

Argentina: Reporte Mensual SBS

Protegidos por el blanqueo impositivo

Esperanza Renovada y Riesgos Pendientes. Fortalecido por una adhesión extraordinaria al blanqueo impositivo el gobierno retomó la iniciativa política oponiéndose exitosamente a un reforma impositiva onerosa promovida por la oposición, introduciendo cambios alentadores en el gabinete económico, y dinamizando la generación de políticas de consolidación fiscal y de modernización económica, como el reciente acuerdo con gremios, empresas y provincias para promover inversiones en el yacimiento de Vaca-Muerta. Este renovado impulso político junto a la mejora económica proyectada para el 2017 puede ayudar al gobierno a reafirmar su mandato para seguir avanzando en un proceso de normalización económica e institucional. Mientras tanto, el gradualismo fiscal, aunque en el corto plazo facilitado por el masivo blanqueo, sigue representando la debilidad mayor del proyecto oficialista, en particular en un contexto internacional que se muestra crecientemente incierto y donde la posible suba de tasas internacionales se preserva como una amenaza real. De todos modos, las últimas semanas han refrescado las razones para mantener un cauto optimismo en los activos argentinos, sin menospreciar el riesgo externo y los desafíos internos pendientes.

Actividad. Los últimos datos disponibles sugieren que la economía ya ha alcanzado un piso de actividad para iniciar un camino de recuperación. Es razonable esperar que el 2017 muestre un crecimiento de casi 3%, a medida que la desaceleración de precios se confirme mayor a la de los salarios, se ejecute el aumento programado del gasto de pensiones y de obra pública, y comience o se extienda el mayor gasto de inversión en sectores como el agro y la energía. Una nueva reversión política en Brasil o una suba más marcada en las tasas internacionales son los principales peligros de corto plazo. Una tímida mejoría de la inversión, sigue siendo el mayor desafío de largo plazo.

Moneda e Inflación. Respaldado por los logros inflacionarios del año pasado, se espera que el BCRA afiance su objetivo de desaceleración inflacionaria sosteniendo tasas reales positivas. De todas maneras, el logro de las metas oficiales va a seguir parcialmente boicoteado por una política fiscal expansiva, llevando la inflación de 19% anualizada en 4Q16 a niveles levemente inferiores hacia fin de este año. Así mismo, la combinación actual de políticas es probable que mantenga el sesgo de atraso cambiario, con un ARS/USD que se deprecia menos que la inflación, excluyendo posibles disrupciones en el mercado internacional.

Fisco y Financiamiento. Beneficiado por el blanqueo se espera un déficit primario 4.2% del PBI en 2017, menor al objetivo de 4.8% para 2016, y una necesidad financiera neta en moneda dura de menos del 2% del PBI, contra 6% en 2016. La actual trayectoria fiscal anticipa una relación deuda producto de más del 37% hacia fin de mandato, en 2019, todavía manejable desde la perspectiva regional, pero sin espacio para evitar mayores esfuerzos a partir del 2018. Sin embargo, la reducida necesidad financiera post blanqueo es la gran novedad positiva.

	2016	2017	2018
Actividad Económica			
PBI Real (% A/A)	-2,4	2,9	2,4
PBI Nominal (% A/A)	36,4	26,1	20,1
PBI Nominal (ARS MM)	7.988	10.074	12.094
PBI en USD (MM)	541,2	586,1	621,5
Inflación			
Inflación GBA INDEC (% dic/dic)	39,6	19,8	14,1
(% prom)	40,4	23,5	16,8
Inflación CABA (% dic/dic)	41,0	19,9	14,1
(% prom)	41,4	24,0	16,9
Mercado Monetario			
Tasa Pase 7 Días (%dic)	24,8	22,4	18,0
Lebacs 35 días (%dic)	24,8	21,4	16,0
Badlar Privada (%dic)	20,1	17,8	14,1
Base Monetaria (% dic/dic)	26,2	25,2	17,4
M2 Privado (% dic/dic)	23,2	28,5	21,2
Crédito Priv. en ARS (% dic/dic)	16,2	30,9	19,8
Mercado Cambiario			
ARS/USD (dic prom)	15,8	18,1	20,4
ARS/USD (prom)	14,8	17,2	19,5
TC Real (1=dic/01)	1,03	1,01	1,00
Cuentas Externas			
Saldo Comercial (USD MM)	2,2	1,9	2,2
Exportaciones (USD MM)	57,8	62,5	66,4
Importaciones (USD MM)	55,5	60,6	64,2
Cuenta corriente (USD MM)	-13,8	-15,8	-15,9
(% PBI)	-2,6	-2,7	-2,5
Reservas internacionales(USD MM)	38,8	40,9	41,5
Sector Público			
Res. Primario sin Rentas (ARS MM)	-380,0	-430,5	-489,0
(% PBI)	-4,8	-4,2	-4,0
Res. Financiero (% PBI)	-4,9	-4,6	-4,5
Deuda pública total (USD MM)	262,0	294,9	329,5
(% PBI)	51,9	53,1	55,3
D. con S.Privado + IFIs (USD MM)	123,3	158,5	194,2
(% PBI)	24,4	28,6	32,6
Stock Lebacs (ARS MM, fin p.)	650,0	905,3	1.175,3
(% PBI)	8,2	8,9	9,6

USOS (USD M)	2016	2017	FUENTES (USD M)	2016	2017
	Estimado	Oficial		Estimado	Oficial
Déficit Primario	24.283	23.000	Organismos internacionales y bilaterales	3.000	3.850
Intereses	7.032	8.603	Entes Públicos	7.500	2.000
Capital	8.720	20.247	Refinanciación Letes	7.645	4.500
Títulos públicos	4.507	17.428	Facilidad Privada con Bancos (repo)	0	6.000
Organismos inter. y bilaterales	4.213	2.819	Mercado Local	17.000	14.000
Ley de Reparación Histórica		-3.100	Peso	5.818	7.000
Banco Central	-10.838	-8.400	Dólar	11.182	7.000
Acuerdo hold-outs	10.600		Mercado Internacional	23.000	10.000
Otros (diferencia no explicada)	18.347		Sin Hold-outs	12.400	10.000
Necesidades de Financiamiento:	58.145	40.350	Fuentes de financiamiento:	58.145	40.350

El gobierno retoma la iniciativa

Los eventos de las últimas semanas han mostrado a la administración Macri retomando la iniciativa y ofreciendo nuevas razones para ilusionarse con un cambio más definitivo. El extraordinario éxito del blanqueo impositivo tal vez haya sido el gran propulsor de un pequeño cambio de humor político y el gobierno pareciera querer aprovechar el momento. Aunque una mayor impronta del gobierno en realidad se empezó a revelar antes, o cuando las cifras del blanqueo no eran todavía de público conocimiento.

La primera gran prueba de carácter en las últimas semanas fue la respuesta ofrecida a la amenaza montada por la oposición política para aumentar el mínimo no imponible del impuesto a las ganancias y extender el alcance del mismo a principios de Diciembre. Inicialmente, esa coacción del Frente para la Victoria (ex-miembros del gobierno Kirchnerista) y la oposición más moderada del peronismo disidente de Sergio Massa lograron pasar por la cámara de Diputados una reforma que representaba un costo fiscal de más de 1% del PBI en 2017 (contra 0,25% de la propuesta oficial), aún después de extender la base imponible en forma altamente distorsiva al sector del juego, el financiero y la minería, entre otros. Además introducía una serie de esquemas de descuentos que empeoraban notablemente la fiscalización de todo el impuesto.

Esa propuesta opositora no sólo fue una clara demostración de fuerza política, sino que también insinuaba una suerte de rebelión fiscal, tal vez intentando minar aún más la vulnerable situación del gobierno en materia de ingresos en miras al año electoral. Afortunadamente el gobierno, después de eximir una preocupante falta de coordinación parlamentaria, se opuso con firmeza a la propuesta opositora, ocupándose de resaltar las debilidades técnicas del proyecto y, al mismo tiempo, de sumar apoyo político entre los gobernadores de la oposición. La administración Macri también aprovechó para resaltar el oportunismo político representado por el ex-ministro Kicillof, que en sus años de ministro o vice ministro en el cargo nunca aceptó discutir cambios similares en el impuesto o en el mínimo no imponible, y el ex-intendente Massa, quien enfrentó a Kicillof todo ese tiempo.

La férrea posición del gobierno, junto con la re-consideración de la oposición no Kirchnerista del costo político de la movida, fue clave para lograr un acuerdo más comprensivo entre las fuerzas políticas, corrigiendo las debilidades del proyecto opositor y reduciendo su costo fiscal a menos de la mitad, o 0,5% del PBI.

El segundo gran éxito del gobierno fue la masiva adhesión obtenida en el blanqueo impositivo. Aunque no necesariamente producto de un renovada confianza en la administración, sino mas bien de un contexto internacional menos permisivo, los USD97,8MM reportados a Diciembre sobrepasaron las expectativas mas optimistas (la posibilidad de este riesgo "benigno" fue resaltada en nuestro reporte anterior). Es mas, dado que se espera que los contribuyentes financieramente mas educados hayan decidido participar con el pago en bonos de Marzo, que permite evitar la sobretasa del 15% y aprovechar el seguro de cambio explícito en el blanqueo, es

NUEVO ESQUEMA DE IIGG

	Oficial	
	ARS M	% PBI
Costo Fiscal	49.598	0,51
Nación	24.904	0,26
Anses	14.681	0,15
TN	10.223	0,10
Pcias	23.432	0,24
ATN	1.262	0,01
Financiamiento	18.305	0,19
Impuesto al juego	8.969	0,09
Impuesto al dólar futuro	6.836	0,07
IVA cías extranjeras	2.500	0,03
Gcias a personal PJN	n.d.	n.d.
Reparto x Suba Presión Tributaria	18.305	0,19
Nación	8.641	0,09
Anses	2.746	0,03
TN	5.895	0,06
Pcias	9.508	0,10
ATN	156	0,00
Costo Fiscal Neto	31.293	0,32
Nación	16.263	0,17
Provincias + ATN	15.030	0,15

Blanqueo: Totales Etapa I + Etapa II

Activos declarados USD M: **97.842** **31/12/2016**

Regularización Activos en el País USD M:	13.715
Cash declarado	7.275
Inmuebles locales (25.005 un., USD 83.500 prom)	2.087
Créditos y otros	2.600
Resto	1.753
Regularización Activos en el exterior USD M:	84.127
Cuentas bancarias	26.131
Inversiones	37.748
Participaciones	14.687
Inmuebles (20.008 un., USD 208.500 prom)	3.965
Resto	1.596

Recaudación (ARS M)

106.769

Claves del plan de explotación de Vaca Muerta

- USD5.000M en inversiones en Vaca Muerta 2017. USD15.000M anuales a partir de 2018
- Extensión de Plan Gas hasta 2020.
- Se eliminan retenciones a exportación de petróleo.
- Multiplicar x10 la fuerza laboral en Vaca Muerta
- Aumentar productividad en Vaca Muerta con adenda en convenio colectivo que incorpora el petróleo y el gas no convencional
- Inversiones en obras de vialidad y ferrocarriles

muy probable que todavía falte al menos 25% de la presentación de riqueza total a sumarse al este beneficio impositivo extraordinario.

Principalmente el blanqueo representa un alivio magnifico en la necesidad financiera del gobierno para este año, que inicialmente lucía desafiante, particularmente luego del cambio financiero global que se empezó a insinuar a partir de las elecciones americanas del pasado noviembre. Los ARS106,8MM recaudados (USD6,8MM o 1.3% del PBI) significan casi un punto porcentual del PBI de sobre-ingreso sobre la pauta presupuestaria. Si a eso se le suman otros USD3,0MM potenciales en Marzo (conservadoramente), el blanqueo estaría cubriendo la mitad del financiamiento del año originalmente proyectado para los mercados internacionales, moderando sensiblemente uno de los riesgos principales que conlleva la estrategia de gradualismo fiscal que promueve el gobierno Macrista (para mayor elaboración ver la discusión en nuestro reporte del mes pasado titulado "*Una estrategia viable pero riesgosa....*").

La notable reducción de la exposición al contexto internacional para el año 2017 fue confirmada la semana pasada con la presentación del programa financiero para el año que realizó el flamante Ministro de Finanzas, Luis Caputo. Dicho programa estima emisiones por solo USD10MM en mercados internacionales, o menos de USD4MM netos de amortizaciones de títulos públicos, que compara con una emisión neta de USD12,4MM en 2016, excluyendo los USD10,6MM utilizados para cerrar el conflicto legal con los holdouts.

La tercera demostración de protagonismo renovado del gobierno Macrista fue la decisión de remover al Ministro de Economía Alfonso Prat Gay (APG), promoviendo el nombramiento de Nicolas Dujovne y Luis Caputo como ministros de una cartera ahora dividida en Economía y Finanzas. La remoción de APG mostró un Presidente Macri prescindiendo de un aliado político de reconocimiento internacional para favorecer mayor cohesión del equipo de gobierno y dinamismo en la ejecución de políticas.

Al margen de las notables diferencias de criterio entre APG y el jefe de gabinete Marcos Peña, el ministro saliente parecía tener su propia agenda política, lo que a menudo influía negativamente en la concreción de una coordinación mayor de políticas activas que pudieran representar algún costo político. Como visible demostración de esa inacción resultante en materia económica, en sus primeros días en el cargo el flamante Ministro Dujovne comenzó a explicitar objetivos de consolidación del gasto público y reducción de la carga impositiva para la actividad económica, junto con la necesidad de buscar mayor flexibilización del mercado laboral.

En total sintonía con el renovado discurso eficientista del gobierno, este mostró inmediatamente otra buena iniciativa, anunciando un acuerdo entre empresas petroleras, provincias asociadas, sindicatos, y el gobierno nacional para fomentar el desarrollo de las reservas del yacimiento gasífero-petrolero de Vaca- Muerta, donde todas las partes involucradas cedían alguna prerrogativa a cambio de un mayor compromiso de inversión en infraestructura a nivel oficial y sectorial a nivel de empresas. Más aún, en el anuncio formal del acuerdo el Presidente Macri anticipó mas acuerdos similares por concretarse en otros sectores de la economía nacional.

Dujovne y Caputo, nuevo Gabinete Económico



Primeras señales de recuperación

La información parcial disponible sobre el cuarto trimestre de 2016 sugiere que el nivel de actividad podría haber alcanzado un piso y estar iniciando un camino de recuperación. La relativa estabilización de los indicadores de consumo sobre el cierre del año junto a la continuidad de una política de gasto público expansiva, el rebote de la inversión tras un fuerte desplome que se produjo en los primeros nueve meses del año, y la ligera mejora de las exportaciones estarían determinado un incipiente repunte de la actividad económica.

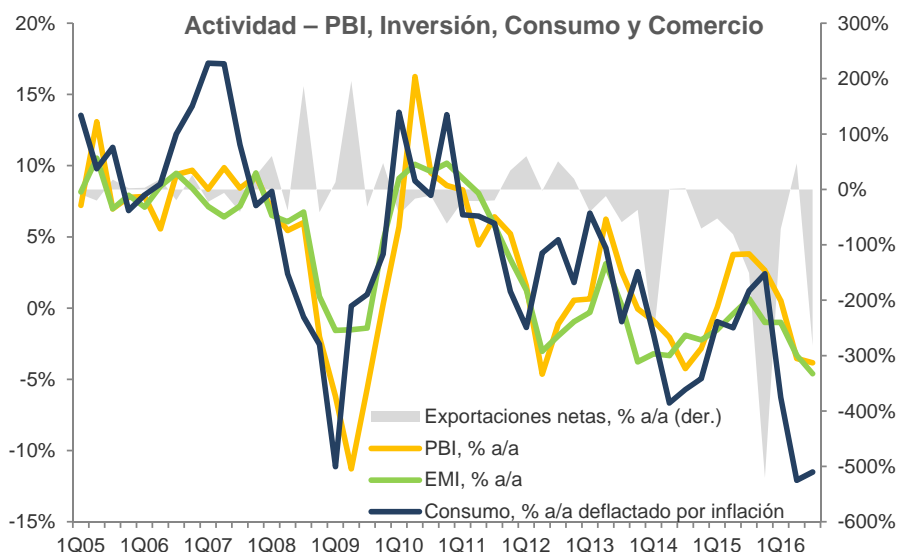
Las cifras de consumo presentaron un comportamiento mixto luego de experimentar una clara y nítida tendencia negativa en los primeros nueve meses de 2016. La capacidad de compra de las familias experimentó un crecimiento del 4,5% T/T en el 4T16, tras registrar una caída del 1,0% en el 3T16 y una marcada contracción del 15,2% en el 2T16. Las ventas minoristas de CAME registraron una mejora del 3,7% M/M en diciembre, manteniéndose casi estable en el 4T16 (cayeron apenas 1,0%), o moderando significativamente el ritmo de contracción respecto de trimestres anteriores (-6% T/T en el 3T16). Por último, las ventas de automóviles al mercado interno treparon 36% T/T en el 4T16, revirtiendo la merma observada en el 3T16 (-10,7% T/T).

La demanda de inversión también mostró un repunte en el 4T16. El sector de la construcción medido a través de los despachos de cemento al mercado interno exhibió una mejora del 6,9% T/T en el 4T16, tras registrar una caída del 19,8% S/S en el 1S16. Esta tendencia también fue acompañada por el resto de los componentes de la inversión, con la demanda de maquinaria y equipo de producción y de transporte registrando señales más que alentadoras. La producción de bienes de capital medida a través del índice que elabora FIEL registró una expansión del 37% T/T en el 4T16 (computando el bimestre octubre-noviembre), revirtiendo la totalidad de la caída exhibida en el 3T16 (25.1% T/T). La venta de maquinaria agrícola experimentó un crecimiento del 20,5% A/A en el 4T16, registrando una aceleración con relación a la tendencia previa (16% A/A en el 3T16). Las ventas de utilitarios se mantuvieron en niveles elevados a lo largo del último trimestre del año, registrando un aumento del 27,8% T/T, recuperando la merma exhibida en los tres meses previos (21,7% T/T). Así mismo, las importaciones de bienes de capital se incrementaron un 5.5% A/A en el 4T16, tras registrar una contracción de 1% A/A en el 3T16.

Del mismo modo, las exportaciones de bienes aumentaron un 7,1% A/A en los dos primeros meses del 4T16, luego de exhibir una caída del 0.5% A/A en el 3T16, impulsadas por las mayores ventas de productos primarios (+22% A/A).

Por último, el gasto público primario real habría crecido 15% T/T en el 4T16, según nuestras estimaciones, registrando un segundo trimestre de crecimiento a tasas elevadas (21% T/T), revirtiendo la caída observada en el primer semestre del año (12,1% S/S).

Fecha datos	INDICADOR	% M/M	% A/A
Oct-16	EMAE	-0,1	-4,7
Nov-16	EMI	n,a,	-4,1
Nov-16	ISAC	n,a,	-9,4
Dic-16	Despachos de Cemento	-7,0	0,9
Nov-16	Costo de Construcción	1,4	n,a,
Oct-16	Ventas Super.	9,0	25,6
Oct-16	Ventas Shoppings	20,20	13,8



PBI real (Var % A/A)	2016	2017	2018
PBI	-2,4	2,9	2,4
Importaciones	5,0	8,1	7,0
OFERTA GLOBAL	-0,9	4,0	3,4
DEMANDA GLOBAL	-0,9	4,0	3,4
Demanda doméstica	-1,5	3,8	3,7
Consumo total	-0,7	3,4	3,3
Cons. Privado	-1,2	3,2	3,7
Cons. Público	1,9	4,2	1,0
Inversión	-5,2	5,9	5,6
Exportaciones	2,2	4,8	3,7

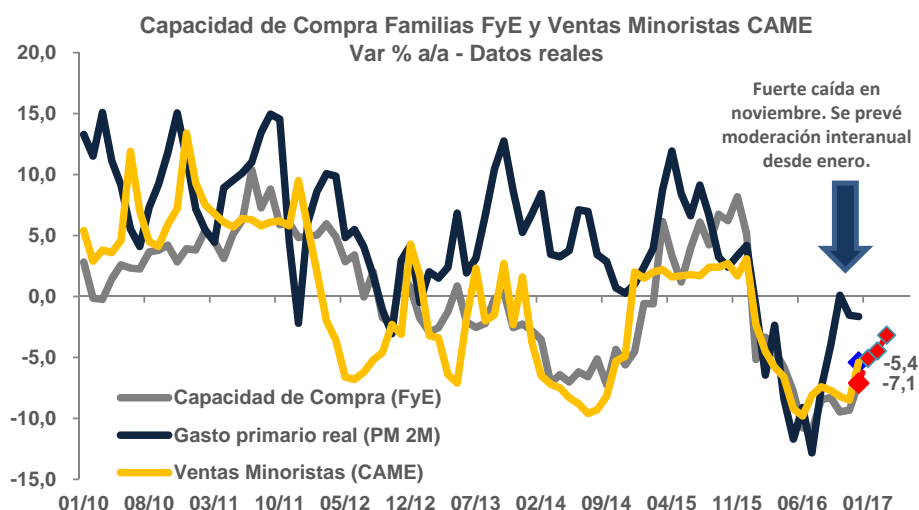
Con estos indicios observados en la demanda agregada, se vislumbra que el nivel de producción interna mostraría un ligero repunte en el 4T16, quebrando una recesión de cuatro trimestres de caída consecutiva. Y dada la continuidad de una política fiscal ligeramente expansiva, es esperable que en el primer trimestre de 2017 se vayan consolidando las señales de piso. Esta estabilización debiera estar motorizada por el efecto ingreso positivo asociado a la recuperación de los salarios y las pensiones reales como consecuencia de la fuerte desaceleración de los precios domésticos, el mayor ritmo ejecución de obra pública, y el aumento de la demanda de inversión en sectores específicos, como el agro, energía, servicios públicos y en menor medida por la construcción (que parte de niveles muy bajos de actividad).

Naturalmente, si el impacto contractivo de la economía de Brasil se modera, y no se produce un deterioro significativo del contexto financiero internacional que todavía ofrece financiamiento a tasas relativamente bajas (asumiendo cierta estabilización de spreads 50-75pbs arriba del pasado reciente después que el efecto Trump es digerido), se puede anticipar un crecimiento de 2,5%- 3,0% en 2017.

Este escenario base de recuperación presenta un elevado nivel de incertidumbre debido a la multiplicidad de factores que lo pueden alterar y a la arriesgada estrategia macroeconómica elegida por el Gobierno, todo lo cual nos puede llevar a revisar al alza como a la baja nuestros pronósticos de crecimiento económico de 2017.

En primer factor de incertidumbre está determinado por la amplitud de escenarios globales que se presentan con la irrupción de Trump en el escenario internacional. Por lo pronto, no puede descartarse un escenario donde el exceso de ahorro global termine absorbiendo las políticas de estímulo que Trump propone y los mercados financieros mundiales recuperen la tendencia previa. En ese contexto el efecto Trump, con un aumento del déficit externo de la economía norteamericana, terminaría siendo financiado por el resto del mundo sin que se produzca una corrección financiera significativa que afecte la disponibilidad de crédito para los países emergentes. Sin embargo, tampoco puede descartarse otros escenarios más extremos, aunque menos probables, en los cuales Trump acompañe a una política fiscal expansiva una política comercial muy dura. Este mix de políticas podría provocar una suba de la tasa de interés aún mayor y generar un creciente proteccionismo mundial, gatillando una importante revisión de las decisiones de inversión global, con efectos marcadamente negativos sobre la oferta de financiamiento para los países emergentes.

En segundo factor de incertidumbre está asociado al escenario local que se presenta luego del éxito del blanqueo, lo cual plantea riesgos y oportunidades dependiendo de las reacciones políticas del Gobierno, especialmente en un año electoral. Aunque la actual administración ha logrado avances importantes en la eliminación de distorsiones microeconómicas, la agenda fiscal ha quedado relegada en un segundo plano. Si bien es una buena señal la decisión del Gobierno de retomar la agenda de gradualismo fiscal con el nombramiento de Nicolás Dujovne como Ministro de Hacienda, tampoco puede descartarse la posibilidad de que el Gobierno vuelva a relajar la política fiscal de gasto público. En este caso, el aparente retorno a la prudencia fiscal sería una respuesta a un probable deterioro del escenario financiero mundial, mostrando la política fiscal un carácter pro-cíclico.



Esquemas de metas para doblegar la inflación

Como resultado de la aplicación de una política monetaria prudente, el Banco logró una reducción importante de la tasa de inflación en el segundo semestre del 2016. Aún en un contexto de fuerte ajuste de precios relativos, la desinflación de 2S16 fue en línea con la trayectoria de prevista por la propia entidad. De esta forma, la tasa de inflación medida por el Índice de Precios al Consumidor del INDEC se ubicó en 1,4% promedio mensual en la segunda mitad de 2016, alcanzando niveles de 1,3% en diciembre, siendo claramente inferior a la observada en los primeros seis meses del año (4,8%).

A pesar del logro de una reducción de la tasa de inflación en 2016 e incluso con las propuestas para 2017 (12/17%, equivalente a 0,9/1,3% mensual), se espera que la autoridad monetaria mantenga una política monetaria con sesgo contractivo para alcanzar la meta prevista para el presente año.

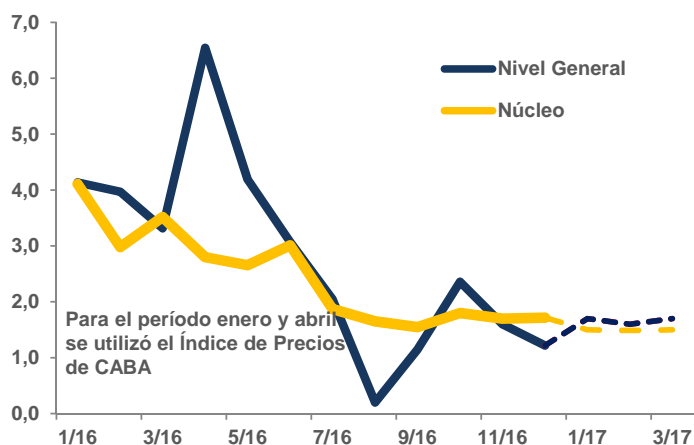
La política de recomposición de precios regulados, que se espera continuará siendo activa, va a imponer un "piso" no menor a la tasa de inflación de 2017. Si bien no existe un cronograma total y preciso de suba de precios regulados, contabilizamos más de 20 incrementos probables a lo largo del corriente año. Uno de agua, dos de gas y luz, dos o tres de prepagas, TV por cable y combustibles, más subas de parquímetro, subte, colectivo y taxis, entre otros. De este modo, aun cuando el incremento de precios regulados resultara en 2017 más moderado que en 2016 (30% versus 86,9% Y/Y), la inflación "núcleo" debería ser menor a 14% este año (equivalente a una inflación mensual del 1,1%) para que el Banco Central cumpla con la meta "techo" de inflación del año (17%).

De la misma manera, la rigidez observada en las expectativas inflacionarias pueden restringir el grado de éxito desinflationario. De acuerdo a la encuesta REM del BCRA las expectativas de inflación para 2017 no terminan de ceder, manteniéndose en 21,0%, o marcadamente por arriba de las metas de inflación pautadas por el Banco Central. Esto le impone cierta inercia al proceso inflacionario, condicionando negativamente la tasa de inflación esperada y, por lo tanto, las negociaciones salariales de 2017. Lo último particularmente importante si el nivel de actividad económica comienza a recuperarse, como es de esperarse.

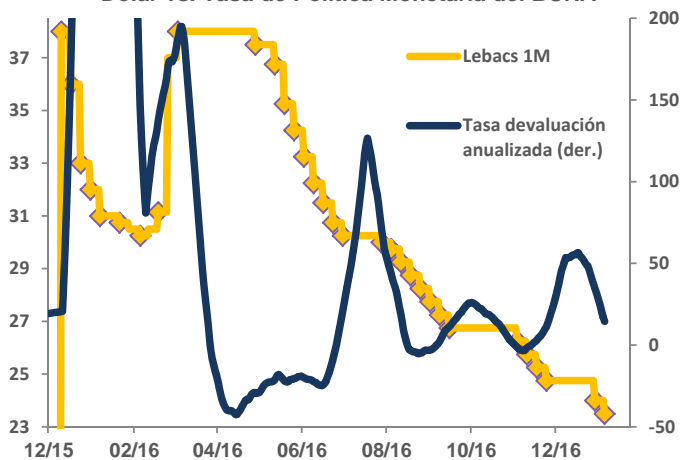
De este modo, dada la decisión de continuar el proceso de desinflación en un contexto de ajustes de precios relativos al alza, se espera que el Banco Central mantenga una política monetaria prudente que siga convalidando tasas cortas (35 días) de interés reales positivas en torno al 4% anual. Huelga aclarar, que la continuidad de una política monetaria restrictiva junto a una política de gasto público con sesgo expansiva financiada con dólares tenderá a prolongar la dinámica de apreciación real cambiaria.

Fecha datos	INDICADOR		% M/M	% A/A
Monetarios				
Dic-16	BM (ARS M)	851.739	7,7	41,6
Dic-16	M2 (ARS M)	1.333.102	7,8	31,6
Dic-16	Stock Lebac (ARS M)	611.762	3,0	75,1
Dic-16	Prestamos Priv.	1.066.338	2,2	31,7
	Prendarios	53.850	3,3	33,3
	Personales	217.946	3,3	38,2
	Tarjetas de Crédito	230.760	1,8	36,8
	Hipotecarios	61.373	4,8	29,3
	Depósitos Priv.	1.513.503	5,0	45,7
	CC	269.339	4,7	34,7
	Caja de Ahorro	560.804	8,2	113,0
	A plazo	568.069	2,8	13,7
	En USD	21.650	4,9	104,5
Dic-16	Inflación		1,2	
	Alimentos y bebidas		0,4	
	Indumentaria		0,0	
	Vivienda y serv. Básicos		0,2	
	Equipamiento y mant. del hogar		0,1	
	Atención médica y gasto en salud		0,1	
	Transporte y comunic.		0,2	
	Esparcimiento		0,2	
	Educación		0,0	
	Otros		0,1	

Reducción de las Presiones Inflacionarias
IPC INDEC - Var% MoM



Dólar vs. Tasa de Política Monetaria del BCRA



El financiamiento seguirá siendo externo

Las cuentas externas del país han sido el principal canal de financiamiento de la economía el año pasado, y lo seguirán siendo en el 2017. La proyección de una recuperación económica este año impone cierto deterioro en la balanza comercial y la cuenta corriente. Pero al mismo tiempo se estima que el ingreso de capitales más que compense ese deterioro.

Los últimos datos comerciales, a noviembre, confirman un gradual recuperación de las exportaciones, mientras las importaciones siguen declinando al 7% A/A. Así es que con las exportaciones de noviembre totalizando USD4,8MM, o registrando una caída de 2,3% A/A, el superávit comercial del mes fue de USD101MM, acumulando un superávit de USD2,0MM contra el déficit de USD1,9MM contabilizado en los primeros 11 meses del 2015. Ello permite proyectar un superávit comercial de USD2,2MM para todo el año 2016, contra un déficit de USD3,0MM en 2015. Sin embargo, debido a una suba importante en el déficit por rentas el año pasado, la mejora de la cuenta corriente para todo 2016 debiera ser menor, totalizando un déficit de USD13,8MM o de 2,6% del PBI, contra USD16,8MM en año previo, o de 2,7% del PBI de ese año.

Mientras tanto, la cuenta financiera y el stock de reservas internacionales presentaron una substancial mejora producto del fuerte ingreso de capitales al país, debido mayormente a las colocaciones de deuda realizadas por el sector público y el corporativo. En efecto, a pesar de la mínima mejora del déficit comercial, el incremento de las divisas de origen financiero se tradujo en un fortalecimiento de USD13,2MM en las reservas internacionales del Banco Central, llevando el stock de reservas a USD38.772M, el nivel más elevado desde principios de 2013.

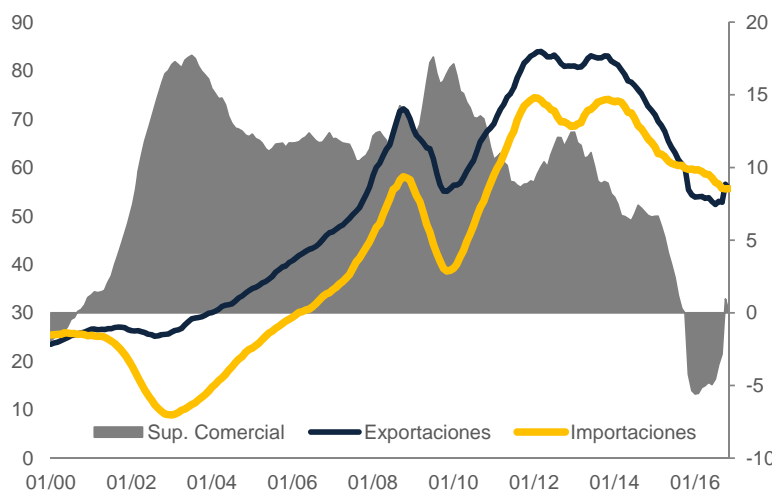
El fortalecimiento de las cuentas externas debiera continuar durante el corriente año, aunque a un ritmo mucho más moderado. En tal sentido, se espera que el impacto negativo en las exportaciones, producto del continuo estancamiento del comercio global, termine siendo más que compensado por las mayores ventas agrícolas proyectadas y la debilidad que mostrarán las importaciones, aunque recuperándose al ritmo de la actividad económica local. Por ello mismo se proyecta un déficit de cuenta corriente de 2,7% del PBI en el 2017. Sin embargo, se espera que la cuenta de capital aporte otros casi USD20MM de financiamiento durante el año, igualmente menos de los USD27MM de ingresos netos observados en el 2016.

De todos modos, dada la necesidad del fisco de seguir haciendo frente a pagos en moneda extranjera, esperamos que las reservas solo lleguen a USD40.900M hacia fin de este año, o mostrando un incremento de sólo USD2.128M. Pero que la deuda externa no pase del 35% del PBI hace fin del 2017, siendo la privada todavía muy baja, o de sólo 12% de PBI.

Fecha datos	INDICADOR		% M/M	% A/A
Nov-16	Impo. (ARS MN)	55.598	2,4	-0,4
Nov-16	Expo (ARS MN)	56.556	-2,2	20,5
Nov-16	Saldo (ARS MN)	958	-185,6	-113,7
Dec-16	RRII (USD MN)	39.856	2,8	32,5
Dec-16	RRII NETAS* (USD MN)	11.338	-6,5	165,9

(*) Netas de Cuentas Corrientes en otras monedas y deudas con organismos internacionales

Saldo Comercial- USD BN



Balanza de Pagos	2015-2017 USD MN	2015	2016	2017
Cuenta Corriente		-16.805	-13.840	-15.769
(% PBI)		-3.008	2.247	1.927
Balanza Comercial		56.780	57.762	62.547
Export.		59.788	55.516	60.620
Import		-13.797	-16.087	-17.696
Rentas y otros		10.925	27.049	17.897
Cuenta Capital y Financiera		-5.880	13.209	2.128
Stock Reservas Internacionales		25.563	38.772	40.900
Variación Reservas Internacionales		-16.805	-13.840	-15.769

“Blanqueando” el gradualismo fiscal

El éxito del blanqueo impositivo le brindó una cuota importante de oxígeno financiero al Gobierno, instrumental para transitar lo que resta del “bienio transicional” que culminaría con las elecciones de 2017. Aunque éste éxito no resuelve el elevado déficit fiscal, lo alivia y le permite a la autoridades recuperar el objetivo de gradualismo fiscal, descomprimiendo parte de la tensión existente en el corto plazo.

De acuerdo a la información oficial divulgada, con el tramo I y II del blanqueo el monto total exteriorizado alcanzó los USD97.842M, compuesto de USD7.275M en efectivo, USD26.131M en cuentas bancarias en el exterior, y USD6.052M en inmuebles, entre otros activos. Este volumen exteriorizado le permitió al Gobierno recaudar ARS106.769M en concepto de ingresos por multas (que no son coparticipables con las provincias), cifra que representa el 1,3% del PBI.

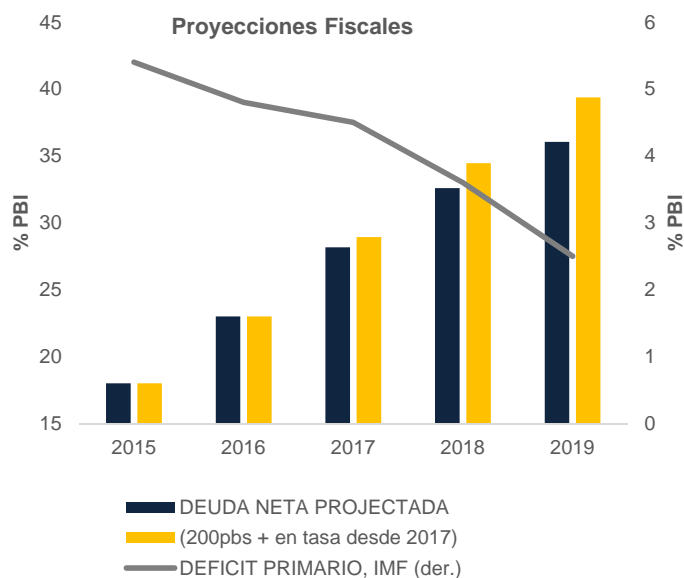
Ante un déficit fiscal primario que apuntaba tendencialmente a 5,5% del PBI en 2016 y que llevaba a un incumplimiento de la meta para 2016 (de 4,8% del PBI), el éxito de los dos primeros tramos del blanqueo se espera le permita al Gobierno alcanzar la pauta fiscal deseada. Incluso, no puede descartarse que la actual administración pueda –de ser contablemente viable- trasladar parte del sobrecumplimiento fiscal de 2016 para el ejercicio siguiente y aliviar (en hasta 0,6% del PBI) la meta fiscal de 2017, de 4,2% del PBI, la cual también se verá beneficiada por el tercer tramo del blanqueo.

Esta necesidad de cubrir la brecha fiscal y los servicios de deuda pública del 2016 llevaron al Gobierno Nacional a colocar bonos en el mercado de deuda por USD47,5MM en 2016, incluyendo USD10,6MM de pago a holdouts. Con esta emisión de bonos, y los desembolsos de organismos financieros internacionales, la deuda pública neta (excluyendo las agencias del sector público) aumentaría del 22,9% al 25,4% del PBI entre fines de 2015 y 2016.

Para este año no se esperan mejoras sustanciales en las cuentas públicas, condicionado por las elecciones de medio término. De este modo, se prevé que el Gobierno apunte a cumplir con la meta de 4,2% del PBI y que los recursos excedentes los utilice para expandir el gasto público. Esto le dejaría margen para expandir el gasto un 27% contra el 21,3% inicialmente presupuestado. De todos modos, no sería irrisorio esperar ciertos desvíos a medida que nos acerquemos a las elecciones, dejando para el año 2018 el verdadero desafío de baja sustancial del déficit público y de reformas fiscales, en línea con los recientes anuncios del flamante Ministro de Hacienda.

Fecha datos	INDICADOR	MM ARS	%M/M	%A/A
Nov-16	Ingresos	145	14,2	49,4
	% PBI	18,5		
	Gastos	159	-16,5	33,0
	% PBI	22,5		
	Rdo. Primario	-14,1	-77,7	-37,6
	% PBI	-4,0		
	Rdo. Financiero	-20	-74,4	115,5
	% PBI	-3,8		

Sector Público Nacional	2015 %PBI	2016 %PBI	2017 %PBI
Ingresos Totales	20,4%	19,4%	19,7%
Ingresos tributarios	19,3%	18,4%	18,7%
Resto 1/	1,1%	1,0%	1,0%
Gasto Primario	24,4%	24,2%	24,0%
Salarios	4,2%	4,1%	3,9%
Bienes y Servicios y otros	1,7%	1,7%	1,7%
Jubilaciones	9,2%	9,4%	10,7%
Subsidios	5,5%	6,0%	5,1%
Provincias	0,5%	0,7%	0,7%
Obra pública	2,7%	2,2%	1,9%
Resultado Primario	-4,0%	-4,8%	-4,2%
Intereses	2,1%	2,5%	2,6%
Rentas (BCRA y Anses)	2,2%	2,3%	2,3%
Res.Fiscal	-3,9%	-4,9%	-4,6%



La perspectiva financiera post-blanqueo

A pesar del éxito del blanqueo impositivo, se espera que la política de financiamiento siga tan activa este año como lo fue durante el 2016, aunque excluyendo la transacción que permitió concluir el litigio de los holdouts. Según el nuevo Ministro de Finanzas, el Tesoro prevé buscar financiamiento en el mercado voluntario de deuda por USD40,3MM para hacer frente a un déficit fiscal primario de 4,2% del PBI para el año próximo y al resto de sus compromisos financieros (amortizaciones e interés de deuda y préstamos a provincias, entre otros). La menor demanda de financiamiento del Gobierno respecto de lo previsto inicialmente en el Presupuestado responde a la decisión de utilizar más intensivamente el crédito de las Agencias Públicas (principalmente el Anses-FGS, luego del éxito del blanqueo).

Tal como comentamos en el informe anterior, la magnitud de las cifras y el contexto externo imperante le imponían inicialmente un desafío importante al Gobierno. Sin embargo, los recursos extraordinarios resultantes de la exitosa moratoria impositiva, junto con las primeras iniciativas del nuevo tándem a cargo del Ministerio de Economía y del Ministerio de Finanzas, fueron halagüeñas. En los primeros días de enero, la nueva dupla económica anunció la eliminación del encaje de 120 días para el ingreso de capitales, lo cual "indujo" una mayor demanda de títulos en pesos a tasa fija al permitir tal "desregulación" la incorporación potencial de tales bonos en los índices de deuda local mundiales.

De la misma manera el Jueves 12 el Ministro Caputo confirmó el programa financiero para 2017 sorprendiendo positivamente por la baja necesidad de financiamiento en mercados internacionales. Caputo anunció que los 6 bancos internacionales seleccionados para la próxima colocación se comprometieron a firmar un préstamo REPO (con garantía de títulos públicos) por USD1MM cada uno, por un plazo de 18 meses al costo de 290 pbs por sobre la Libor de 3 meses. Contabilizando el financiamiento del consorcio de bancos internacionales, el Ministro Caputo adelantó que durante todo el año espera colocar USD10MM de deuda en el mercado internacional y USD14MM de deuda en el mercado local. Inmediatamente, el Ministro colocó USD7BN en los mercados internacionales, tres veces subscripto, y anticipó USD1BN-USD2BN en mercados locales en los próximos días.

El timing de la primera colocación también apuntó a capitalizar el éxito del blanqueo y la típica estacionalidad de mercados emergentes. Con aproximadamente USD70M de activos líquidos que se han exteriorizado hasta fin de diciembre (cifra que ya incluye la tenencia de bonos públicos), es esperable algún efecto sustitución en las carteras de inversión de argentinos a favor de la tenencia de títulos públicos, promovidos por la exención impositiva que tienen los bonos públicos sobre cualquier otro activo. En realidad, este posible efecto sustitución en los portafolios de argentinos bien puede tener la entidad suficiente de producir un importante cambio en la base inversora de la deuda en bonos de Argentina con cotización (USD151,5MM).

RENDIMIENTO BONOS SOB.

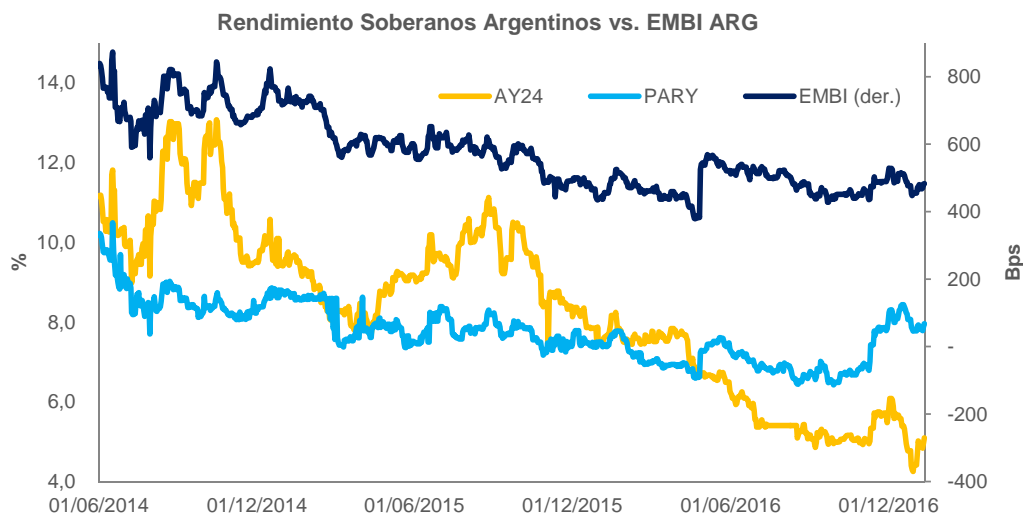
	% M/M	% A/A
Ley Arg.		
AA17	0,31	16,04
AY24	-1,07	25,58
PARA	6,92	13,45
DICA	0,12	20,21
NY Law		
GJ17	0,06	10,59
AA26	3,03	n.a.
DICY	0,25	9,23
AA46	5,23	n.a.
PARY	7,45	14,77

USOS (USD M)	2016	2017	FUENTES (USD M)	2016	2017
	Estimado	Oficial		Estimado	Oficial
Déficit Primario	24.283	23.000	Organismos internacionales y bilaterales	3.000	3.850
Intereses	7.032	8.603	Entes Públicos	7.500	2.000
Capital	8.720	20.247	Refinanciación Letes	7.645	4.500
Títulos públicos	4.507	17.428	Facilidad Privada con Bancos (repo)	0	6.000
Organismos internac. y bilaterales	4.213	2.819	Mercado Local	17.000	14.000
Ley de Reparación Histórica		-3.100	Peso	5.818	7.000
Banco Central	-10.838	-8.400	Dólar	11.182	7.000
Acuerdo hold-outs	10.600		Mercado Internacional	23.000	10.000
Otros (diferencia no explicada)	18.347		Sin Hold-outs	12.400	10.000
Necesidades de Financiamiento:	58.145	40.350	Fuentes de financiamiento:	58.145	40.350

Aún dada la magnitud del blanqueo impositivo, es un interrogante como responderá el mercado de capitales local, hasta hoy falto de profundidad. De todos modos, en un escenario de tasas de interés norteamericanas al alza y con probables períodos de restricción crediticia, se espera que el Gobierno continúe emitiendo bonos a tasas fija nominada en moneda extranjera y en pesos, y diversificando plazas. El bajo nivel neto de necesidad financiera este año debiera facilitar considerablemente la tarea del nuevo team económico, aún en un contexto externo deteriorándose.

Dada la magnitud de las necesidades de financiamiento de 2017 en moneda local y el tamaño del mercado de capitales en pesos, se prevé que el Gobierno Nacional deba cubrir parte de dicho hueco financiero con bonos en dólares (50% aproximadamente). De esta manera, la política de financiamiento no será neutral para el mercado cambiario ni para la política monetaria del Banco Central. Bajo una estimación preliminar, se estima una emisión de deuda en dólares en exceso (USD10/12MM) que será utilizada para adquirir los pesos necesarios para hacer frente a sus obligaciones en moneda local.

Si se mantiene la reciente política cambiaria de intervención del Banco Central para el caso de venta de los dólares excedentes del Gobierno, es probable que se consolide un corredor cambiario de apreciación de pesos con: (i) un “techo” determinado por ventas directas del Tesoro en el mercado de cambios cuando se considera que el dólar “está elevado”; y (ii) un “piso” como consecuencia de la decisión del BCRA de adquirir en forma directa al Tesoro todas las divisas que tiene que vender (es decir, por “fuera del mercado”) para evitar una caída nominal adicional del dólar cuando se considera que el dólar está “muy bajo”. Pero el exceso de USD sobre ARS pareciera inevitable.



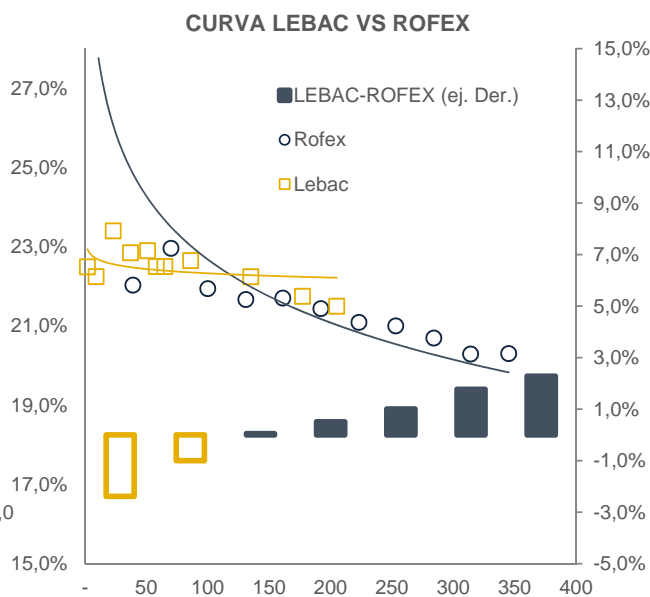
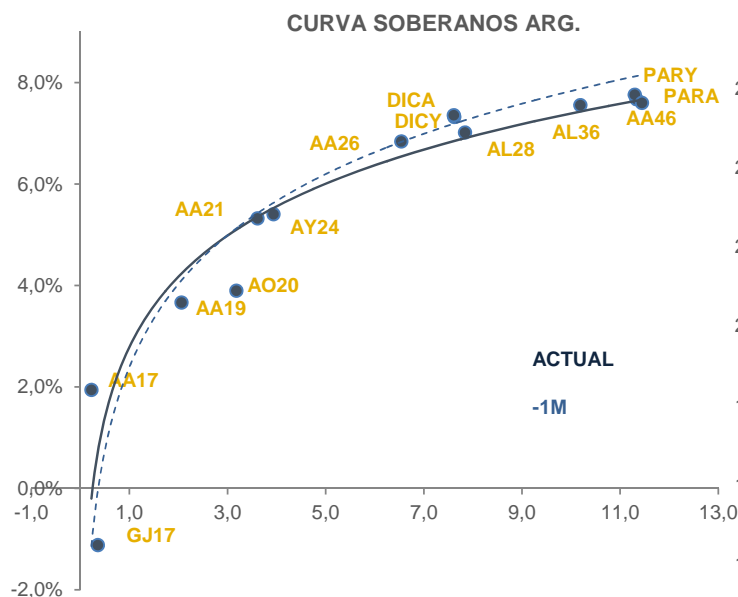
Perspectivas y oportunidades

Con la oposición política dividida y afectada por las denuncias de corrupción que recaen sobre la administración anterior y la economía ingresando en un sendero de recuperación económica moderada con baja inflación, el Gobierno tiene una buena chance lograr un resultado electoral favorable en 2017. Si bien es cierto que un resultado favorable no cambiará la incapacidad para formar quorum propio en ambas cámaras y que deberá seguir negociando su agenda de reformas, también es cierto que le permitirá legitimar el cambio de rumbo elegido y reimpulsar su programa de reformas. Este renovado oxígeno político del Presidente Macri, le daría espacio para reafirmar una política económica que apunta a una reducción del déficit fiscal, con una disminución del peso del estado en la economía y una reducción de la presión tributaria, una mayor apertura comercial, una más intensa competencia en el mercado local, y una continua reducción de distorsiones microeconómicas, aunque muy probablemente todo de forma gradual. De esta forma, el desafío seguiría siendo importante.

Con el éxito del blanqueo, el Gobierno obtiene ingresos “por única vez” que pueden totalizar 1,6% del PBI (incluyendo una estimación relativamente conservadora sobre el tercer tramo) y una suba de recursos “permanente” del orden de 0,4% del PBI (por mayor recaudación de Bienes Personales y Ganancias). Esto le permite financiar la transición y parte del costo fiscal del paquete de normalización económica y estímulo del gasto agregado implican un impacto negativo permanente sobre las cuentas fiscales del orden de 1,7% del PBI, tal como lo analizamos en el informe anterior. En este punto y dependiendo de las condiciones internas y externas, el Gobierno siempre puede acelerar (o moderar) la política gradual de reducción de subsidios (casi 4% del PBI en 2016).

La aparente decisión del Gobierno de retomar la política de gradualismo fiscal es probable que vaya acompañada de señales más claras para los mercados sobre su agenda macroeconómica, presentando un nuevo plan fiscal que incluya un sendero (gradual) de reducción del déficit fiscal primario, acompañado de lineamientos de reforma tributaria (reducción de impuestos) y del estado (reducción de gasto), en forma similar al Plan Monetario del Banco Central. Un escenario conservador de reducción del déficit fiscal primario a 3,3% del PBI para el 2019, último año de la administración actual, implica una relación de deuda neta/PBI de alrededor del 37%, todavía manejable comparado en términos regionales. Pero un esfuerzo adicional probablemente se requerirá más adelante para poder pensar en una relación de deuda producto que se establezca debajo del 40%.

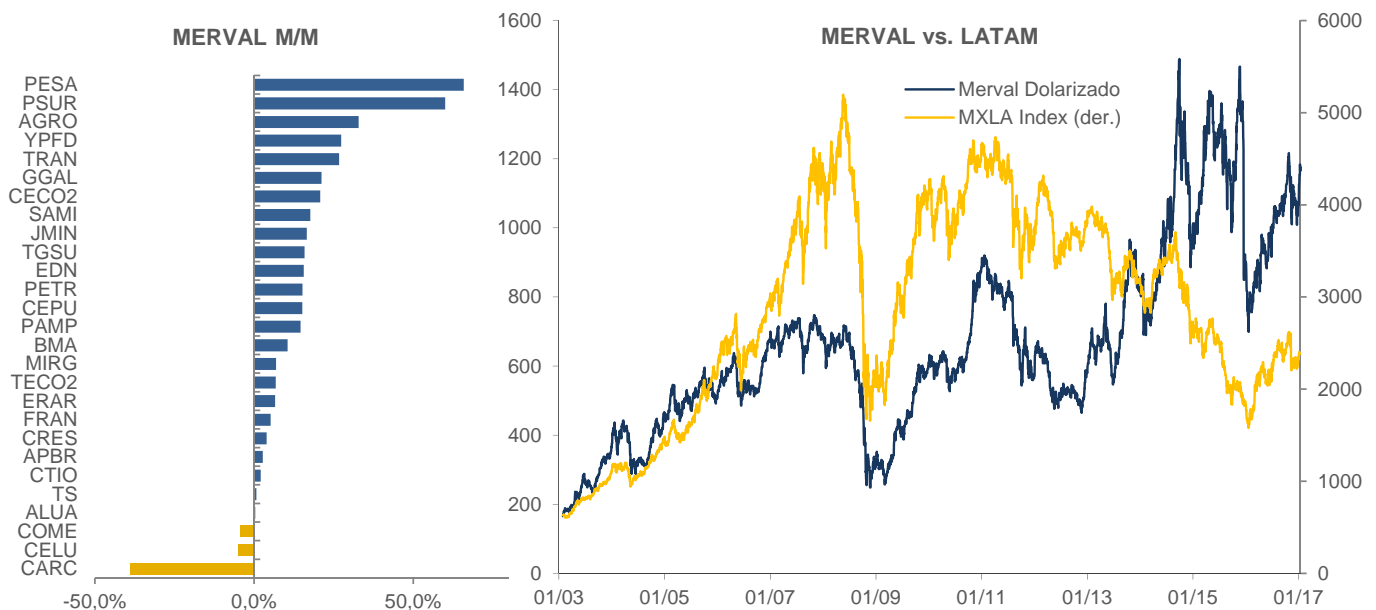
INDICADOR	Dato	% M/M	% A/A
Spreads			
EMBI Arg.	455	-56 bps	+16 bps
EMBI	352	-16 bps	-153 bps
Markets			
MERVAL		2,2	102,4
MSCI EM		-0,4	29,1
MSCI LATAM		-0,3	53,5
Currencies			
ARG/USD	15,91	-0,1	-15,2
BRL/USD	3,17	0,9	29,1
CLP/USD	656,99	0,9	11,0
MXNX/USD	21,61	1,6	-14,3



Esta agenda macro-fiscal acompañará la agenda de competitividad del Gobierno que apunta a generar condiciones para la inversión y la renovación productiva, claves para contrarrestar la apreciación real del peso. Aunque se han producido avances importantes que van desde la eliminación del cepo cambiario, los controles de precios, una ligera reducción de la presión impositiva sobre sectores puntuales (campo y minería), una incipiente apertura comercial y se ha iniciado un proceso de recomposición tarifaria, todavía queda mucho por avanzar en la agenda microeconómica. La búsqueda de establecer reglas claras y estables, reducir la incertidumbre sobre las políticas públicas, disminuir el riesgo expropiatorio, lograr una mayor apertura comercial, y eliminar las distorsiones microeconómicas existentes deberían ser factores que alimenten el apetito por la inversión real en el país. La falta de inversión por muchos años y el alto retorno potencial asociado de una nueva tecnología o maquinaria, es otro factor motivador. Sin embargo, una expectativa todavía difusa sobre una necesaria flexibilización del mercado laboral, de una reducción de la presión impositiva importante y de un achicamiento del estado en la economía seguirá siendo un elemento negativo crucial. A su vez, debe tenerse en cuenta que la velocidad de impacto de tales reformas estructurales claramente no es similar al impacto de una política macroeconómica de tipo de cambio apreciado.

Un resultado electoral adverso en Octubre del año próximo o un cierre parcial del financiamiento externo son claramente los riesgos principales al escenario relativamente constructivo delineado anteriormente. Al respecto, el reciente procesamiento de la ex Presidenta Cristina Fernandez de Kirchner (CFK) es una espada de doble filo para las expectativas del gobierno. Por un lado, este proceso puede terminar de reducir a una mínima expresión la amenaza de la oposición política más extrema en términos de políticas públicas. Por el otro, puede facilitar la unificación de la oposición, hoy bloqueada por CFK, y opacar el triunfo oficial. En realidad los primeros sondeos de opinión en la provincia de Buenos Aires todavía le son adversos al gobierno. Sin embargo, dada nuestra confianza en la recuperación económica tendemos a acotar este riesgo, pero es una realidad latente.

Por el lado financiero, la incertidumbre sobre el perfil de la nueva administración Trump en los Estados Unidos y la inicial percepción de una suba sostenida en las tasas de interés de mediano y largo plazo representa un riesgo real que no debiera subestimarse. De todos modos, la importante reducción de las necesidades financieras externas post-blanqueo sumado a una agenda mas activa de políticas de consolidación fiscal y procrecimiento hace pensar en un corto plazo mas beneficioso para los activos argentinos. Sin menospreciar el riesgo externo y cualquier indicio de frustración respecto a la renovada ambición de política económica de la administración del Presidente Macri, seguimos recomendando renta fija de corta duración en pesos, Bonar 24, Discos, y Pares entre la curva de USD, y acciones como Pampa, Transener, YPF en el sector energético, y Galicia y Francés entre los bancos.



INDICADORES RELEVANTES

↓ [Resumen Títulos Públicos](#)

↓ [Resumen Bonos Corporativos](#)

↓ [Resumen Títulos Públicos - Dollar Linked](#)

↓ [Resumen Bonos Provinciales](#)

↓ [Acciones Argentinas – Precios](#)

↓ [Resumen de Fondos Comunes de Inversión](#)

↓ [Acciones Argentinas – Valuación](#)

↓ [Calendario de emisiones Primarias](#)

↓ [Bolsas, Commodities, Monedas y Tasas](#)

↓ [Futuros ROFEX](#)

Premio S&P Top Managers de la Revista Apertura



Para mayor información comuníquese con los siguientes contactos:
(54 11) 4894-1800

FONDOS

Leandro Trigo
Int. 220
lt@sbsfondos.com

Damián Zuzek, CIIA
Int. 223
dz@sbsfondos.com

Cristian Brau, CFA
Int. 218
cb@sbsfondos.com

Emilio Muiña
Int. 120
em@sbsfondos.com

Gustavo Giugale
Int. 132
gg@sbsfondos.com

ESTRATEGIA

Gustavo Cañonero
Int. 160
gc@gruposbs.com

TRADING

Jorge Miteff
Int. 147
jm@gruposbs.com

Sebastián Cisa, CFA
Int. 116
scc@gruposbs.com

Maria Laura Segura
Int. 115
mls@gruposbs.com

Francisco Bordo Villanueva
Int. 114
fbv@gruposbs.com

La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas. Nada en este documento podrá ser interpretado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables u otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas, ni suplanta la toma de decisiones de inversión, con el debido y previo asesoramiento legal, fiscal y contable a cargo del inversor. No se garantiza la genuinidad o veracidad de la información, ni se asume obligación alguna de actualizar cualquiera de los datos incorporados en el documento. Se encuentra prohibida la distribución o reproducción –total o parcial– de la información contenida en el documento.