

15º SEMINARIO PROPYMES

MacroView S.A.

Rodolfo Santangelo

Buenos Aires, 14 de diciembre de 2016

25 de Mayo 555, Piso 10
(1002) Buenos Aires

Tel: (5411) 4312-1908
Fax: (5411) 4313-3834

HOJA DE RUTA MACROECONÓMICA 2017

Las cuatro estaciones

RESEÑA ECONÓMICA 2016

A) CORTÍSIMO PLAZO (el verano): TRES TEMAS

1. La **política** y las **leyes**
2. El resultado del **blanqueo**
3. Las **tarifas** post- audiencias

B) CORTO PLAZO (el otoño): UN TRADE-OFF Y UN TEST

1) El trade-off

- Seguir bajando la inflación sin sacrificar reactivación. Palabra clave: SIMULTANEIDAD

2) Un test

- Financiamiento: el factor Trump

C) MEDIANO PLAZO (el invierno): UN TEST

- Electoral: no perder la elección de medio término.

D) LARGO PLAZO (la primavera): UN DESAFÍO

- Bajar el déficit primario antes que los intereses de la deuda “generen ruido”.
- Palabra clave: CONVERGENCIA

RESEÑA ECONÓMICA 2016 (CASI TERMINADO)

- **Inflación:** arrancó al 4% mensual, agosto-octubre bajó al 1,5% y noviembre al 1,1%. Es “38%” anual.
- **PBI:** primer trimestre malo, segundo y tercero muy malos y el cuarto intentando dibujar la base de la “L”.
- **Déficit fiscal:** el primario más alto que el de 2015. Octubre muy malo. Los últimos 2 meses son estacionalmente más altos. ¿Dónde se aplicarán los fondos fiscales del blanqueo?
- **Financiamiento:** el BCRA agotó su cuota en septiembre y no la va a corregir al alza. Se colocó deuda en dólares en exceso que se venden contra pesos.
- **Política monetaria:** con la inflación en baja el BCRA va por la carambola 3 bandas: bajar la tasa de interés, que suba el dólar y que baje la inflación.
- **Reservas del BCRA:** suben al ritmo del endeudamiento público en dólares.

EL FUTURO

A) CORTÍSIMO PLAZO (EL VERANO)

1. LA POLÍTICA Y LAS LEYES

Congreso: todo más difícil y conversado

- ❖ Se aprobó el Presupuesto 2017 con retoques al alza del gasto público y con limitaciones a los súper-poderes del Jefe de Gabinete sobre modificaciones presupuestarias.
- ❖ La oposición incorporó \$ 72 MM de gasto público (3,6% del presupuesto) pero que deja la meta de déficit fiscal inalterada (??).
- ❖ Simultáneamente se siguen discutiendo dos leyes que no están incluidas en el Presupuesto:
 - **Impuesto a las Ganancias:** propuesta oficial de suba del mínimo no imponible de 17% y escala con alícuotas desde 5% hasta 35% versus "propuesta Massa" con media sanción de Diputados con suba de mínimo no imponible de 60% financiado con nuevos impuestos inviables.
 - **Emergencia Social:** el oficialismo suavizó en Diputados media sanción del Senado.

SITUACIÓN FISCAL 2016

Millones de \$	GRADUALISMO		INACCIÓN		¿DESBORDE?		Acumulado 10 meses (Var.%)
	Enero - Abril	Var.% anual	Mayo - Septiembre	Var.% anual	Octubre	Var.% anual	
Ingresos totales	443.682	30%	664.341	25%	126.983	24%	27%
Gasto primario	506.085	24%	825.003	34%	189.942	51%	32%
Jubilaciones	204.424	40%	308.576	37%	63.994	42%	38%
Sueldos	73.567	34%	112.000	33%	23.635	36%	34%
Subsidios	75.830	7%	163.342	45%	40.984	69%	35%
Planes sociales	33.245	47%	51.307	65%	10.938	57%	57%
Obra pública	30.667	-3%	49.174	19%	16.513	146%	21%
Otros*	88.352	8%	140.604	15%	33.878	36%	15%
Resultado primario	-62.403	=	-160.662	x 2	-62.959	x 3	-286.023
Resultado igual período 2015	-65.572		-87.664		-22.899		

Déficit primario 2015:
\$ 243.7 MM
2016:
\$ 420 MM

(*) Incluye Bienes y Servicios, Transferencias a provincias y universidades y otros
Fuente: MacroView S.A. en base a Ministerio de Hacienda

Cierre del año: camino a incumplir la meta de déficit primario de 4,8% del PBI (\$ 380 MM). Los ingresos extraordinarios del blanqueo van a hacer que "se salga del paso".

LA PUJA (RESIGNAR INGRESOS) POR EL IMPUESTO A LAS GANANCIAS (TESORO Y PROVINCIAS)

	Recaudación de Ganancias	Variación % anual	Inflación	Recaudación real*
2010	76.652			100
2011	108.598	42%	24%	114
2012	138.440	27%	25%	116
2013	183.599	33%	29%	120
2014	267.075	45%	38%	126
2015	381.463	43%	28%	141
2016e	430.859	13%	38%	115

Costo fiscal consolidado:
\$ 80.000 M anuales
Contrapartida de la exacción fiscal de los años anteriores

50% por suba del mínimo no imponible

50% por devolución de percepciones

(*) Índice base 2010 = 100; recaudación ajustada por inflación

PROPUESTA OFICIAL GANANCIAS 2017:

- * Suba de MNI (15%) y actualización de escalas con un nuevo mínimo de 5%
- Eliminación de deducciones, salvo hijos (hasta 18 años y no hasta 24)

PROYECTO MASSA QUE SALIÓ DE DIPUTADOS:

- Suba de MNI (60%), piso de \$ 44 mil brutos por casado con dos hijos y de \$ 33,5 mil para solteros.
 - Exención a jubilaciones menores a \$ 60 mil.
- Exención del aguinaldo para salarios más bajos, horas extras y bonos por productividad.
- Nuevos magistrados pagaran ganancias (no los actuales ni empleados del poder judicial)
- Actualización automática de escalas y por ley. Criterio: que siempre pague el 10% de la población que más gana.
 - Financiamiento con gravamen sobre renta financiera y juego

2. EL RESULTADO DEL BLANQUEO

Un número clave: los fondos para
movilizar el
SECTOR PRIVADO



* Monto final "cash" y de cajas de
seguridad sincerado:

Corte al 21/11:

US\$ 7.185 M

Neto del pago del impuesto



- * Aumento de depósitos en dólares que amplían la **capacidad prestable** de los bancos
- * Lo que derrame en **compra de inmuebles y vehículos**
- * Un número adicional: lo exteriorizado que termine participando en los **Fondos Comunes de Inversión**

Otro número clave: los fondos para
financiar al
SECTOR PÚBLICO



* Monto final que resulte del pago del
impuesto y la compra del bono a 7 años

Corte al 21/11:

US\$ 14.678 M

- * Ctas bancarias: U\$S 5.397 M
- * Bienes en el país: U\$S 893 M
- * Bienes exterior: U\$S 8.388 M



Se necesita que al Estado le entren
(impuestos más bonos) un mínimo de 6/8
mil M.

Ahora el BCRA habilitó a los bancos a
prestar U\$S al Tesoro hasta $\frac{1}{3}$ de los
préstamos al sector privado.

3. LAS TARIFAS PÚBLICAS POST-AUDIENCIAS

TRIPLE DERIVACIÓN DEL TEMA TARIFARIO 2017

i) Cortes de luz en el verano

Van a volver a ocurrir

¿Más o menos cortes que en verano 2016?

ii) Efecto fiscal en subsidios

Subsidios
\$ MM

2015	249
2016	285
2017	¿230/250?

Si se aplican subas tarifarias de 100% en luz, 70% en gas y 50% en transporte

iii) Impacto inflacionario

Suba
% Aporte inflación
p. porcentuales

Electricidad*	100	1,2
Gas	70	1,0
Transporte	50	1,1
Agua	20	0,2

Total **3,5**

(*) Corresponde a un aumento ponderado estimado en la tarifa de las subas en generación y distribución en el área Metropolitana. En el resto del país el aumento puede ser menor acorde a las tarifas de distribución.

B) CORTO PLAZO (EL OTOÑO):

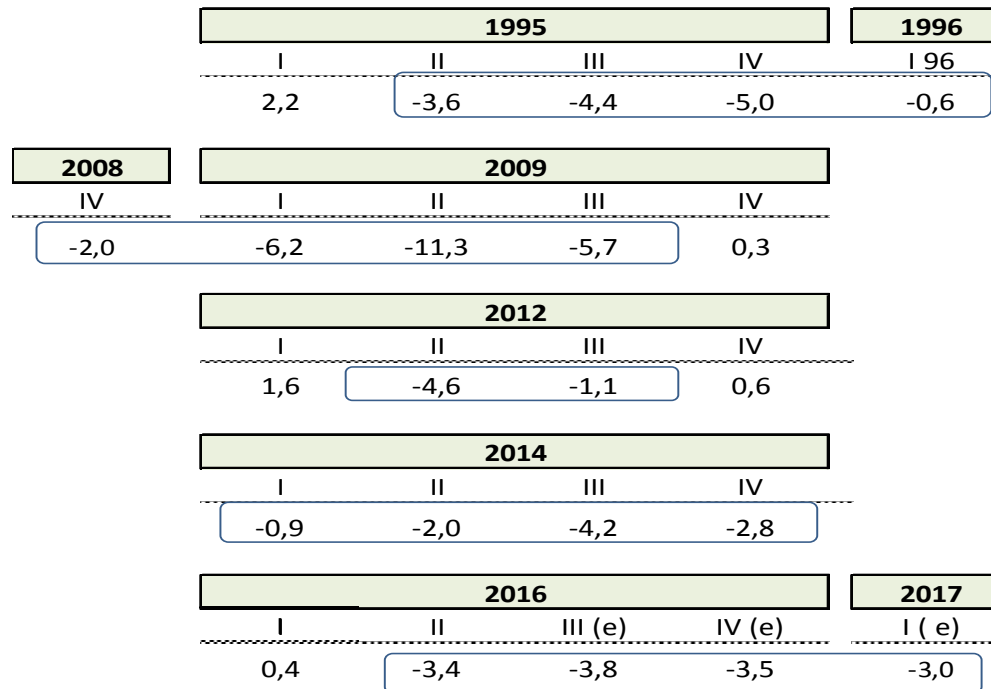
El trade-off: desafío de política monetaria

- El BCRA ha asumido el papel de “Sheriff” de la política antiinflacionaria. Está **consustanciado** en seguir bajando la inflación hacia una meta de 17% anual.
- Considera que no es ambicioso (porque ya estamos en 1,5% mensual) ni costoso en términos de actividad. Que la historia así lo demuestra.
- Para el BCRA las expectativas inflacionarias están convergiendo a la tasa de inflación de la meta. Las negociaciones salariales y los ajustes tarifarios no van a desviar el rumbo de la desinflación.
- La apuesta es la "carambola a tres bandas": bajar la tasa de interés, que baje la inflación y que suba el tipo de cambio (“controlando” que mejore el salario real)

En el corto plazo, el BCRA puede ser efectivo en seguir bajando la inflación a costa de resignar reactivación. Será muy difícil la simultaneidad.

FRENTE A LA IMPACIENCIA: LAS RECESIONES "NORMALES" EN ARGENTINA SUELEN DURAR MÁS O MENOS 1 AÑO

PBI - Variación % interanual



En el verano se cumplirá un año de caída interanual del PBI. Una recesión "normal" debería darse vuelta en el otoño.

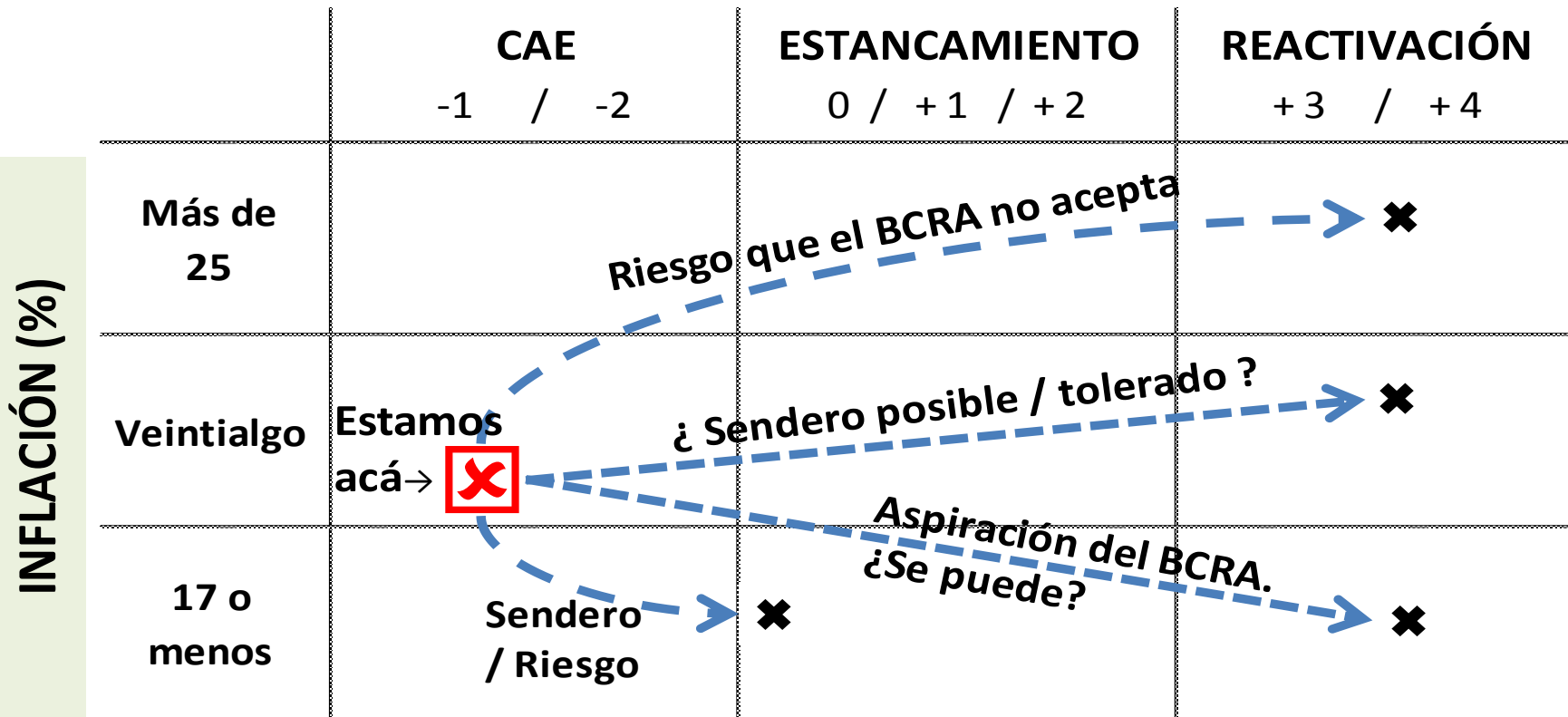
LA APUESTA DE LA DEMANDA AGREGADA 2017: UN POQUITO DE CADA COSA

- ❖ **Consumo:** en 2016 con la recesión y la aceleración inflacionaria, los salarios y jubilaciones reales cayeron. **En 2017 con el rebote y la desinflación, recuperan y le pueden ganar a la inflación.** Pero el costo salarial en dólares queda demasiado elevado.
- ❖ **Inversión:** el gobierno aspira que en 2017 la inversión total vuelva a un pico (21% del PBI) con una suba de 15%. **No será fácil. Requiere un salto de la inversión privada y algo de inversión pública.**
- ❖ **Exportación:** acumula cinco años consecutivos de caída (de u\$s 83 MM en 2011 a u\$s 56 MM en 2016). En 2017, las exportaciones crecerían 5% por el agro y algo de Brasil. Que ayuden en algo.

Resumen 2017: la actividad puede estar mejor que en 2016 por alguna mejoría en cada caso.

EL CONFLICTO REACTIVACIÓN - INFLACIÓN

ACTIVIDAD (suba del PBI %)



EL OLVIDADO AÑO 2000

Ni la contracción fuerte del último año de Menem con la devaluación de Brasil ni la catástrofe de 2001 con la huida de depósitos

PBI - Variación %

	Interanual	Trimestral (desestacionalizado)	Año
I 99	-2,5	-1,1	
II	-4,9	-1,2	
III	-5,1	-0,4	
IV	-0,9	1,8	-3,4
<hr/>			
I 00	-0,2	-0,1	
II	-0,4	-2,0	
III	-0,6	-0,3	
IV	-1,9	0,4	-0,8

La actividad amagó pero nunca arrancó.

El "olvidado" 2000 fue duro (una cabalgata en el desierto).

LA POLÍTICA ANTI-INFLACIONARIA DEL BCRA

VARIABLE QUE CONTROLA: LA TASA DE INTERÉS

	Tasa de interés Lebac a 30 días			
	Nivel al inicio	Nivel al final	Baja acumulada de la tasa	Número de licitaciones en que el BCRA bajó la tasa
Agosto	30,25	28,25	2 pp	5
Septiembre	28,25	26,75	1,5 pp	4
Octubre	26,75	26,75	0 pp	0
Noviembre	26,75	24,75	2 pp	4
Diciembre	24,75		En la primer licitación no tocó la tasa	

Fuente: **MacroView S.A.** en base a BCRA

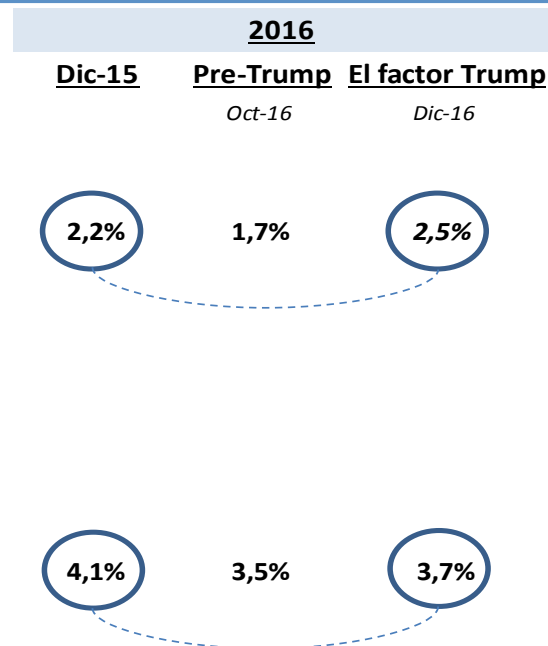
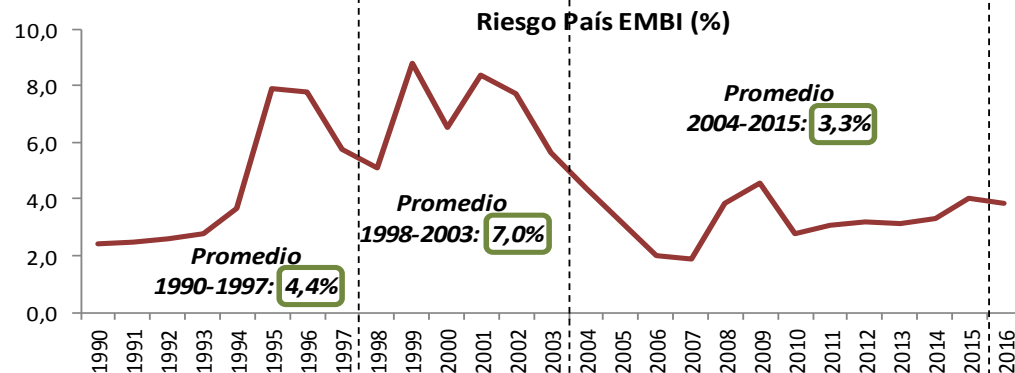
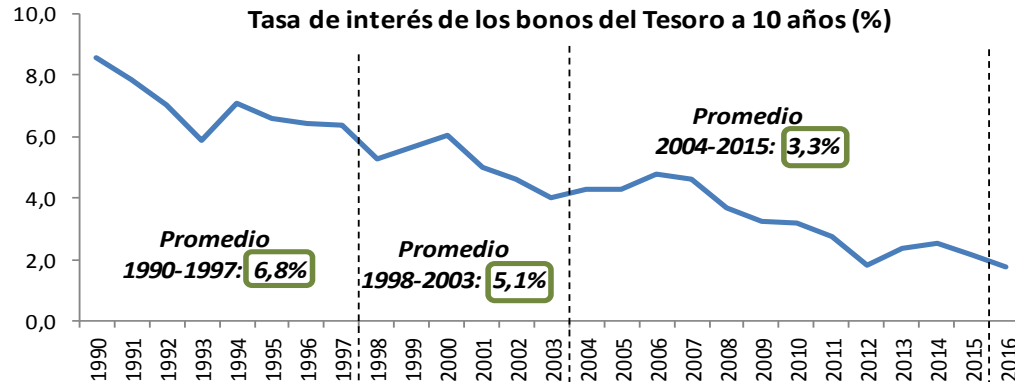
2) EL TEST DEL FINANCIAMIENTO EXTERNO

a) 2016: un mercado de capitales "ultra-amigable" (hasta Trump)

1. Argentina colocó en el mercado internacional US\$ 30 MM cuando solo necesitaba US\$ 19 MM para deuda en dólares además colocó para déficit primario. **Lideró** el ranking de colocadores.
2. **Pagó "solo" 7%** de tasa de interés promedio a 10 años. Estaba lista para colocar al **6%** y pretende con el tiempo colocar al **5%** (costo promedio de emergentes pre-Trump).
3. **En esta "fiesta", los extranjeros hasta compraban con dólares deuda en pesos. Y el gobierno armó un mercado local de Letes en dólares.**
4. Era un mercado tan "amigable" que había **prestamistas dispuestos a financiar déficit primarios provinciales** (Chaco, Chubut, Mendoza, Buenos Aires, etcétera). Total colocado: US\$ 7 MM.
5. Otro reflejo es que Italia colocó deuda en euros a 50 años y pagó solo 2,5% de tasa de interés.

Este mercado de capitales tan dispuesto a "prestarle a cualquiera" con tal de obtener algún rendimiento está herido post – Trump.

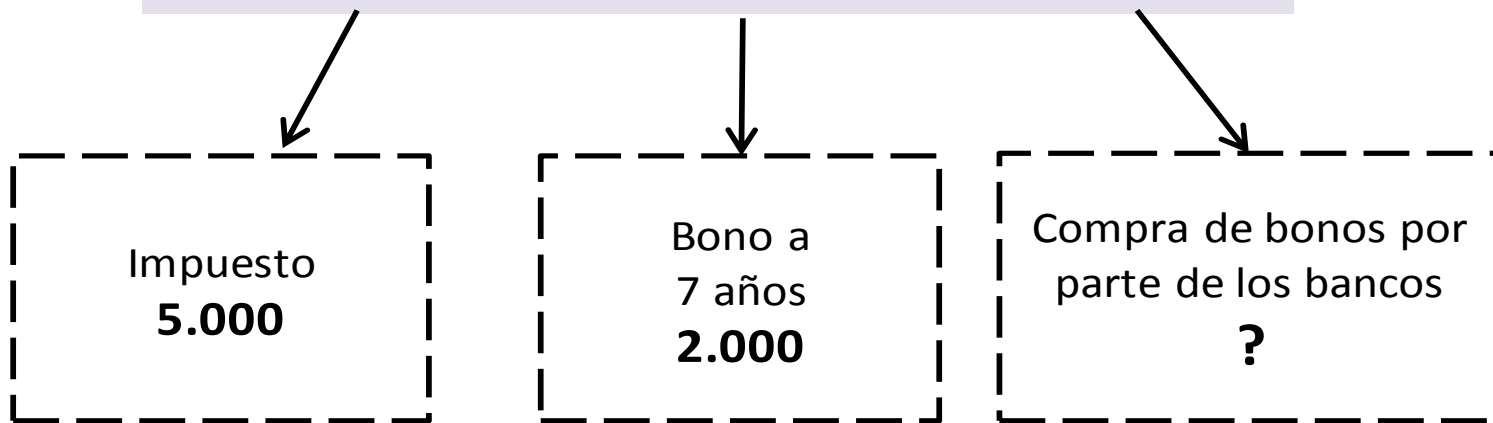
VOLVER A LOS MERCADOS POST-TRUMP



Costo total de la deuda:						
Emergente	11,4	12,1	6,6	6,3	5,2	6,2
Argentina	11,5	Default	Fuera del mercado	8,1	6,1	6,9

BUENA NOTICIA: FONDOS DEL BLANQUEO

Sobre un total exteriorizado de u\$ 7.000 M "cash" y un estimado de ¿u\$ 60 mil M? de cuentas bancarias e inmuebles



Estimado un ¿piso de u\$ 7.000 M? : puente de financiamiento para llegar al segundo trimestre. Siempre y cuando el gobierno no lo gaste antes en otra cosa y sabiendo que están comprometidos a pagar gasto previsional.

CRONOLOGÍA DE VENCIMIENTOS DE DEUDA PÚBLICA 2017

Vencimientos de deuda pública en poder del sector privado

<i>En millones de US\$</i>		En pesos	En moneda extranjera	TOTAL
I trim		1.745	991*	2.736
II trim		2.646	11.894	14.541
ABRIL	<i>Bonar X</i>		6.540	
MAYO	<i>Club de París</i>		2.100	
JUNIO	<i>Global 17</i>		1.000	
III trim		1.425	1.031	2.455
IV trim		1.292	2.354	3.647
Total vencimientos		7.109	16.270	23.379

(*) Además vencen u\$s 4 MM de Letes

Fuente: **MacroView S.A.** en base a Ministerio de Hacienda

EL TEST DE FINANCIAR AL SECTOR PÚBLICO EN 2017

	<u>EN PESOS</u> (\$ MM)	<u>EN DÓLARES</u> (US\$ MM)
Déficit primario	450 / 500	-
Vencimientos de deuda	100	16
Total	550 / 600	16
➔ Financiamiento BCRA	150	¿CERO?
	↓	↓
➔ Faltante a financiar con deuda	400 / 450	16
	¿US\$ 40 MM?	
➔ Posibles fuentes de financiamiento (US\$ MM)		↓
Blanqueo (por impuesto y endeudamiento vía bono)	6 / 8	→ OK
Colocación en mercado internacional	15 / 20	→ Incógnita
¿Organismos, Letes, acciones del FGS?	5	
Rollover mercado local en pesos	6	

C) MEDIANO PLAZO (INVIERNO): LAS ELECCIONES LA CONSIGNA SERÁ FORTALECER LA GOBERNABILIDAD

- **DIFÍCILMENTE EL OFICIALISMO GANE CON CLARIDAD, DIFÍCILMENTE PIERDA POR PALIZA**
 - La economía estará mejor, no tanto como para generar un "aluvión de votos", ni tanto como para una derrota contundente.
 - No será tan sencillo repetir la muy buena elección 2015 en Provincia de Buenos Aires.
- **RESULTADO**
 - Aun haciendo una buena elección, no obtendría mayoría propia en ninguna de las dos Cámaras.
 - En términos de legisladores, pone mucho más en juego el Frente para la Victoria que Cambiemos. En diputados, Cambiemos puede sumar entre 15 y 20. En Senadores, de las 8 provincias en las que hay elección, el PJ probablemente gane en 6 y Cambiemos podría sumar como primera minoría. La Provincia de Buenos Aires será clave.
 - En las ciudades grandes mantiene un buen caudal electoral. Y el interior agrícola seguramente sea un aliado. Pero el conurbano y el Norte serán muy difíciles.
- **ES POSIBLE QUE LA ELECCIÓN NO SEA UN PUNTO DE INFLEXIÓN**
 - El "día después" Macri no saldrá ni súper fortalecido ni debilitado.
 - Post-elección, la gobernabilidad seguirá dependiendo de los acuerdos legislativos y con gobernadores.

D) EL LARGO PLAZO (LA PRIMAVERA): DESAFÍO DE POLÍTICA FISCAL

La corrección fiscal que se va posponiendo, ¿hasta cuándo?

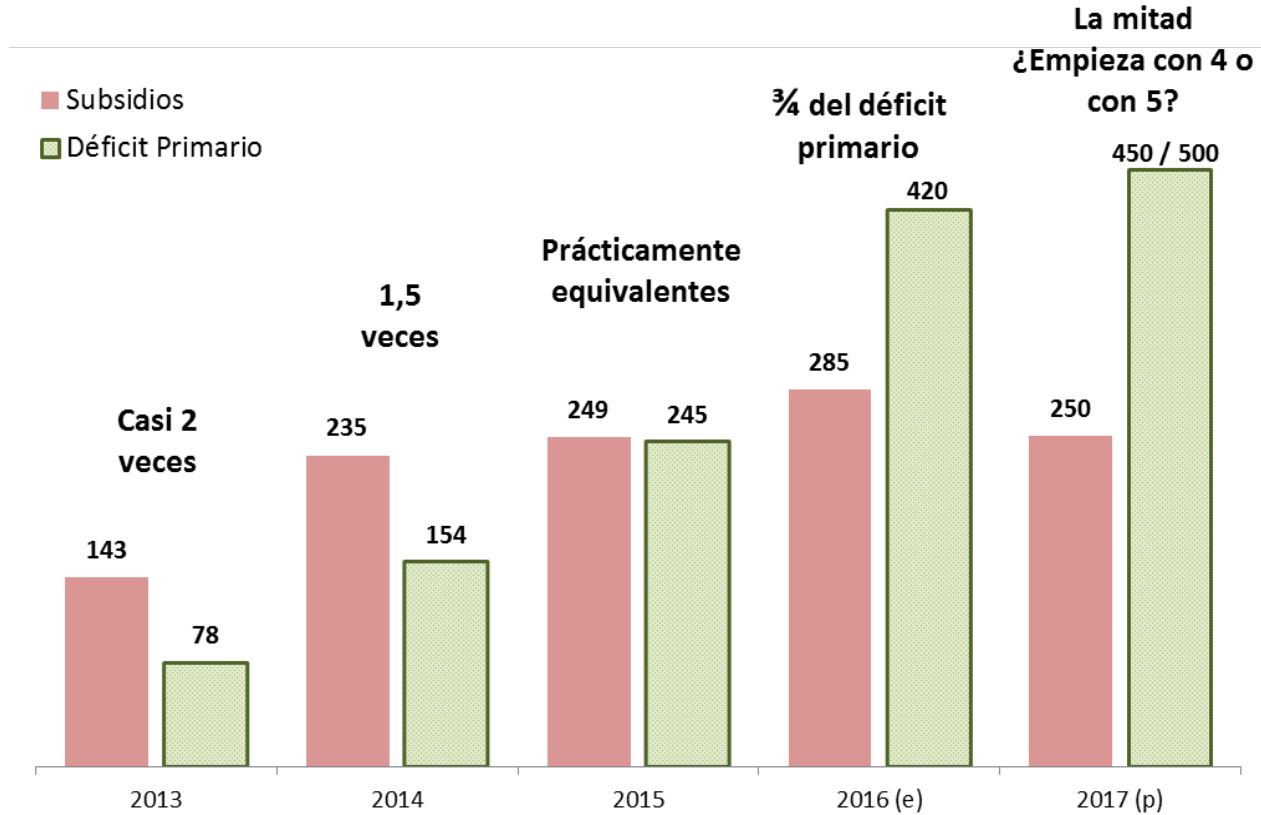
	2015	2016	2017	2018	2019	
Déficit \$ MM	245	420	450/500	350	150	
Déficit primario/PBI	4,2	5,3	4,6 / 5,1	¿ 3,0 ?	1,2	Reducción de 3 puntos en dos años
Ingresos	20,3	19,1	19,4		=	
Gasto primario	24,4	23,9	23,5			
Intereses/PBI*	1,2	1,6	2,0		¿ 3,0 ?	Salvo una reactivación "machaza"
Déficit financiero/PBI	5,3	¿6.3?	6,2 / 6,6		¿ 4,2 ?	

Jubilaciones: sube por Reparación Histórica
Obra pública: sube por plan de infraestructura
Planes sociales: ?
Subsidios: ¿a CERO?

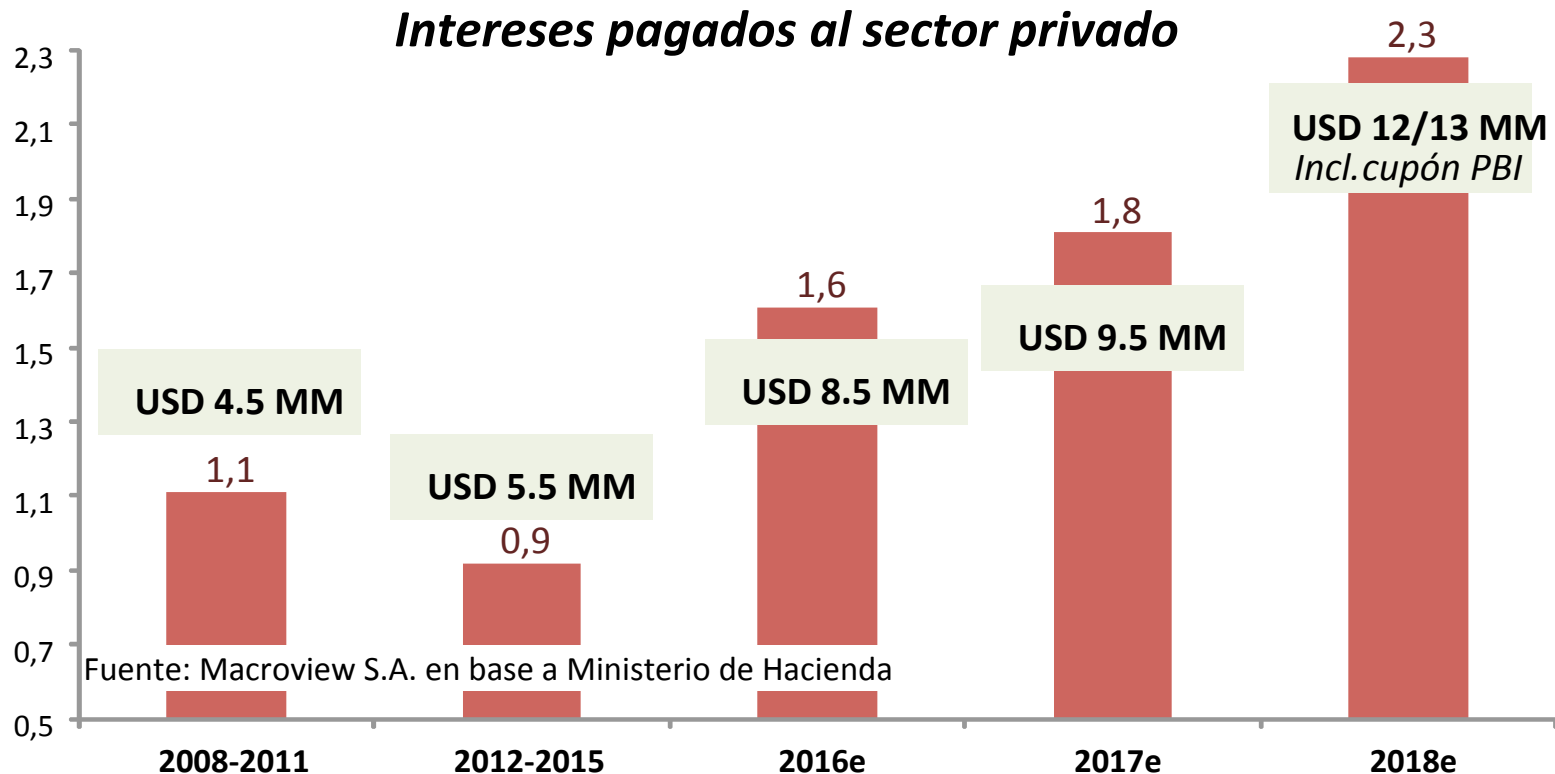
(*) Netos de pagos de cupones de Anses

COROLARIO: el déficit financiero (primario más intereses) llegaría en 2019 a 4,2% del PBI, o sea igual que el primario de 2015. Con diferente composición, sería casi volver al punto de partida.

EL RIESGO QUE BAJEN LOS SUBSIDIOS Y NO BAJE EL DÉFICIT PRIMARIO



EL AUMENTO DE LA CUENTA DE INTERESES DE LA DEUDA



LA IDEA QUE SOBREVOLARÁ EL LARGO PLAZO: LA CONVERGENCIA FISCAL Y DE LA DEUDA

SIMULACIÓN DE LA EVOLUCIÓN DEL STOCK DE DEUDA PÚBLICA EN MANOS DEL SECTOR PRIVADO

En millones

	<i>Dic. 2015</i>	<i>Dic. 2016 e</i>	<i>Dic. 2017 e</i>
1. Stock de deuda en MONEDA EXTRANJERA	98,900	118,000	130,000
➔ En % del PBI	22.0	23.2	25.3
2. Stock de deuda en PESOS	557,700	1,145,000	1,550,000
➔ En % del PBI	9.6	14.5	15.9
STOCK DE DEUDA TOTAL (% PBI)	32%	38%	41%

PBI nominal en \$ (Presupuesto 2017)

5,838,544

7,887,532

9,749,993

Tipo de cambio promedio (Presupuesto 2017)

10

15

18

PBI nominal en US\$

604,404

526,186

544,084

Supuestos adicionales:

- * En diciembre de 2016 se ejerce parcialmente la opción de recompra de los cupones del PBI
- * Se renuevan los vencimientos de capital 2017 y se coloca nueva deuda para pagar intereses
- * El BCRA aporta \$ 150.000 M al financiamiento fiscal en 2017

En parte es un pasivo contrapartida de un aumento de las reservas del BCRA por US\$ 11 MM

LA PARADOJA DEL TIPO DE CAMBIO BAJO (ATRASADO): A CORTO PLAZO (¿2017?) AYUDA A REACTIVAR PERO A LARGO PLAZO ES NECESARIO QUE SUBA PARA PODER CRECER (¿2018?)

Promedios de período	TCR a precios de hoy				
	Del Maíz ¹	Contra el dólar ² (\$/US\$)	Contra Brasil (\$ / Real ³)	Contra el dólar (\$/US\$)	
	PAMPA HÚMEDA	ECONOMÍAS REGIONALES E INDUSTRIAS	COMPITE CON IMPORTACIONES	ATESORAMIENTO ⁴	
2001	15,4	14,2	11,4	14,2	
2003	16,5	30,6	21,6	30,6	Mercado único
2004	15,4	30,0	22,9	30,0	
2005	11,9	28,1	26,5	28,1	
2006	15,0	27,5	28,8	27,5	
2007	18,0	25,1	29,7	25,1	
2008	15,7	21,4	27,7	21,4	
2009	14,5	21,8	27,1	21,8	
2010	15,6	19,0	27,2	19,0	Paralelo
2011	17,7	16,7	26,0	17,3	
2012	13,0	15,0	20,5	18,8	
2013	14,4	14,6	18,7	23,3	Mercado único
2014	13,0	16,1	19,5	24,3	
2015	10,0	14,0	13,2	21,2	
nov-16	16,1	16,1	16,1	16,1	

Si la inflación en 2017 baja, el desafío será subir el tipo de cambio sin generar nuevas presiones inflacionarias (y malestar social)

(1): Precio internacional del maíz neto de retenciones, expresado en pesos, deflactado por costo de producción. Incluye el efecto del menor precio recibido por el productor debido a las distorsiones generadas por los ROE.

(2): Tipo de cambio nominal oficial del peso argentino contra el dólar deflactado por el cociente entre la inflación consumidor local y la de EE.UU

(3): Tipo de cambio nominal del peso argentino contra el real brasileño deflactado por el cociente entre la inflación consumidor local y la de Brasil.

(4): Desde 2011, tipo de cambio nominal paralelo del peso argentino contra el dólar deflactado por el cociente entre la inflación consumidor local y la de EE.UU

SÍNTESIS

I. PASADO RECIENTE Y PRESENTE (2016)

- Año políticamente razonable y previsiblemente malo en lo económico.
- Puente de financiamiento muy necesario

II. FUTURO (2017)

- CORTÍSIMO PLAZO: i) tarifas y su impacto fiscal e inflacionario
ii) La potencia del blanqueo: principalmente de financiamiento fiscal y secundariamente de movilización de la actividad.
- CORTO PLAZO: el "trade-off" reactivación – inflación.
- MEDIANO PLAZO: la fluidez del financiamiento, el factor Trump y la elección.
- LARGO PLAZO: el "día después" de la elección, **qué** hace Macri después de la elección con el fisco y **cómo** lo hace.