

Con el blanqueo todo luce mejor...pero

Con el comienzo de la implementación del blanqueo y moratoria impositiva se abre un capítulo que ayuda a las cuentas públicas, su financiamiento y un apoyo a la deseable expansión de la demanda agregada. Con esta herramienta se pretende alcanzar o mejorar la meta de déficit fiscal primaria de 4,8% del PBI de 2016 sin sobresaltos y generar algún colchón adicional de financiamiento prácticamente sin costo para encarar el 2017 (que exige recorte adicional de 1,5% del PBI). Aun consiguiéndolo, la situación es tal que alcanzar el objetivo para el año próximo se basa en las derivaciones de reactivar la economía y/o seguir avanzando con reducciones graduales en subsidios y otros gastos. Aparte están las intenciones de una reforma tributaria integral.

Como la meta está expresada en relación al PBI, la reciente revisión de esta serie a precios corrientes atribuidos al mayor reconocimiento de inflación previa acumulada (más que compensando el menor crecimiento real del mismo período) implica que la meta de déficit del 4,8% del PBI sería equivalente al 4,4% con los valores ajustados del PBI de 2015.

La tabla que sigue presenta la ejecución presupuestaria del primer semestre de 2016 en relación a la del primer semestre del año pasado, en base caja.

Ejecución presupuestaria S. Público Nacional No Financiero

Base caja. ARS miles de millones y en %

	1er semestre			2do semestre			Año		
	2015	2016	Var. %	2015	2016*	Var. %	2015	2016	Var. %
Ingresos (netos de BCRA y ANSES)*	556	708	27,2%	627	798	27,2%	1.184	1.506	27,2%
Gasto primario	654	829	26,9%	774	1.036	33,8%	1.428	1.865	30,6%
Gasto capital	84	80	-4,1%	77	99	28,0%	161	179	11,3%
Resto	570	749	31,4%	697	937	34,4%	1.267	1.686	33,1%
Intereses	61	88	45,4%	60	88	45,4%	121	176	45,4%
Resultado primario	-97	-121	24,7%	-147	-238	61,7%	-244	-359	47,0%
Resultado fiscal	-158	-209	32,6%	-207	-325	57,0%	-365	-535	46,5%
Con ANSES y BCRA									
Resultado Primario	-27	-37	36,7%	-78	-75	-3,2%	-105	-112	7,2%
Resultado fiscal	-88	-125	42,7%	-138	-163	18,1%	-226	-288	27,7%

* Ejercicio en base a meta fiscal Gobierno y supuestos propios.

Fuente: Qf en base a MECON y cálculos propios.

Daniel Marx
Ernesto Gaba - Consejero
Virginia Fernández
Fernando Baer

Quantum Finanzas

+54 11 4345 0003

Econometría
Mario Brodersohn
Juan Sommer

En el primer semestre se observan ingresos creciendo prácticamente lo mismo que el gasto primario, aún sin considerar aquellos por transferencias de ANSES y BCRA (ambos 27%). En el semestre el déficit primario neto de esos ingresos fue de ARS 121 mil millones, un 25% superior en términos nominales al del mismo semestre de 2015, pero 10% inferior en términos reales (deflactado por inflación promedio del mismo período y, en consecuencia también en relación al PBI). Sin embargo, es difícil extrapolar lo sucedido en ese período para el resto del año, ya que estuvo muy influenciado esencialmente por una caída en gastos de capital (-4%, que ahora se pretende recuperar) y en alguna medida determinadas transferencias a provincias.

Como sabemos, para el resto del año tendremos una disminución de subsidios, aunque menor a la prevista por la judicialización de los aumentos anunciados por el Gobierno, los ingresos extraordinarios por el blanqueo y la moratoria. Éstos contrarrestados por mayores erogaciones, entre las que se destacan los mayores compromisos en materia previsional, que serán particularmente importantes a partir de 2017.

Para el segundo semestre del año, el cumplimiento de la meta del PBI (revisada, de 4,4%) permitiría un déficit 62% superior al del mismo periodo del año pasado, o ARS 238 mil millones. En materia de su financiamiento, el BCRA y la ANSES aportarían el 70% (ARS 165 mil millones) y el saldo (ARS 70 mil millones) mediante otras fuentes, incluyendo una parte de la emisión de deuda del blanqueo. A priori, esto luce realista dentro de los objetivos propuestos hasta ahora, a pesar de que se prevé un aumento en la inversión en obra pública. A modo de ejemplo, la obra pública podría registrar un aumento interanual en línea con lo observado en el resto de las partidas de gasto en el primer semestre (del orden del 28-30% interanual) y aun así no se resentirían otras erogaciones primarias.

Sin embargo, el déficit primario es muy demandante para los ejercicios posteriores teniendo en cuenta las proyecciones en materia previsional revisadas que implican un incremento del gasto anual superior al 1,3% del PBI.



último dato	Nivel				
	1 semana	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses

Variación				
1 semana	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses

Tipos de cambio y tasas de interés

ARS/USD Spot	15,04	14,91	14,97	14,26	13,95	9,18	0,9%	0,5%	5,5%	7,8%	63,8%
Impl en Bonar X	15,08	15,04	15,00	14,27	14,19		0,3%	0,5%	5,7%	6,3%	
NDF 1m	15,27	15,27	15,12	14,66	14,01	9,35	0,0%	1,0%	4,2%	9,0%	63,4%
NDF 6m	16,63	16,47	16,58	15,95	16,31	11,55	0,9%	0,3%	4,2%	1,9%	43,9%
NDF 12 m	17,93	17,67	18,17	17,60	17,26	14,30	1,5%	-1,3%	1,9%	3,9%	25,4%
Rofex 6 m	16,59	16,64	16,44	15,96	15,18	9,94	-0,3%	0,9%	3,9%	9,3%	66,9%
BADLAR privada	25,63	25,75	27,19	30,56	26,31	21,56	-13 pb	-156 pb	-494 pb	-69 pb	406 pb
Call a 1 día	26,50	28,75	26,50	34,00	20,50	20,50	-225 pb	0 pb	-750 pb	600 pb	600 pb
BRL/USD Spot	3,28	3,26	3,22	3,44	4,00	3,37	0,7%	1,9%	-4,5%	-18,0%	-2,7%
Futuro 6m	3,47	3,44	3,39	3,64	4,23	3,58	0,9%	2,3%	-4,7%	-18,0%	-3,2%
Futuro 12m	3,63	3,59	3,54	3,80	4,46	3,77	1,0%	2,4%	-4,6%	-18,6%	-3,7%
USD/EUR Spot	1,11	1,10	1,11	1,15	1,08	1,09	1,2%	-0,1%	-3,0%	2,6%	1,7%
Libor 1 m	0,50	0,49	0,47	0,44	0,43	0,19	1 pb	3 pb	6 pb	7 pb	31 pb
Libor 6 m	1,09	1,04	0,91	0,90	0,86	0,48	4 pb	17 pb	18 pb	23 pb	61 pb
UST 10 años	1,52	1,57	1,52	1,83	1,92	2,26	-4 pb	1 pb	-31 pb	-40 pb	-74 pb

Indice de Materias Primas Qf (1)

IMP Qf	103	105	114	107	93	110	-2,2%	-9,9%	-3,6%	11,0%	-6,2%
Agro (70.2%)	102	103	113	104	92	107	-1,6%	-9,8%	-2,5%	10,3%	-4,9%
Soja spot (60%)	367	370	421	375	324	364	-0,7%	-12,7%	-2,1%	13,3%	0,9%
Soja Futuro Jul16	408	408	421	378	327	350	0,0%	-2,9%	7,9%	24,9%	16,7%
Energía (11.5%)	91	99	112	103	75	109	-7,8%	-18,3%	-11,3%	21,1%	-16,1%
Metales (9.3%)	133	134	133	137	127	139	-0,8%	0,1%	-3,0%	5,1%	-4,6%

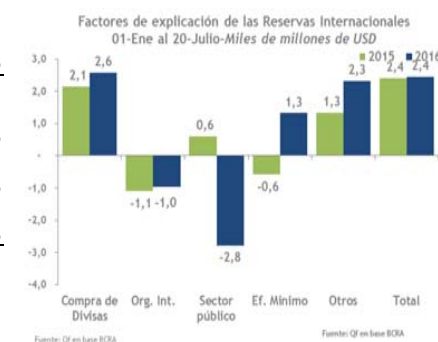
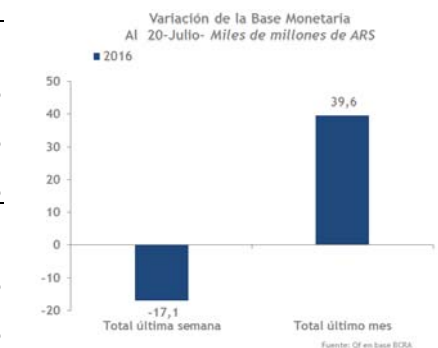
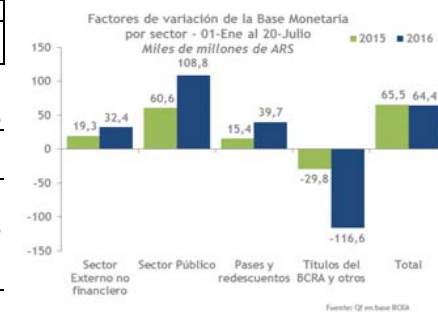
Indices Bursátiles (en moneda local)

MSCI Mundo	479	480	456	462	443	494	-0,2%	5,1%	3,8%	8,2%	-3,0%
S&P 500	2.170	2.175	2.071	2.065	1.940	2.109	-0,2%	4,8%	5,1%	11,8%	2,9%
Euro Stoxx 50	2.981	2.972	2.832	3.028	3.045	3.584	0,3%	5,3%	-1,6%	-2,1%	-16,8%
MSCI Emergentes	47.537	47.235	44.902	45.455	42.146	47.666	0,6%	5,9%	4,6%	12,8%	-0,3%
MSCI Lat Am	70.903	71.519	66.255	68.553	58.088	66.001	-0,9%	7,0%	3,4%	22,1%	7,4%
Merval	15.455	15.847	14.608	13.724	11.306	11.225	-2,5%	5,8%	12,6%	36,7%	37,7%
Bovespa	56.667	57.002	51.002	53.911	40.406	49.897	-0,6%	11,1%	5,1%	40,2%	13,6%

Notas: (1) IMP Qf: Índice de Precios de Materias Primas relevante para el comercio exterior argentino. Metodología y ponderaciones equivalentes a Índice de Materias Primas del BCRA con precios internacionales, fuente Bloomberg.



Moneda	Fecha	Nivel						Unidad	Variación					
		último dato	1 semana	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses		1 semana	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	
Reservas Internacionales	USD	20-jul-16	33.900	33.986	32.045	29.254	25.375	33.861	Millones	-86	1.855	4.646	8.524	39
									% nominal	-0,3%	5,8%	15,9%	33,6%	0,1%
Intervención cambiaria (2) (3)	USD	20-jul-16	1	48	14	40	20	-21						
Liquidación CIARA (2)	USD	15-jul-16	89	107	121	103	88							
Base Monetaria	ARS	20-jul-16	660.207	677.321	642.135	579.752	593.175	531.382	Millones	413	21.028	49.055	97.352	172.079
									% nominal	-2,5%	2,8%	13,9%	11,3%	24,2%
Lebac y Nobacs	ARS	20-jul-16	535.576	521.709	494.249	485.026	409.016	299.078	Millones	13.867	41.328	50.551	126.561	236.498
Pases netos	ARS	20-jul-16	47.085	32.884	46.183	14.270	18.518	15.743	Millones	14.201	902	32.815	28.567	31.342
Exp. de BM por S. Público	ARS	20-jul-16							Millones	265	59.914	128.158	144.150	274.099
Adelantos transitorios BCRA	ARS	15-jul-16	368.250	368.250	363.750	356.050	356.050	343.650	Millones	0	4.500	12.200	12.200	24.600
Agregados Monetarios (4)														
M2	ARS	20-jul-16	1.001.493	1.021.987	993.558	908.508	990.396	859.500	Millones	-20.495	7.935	92.985	11.097	141.993
									% nominal	-2,0%	0,8%	10,2%	1,1%	16,5%
M2 privado	ARS	20-jul-16	881.323	898.295	834.005	799.701	796.204	732.295	Millones	-16.973	47.318	81.622	85.119	149.028
									% nominal	-1,9%	5,7%	10,2%	10,7%	20,4%
M3* privado	ARS	20-jul-16	1.556.731	1.556.267	1.471.428	1.427.612	1.391.360	1.180.846	Millones	464	85.303	129.119	165.371	375.885
									% nominal	0,0%	5,8%	9,0%	11,9%	31,8%
Depósitos Sector Público	ARS	20-jul-16	418.958	414.161	453.820	364.109	370.051	350.984	Millones	4.797	-34.862	54.849	48.907	67.974
Depósitos Sector Privado	ARS	20-jul-16	1.165.113	1.164.004	1.107.074	1.068.802	1.020.470	840.204	Millones	1.109	58.039	96.311	144.643	324.909
									% nominal	0,1%	5,2%	9,0%	14,2%	38,7%
En Moneda Nacional (5)	ARS	20-jul-16	978.794	985.266	939.598	899.864	869.217	764.323	Millones	-6.472	39.196	78.930	109.577	214.471
									% nominal	-0,7%	4,2%	8,8%	12,6%	28,1%
A la vista	ARS	20-jul-16	451.184	463.228	426.762	403.672	389.819	367.188	Millones	-12.044	24.422	47.512	61.365	83.996
Plazo Fijo	ARS	20-jul-16	489.089	479.234	469.947	458.973	443.903	372.669	Millones	9.855	19.142	30.116	45.186	116.420
En Moneda Extranjera	USD	20-jul-16	12.424	12.266	11.941	11.946	11.215	8.284	Millones	158	483	478	1.209	4.140
									% nominal	1,3%	4,0%	4,0%	10,8%	50,0%
Préstamos al Sector Privado	ARS	20-jul-16	891.910	888.217	876.480	841.239	814.491	679.080	Millones	3.693	15.430	50.670	77.419	212.830
									% nominal	0,4%	1,8%	6,0%	9,5%	31,3%
En Moneda Nacional	ARS	20-jul-16	790.967	792.509	789.439	776.965	772.696	638.538	Millones	-1.542	1.528	14.002	18.271	152.429
									% nominal	-0,2%	0,2%	1,8%	2,4%	23,9%
Préstamos al Sector Público	ARS	20-jul-16	63.786	63.969	62.643	60.026	58.210	47.034	Millones	-183	1.143	3.760	5.576	16.752
									% nominal	-0,3%	1,8%	6,3%	9,6%	35,6%
Ratio de liquidez bancaria (6)														
Total		20-jul-16	28,3%	28,2%	28,4%	23,5%	24,9%	21,6%						
En pesos		20-jul-16	19,8%	19,3%	19,3%	15,9%	16,9%	16,6%						
En dólares		20-jul-16	80,5%	79,7%	87,3%	70,7%	79,9%	78,3%						



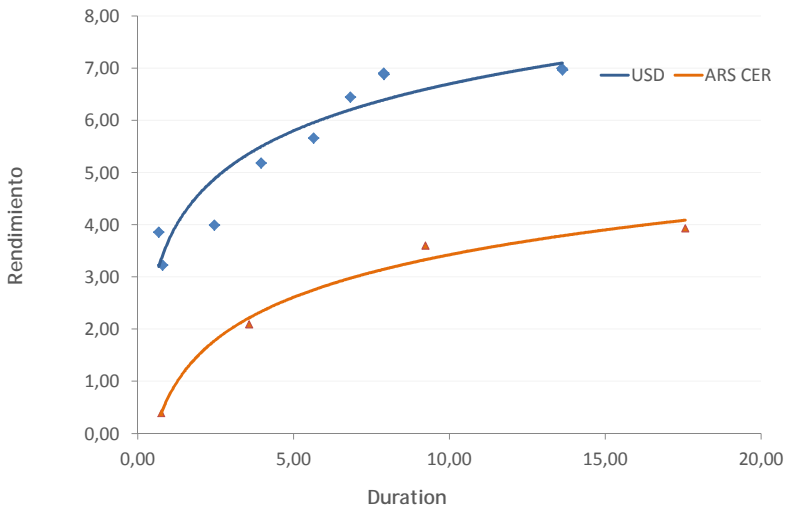
Notas: (1) Salvo que se aclare lo contrario son valores punta (2) Promedio diario (3) Valores Negativos significa venta de dólares y Positivos, compra de dólares por parte de la autoridad monetaria (4) M1 = Billetes y monedas + Cta. Cte. - Uso FUCO, M2 = M1 + Caja de Ahorro, M3 = M2 + Plazo Fijo, M3* = M3 + Depósitos en dólares (5) Depósitos En Moneda Nacional = A la vista + Plazo Fijo + 'Otros' no incluidos en el informe por su escasa relevancia a los fines analíticos (6) Ratio de liquidez bancaria = Activos líquidos / Depósitos. Activos líquidos: integración de efectivo mínimo (efectivo, cuenta corriente en el BCRA y cuentas especiales de garantía), otras disponibilidades (fundamentalmente corresponsalías) y los pases activos netos en efectivo de las entidades financieras contra el BCRA.



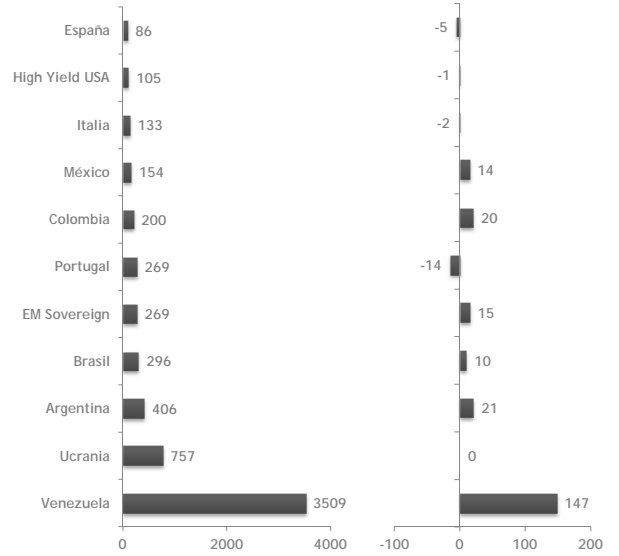
ARS/USD	15,04	BADLAR	25,6	CER	6,30
CCL (BONARX)	15,08				
MEP (BONARX)	15,01				

	Precio Compra	Precio Venta	Paridad	Cupón (%)	Duración	Rendimiento Comprador (%)	Rendimiento vendedor (%)	Spread vs EEUU	Próximo cupón	Vencimiento	Monto en circulación (Mili. USD)	Var últimos 7 días	Riesgo anualizado	Ley
Bonos en USD														
GLOBAL17	104,50	105,00	103,3%	8,75	0,80	3,22	2,64	275	02/12/2016	02/06/2017	950	-0,3%	6,7%	NY
BONAR X (2017)	104,22	104,52	102,3%	7,00	0,68	3,86	3,43	343	17/10/2016	17/04/2017	6.938	-0,3%	8,5%	AR
ARGENT 19	105,75	106,25	104,3%	6,25	2,46	3,99	3,81	320	22/10/2016	22/04/2019	2.750			NY
ARGENT 21	107,00	107,50	105,3%	6,88	3,96	5,18	5,07	412	22/10/2016	22/04/2021	4.500			NY
BONAR 24	115,77	116,52	113,9%	8,75	5,64	5,66	5,51	451	07/11/2016	07/05/2024	6.360	-0,9%		AR
ARGENT 26	107,50	108,00	105,6%	7,50	6,82	6,45	6,38	493	22/10/2016	22/04/2026	6.500			NY
DISC USD ARL	111,50	112,50	111,9%	8,28	7,90	6,88	6,77	525	31/12/2016	31/12/2033	4.901	-1,8%	12,8%	AR
DISC USD NYL	111,25	112,25	111,7%	8,28	7,89	6,91	6,79	528	31/12/2016	31/12/2033	3.966	-1,8%	11,4%	NY
PAR USD ARL	67,00	70,00	67,9%	2,50	13,61	6,99	6,63	519	30/09/2016	31/12/2038	1.230	-2,2%	15,5%	AR
PAR USD NYL	67,25	67,75	66,9%	2,50	13,63	6,96	6,90	516	30/09/2016	31/12/2038	5.297	-2,4%	14,0%	NY
ARGENT 46	105,75	106,25	103,9%	7,63	11,88	7,15	7,12	491	22/10/2016	22/04/2046	2.750			NY
Bonos USD-linked														
Bonad 2016	1488,94	1503,98	99,5%	1,75	0,25	8,00	3,68		28/10/2016	28/10/2016	983			AR
Bonad 2018	1444,10	1444,10	95,7%	2,40	1,64	5,58	5,58		18/09/2016	18/03/2018	654	0,2%		AR
Bonos ajustables por BADLAR														
Bonar 2017	104,13	104,50	104,3%	28,22	0,47	27,70	26,94	s/Badlar	28/09/2016	28/03/2017	126	0,5%	N/D	AR
Bonos ajustables por Lebacs														
BONAC 01/09/2016	103,10	103,10							30/09/2016	30/09/2016	605	0,8%		AR
Bonos ajustables por CER														
BOGAR 18	121,25	121,50	100,4%	2,00	0,75	0,39	0,11	71	04/08/2016	04/02/2018	1.544	-0,2%	10,9%	AR
PRO 13	399,00	400,00	98,6%	2,00	3,58	2,09	2,02	223	15/08/2016	15/03/2024	622	0,5%		AR
DISC ARS	670,00	672,00	118,1%	5,83	9,23	3,60	3,57	316	31/12/2016	31/12/2033	4.425	0,0%	17,0%	AR
PAR ARS	314,00	316,00	71,0%	1,18	17,57	3,93	3,89	312	30/09/2016	31/12/2038	1.198	-0,6%	4,3%	AR
Unidades ligadas al PBI														
Cupon USD - Ley NY.	10,30	10,50							15/12/2016		17.000	-3,3%	18,9%	NY
Cupon USD - Ley Arg.	10,25	10,50							15/12/2016		3.100	-2,4%	17,1%	AR
Cupon EUR	10,15	10,35							15/12/2016		21.051	-2,2%	16,2%	ENG

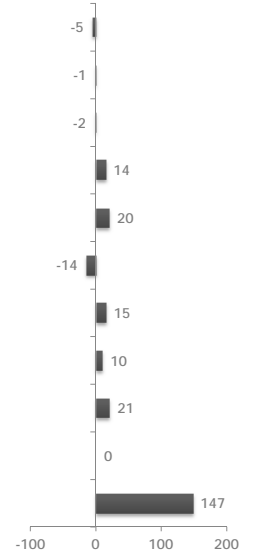
Bonos soberanos: curva de rendimientos



CDS 5 años Nivel



Variación semanal





Sector	Moneda	Rating S&P/Fitch/Moodys	Precio comprador	Precio vendedor	Cupón	Duración	Rendimiento Comprador (%)	Rendimiento vendedor (%)	Spread vs UST	Spread vs soberano ARG	Vencimiento	Monto en circulación	
High grade													
Petrobras 2017	Oil&Gas	USD	B+ / BB / B3	101,60	101,60	5,88	0,75	40,16	40,16	3.993	3342	15/05/2017	300
YPF 2017	Oil&Gas	USD	- / - / -	97,75	99,13	1,29	0,74	4,78	2,90	432	-196	30/04/2017	89
Arcor 2017	Food	USD	- / B+ / B1	101,00	102,50	7,25	1,19	292,30	-230,59	29.199	28556	09/11/2017	149
YPF 2018	Oil&Gas	USD	- / B / B3	108,00	108,00	8,88	2,13	5,25	5,25	449	-149	19/12/2018	862
PAE 2021	Oil&Gas	USD	- / B+ / B1	102,75	103,75	7,88	3,86	7,18	6,93	609	44	07/05/2021	500
YPF 2024	Oil&Gas	USD	- / B / B3	106,50	107,50	8,75	5,45	7,61	7,45	617	87	04/04/2024	1.325
YPF 2028	Oil&Gas	USD	NR / B / -	106,00	106,00	10,00	6,98	9,17	9,17	756	243	02/11/2028	15
High Yield													
Transener 2016	Electric	USD	CCC / WD / -	101,00	101,00	8,88	0,36	6,02	6,02	571	-72	15/12/2016	53
B. Macro 2017	Banks	USD	- / B / B3	101,20	101,20	8,50	0,48	6,00	6,00	562	-74	01/02/2017	106
TGS 2017	Pipelines	USD	B- / WD / B3	100,50	100,50	7,88	0,74	7,18	7,18	673	44	14/05/2017	123
HPDA 2017	Utilities	USD	B- / B / -	100,00	100,00	8,50	0,48	8,50	8,50	827	176	02/02/2017	75
Galicia 2017	Diversified Finan	USD	- / B / -	102,35	102,35	9,00	0,48	4,07	4,07	369	-268	28/01/2017	67
Galicia 2018	Banks	USD	B- / - / B3	101,75	103,25	8,75	1,57	7,65	6,74	594	91	04/05/2018	300
CAPEX 2018	Electric	USD	B- / B / -	100,50	100,88	10,00	1,40	9,64	9,39	869	290	10/03/2018	200
Galicia 2019	Banks	USD	- / - / Caa1	100,00	101,00	16,00	2,01	16,58	-2,98	1.635	984	01/01/2019	218
	Electric	USD	/ / /	104,00	104,00	9,75	4,52	8,89	8,89	764	215	25/10/2022	176
IRSA 2020	Real Estate	USD	B- / B / -	115,00	115,00	11,50	3,22	7,09	7,09	613	35	20/07/2020	71
IMPSPA 2020	Metal Fabricate/I	USD	NR / NR / -	12,00	12,00	10,38	1,48	101,11	101,11	10.012	9437	30/09/2020	390
B. Macro 2036	Banks	USD	- / CCC / Caa3	100,50	102,00	9,75	0,36	8,20	8,05	796	146	18/12/2036	149
Bonos provinciales													
Cordoba 2017	Provincial	USD	B- / - / B3	107,50	109,00	12,38	0,93	4,88	3,48	436	-186	17/08/2017	396
PBA Disc 2017	Provincial	USD	B- / - / B3	102,50	104,00	9,25	0,66	5,55	3,43	324	-119	15/04/2017	65
CABA 2017	Municipal	USD	B- / B / B3	103,77	104,89	9,95	0,55	3,34	1,46	294	-340	01/03/2017	175
Mendoza 2018	Provincial	USD	B- / - / B3	99,00	101,00	5,50	1,90	6,01	4,99	592	-73	04/09/2018	58
PBA 2018	Provincial	USD	B- / - / B3	109,25	110,25	9,38	1,87	4,73	4,26	400	-201	14/09/2018	475
Chubut 2020	Provincial	USD	- / - / Ba3	101,50	103,00	7,75	3,34	7,30	6,87	629	56	01/07/2020	46
PBA 2021	Provincial	USD	B- / - / B3	113,50	114,50	10,88	3,59	7,29	7,05	558	55	26/01/2021	750
PBA 2021	Provincial	USD	/ / /	111,75	112,75	9,95	3,84	7,04	6,82	578	30	09/06/2021	900
CABA 2021	Municipal	USD	B- / B / B3	112,18	112,97	8,95	3,64	5,86	5,67	424	-88	19/02/2021	500
Neuquen 2021	Provincial	USD	B- / - / -	102,50	104,50	7,88	3,93	7,25	6,76	605	51	26/04/2021	48
Salta 2022	Provincial	USD	B- / B / -	106,93	107,91	9,50	4,33	7,96	7,75	599	122	16/03/2022	125
PBA 2024	Provincial	USD	/ / /	110,00	110,69	9,13	5,39	7,38	7,27	590	64	16/03/2024	1.250
Mendoza 2024	Provincial	USD	/ / /	103,00	104,00	8,38	5,60	7,85	7,68	646	111	19/05/2024	500
PBA Par 2028	Provincial	USD	B- / - / B3	117,00	118,50	9,63	7,18	7,42	7,25	576	68	18/04/2028	400
Neuquen 2028	Provincial	USD	/ / /	108,00	110,00	8,63	7,41	7,59	7,35	591	85	12/05/2028	349
PBA Par 2035	Provincial	USD	B- / - / B3	73,50	74,50	4,00	11,82	6,45	6,34	610	-29	15/05/2035	446