



PERSPECTIVAS MENSUALES

Abril 2017



PUNTO DE PARTIDA

La movilización gremial ayuda a agrandar una sensación de insatisfacción por los resultados de la política económica.

Un primer bimestre que parece mostrar un freno a la mejoría comenzada en el último trimestre '16.

La prioridad parece seguir estando en la baja de la inflación a pesar de la necesidad de un mayor nivel de actividad/empleo.

BCRA hizo sus cambios en marzo elevando las tasas de lebac y absorbiendo excedentes de liquidez.

Economía Internacional

EEUU

Bien en términos de actividad y empleo. Bastante claridad en la política de la FED. Comienzan los temores sobre que se demoren los cambios estructurales prometidos por D. Trump.

EUROPA ASIA

Mejora actividad en Japón/China. Comienza la discusión del Brexit y Europa con sus incertidumbres electorales.

BRASIL

Brasil avanza con su ajuste fiscal. Expectativa de crecimiento de 0,5 para el año (2,4% para 2018) con continua incertidumbre política. Elecciones fines de 2018.

| Nivel de actividad

En enero el EMAE desestacionalizado mostró una caída que cortó la racha de dos meses seguidos de recuperación.

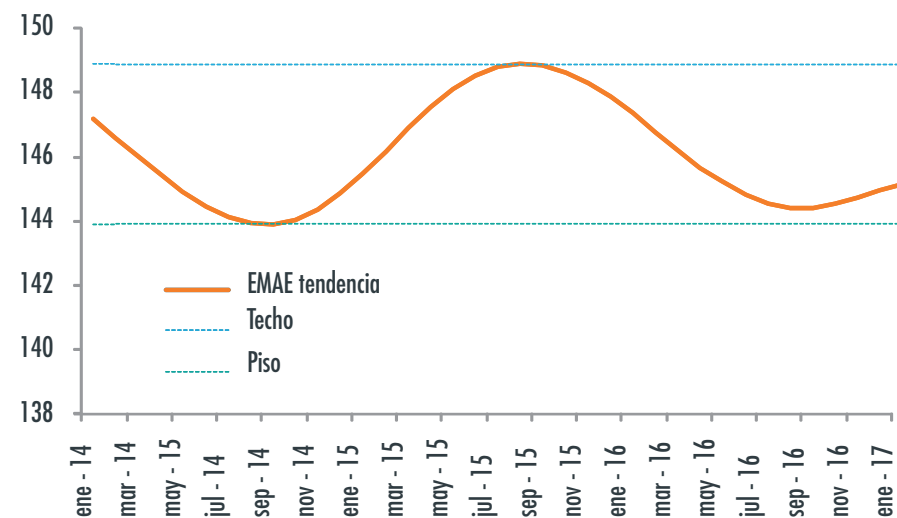
El dato de diciembre había sido más alto de lo esperado y enero revirtió parte de ese aumento. El dato de enero es 2,1% mayor al de octubre.

Independientemente de ello, hay que tener en cuenta que las estadísticas todavía no están lo suficientemente consolidadas como para ser referencia indiscutida y sobre todo, que el nivel de actividad está teniendo dificultades para consolidarse en la senda del crecimiento.

Nivel de actividad

Tasa % Anual	SERIE ORIGINAL		SERIE DSEST.	
	Var % a/a	Acum. año	Var % m/m	Var % Trim
Ene - 16	0,8%	0,8%	0,1%	-0,9%
Feb - 16	0,9%	0,8%	-1,0%	-1,3%
Mar - 16	0,1%	0,6%	1,0%	0,0%
Abr - 16	-3,0%	-0,4%	-1,7%	-1,8%
May - 16	-3,1%	-1,0%	-0,6%	-1,4%
Jun - 16	-4,9%	-1,7%	-0,5%	-2,8%
Jul - 16	-5,4%	-2,2%	0,5%	-0,6%
Ago - 16	-2,1%	-2,2%	0,4%	0,5%
Sep - 16	-3,4%	-2,4%	-0,6%	0,3%
Oct - 16	-4,7%	-2,6%	-0,4%	-0,6%
Nov - 16	-1,6%	-2,5%	0,8%	-0,2%
Dic - 16	0%	-2,3%	1,8%	2,2%
Ene - 17	1,1%	1,1%	-0,5%	2,1%

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL NIVEL DE ACTIVIDAD



Fuente: Estudio Alpha en base a INDEC

| Industria y construcción

El nivel de actividad no ha logrado consolidar una senda de crecimiento. Se ven intermitencias en varios sectores, e inclusive la actividad industrial se muestra todavía lejos de una recuperación significativa. A excepción del sector automotriz, que tuvo un mal febrero, pero que en marzo estaría mejor, el resto de los sectores muestran una dinámica todavía negativa.

El sector de la construcción muestra algunas señales de reactivación con un fuerte aumento del uso de asfalto, lo que da la idea de una reactivación de la obra pública.

Industria y construcción

Var % interanual	I-16	II-16	III-16	IV-16	ene-16	feb-17
Industria Manufacturera	-0,90	-5,40	-7,00	-4,80	-1,1	-6,0
Actividad de la construcción	-5,20	-18,9	-13,3	-12,1	-2,4	-3,4
Despachos de cemento	-8,50	-19,2	-8,50	-5,30	1,8	-0,4
Productos de Autos	-21,6	-10,5	-13,8	0,30	50,5	-29,7
Exportaciones de Autors	-42,8	-23,0	-25,7	20,5	150,9	-8,8
Venta de Autos	27,6	21,0	5,20	36,5	6,7	25,8
EMAE (mes desest.)	0%	-0,8%	-0,1%	0,9%	-0,5%	n.d.

| Preocupación por el empleo

Los datos de empleo y pobreza siguen siendo los que más preocupación generan del contexto económico actual, porque no se logra todavía, consolidar una recuperación.

Las estadísticas disponibles no permiten comprar la dinámica actual con la de los últimos años. A pesar de ello, se pueden obtener algunas conclusiones relevantes. En el último trimestre del año la economía ha estado lejos de generar puestos de trabajo netos. Lo que ganó en empleo privado lo perdió en informal.

Otro tema preocupante es que la economía lleva más de diez años con dificultades para crear empleo de calidad. Por cada 1% de aumento del PBI el empleo privado creció solamente 0,2%. El empleo público en tanto creció 0,33%.

Industria y construcción

Menor Tasa de
Actividad

226.000 dejan de buscar trabajo

+

Caída de Empleo

Se pierden 82.000 puestos de trabajo

=

Disminución del
desempleo

Técnicamente hay 144.000
desocupados menos

Sigue sin reaccionar la Inversión

Se confirmó que la economía cayó en 2016 a un ritmo promedio del 2,3% anual. Si bien ese dato era esperable, el que genera preocupación es el bajo nivel absoluto y la falta de reacción de la inversión.

Los 4 trimestres de 2016 fueron negativos en términos desestacionalizados y en relación al PBI se ha retrocedido significativamente, el nivel actual es 2,5 puntos porcentuales del PBI menor al de 2011

Valor % Interanual	2013	2014	2015	2016
Inversión Bruta Fija	2,3%	-6,8%	3,8%	-5,5%
Construcciones	-0,2%	-3,6%	2,5%	-12,8%
Invest y Des. + Rec Biológicos	7,3%	4,7%	1,2%	-17,7%
Maquinaria y Equipo	-0,1%	-6,2%	6,6%	-1,1%
Nacional	5,4%	-9,7%	7,8%	-1,4%
Importado	-3,5%	-3,9%	5,9%	-0,9%
Equipo de Transporte	15,7%	-21,7%	0,5%	10,3%
Nacional	7,8%	-24,0%	4,2%	-1,5%
Importado	33,5%	-17,6%	-5,6%	32,0%
Otros activos fijos	6,7%	0,2%	1,5%	-1,2%
Principales indicadores	2013	2014	2015	2016
Inversión / PBI	20,3%	19,4%	19,6%	19,0%
Construcción / Inversión	38,7%	40,0%	39,5%	36,4%
I+D / Inversión	6,1%	6,9%	6,7%	5,8%
Importado / Local	53,2%	55,6%	55,0%	56,3%

Van 5 años sin reacción de la inversión

Con dificultades para que arranquen las exportaciones

El sector externo sigue con dificultades para generar oferta excedente de divisas. El primer bimestre arrojó déficit comercial, y solamente el financiamiento comercial permitió que en el mercado cambiario arrojara superávit.

Se destacan dos datos, por un lado el aumento de las importaciones de consumo y automotores y por otro lado la caída de las exportaciones de manufacturas agropecuarias.

Variación Interanual	2 M 2017			
	Valor	Precio	Cantidad	u\$s M
EXPORTACIONES	1,5	5,7	-4,0	8.140
Productos primarios	-0,3	0,9	-1,2	2.012
Manufacturas Agropecuarias	-4,2	11,1	-13,8	3.409
Manufacturas Industriales	6,7	-1,1	7,9	2.296
Combustibles y energía	47,4	40,7	4,7	423
IMPORTACIONES	3,3	3,0	0,3	8.350
Bienes de capital	3,5	2,9	0,6	1.760
Bienes intermedios	-7,6	-	-7,7	2.304
Combustibles y lubricantes	31,5	30,0	0,9	597
Piezas y accesorios	-5,7	1,7	-7,3	1.666
Bienes de consumo	14,9	-1,0	16,0	1.194
Automotores de pasajeros	30,3	-3,1	34,6	787
Resto	48,3	-	-	43
SALDO COMERCIAL				-210

Política Fiscal

Gasto primario crece por encima de ingresos y de inflación.

Más énfasis en prestaciones sociales y gastos de capital y mayor control en subsidios.

La importancia de coordinar compromisos fiscales con las provincias/municipios.

En % PBI	Consolidado	Nación	Provincias	Municipios
2004	26,6	13,2	11,0	2,4
2005	29,3	14,5	12,2	2,6
2006	29,8	14,5	12,6	2,7
2007	32,6	16,9	13,1	2,7
2008	34,4	18,2	13,6	2,6
2009	40,0	21,6	15,2	3,2
2010	38,4	21,0	14,1	3,2
2011	40,0	22,2	14,7	3,1
2012	41,3	23,2	15,0	3,1
2013	42,9	24,0	15,5	3,3
2014	44,9	26,1	15,5	3,3
2015	47,1	26,4	17,1	3,6
Var Abs	20,5	13,2	6,1	1,3
Ritmo	5,3%	6,5%	4,1%	3,9%

En millones de pesos	ene-17	feb-17	Var % a/a bimestre
Ingresos Totales	170.256	136.489	38,0
Tributarios	160.377	122.185	33,2
Rentas de la propiedad	4.120	8.314	372,5
Otros ingresos corrientes	5.758	5.946	56,3
Ingresos de capital	1	44	473,4
Gastos Primarios	166.669	163.236	38,5
Gastos corrientes primarios	149.720	147.280	39,0
Prestaciones sociales	90.632	86.430	44,6
Subsidios económicos	8.980	14.452	10,9
Gastos de funcionamiento y otros	34.077	29.575	33,9
Transferencias a provincias	4.995	5.695	247,0
Otros gastos corrientes	11.035	11.128	14,0
Gastos de capital	16.949	15.956	33,9
RESULTADO PRIMARIO	3.587	-26.747	45,6
Intereses	9.143	3.253	81,4
RESULTADO FINANCIERO	-5.556	-30.000	56,4

Fuente: Estudio Alpha en base a MECON

Se mantienen los incentivos que tienden a atrasar el tipo de cambio

En el primer bimestre del año hubo excedente de divisas tanto en el sector público como en el privado. Las del sector privado se compensan con una tendencia a la baja del tipo de cambio.

El excedente del sector público no se canalizó hacia el mercado, sino el TCN hubiera caído mucho más. Dichos fondos se mantuvieron en depósitos a la espera de pagos futuros de deuda en dólares o fueron vendidos directamente al BCRA.

Bajo este esquema de tasas, esta tendencia se mantendría. El riesgo es que ante cualquier cambio, el ajuste del tipo de cambio se produciría en un período corto de tiempo.

Conceptos	Sector Privado	Sector Público	Total
Cuenta Corriente	-502	-578	-1079
Balance comercial Bienes	1308	0	1308
Turismo	-1950	0	-1950
Resto (Intereses)	140	-578	-438
Cuenta Capital	2170	10338	12508
Atesoramiento	-3809	0	-3809
Posición bancos	2391	0	2391
Endeudamiento	206	10338	10545
Resto	3381	0	3381
RESULTADO PRIMARIO	1668	9761	11429
RESULTADO FINANCIERO	0	3000	3000

Fuente: Estudio Alpha en base a MECON

	tasa en \$	Tasa en U\$S Implícita			Diferencia (U\$S - \$)
		Tasa Pura	ROFEX	Tasa Imp.	
I - 16	32,7	4,9	25,4	30,3	-2,4
II - 16	35,7	4,5	27,8	32,2	-3,4
III - 16	31,3	4,1	25,8	29,9	-1,3
IV - 16	27,6	3,9	22,7	26,6	-1,0
I - 17	25,6	3,5	19,8	23,3	-2,3

Inflación Estructural

La inflación de febrero fue la más alta desde mayo de 2016. El aumento de tarifas fue clave, pero la inflación núcleo también subió.

En ese contexto al BCRA le está costando más de lo pensado mantener las tasas reales positivas.

Las expectativas de inflación siguen altas e históricamente los ciclos de niveles de inflación mayores a 5% han terminado con tasas reales negativas.

Las cifra de marzo será clave, en especial el valor que surja de la inflación núcleo para entender cuánto se ha alejado de la meta del BCRA.

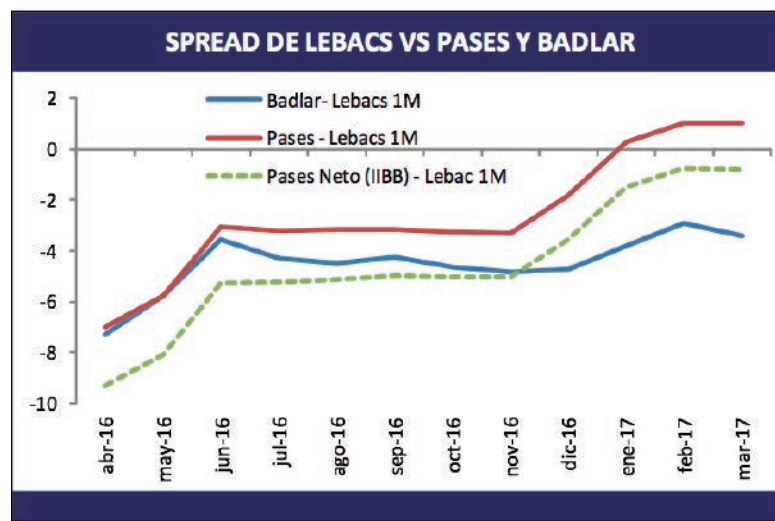
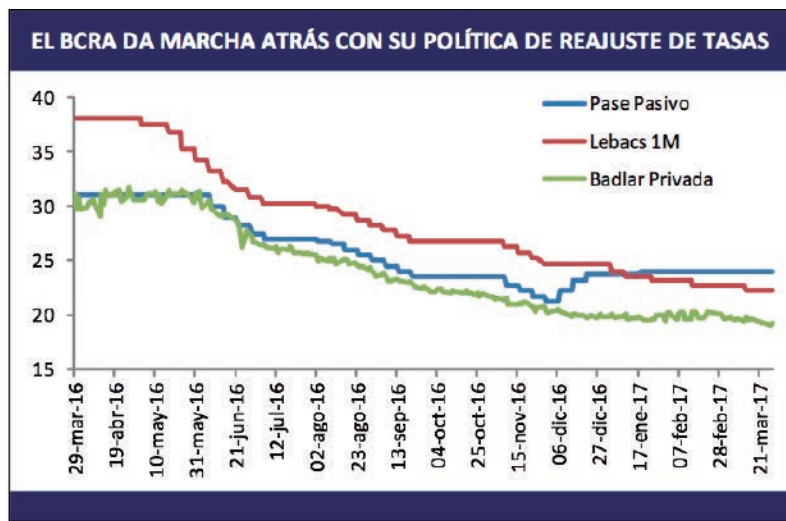
Intervalo de Inflación	Nº de años	Inflación promedio	Tasa Real promedio
-2,5% a 0%	19,4%	19,6%	19,0%
0% a 5%	40,0%	39,5%	36,4%
5% a 10%	6,9%	6,7%	5,8%
10% a 15%	55,6%	55,0%	56,3%
15% a 20%	55,6%	55,0%	56,3%
20% a 25%	55,6%	55,0%	56,3%
25% a 30%	55,6%	55,0%	56,3%
30% a 35%	55,6%	55,0%	56,3%
35% a 40%	55,6%	55,0%	56,3%
40% a 45%	55,6%	55,0%	56,3%
45% a 50%	55,6%	55,0%	56,3%
50% o +	55,6%	55,0%	56,3%

Principales indicadores	ene-17	feb-17	mar-17
Pase pasivo 7D	24	24	24
Pase activo 7D	25,75	25	25,5
Tasa política Mon. (TPM)	23,75	24,75	24,75
Lebacs 35d	23,5	22,75	22,25
Badlar	19,8	20,1	19,6
Lebacs - TPM	-0,25	-2	-2,5
Badlar - TPM	-3,95	-4,65	-5,15

Tasa de interés: ¿Cambio de política del BCRA?

En las últimas semanas el BCRA se encontró con niveles de inflación más altos que los esperados y con una expansión de los agregados monetarios que también superaba sus expectativas.

La reacción fue subir la tasa de Lebac en el mercado secundario. Con eso esperaba absorber pesos excedentes de las empresas. Pero esa decisión fue a contramano del sendero que traía de reacomodar los incentivos y canalizar los excedentes de liquidez de las empresas hacia la banca.



¿La expansión monetaria aceleró la inflación?

Los agregados monetarios crecen por arriba del aumento nominal de la economía. Esto preocupó al BCRA y fue uno de los factores que los llevó a subir la tasa de lebac en el mercado secundario.

La aceleración de principios de año todavía no se logró revertir.

EVOLUCIÓN DE LA DEMANDA DE BASE MONETARIA							
	Variación anual						mar-17
	oct-16	nov-16	dic-16	ene-17	feb-17	mar-17	\$ millones
Circulante	17,2%	18,3%	21,5%	25,6%	27,7%	28,3%	519.099
Efectivo Bancos	36,6%	43,7%	35,0%	53,9%	61,3%	44,8%	74.811
Encajes	56,3%	53,7%	38,4%	60,0%	114,9%	58,8%	207.403
Base Monetaria	27,4%	28,5%	27,0%	35,8%	47,2%	36,5%	801.314
Cuenta Corriente	12,5%	12,1%	7,4%	17,9%	15,3%	26,8%	409.183
Caja de Ahorro	25,1%	28,4%	33,7%	37,9%	40,9%	44,7%	332.260
Medios de Pago (M2)	17,5%	18,5%	19,3%	25,7%	26,5%	31,7%	1.260.542
Plazo Fijo	23,4%	25,0%	23,8%	17,8%	29,9%	24,2%	692.153
M3	19,6%	20,8%	20,7%	23,0%	27,7%	28,9%	1.952.695

Fuente: Estudio Alpha en base a BCRA

Intermediación Financiera

Los depósitos creciendo por debajo de la inflación. Caída de depósitos vista.

Se desacelera el crédito a empresas en pesos que siguen endeudándose en dólares.

Buen comportamiento del crédito al consumo. Freno en tarjetas.

DEPÓSITOS

Datos mensuales promedio

Datos a Marzo 2017	Var % a/a	Var % Trim Anualiz.	Var % Mes Anualiz.
TOTALES	48,6%	66,0%	30,2%
PRIVADOS	38,8%	20,7%	15,8%
En pesos	25,7%	18,4%	13,3%
Vista	34,9%	-0,8%	-1,5%
Plazo	16,8%	46,4%	29,8%
Otros	34,5%	-13,6%	18,1%
En dólares	97,9%	38,7%	27,5%
PÚBLICOS	86,7%	393,3%	83,3%

Fuente: Estudio Alpha en base a BCRA

PRÉSTAMOS AL SECTOR PRIVADO

Datos a Marzo 2017	Var % a/a	Var % Trim Anualiz.	Var % Mes Anualiz.
Préstamos en Pesos	23,9%	27,9%	16,7%
Adelantos	12,9%	8,8%	-6,7%
Documentos	9,9%	15,8%	-4,3%
Hipotecarios	18,5%	45,4%	34,6%
Prendarios	45,7%	58,9%	33,7%
Personales	44,2%	55,2%	54,7%
Tarjetas	26,4%	16,5%	9,2%
Otros	0,7%	9,0%	2,6%
Préstamos en Dólares	159,2%	44,6%	60,0%

Fuente: Estudio Alpha en base a BCRA

Aspectos a tener en cuenta

ABRIL

Vencimiento de depósitos en dólares del Blanqueo. Destinos

Pago de capital del BONAR X.

Principales variables a corto plazo

	jun-16	dic-16	ene-17	feb-17	mar-17	abr-17	may-17	jun-17
TCN \$/u\$s fdp	14,92	15,85	15,90	15,46	15,40	^{15,6} 15,9	^{15,6} 15,9	^{15,6} 15,9
Devaluación Mensual	6,5%	0,1%	0,3%	-2,8%	-0,4%	n.d.	n.d.	n.d.
Inflación INDEC	3,1%	1,5%	1,3%	2,5%	2,0%	2,2%	1,8%	1,6%
Tasa Política Monetaria	30,75	24,75	24,75	24,75	24,75	24,75	24,75	24,00
Tasa Badlar prom.	27,8	20,0	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,2
BM Var % a/a prom	26,7%	26,9%	35,3%	46,8%	35,0%	32,0%	28,0%	26,0%

Fuente: Estudio Alpha

Tipo de cambio

Termina influencia del blanqueo y viene la de maíz/soja.

Tasa de interés

El BCRA continuará sacando excedentes de liquidez sin corregir la tasa de referencia.

Nivel de actividad

1er bimestre flojo. Veremos impactos de suba de jubilados en marzo y algunos gremios (comercio, etc) en abril.

Inflación

Marzo en torno al 2% y abril algo superior. Expectativa por inflación núcleo.



Q

Quinquela
ASSET MANAGEMENT