

economics report

Mayo de 2015

proficio
investment

Contenido

Resumen Ejecutivo	3 - 4
Nivel de Actividad	5 - 8
Dinero y Bancos	9 - 17
Sector Público	18 - 20
Sector Externo	21 - 22

Resumen Ejecutivo

La economía real sigue sin mejoras a la vista.

- **Medida por el INDEC, la economía en enero estuvo apenas por debajo del año previo.** Estimaciones privadas indican que cayó el 3%.
- **El sector industrial sigue achicándose. Según las estadísticas oficiales la disminución fue del 2%, afectando cada vez a mayores sectores.** Otras estimaciones ubican la caída en torno al 7%. La construcción se tomó un respiro en febrero, pero la dinámica de los permisos para futuras obras sigue debilitándose.
- **El consumo interno se ha estabilizado en niveles de crecimiento por debajo del año previo.**
- **La reducción del superávit comercial de bienes superó los mínimos alcanzados en diciembre, pero en un contexto de achicamiento del nivel de intercambio.** Siguen cayendo las exportaciones y las importaciones.

Continúa el impulso fiscal y monetario. La “pax” cambiaria nominal sigue acumulando presiones reales en el marco del ciclo electoral.

- **A pesar que en marzo hubo un saludable descanso en el financiamiento al Tesoro,** la creación primaria se mantiene en niveles del 29% y la creación secundaria en niveles del 32%. No queda claro hasta donde puede extenderse el vigor de la demanda de pesos, con una economía muy amesetada y con suba de precios de bienes.

Resumen Ejecutivo

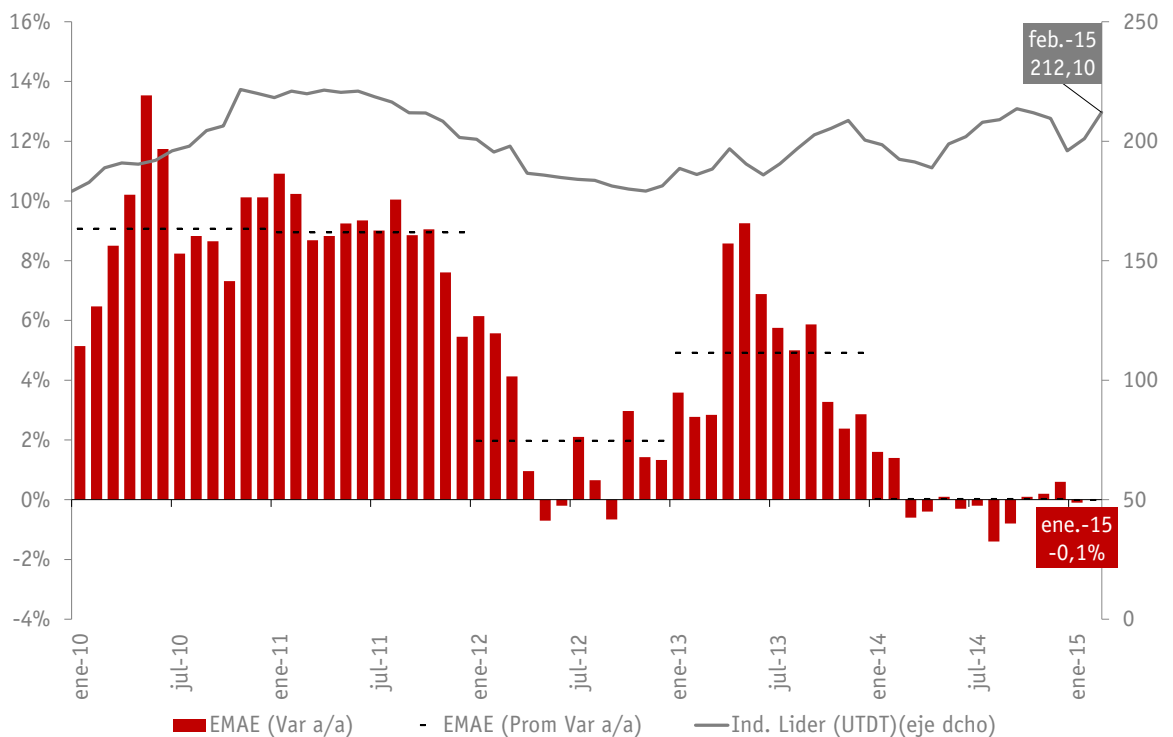
- **Los gastos en febrero se redujeron levemente**, pero aún están por encima de una recaudación que acusa altibajos y se ubica por debajo del desempeño del año previo.
- **La reservas se mantienen, con cierto deterioro en la calidad y presiones mayores sobre las mismas.** El BCRA volvió a vender más de US\$400 M y tuvo que activar nuevos tramos del “swap chino” (que ya acumula más de US\$ 4.500 M, según cifras no oficiales). En el marco anterior, la devaluación oficial sigue aumentando su ritmo (al 1%*m/m*) pero por debajo de la suba local de precios, no logrando recuperar competitividad cambaria real.

El sistema financiero sigue recuperando depósitos, pero no encuentra el mismo dinamismo a la hora de prestar.

- **Sigue mejorando la captación de depósitos.** En particular resalta la suba de depósitos a plazo en pesos. Los depósitos en dólares ya recuperaron más de US\$ 1.200 millones desde los mínimos del año anterior, aunque se encuentran lejos de los máximos históricos.
- **Marzo muestra indicios que podrían haberse empezado a superar los mínimos de capacidad de originación.** Pero la misma sigue estando sostenida por la financiación del consumo con tarjetas de crédito, a su tiempo beneficiada por programas oficiales (Ahora12).

NIVEL DE ACTIVIDAD | DINERO Y BANCOS | SECTOR PÚBLICO | SECTOR EXTERNO

Nivel General de Actividad y Expectativas



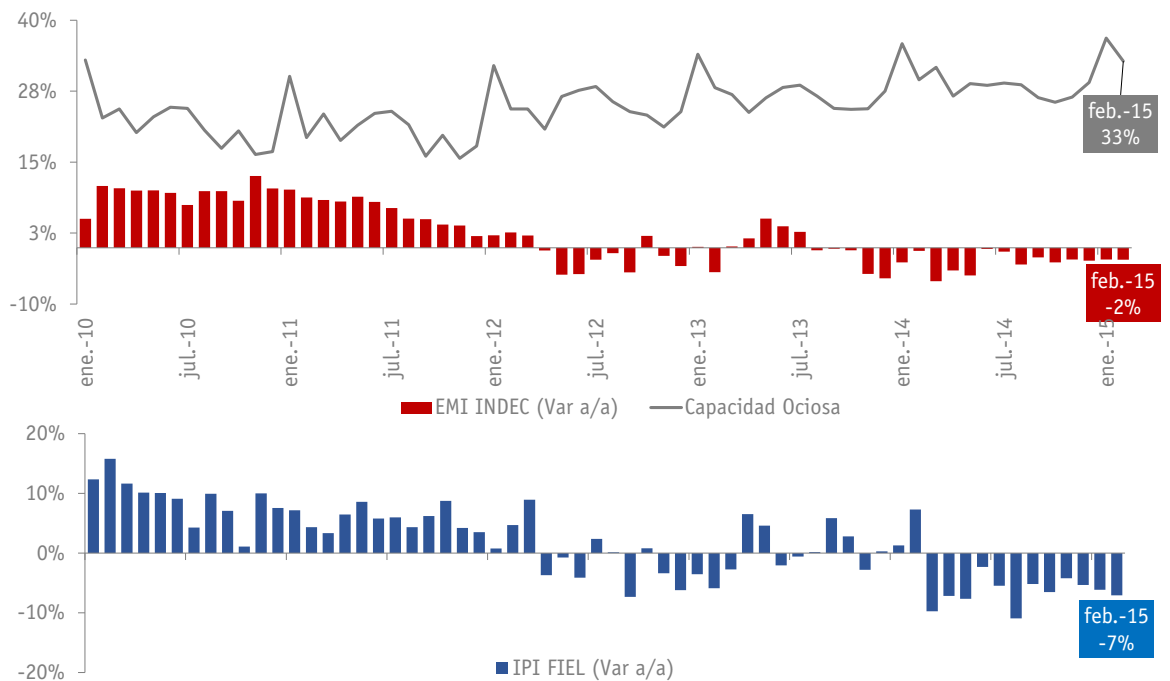
Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y UTDT

Para el INDEC la economía vuelve a contraerse levemente. No aparecen señales de mejoras para los próximos meses.

- Para el INDEC, en enero volvió a contraerse levemente la economía, después de tres meses de leves crecimientos. Sin embargo, mediciones privadas estiman que la caída fue del 3% a/a.
- El índice Líder de la UTDT (que intenta anticipar el comportamiento de la economía real a través de ciertas variables líderes) sigue mostrando leves mejoras, aunque no se reduce la probabilidad del 47% de enfrentar una recesión más profunda en los próximos meses.

NIVEL DE ACTIVIDAD | DINERO Y BANCOS | SECTOR PÚBLICO | SECTOR EXTERNO

Sector Industrial



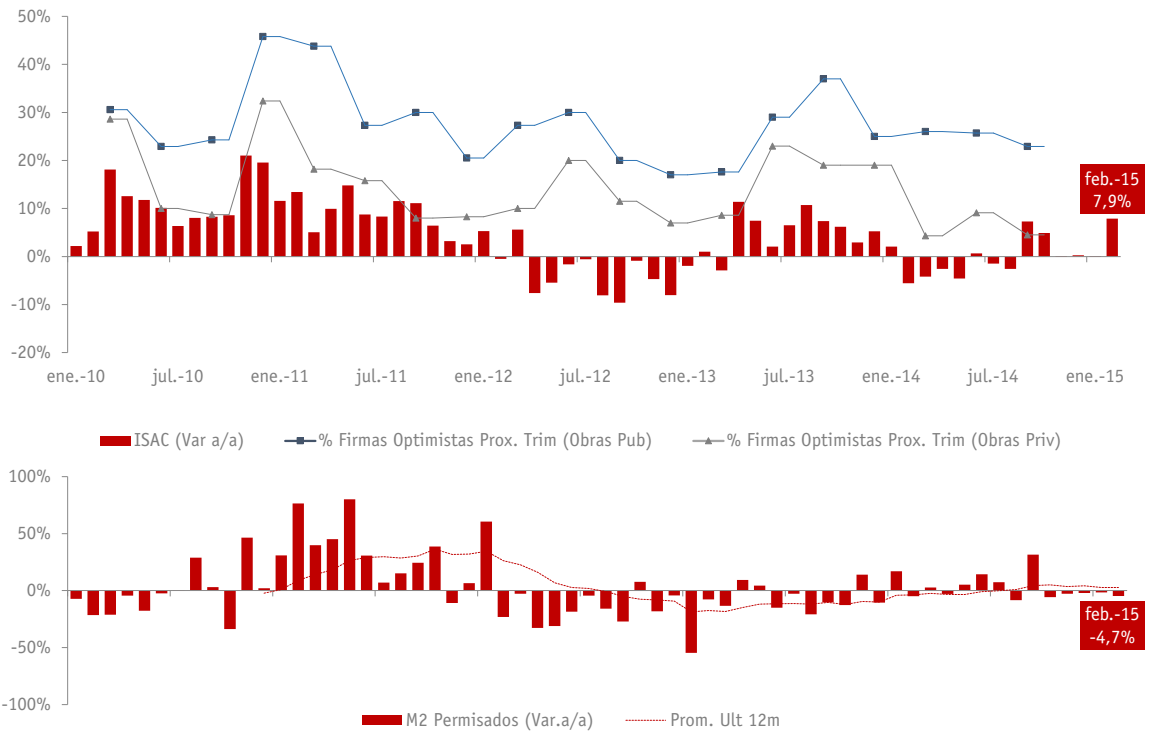
Fuente: Elaboración propia en base a INDEC, FIEL

La industria sigue acumulando malos resultados, para una proporción cada vez mayor de sectores afectados.

- En febrero 7 de los 12 sectores relevados registraron un nivel de actividad menores o iguales al mismo mes del 2013. Se contrajo significativamente la producción de autos (-15% a/a), la industria del tabaco (-17%) y la textil (-16%).
- Para FIEL la caída en la industria fue tres veces mayor que la medición oficial.
- Se redujo levemente la capacidad ociosa respecto del mes anterior, pero sigue siendo muy elevada.

NIVEL DE ACTIVIDAD | DINERO Y BANCOS | SECTOR PÚBLICO | SECTOR EXTERNO

Sector Construcción



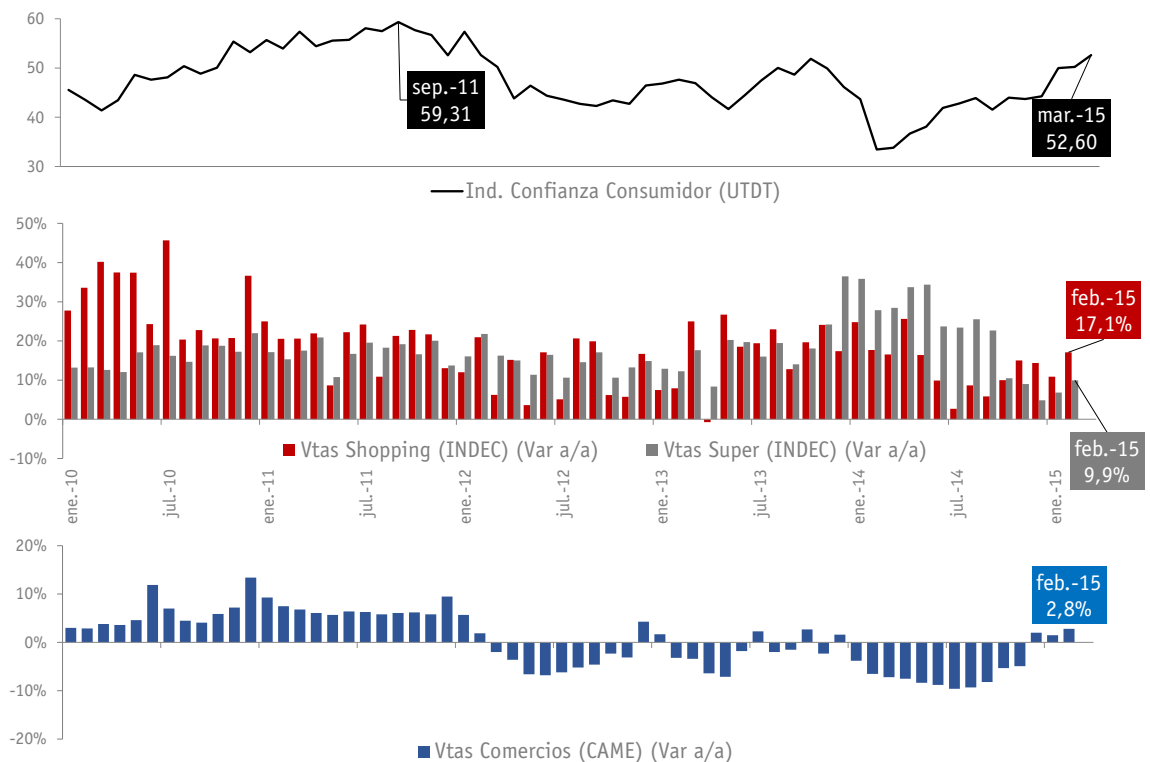
Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

La construcción se toma un respiro de las malas noticias. Pero los permisos para obras privadas se muestran débiles.

- El nivel de actividad en febrero creció fuertemente, con incrementos en todos los rubros que se sumaron a la robusta inversión del sector petrolero.
- Por quinto mes consecutivo los permisos de construcción para futuras obras no superan los niveles del año anterior.

NIVEL DE ACTIVIDAD | DINERO Y BANCOS | SECTOR PÚBLICO | SECTOR EXTERNO

Consumo Privado



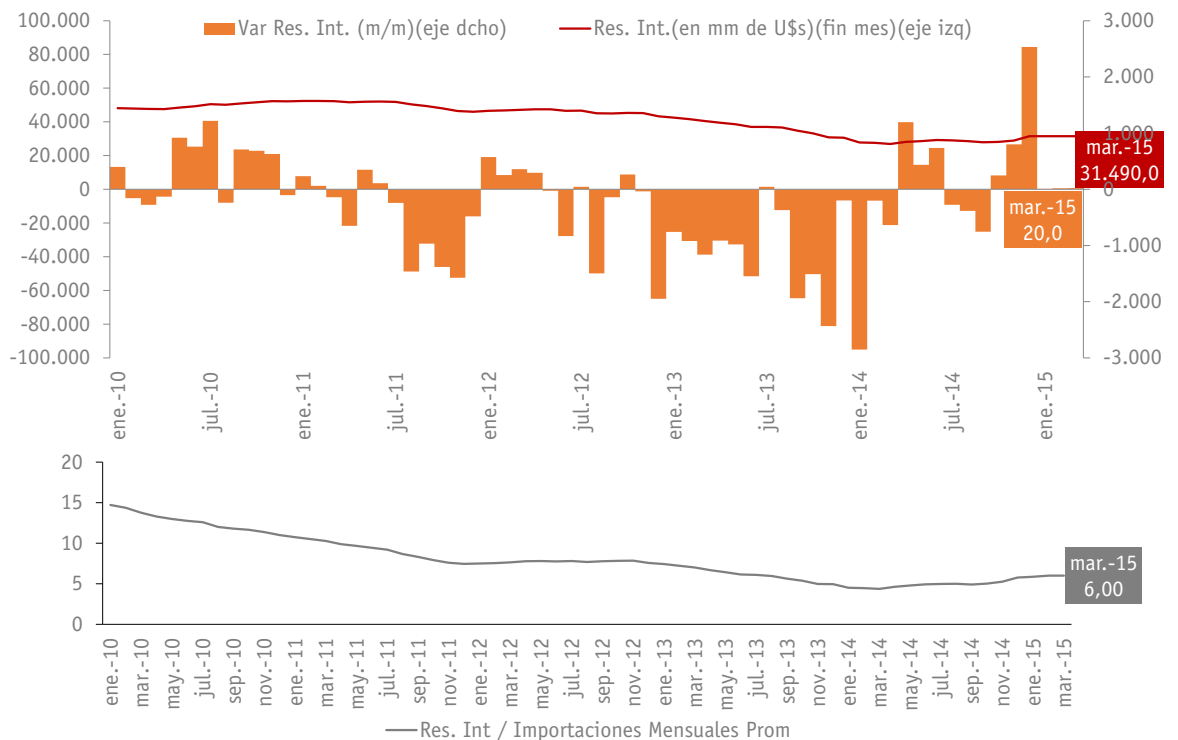
Fuente: Elaboración propia en base a INDEC, UTDT y CAME

El consumo ya recibió al otoño, pero las expectativas siguen mejorando lentamente.

- Según el INDEC, la dinámica del consumo ha mejorado pero está lejos de los niveles del año previo.
- Para CAME (Confederación Argentina de Mediana Empresa) febrero volvió a registrar por tercer mes consecutivo aumento de ventas minoristas, aunque lejos de las estimaciones oficiales.
- El índice de Confianza de la UTDT sigue mostrando un mayor optimismo, y se encuentra un 13% por debajo del máximo de los últimos cinco años. La mejora se dio tanto en las perspectivas personales como de las condiciones macro.

NIVEL DE ACTIVIDAD | DINERO Y BANCOS | SECTOR PÚBLICO | SECTOR EXTERNO

Intervención del BCRA



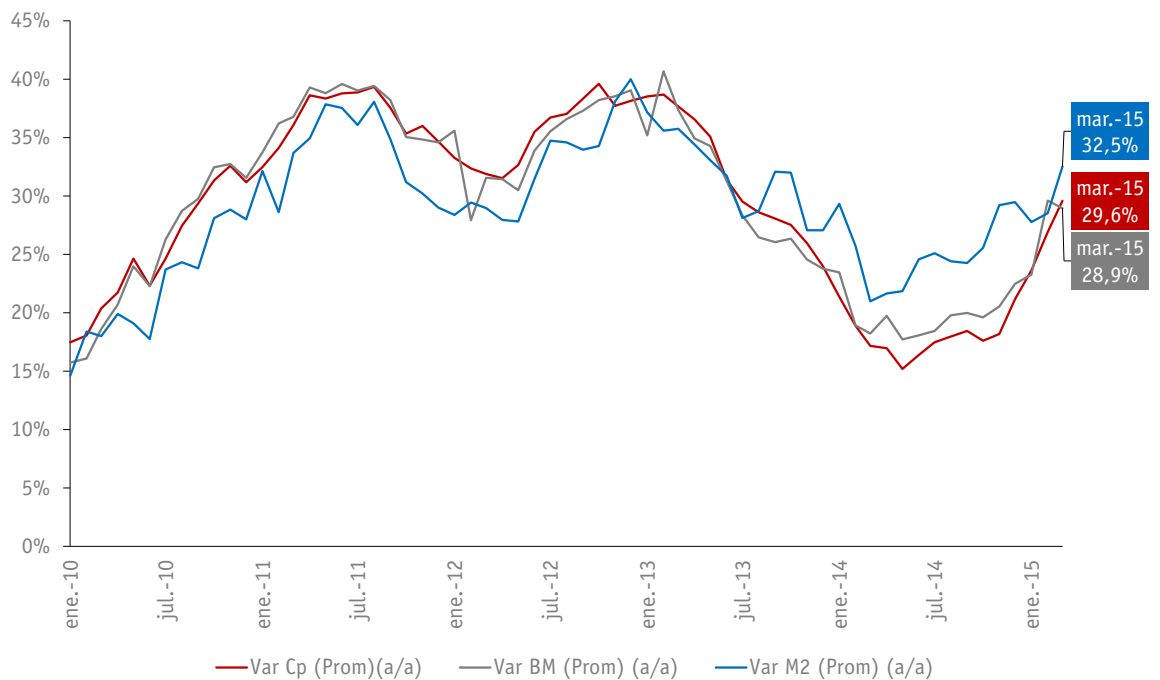
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Se mantuvo el nivel de reservas a pesar de las ventas de divisas, pero con deterioro en la calidad de las mismas.

- El BCRA vendió dólares por poco más de US\$ 400 M y activó dos tramos del acuerdo de monedas con China (acumulando más de US\$ 4.500 M en préstamos a fines de marzo)
- Hay que recordar que el stock incluye, además de la utilización de swaps de moneda con China y otros bancos, los servicios de títulos incluidos en el juicio con holdouts por aprox. US\$ 1.300 M que aún no se han pagado a los tenedores.
- Siguen los reclamos de importadores para regularizar el acceso al mercado de cambios para el pago de compras externas.

NIVEL DE ACTIVIDAD | DINERO Y BANCOS | SECTOR PÚBLICO | SECTOR EXTERNO

Expansión Agregados Monetarios



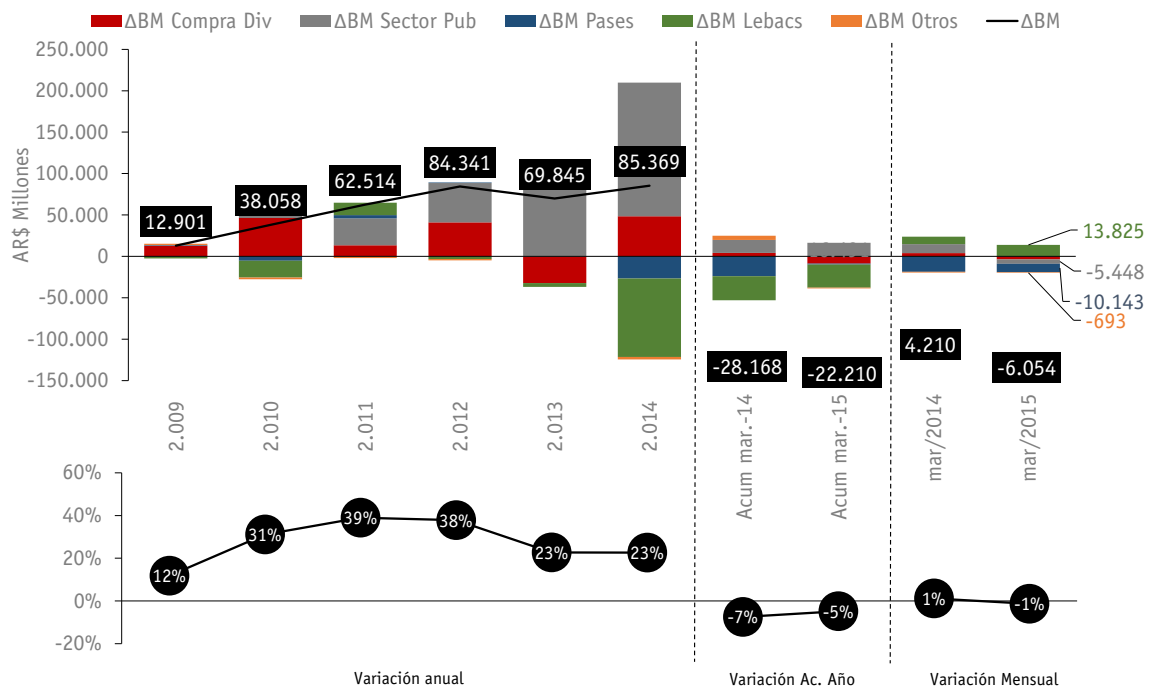
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Se mantiene la dinámica expansiva de la política monetaria.

- A pesar de una leve reducción en la tasa de crecimiento respecto de los meses previos, el Banco Central mantiene elevada la creación primaria de dinero, en una economía que no muestra señales claras de recuperación del nivel de actividad.
- La Oferta Monetaria, medida por M2, volvió a crecer por encima de la expansión primaria.

NIVEL DE ACTIVIDAD | DINERO Y BANCOS | SECTOR PÚBLICO | SECTOR EXTERNO

Expansión Primaria



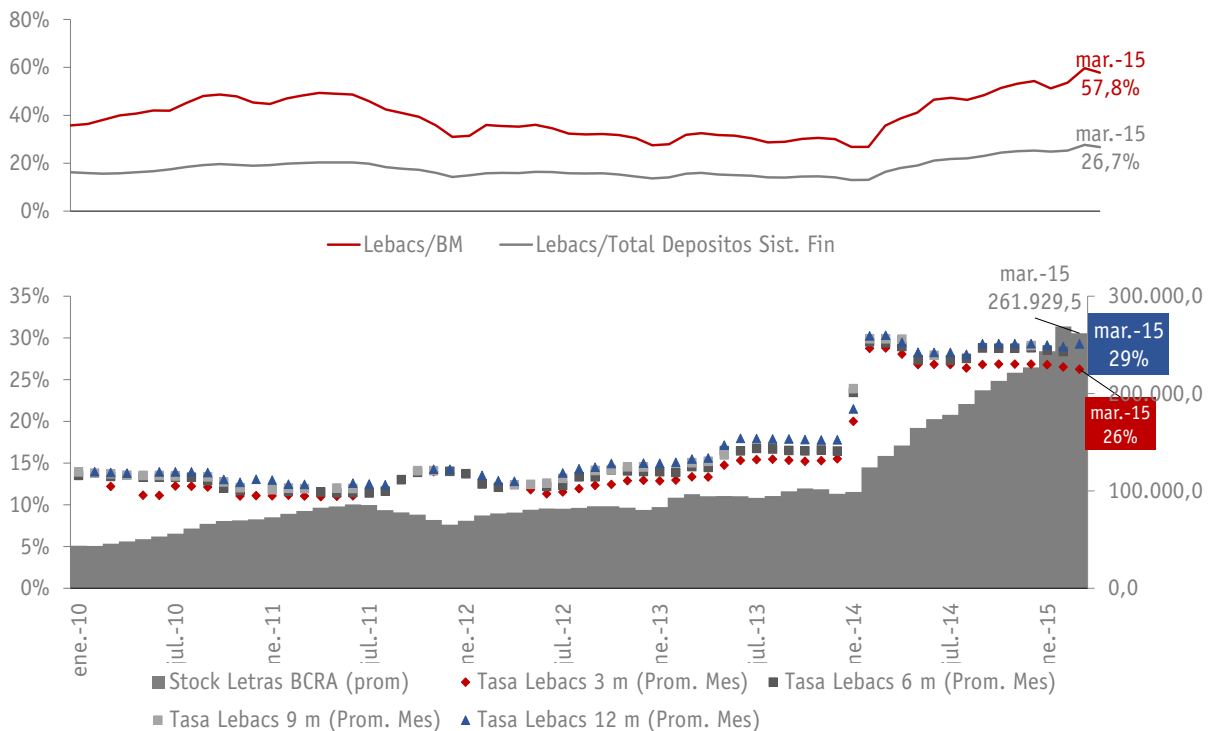
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

El Tesoro le dio un descanso al Banco Central, pero sigue siendo el principal factor de expansión monetaria.

- Marzo interrumpió la secuencia de diez meses consecutivos en que el sector público actuó como factor de expansión.
- En lo que va del 2015 se ha retirado relativamente menos dinero que en el año anterior.
- A fines de Marzo, el stock de financiamiento al Tesoro por el BCRA bajo la forma de Adelantos acumula \$258 mil millones (58% de la base). Lo anterior, no considera el uso de reservas para pago de servicios de la deuda, que a Febrero acumulaba un total de \$ 475 mil millones (107% de la base).

NIVEL DE ACTIVIDAD | DINERO Y BANCOS | SECTOR PÚBLICO | SECTOR EXTERNO

Instrumentos Política Monetaria



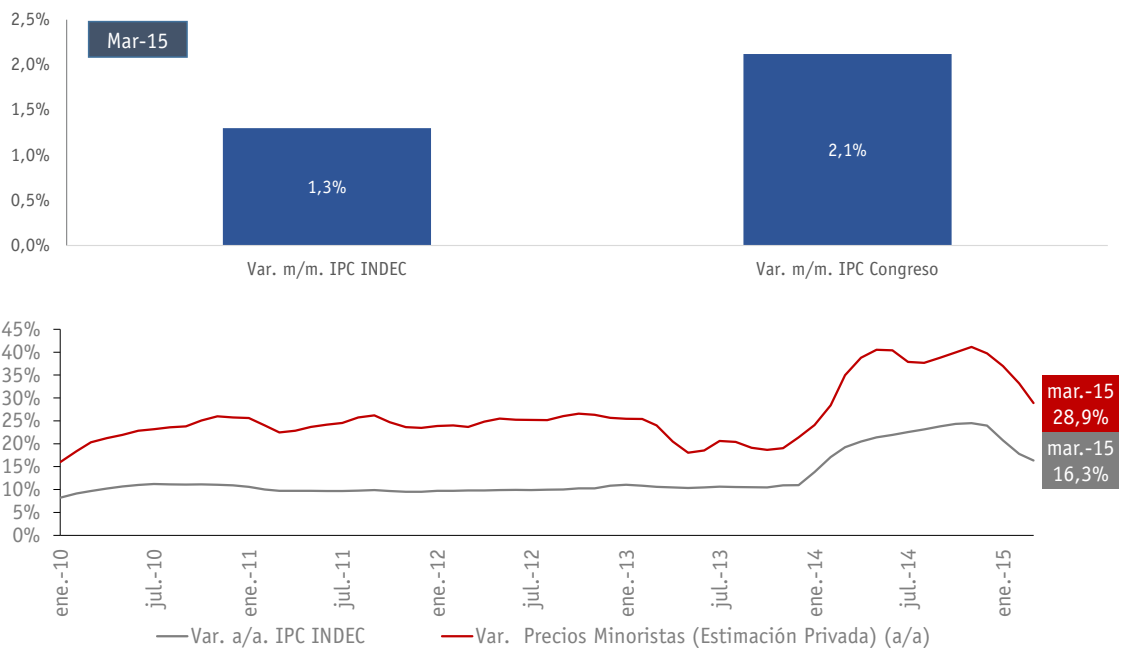
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

El Banco Central redujo el nivel de esterilización a través de Lebac, con leve empinamiento de la curva.

- Durante Marzo el BCRA redujo el stock de instrumentos en \$13.800 millones.
- En promedio las tasas a 3 meses se redujeron (-0,3 p.p.) y las de 12 meses aumentaron (+0,4 p.p.).
- En términos de la base y del total de depósitos, el stock se redujo respecto del máximo histórico registrado el mes anterior.

NIVEL DE ACTIVIDAD | DINERO Y BANCOS | SECTOR PÚBLICO | SECTOR EXTERNO

Nivel de Precios



Nota: La serie de Var. Precios Minoristas esta elaborado en base al IPC INDEC hasta Ene-07, a IPC 7 Provincias hasta Ene-11 y en adelante con Price Stats®. Para el último mes y en caso de rezago de información, se utiliza IPC-Congreso

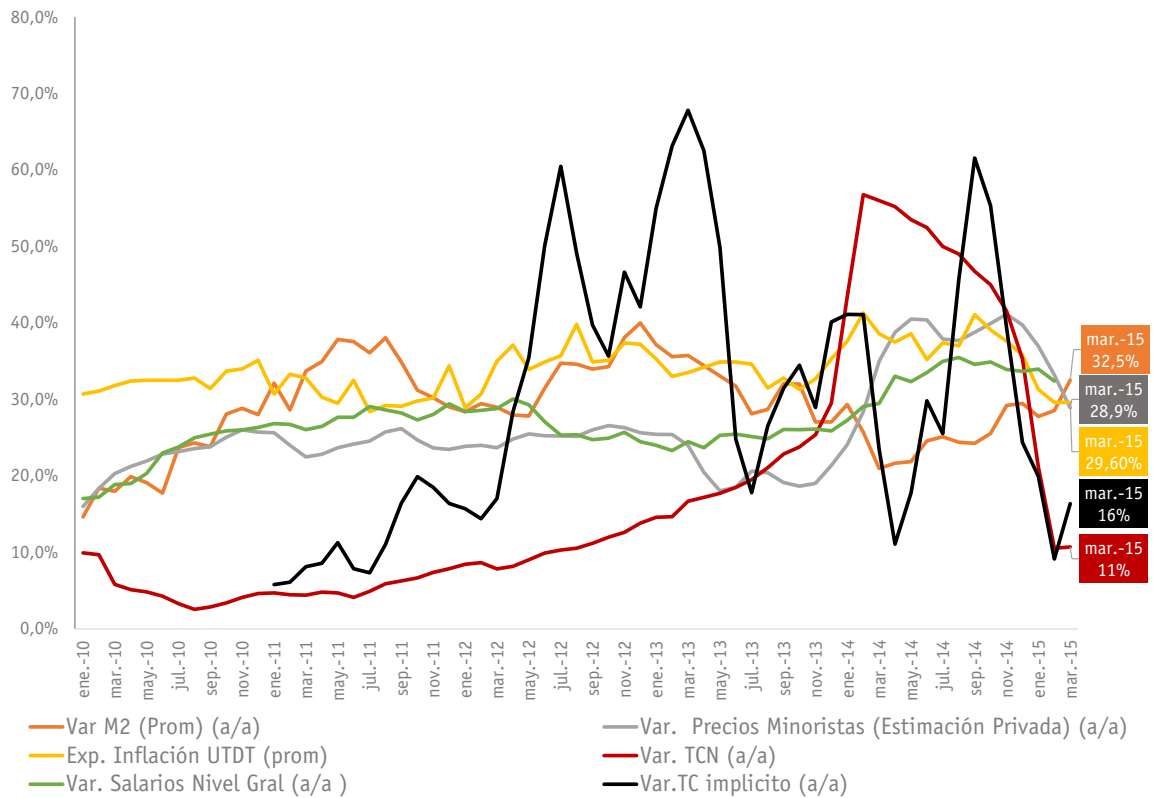
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Para el INDEC se registró un leve aumento respecto de los meses anteriores, y aunque con reducciones, la suba de precios sigue siendo considerable.

- Para estimaciones alternativas, el aumento de precios fue un 60% más alto que el de la medición oficial.
- El Ministerio de Economía pretender mantener el proceso de revisión del FMI sobre la metodología del IPC, pero sin que se expida un dictamen.
- Para el INDEC, las mayores subas se registraron en educación (4% m/m). Y la menor en esparcimiento (0,6% m/m).

NIVEL DE ACTIVIDAD | DINERO Y BANCOS | SECTOR PÚBLICO | SECTOR EXTERNO

Nivel de Precios



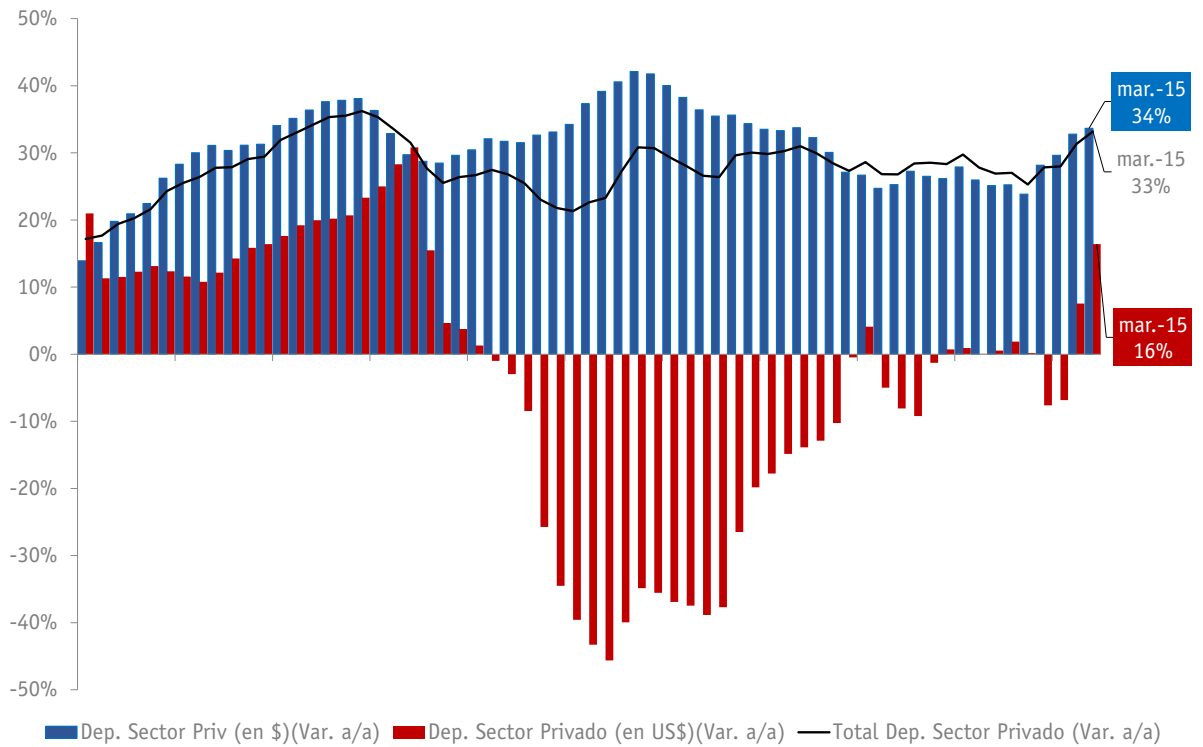
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA, INDEC, UTDT, Price Stats

Solo el “canal monetario” parece mantenerse inconsistente respecto de los esfuerzos para controlar la inflación.

- La incidencia cambiaria se mantiene relativamente baja, aunque corre contra reloj porque la suba de precios erosiona el tipo de cambio real.
- La política monetaria luce aún inconsistente, afectando las expectativas.

NIVEL DE ACTIVIDAD | DINERO Y BANCOS | SECTOR PÚBLICO | SECTOR EXTERNO

Crecimiento de Depósitos



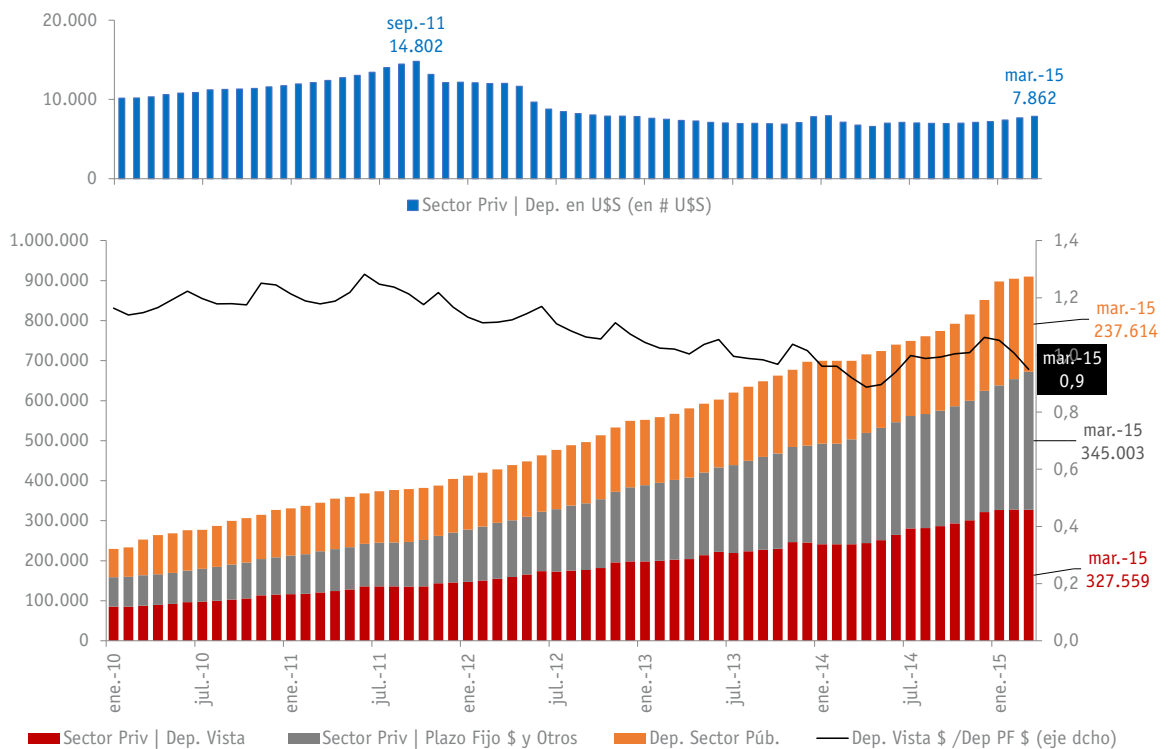
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Los depósitos mantienen el impulso de recuperación de los últimos meses y empiezan a crecer en términos reales.

- Vuelve a aumentar la tasa de crecimiento por 4º mes consecutivo.
- Aún considerando mediciones alternativas de suba de precios se confirma cierto crecimiento real.
- Los depósitos en dólares mostraron un importante aumento interanual, aunque respecto de valores que habían sido fuertemente afectados luego de la devaluación de enero de 2014.

NIVEL DE ACTIVIDAD | DINERO Y BANCOS | SECTOR PÚBLICO | SECTOR EXTERNO

Composición de Depósitos



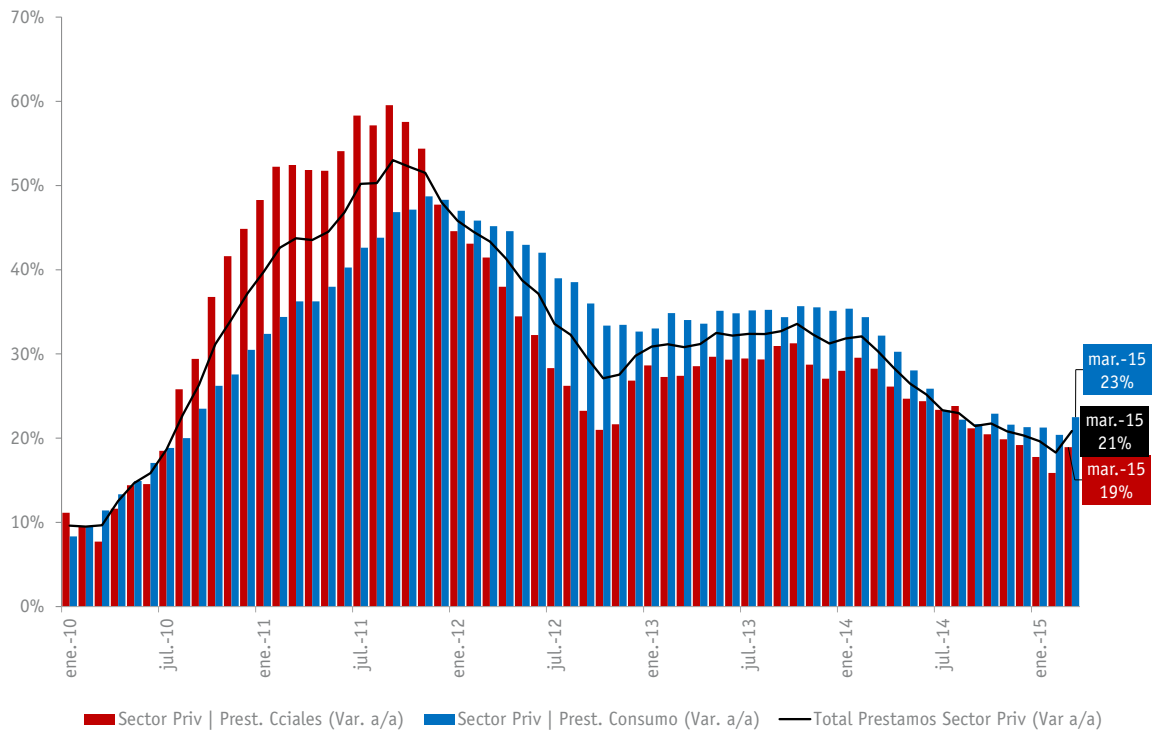
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

La suba de tasas pasivas impactó sobre la evolución de depósitos a plazo.

- Los depósitos públicos mantienen su ritmo de crecimiento de 21% a/a.
- Los depósitos en dólares aumentaron US\$ 189 M m/m. Respecto del mínimo de abril de 2014, registraron una recuperación de poco más de US\$ 1.250 M.
- El stock promedio de plazos fijos del sector privado aumentó 5,8% durante marzo, lo que por tercer mes consecutivo se encuentra por encima de la tasa de devengamiento de intereses, indicando que se están destinando nuevos fondos a plazos fijos.

NIVEL DE ACTIVIDAD | DINERO Y BANCOS | SECTOR PÚBLICO | SECTOR EXTERNO

Crecimiento de Préstamos



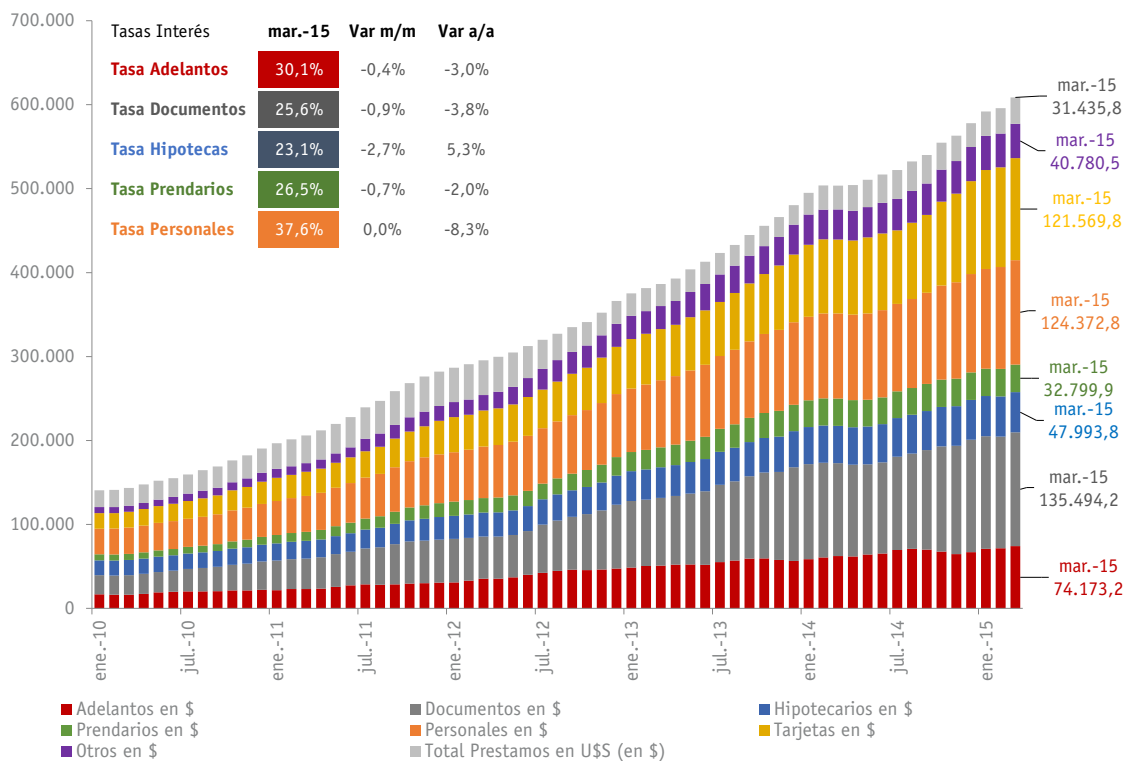
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

En el otro segmento del negocio bancario, el desempeño en Marzo podría indicar el piso a la contracción de la capacidad de originación crediticia.

- Un leve aumento en marzo interrumpe cuatro meses consecutivos de reducción en la tasa de generación de préstamos al sector privado, en un contexto de recesión y tasas de Lebac relativamente altas.
- No obstante, la originación comercial y al consumo se encuentran sustancialmente lejos de los niveles de mediados de 2013, donde crecían por encima del 30%.

NIVEL DE ACTIVIDAD | DINERO Y BANCOS | SECTOR PÚBLICO | SECTOR EXTERNO

Crecimiento de Préstamos



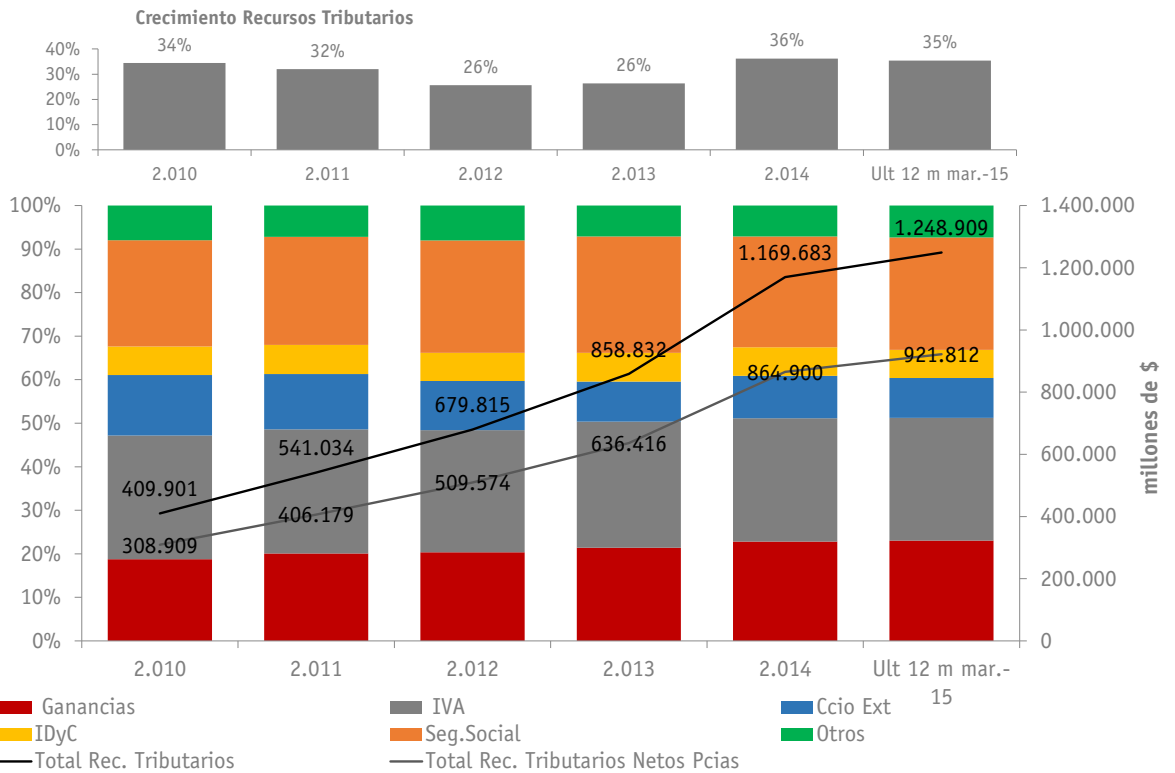
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Las tarjetas sostienen el leve crecimiento de los préstamos, en un mes de reducción en las tasas activas.

- Entre los préstamos al consumo, sigue destacándose el crecimiento de los saldos de tarjeta (37% a/a). Los préstamos personales mostraron una mejora respecto del mes previo (22%a/a).
- Entre los préstamos comerciales, el descuento de cheques creció apenas 22% a/a.
- Las tasas activas tuvieron una leve reducción durante Marzo para todas las líneas.

NIVEL DE ACTIVIDAD | DINERO Y BANCOS | SECTOR PÚBLICO | SECTOR EXTERNO

Recursos Tributarios Nacionales



Fuente: Elaboración propia en base a MECON y AFIP

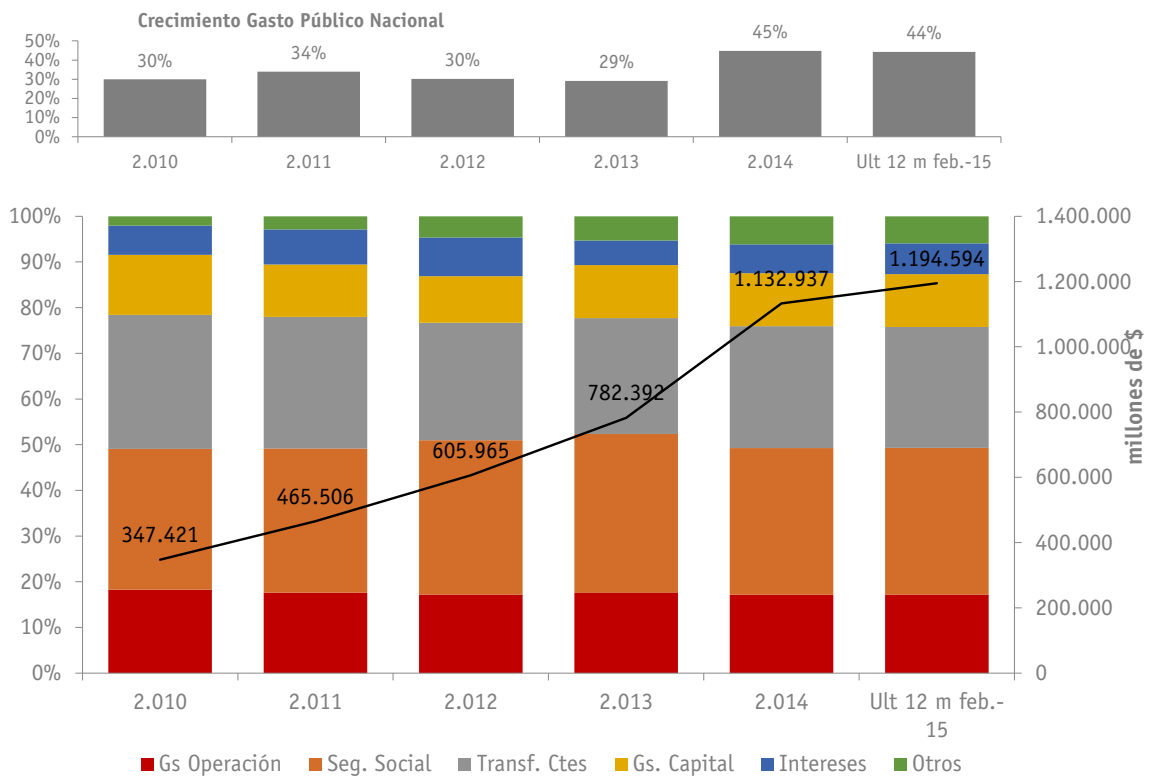
Aunque con resultados un poco mejor que los meses previos, la recaudación nacional está lejos de la performance de 2014.

- El Impuesto a las Ganancias aún mantiene el impulso de los resultados de 2013. Resta esperar que sucederá en abril y mayo con los vencimientos de parte de las DDJJ de 2014.
- El menor superávit comercial sigue afectando el cobro de retenciones, incluso a pesar de la devaluación nominal.

Detalle Rec. Tributarios	mar-15	Var. a/a	YTD Var. a/a
Ganancias	20.939	40%	40%
IVA	33.907	33%	27%
Ccio Ext	7.453	0%	0%
IDyC	6.876	31%	24%
Seg.Social	28.403	36%	35%
Otros	7.823	68%	60%
Total Rec. Tributarios	105.400	34%	32%
Transf. Pciales	27.980	38%	35%
Total Rec. Tributarios Netos	77.420	32%	31%

NIVEL DE ACTIVIDAD | DINERO Y BANCOS | SECTOR PÚBLICO | SECTOR EXTERNO

Gasto Público Nacional



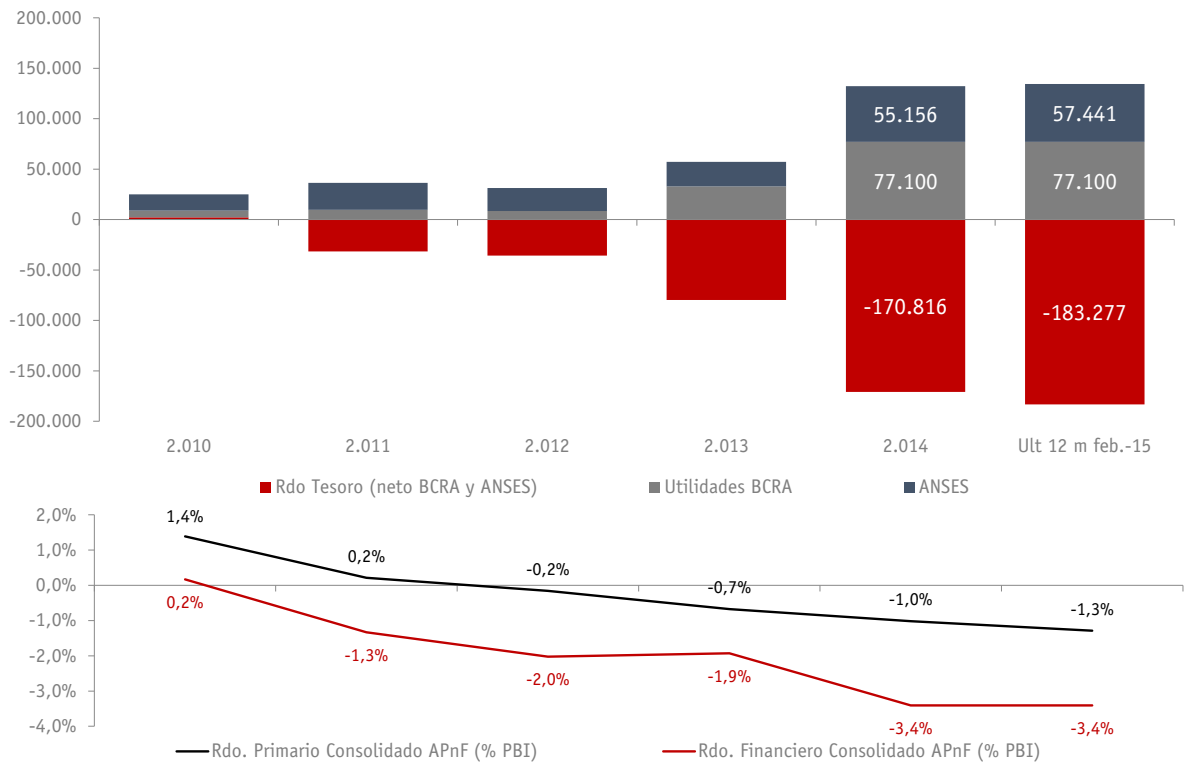
Fuente: Elaboración propia en base a MECON y AFIP

Aunque con una leve reducción respecto de meses previos, el aumento del gasto sigue siendo elevado.

- Respecto del aumento promedio de 45% en 2014 y al aumento de enero en similar cifra, Febrero muestra cierta desaceleración.
- Siguen sin resolverse la dinámica de los subsidios y del déficit de empresas públicas (casi \$1.850 M en febrero).

Detalle Gastos	feb-15	Var. a/a	YTD Var. a/a
Gs Operación	18.159	31%	38%
Seg. Social	33.837	39%	41%
Transf. Ctes (exc. Cop. Pcial)	28.453	40%	33%
Gs. Capital	10.410	43%	45%
Intereses	2.866	33%	147%
Otros Gs.	4.368	67%	18%
Total Gastos	98.093	39%	42%

NIVEL DE ACTIVIDAD | DINERO Y BANCOS | SECTOR PÚBLICO | SECTOR EXTERNO



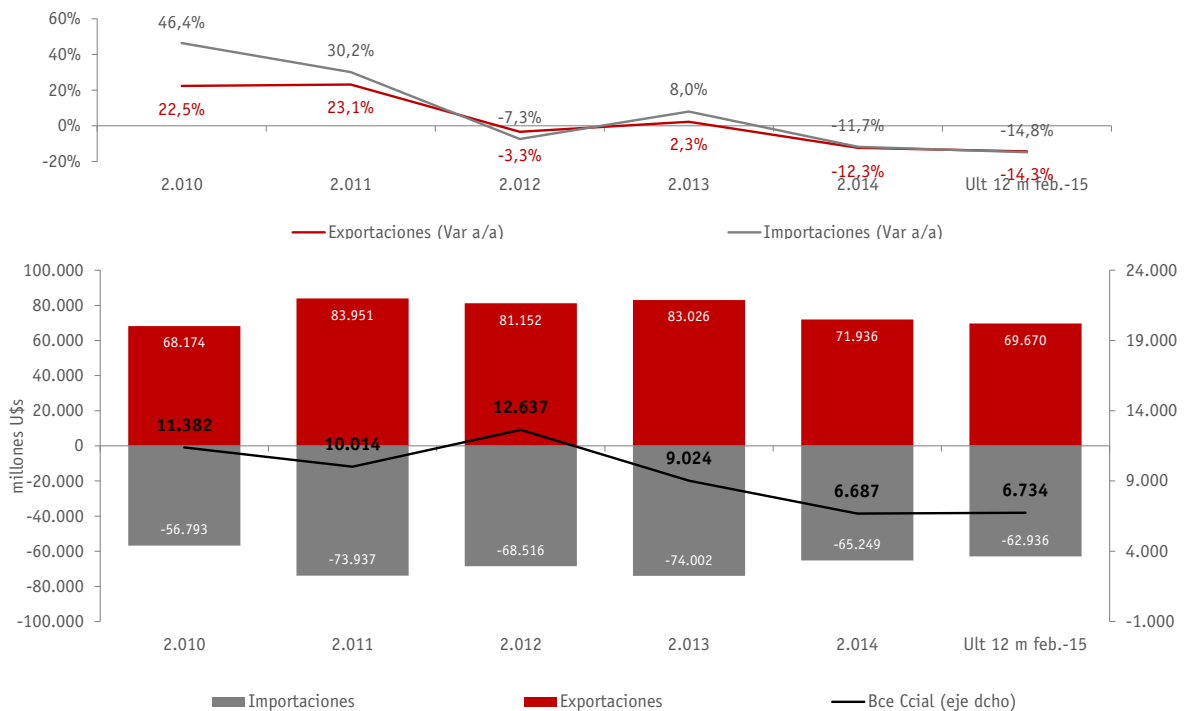
Fuente: Elaboración propia en base a MECON y AFIP

El resultado de gastos que siguen creciendo fuertemente y recursos que muestran el impacto de la recesión, es un déficit primario creciente.

- En febrero se registró un déficit primario consolidado de más de \$ 13.000 millones, a pesar del superávit previsional de \$ 3.900 millones, lo que implicó un aumento de 140% a/a.
- Luego del pago de intereses, el déficit financiero de febrero fue de casi \$16.400 millones.
- Lo anterior suma presión a la necesidad de avanzar en la obtención de financiamiento a través de la emisión de deuda voluntaria, y no solo a través de la monetización. Por supuesto, este camino también tendrá el costo de suplantarse créditos que de otro modo irían a financiar proyectos privados.

NIVEL DE ACTIVIDAD | DINERO Y BANCOS | SECTOR PÚBLICO | SECTOR EXTERNO

Balance Comercial



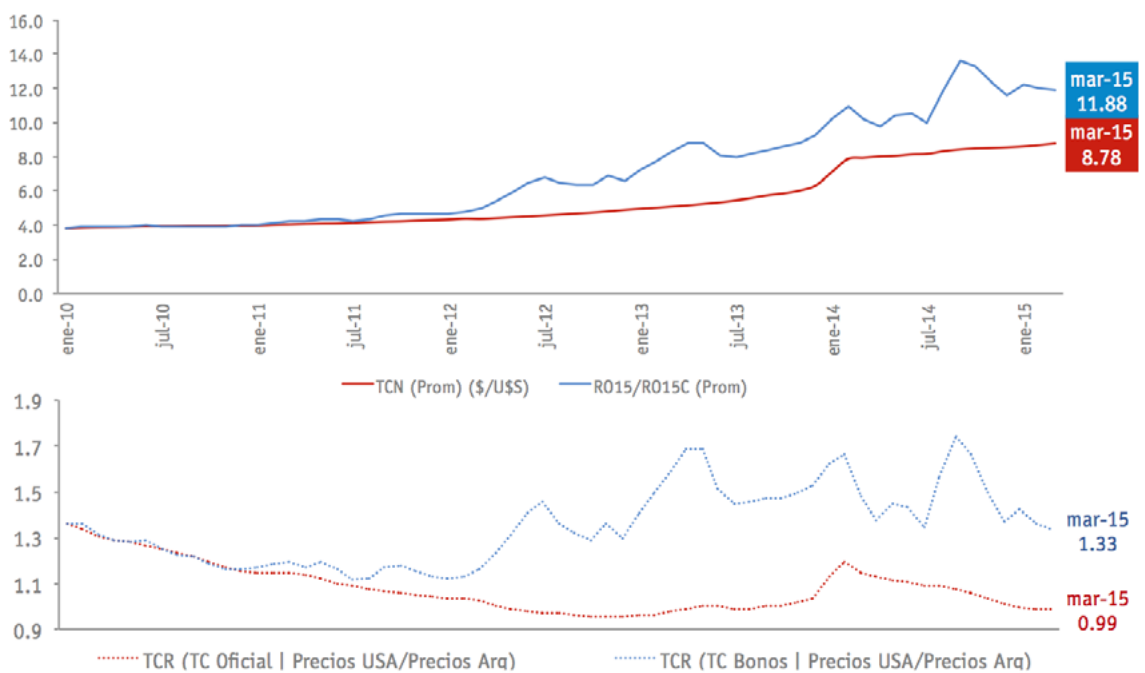
Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

El superávit comercial dejó de comprimirse, pero en un contexto de continuo achicamiento del intercambio comercial.

- En Febrero, el superávit de la Balanza de Mercancías fue de US\$ 53 M, lo que significó una escasa mejora respecto de US\$ 44 M de igual mes de 2014. Las exportaciones se redujeron en similar medida que las importaciones (-26% a/a).
- Las exportaciones se redujeron por la contracción conjunta de cantidades (-14% a/a) y precios (-12% a/a). Por 15° mes consecutivo se reducen las cantidades exportadas. Las importaciones cambiaron por menores cantidades (-20% a/a) y baja de precios (-7% a/a).

NIVEL DE ACTIVIDAD | DINERO Y BANCOS | SECTOR PÚBLICO | SECTOR EXTERNO

Competitividad Cambiaria



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA y BCBA

Vuelve a aumentar la tasa de devaluación oficial y a achicarse la brecha con otros precios de la divisa. Con un dólar más fuerte en el mundo y la suba local de precios se agrava la apreciación real.

- Aumentó levemente el ritmo de la devaluación oficial, al 1,0% m/m, por cuarto mes. Esta devaluación estuvo por debajo de la inflación oficial y por debajo de cualquier estimación alternativa de cambio de precios.
- En la evolución del tipo de cambio real (con el dólar) desapareció la devaluación de enero de 2014. Incluso con estimaciones alternativas de inflación, el TCR está por debajo de los niveles de fines de 2001.
- La brecha con el tipo de cambio implícito en bonos vuelve a reducirse.

proficio investment

info@proficioinvestment.com
Tel: +5411 4343 1000
25 de Mayo 267, Piso 8 Oficina 48
Buenos Aires (C1002ABE) Argentina

www.proficioinvestment.com
facebook.com/proficioinvestment
[@ProficioInvest](https://twitter.com/ProficioInvest)