio Real (TCRM)	123,1	112,3	-2,0%	0,2%	-0,5%	-0,2%
Salarios	45,9%	40,1%	3,3%	3,3%	2,5%	3,3%
Tasa Badlar	42,0%	26,0%	2,9%	2,3%	2,2%	2,2%
Tasa de Política Monetaria	61,4%	34,2%	3,9%	3,0%	2,8%	2,8%
Riesgo País	2.045	1.025	1.931	1.364	1.076	1.025

	2019	ESCENARIO BASE					
		2020	Ritmos Mensuales				
			I-20	II-20	III-20	IV-20	
Base Monetaria	27,7%	45,7%	3,5%	3,0%	3,3%	3,1%	
Préstamos en Pesos	17,2%	48,3%	4,3%	2,7%	4,0%	2,3%	
Depósitos	Depósitos Totales en Pesos	19,6%	42,1%	3,7%	2,6%	3,0%	2,6%
	Depósitos Privados \$	34,0%	45,1%	3,6%	2,9%	3,3%	2,8%
	Vista Privado	42,8%	47,6%	3,7%	3,1%	3,5%	2,9%
	Plazo fijo Privado	25,9%	45,0%	3,8%	2,9%	3,1%	2,8%
	Depósitos Privados USD	-36,1%	-5,3%	-0,3%	-0,7%	-0,5%	-0,3%

Conclusiones Preliminares

El gobierno empezó mostrando racionalidad en lo fiscal y monetario y debería poder generar alguna mejora en el Consumo de los ingresos más bajos.

La inflación sigue alta (diciembre/ enero) a pesar de un TC que no se mueve. Lleva a decisiones de congelamiento de tarifas y tipo de cambio. Falta ver como se avanza en el Acuerdo Social que determinará grado de desindexación que se busca. Temor por el día 181.

Las tasas de interés pasivas en terreno negativo a pesar de los anuncios del BCRA (¿que inflación se considera?). Baja de encajes para algunas líneas de crédito a tasa regulada.