



# Sólo la política podrá bajar el déficit fiscal

## Informe Mensual Enero

Martes 10 de enero de 2017

### **labourcapitalgrowth**

Costa Rica 4161 - CABA  
(5411) 4862-8992  
[www.lcgsa.com.ar](http://www.lcgsa.com.ar)  
contacto: [info@lcgsa.com.ar](mailto:info@lcgsa.com.ar)

El Gobierno pasó su primer cumpleaños con cambios en su Gabinete. Apartó a Prat Gay y separaron en dos al Ministerio de Hacienda y Finanzas designando a Dujovne en Hacienda y a Caputo en Finanzas (Secretario de Finanzas y socio en la actividad privada de Prat Gay). Más allá de los nombres son varias la señales que se desprenden de estos cambios.

En primer lugar, la salida de Prat Gay no es algo que sorprenda. Desde que se conformó el gabinete en 2015 dijimos desde este reporte que una figura con peso específico, sin ser del “riñón” del Pro y con facultades limitadas para tomar decisiones podía ser un foco de conflicto. En este sentido el resultado era binario: se le daban más herramientas y poder o se lo corría. En el último tiempo los mensajes desde el interior del Gobierno hacia el exterior eran más frecuentes. Ausencias en reuniones de equipo o el “viajar menos y trabajar más” mencionado por Macri indicaban cuál iba a ser el resultado final. Sólo quedaba ver quién movía la primera ficha. Prat Gay se va con un discurso: tiene varios hitos (cepo, default y blanqueo) y no queda como “ajustador” algo que cuidó precavidamente. La reducción de la inflación y la recuperación de la economía quedó en la bandeja de pendientes. Errores de *timing*.

En segundo lugar, estos cambios también se presentaban como una oportunidad para el Gobierno si el concepto de las modificaciones era la preocupación por lo fiscal. Por ejemplo, colocando en lugar de Prat Gay a alguno de los dos Vicejefes de Gabinete, Quintana o Lopetegui. Cualquiera de ellos le iba a otorgar un rol preponderante y ordenador a la cuestión fiscal. Sin embargo, no sólo el Gobierno desaprovechó esa oportunidad, sino que además separó en dos el Ministerio duplicando funciones cuando se pretende dar la señal de austeridad fiscal y eliminación de programas que duplican fines.

En tercer lugar, continúa ampliándose la mesa con los actores que definen la política económica dificultando aún más la coordinación. Por ejemplo, ¿está coordinado el incremento de tarifas con el impacto fiscal, el índice de precios, salario real / paritarias y la actividad económica? ¿Está coordinado el nivel de déficit fiscal, con la emisión de deuda necesaria y el impacto monetario del ingreso de dólares por la colocación de bonos en el exterior? ¿O cada sector hace cuentas por su lado?

## Qué fuimos diciendo a lo largo del año que pasó

A lo largo del año pasado fuimos describiendo cómo veíamos a la economía y a la política local con una mirada estructural de mediano plazo. Dijimos que **la economía que había heredado el Gobierno era muy compleja** y la resolución simultánea de todos los desequilibrios económicos era imposible en el corto plazo. La situación era de una emergencia extremadamente grave y **el Gobierno evitó que se transformara en una crisis.**

Este hecho es casi inédito en nuestro país ya que en otras circunstancias se desencadenaba un conflicto. Tiene ventajas y desventajas. La principal ventaja es evitar el costo que ante cada crisis terminan pagando los sectores más vulnerables por contar con menos herramientas para protegerse de los coletazos. En cambio, una de las “desventajas” es que **las crisis le dan más margen de maniobra al gobierno porque la gente ya evidenció lo peor dejándole el camino allanado a la nueva administración. También, a partir de las crisis, las sociedades le dan el mandato a los gobiernos para que hagan reformas estructurales.** El haberla evitado implicó que todas las medidas que se fueron tomando resultarían difíciles y costosas para la sociedad y para el Gobierno implicaran un desgaste en términos políticos y de imagen. Aunque fue exageradamente cuidadoso de esto último, no hay que soslayar que llegó al poder con sólo un tercio de los votos.

Si a ello se le suma que el Gobierno minimizó las dificultades heredadas, fijó promesas de corto plazo que no cumplió (pe. lluvia de dólares, segundo semestre, etc.), cometió errores de implementación (pe. ajuste de tarifas), la consecuencia fue haber despertado el **descontento de todos los sectores. Los consumidores y las organizaciones sociales se quejan del ajuste, la licuación de salarios y la pérdida de empleo; y los empresarios se quejan de que no se hicieron las reformas suficientes.**

¿Se podía haber corregido todo con un shock?<sup>1</sup> Sí, pero el riesgo de un abordaje de estas características era amplificar la recesión y comprometer seriamente el frente político. Con este tipo de acciones se sabe cómo se comienza, pero no cómo se termina. Por eso, **el Gobierno optó por ir gradualmente**. El bajo nivel de endeudamiento permitía financiar el gradualismo, pero antes había que alcanzar un acuerdo con los *holdouts* para conseguir financiamiento en el exterior.

**Se resolvieron exitosa y rápidamente las urgencias: Cepo y holdouts.** Esto permitió recuperar dos valiosas herramientas de política económica. **Pero la estructura quedaba muy debilitada.** Aparecía otra situación paradójica para nuestra historia económica: **el Gobierno contaba con todas las herramientas de política económica disponibles, pero su uso estaba condicionado.** No por una ley o ausencia de la misma (como en el pasado), sino por la interrelación de los desequilibrios macroeconómicos donde la corrección de una falla implicaba la amplificación de otra.

El éxito inicial por la manera en que se resolvieron las urgencias y la disponibilidad de las herramientas, quizás, llevaron al Gobierno a cometer un **error de diagnóstico sobre la complejidad de la economía**. Minimizó la herencia y fijó metas de inflación y fiscales que, como dijimos en su momento, no eran cumplibles. **Avanzó sin una priorización esperando que la lluvia de dólares trazara el camino.**

**Pero el segundo semestre nunca llegó.** Las expectativas se fueron deteriorando sistemáticamente: la caída del PBI y la inflación fueron mayores a lo esperado en 2016. La ansiedad en el Gobierno por la llegada de los brotes verdes determinó que **comenzaran a entrar en conflicto el objetivo de corto -su sostenibilidad política- y la agenda transformadora de largo plazo**<sup>2</sup>. En la actual coyuntura, capacidad política y economía representan dos debilidades para el Gobierno.

Con respecto a la política, el Gobierno tiene minoría en ambas Cámaras. La coalición Cambiemos cuenta con un tercio de los diputados y sólo un

---

<sup>1</sup> Informe mensual enero 2016. Del shock al gradualismo.

<sup>2</sup> Informe mensual de agosto de 2016. "Pensar estratégicamente el largo plazo".

quinto de los senadores. A comienzos de año dijimos que había dos factores que iban a jugar a favor del Gobierno: 1) las finanzas públicas provinciales eran una valiosa herramienta de negociación política para el Gobierno y la angustiosa situación fiscal de las provincias permitía compensar la ausencia de votos<sup>3</sup> y 2) la falta de un referente en el Peronismo que permitiera aglutinar fuerzas. Pero con el levantamiento del *default* las provincias también accedieron al mercado y obtuvieron de la Nación mayores recursos<sup>4</sup>. Esa herramienta ahora tiene menos peso. Y cuanto más cerca se esté de las elecciones, más probable es que el Peronismo se abroquele detrás de alguna figura.

**El volumen político del Gabinete también era otra fuente generadora de dudas.** La compensación a esa ausencia fue a través de mayores concesiones fiscales en cada una de las disputas que se fueron dando a lo largo del año pasado. **También avizorábamos riesgos sobre la falta de coherencia interna de los Ministros. Junto con la ausencia en la gestión de dos de los tres creadores de Cambiemos:** Sanz retirado por motivos personales y Carrió desempeñando un rol crítico.

**El Gobierno comenzó a administrar dosis de populismo y parches** para compensar su debilidad política y mostrar mejoras en una economía muy deteriorada. **Fue cuando pasamos del gradualismo al populismo<sup>5</sup>.** A partir de ahí el corto plazo comenzó a dominar la agenda de largo plazo. Incluso dentro de la agenda del corto plazo se desplazó el fomento de la inversión por el fogoneo del consumo. **Alertamos sobre la tentación de crecer con ahorro externo sin reducir el déficit fiscal<sup>6</sup>** y que la mejora de la economía garantizaría gobernabilidad, pero sólo en el corto plazo. Sin correcciones de fondo, se seguirán acumulando inconsistencias y postergando la agenda de largo plazo.

---

<sup>3</sup> Informe mensual marzo 2016. Las finanzas provinciales como herramienta de negociación política.

<sup>4</sup> Devolución gradual del 15% de la precoparticipación de la Anses por \$ 28 MM en 2016.

<sup>5</sup> Informe mensual julio 2016. Del shock al gradualismo. ¿Del gradualismo al populismo?

<sup>6</sup> Informe mensual mayo 2016. La tentación de crecer con endeudamiento (sin reducir el déficit fiscal).

La oportunidad de contar con un bajo nivel de endeudamiento debía ser el puente que permitiera financiar el paso de una economía con déficit a una de equilibrio. **A comienzos de año la corrección fiscal se presentaba como un enorme desafío. Sin embargo, ahora la situación es mucho más compleja porque se perdieron recursos y se adicionaron gastos.** Esto le dio más rigidez a la reducción del déficit. El gobierno pasó de anunciar un déficit primario de 3,3% del PBI para 2017 a corregirlo a 4,2% del PBI; y nuestra estimación es de 4,9% del PBI.

La corrección fiscal que iba a empezar en 2016 se postergaría a 2018. Este nuevo punto de partida con un déficit más elevado determina que eliminarlo llevará varios años. El margen para poder financiarlo en los próximos años es acotado y la vulnerabilidad mayor. Sobre todo, porque vamos a depender de factores externos. **Alertamos que un empeoramiento en el contexto internacional -entendido como un aumento de la tasa de interés<sup>7</sup>- acortará sensiblemente el margen de seguir financiado el déficit con deuda. El triunfo de Trump en EEUU es la manifestación clara de que la coyuntura no está exenta de cisnes negros.** Cuanto mayor sea la vulnerabilidad de la economía, mayor será el impacto de esos sucesos. **Cada punto de aumento de la tasa de interés tendrá un costo fiscal anual de 0,5% del PBI<sup>8</sup>.**

Un crecimiento sostenible exige pensar el presente con una visión estratégica. Con la situación heredada, **encauzar la macro debía ser la meta primaria de este Gobierno. Pero ser consecuentes con el gradualismo implica asumir que esto demandará tiempo.**

De ahí la necesidad de fijar objetivos de mediano plazo ya que en el corto plazo los éxitos están acotados. Es necesario volver a un régimen macro sostenible o al menos **enderezar el camino de las inconsistencias para que tiendan a converger a una situación de equilibrio. Este debería ser el objetivo primario de la actual administración.** Ese "modelo" macro deseado debería tener una inflación descendente, estabilización de los precios relativos y un tipo de cambio y tasa de interés en niveles adecuados. La inversión debería crecer más que el consumo y el desequilibrio fiscal tender a una situación de sostenibilidad.

<sup>7</sup> Informe mensual octubre 2016. Atrapados sin salida (?).

<sup>8</sup> Considerando un horizonte de 5 años.

#### Medidas fiscales con impacto en 2016

	\$ MM	% PBI	FECHA IMPL.
<b>INGRESOS</b>	<b>132,8</b>	<b>1,7%</b>	
GANANCIAS*	40,9	0,5%	
DERECHOS DE EXPORTACIÓN	50,7	0,6%	dic.-15
DEVOLUCIÓN DEL IVA	7,2	0,1%	may.-16
IMPUESTOS INTERNOS	0,1	0,0%	
LEY PYME	1,4	0,0%	oct.-06
DEVOLUCIÓN 15% PRECOPARTICIPACIÓN	28,1	0,4%	
-Fallo de la corte a favor de Santa Fe, San Luis y Córdoba	14,5	0,2%	dic.-15
- Acuerdo Federal resto de las Provincia	13,7	0,2%	ago.-16
TRASPASO DE LA POLICÍA FEDERAL A LA CABA	4,2	0,1%	ene.-16
<b>GASTOS</b>	<b>31,2</b>	<b>0,4%</b>	
PROGRAMA DE REPARACIÓN HISTÓRICA	8,5	0,1%	jul.-16
AMPLIACIÓN Y MODIFICACIONES EN AAFP	10,3	0,1%	may.-16
LEY DE EMERGENCIA SOCIAL**	6,3	0,1%	dic.-16
OTROS	6,1	0,1%	may.-16
-Pago único \$500 a jub. mínima, AUH, AUE y ex comb. Malvinas	4,2	0,1%	
-Aumento pago programas sociales (Min. Desarrollo Soc.)	1,9	0,0%	
<b>TOTAL</b>	<b>164,0</b>	<b>2,0%</b>	

\* Aumento MNI, eliminación y devolución de percepciones, exención SAC.

\*\* Bono fin de año estatales, AUH, Jubilados Haber Mínimo y Programas Ellas Hacer,

Fijarse sólo objetivos de corto plazo cuando la probabilidad de éxito es casi nula termina siendo contraproducente, porque las ansiedades para alcanzarlos implican caer en las tentaciones del pasado -aplicar parches sobre los problemas actuales y repetir la historia de postergar eternamente la agenda de largo plazo.

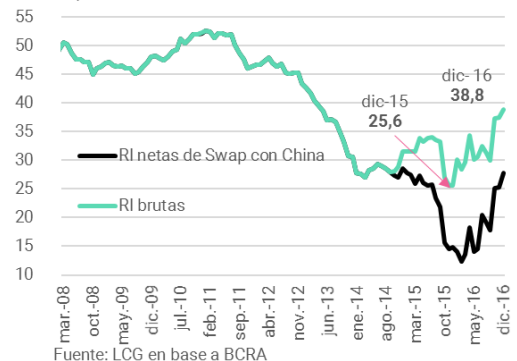
## Los números del 2016

**El 2016 fue un año de reordenamiento macroeconómico tendiente a corregir algunos de los profundos desequilibrios heredados de la administración anterior:** *default* de la deuda, cepo, escasez de reservas y desajuste en los precios relativos (tarifas de servicios públicos y tipo de cambio). Más allá de las expectativas optimistas, semejante corrección inevitablemente iba a impactar sobre el consumo privado y la actividad económica en general.

La normalización financiera con el mundo a partir del rápido acuerdo alcanzado con los *holdouts* y el desmantelamiento exitoso del cepo cambiario fueron los factores esenciales para garantizar un nuevo crecimiento de las reservas. Apalancadas en la colocación de deuda fundamentalmente del sector público, **las reservas internacionales cerraron el año en US\$ 38.800 M, US\$ 13.200 M (+52%) más que en diciembre 2015. Netas del swap con China y los repo con otros bancos<sup>9</sup>, ascienden a US\$ 27.700 M, prácticamente duplicando el stock que dejó el kirchnerismo.**

Sin embargo, el salto del tipo de cambio que siguió a la salida del cepo y el ajuste de las tarifas de los servicios públicos provocaron una aceleración de la inflación. Estimamos que **en 2016 los precios promediarán una variación en torno a 38% ia (38% ia dic/dic)**, bien lejos de la meta inicial del 25% establecido por el ahora ex ministro Prat Gay a mediados de enero pasado. La economía sumará el séptimo año consecu-

Reservas internacionales  
US\$ MM



<sup>9</sup> En rigor, el BCRA canceló de manera anticipada el repo por US\$ 5.000 M tomado en enero de 2016.

tivo con una inflación por encima del 20% (y el doceavo con subas mayores al 10%). **El pass through de la devaluación aportó 8 pp a la inflación, el ajuste de los precios de los servicios públicos (luz, gas, agua y transporte) otros 6 pp y la baja de retenciones al agro, debido al impacto en el aumento de los precios internos de algunas cadenas que usan esos productos como insumo, 2 pp adicionales.** Todo ello explica poco más del 40% de la suba anual de los precios. El resto responde a la inercia inflacionaria (18 pp<sup>10</sup>) y a aumentos de segundo orden.

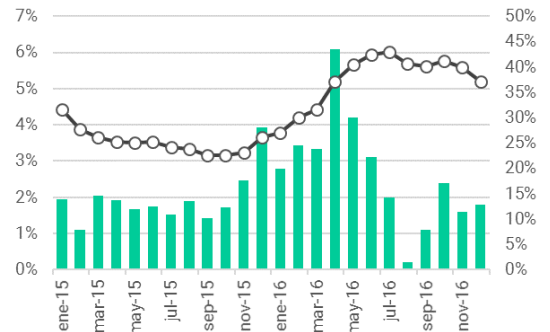
**La ganancia de competitividad, producto de una devaluación de 60%, fue mayormente licuada por la aceleración inflacionaria.** El año cerró con un Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM) 22% por encima del valor de noviembre 2015 antes del salto devaluatorio y sólo 26% por sobre el nivel de diciembre 2001 (1,26, índice base diciembre 2001=100). Y la “mejora” se sostiene por la ayuda que implicó el fortalecimiento del Real que en el año acumuló una apreciación del 13%, posibilitando un incremento del TCR bilateral superior al 40%. **Si se incorpora la presión tributaria (que es 1,5 veces mayor a los niveles de 2001, reflejando una mayor intervención del Estado en la economía) al tipo de cambio real, se observa que los niveles de competitividad son inferiores a los de finales de la Convertibilidad (0,81, índice base dic-01=1).** Sólo los sectores que logran beneficiarse de los términos de intercambios más altos pueden compensar estos efectos (1,81, dic-01=1).

El atraso del tipo de cambio se observa en la fuerte demanda de dólares para atesoramiento y en las salidas de divisas para financiar turismo/compras en el exterior. En el año se fueron US\$ 21 MM por estos conceptos, que fueron cubiertos por los dólares que ingresaron vía deuda pública y privada por US\$ 25 MM. **Otra manera de observar el atraso cambiario es que hoy se necesitaría un dólar de 20 pesos para alcanzar el mismo nivel de competitividad que teníamos a fines de 2011 cuando se instauró el cepo.**

Aun con los logros obtenidos en la corrección de algunos de los desequilibrios heredados, **en términos de crecimiento económico el**

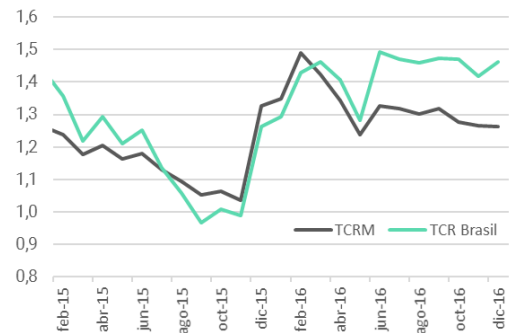
<sup>10</sup> Inflación mensual promedio anualiza 2003-2015 1.4% mensual.

**Índice de Precios al Consumidor**  
m/m y a/a



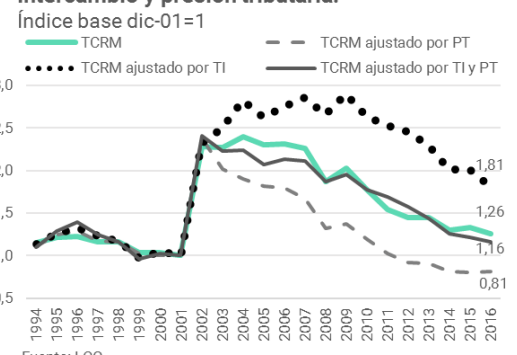
Fuente: elaboración propia en base a INDEC

**Tipo de cambio real**  
Índice base dic-01 = 1



Fuente: LCG en base a BCRA

**Tipo de cambio real ajustado por términos de intercambio y presión tributaria.**



Fuente: LCG



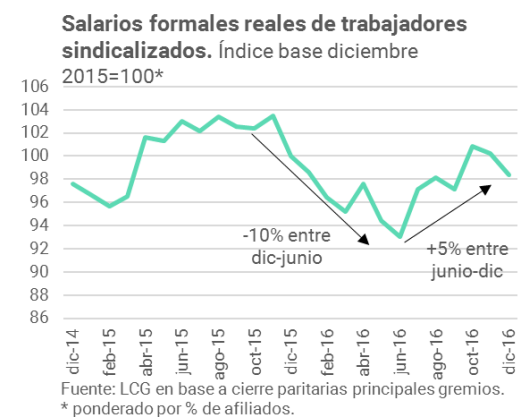
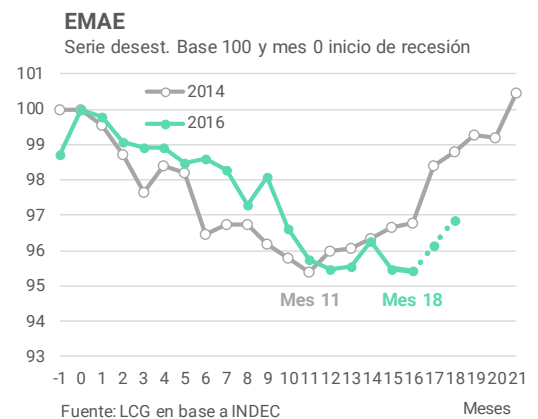
**2016 fue peor de lo esperado tanto por el Gobierno como por el mercado.** El Gobierno descontaba un ajuste en la primera mitad del año, pero una recuperación en la segunda. Con el correr de los meses las proyecciones se fueron ajustando sistemáticamente a la baja hasta anticipar una contracción de 2,3% ia. **Con datos hasta octubre, la economía acumula un retroceso de 2,6% ia.** La “recuperación” esperada para el segundo semestre sólo se tradujo en un freno de la caída.

**Nuestra proyección es de 2,5% de caída para 2016.** Esto supone un crecimiento mensual desestacionalizado de 0,5% promedio en el último trimestre del año a partir de un mayor impulso fiscal. Aun así, la recuperación del 4T-16 no alcanzará para evitar un arrastre estadístico negativo de 0,3% para 2017. La recesión terminará siendo más prolongada que la de 2014: en 18 meses habrá acumulado un descenso de 3,1% del PBI (-1,8% desde dic-15); en 2014 había caído lo mismo, pero la recuperación comenzó en el mes 12 y tardó 10 meses más en alcanzar el nivel anterior.

**Al 3T-16 el consumo acumula una caída del 1% ia, restando 0,7 pp de crecimiento del PBI y en 2016 tendría una contracción de 1,3% ia.** Estuvo afectado por la pérdida de 110 mil puestos de trabajo registrados y la caída del salario real (-5% ia promedio). Si bien en la segunda parte del año ambos factores fueron parcialmente neutralizados (se recuperaron 13 mil empleos formales y el poder adquisitivo de los salarios subió 5% entre junio y diciembre), la percepción de una **mayor inestabilidad laboral junto con la certeza que en el año próximo habrá nuevos ajustes de precios relativos siguen atentando contra la recuperación del consumo privado.**

Más allá del enorme ingreso de dólares financieros para financiar el desequilibrio de las cuentas fiscales, la “lluvia de inversiones” nunca llegó. **El modelo de crecimiento basado en la inversión estuvo ausente.** Al 3T-16 la inversión acumula una caída del 5% ia y explica 1 pp de la contracción del PBI. En 2016 tendría una caída de 4,2% ia. En términos del PBI perdería 0,7 pp (de 15,8% a 15,1% a precios corrientes<sup>11</sup>).

<sup>11</sup> -2,2 pp en los últimos 5 años (17,2% del PBI en 2011).



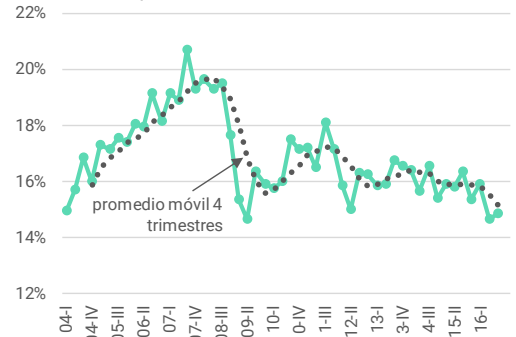
**El timing de la obra pública fue uno de los factores determinantes.**

La transición desproliza y los cambios en la estructura ministerial demoraron la ejecución del gasto restando impulso fiscal. Sin el empuje de la obra pública, **la actividad de la construcción se desmoronó (-13% ia en 11M-16)** y las señales de reactivación son todavía débiles. En paralelo, **la industria manufacturera caerá 5% en 2016**, operando con un 40% de capacidad ociosa. Esto implica que es esperable que el proceso de inversión todavía siga demorado, al menos hasta que la mayor demanda logre absorber la capacidad ociosa. Con niveles apenas por debajo de los actuales, después de la crisis de 2001 pasaron tres años para que la inversión en la industria comenzara a crecer cuando la capacidad ociosa se ubicó en 36%. **Además de la caída de la actividad económica hay otros factores que demoran la inversión privada: el atraso cambiario que se refleja en salarios en dólares altos<sup>12</sup>, la incertidumbre en materia fiscal, la escasa oferta energética y la inestabilidad de precios relativos, entre otros factores.**

A su vez, la flexibilización de los controles cambiarios dio impulso a la **recuperación de las importaciones que, medidas en cantidades, crecieron a una tasa más de 3 veces superior que las exportaciones (6,7% ia y 2,1% ia, respectivamente<sup>13</sup>)** todavía afectadas por la recesión brasilera. Los menores precios internacionales, principalmente los vinculados a la importación de energía (-33% ia), posibilitaron la recuperación de superávit comercial (US\$ 1,7 MM vs déficit de US\$ 3,0 MM en 2015).

**Inversión**

% PBI, a precios corrientes



Fuente: LCG en base a INDEC.

<sup>12</sup> 40% más elevados que en el promedio de la Convertibilidad.

<sup>13</sup> Datos preliminares del PBI al 3T-16.

## Variables macro

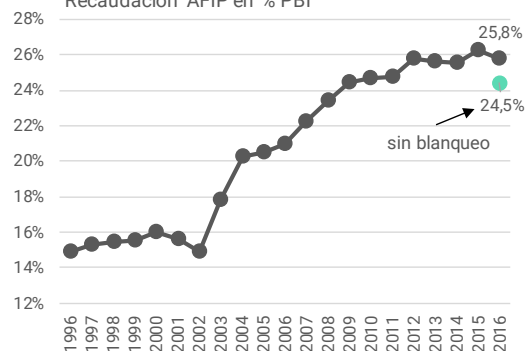
		2014	2015	2016
<b>PBI real</b>	a/a	-2,6%	2,2%	-2,5%
PBI nominal	\$ MM	4.579	5.854	8.022
<b>Precios al consumidor</b>	a/a, prom.	36%	25%	38%
	a/a, dic.	34%	26%	37%
<b>Tipo de cambio (\$/US\$)</b>	prom.	8,1	9,3	14,8
	dic.	8,6	13,0	15,9
<b>TC real multilateral (dic-01=1)</b>	prom.	1,5	1,2	1,3
	dic.	1,3	1,3	1,3
<b>Reservas internacionales</b>	US\$ MM	30,1	24,8	37,9
<b>Recaudación</b>	\$ MM	1.170	1.538	2.070
	a/a	36%	31%	35%
<b>Resultado Primario</b>	\$ MM	-156	-237	370
	% PBI	-3,4%	-4,0%	-4,6%

Fuente: LCG

En todo 2016 la recaudación alcanzó un crecimiento de 35% (-3% real), 5 pp por debajo del crecimiento teórico (ajustando los impuestos por nominalidad). El blanqueo le dio 7 pp al crecimiento mientras que la baja de impuestos le quitó 8 pp y la recesión de la economía 4 pp. En total por el blanqueo se recaudaron algo más de \$ 106 MM (1,3% del PBI). En línea con la dinámica de los recursos tributarios, y afectados por la cesión de fondos a las provincias a partir del Acuerdo de Fortalecimiento del Federalismo<sup>14</sup>, los ingresos fiscales del Sector Público cerrarían el año con un crecimiento del 36,4% ia (28,4% ia excluyendo el impacto del blanqueo). Nuevamente por debajo de la expansión del gasto primario que, impulsado por la ampliación de beneficios sociales y la puesta en vigencia del Programa de Reparación Histórica, registrará un crecimiento anual superior al 38%.

## Presión tributaria

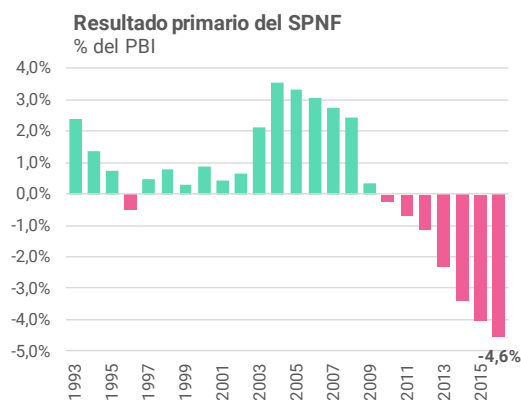
Recaudación AFIP en % PBI



Fuente: LCG en base a Sec. Hacienda

<sup>14</sup> El Acuerdo de Fortalecimiento del Federalismo (AFF) determinó la devolución gradual (en 5 años a partir de 2016) del 15% de Coparticipación retenido por la ANSES. En 2016 significó ceder \$ 13,7 MM a las provincias, además de los \$ 14,6 MM correspondientes al cumplimiento de fallo de la Corte Suprema a favor de Córdoba, Santa Fe y San Luis.

El Gobierno prefirió adoptar un enfoque gradualista, combinando rebajas impositivas muy agresivas (derechos de exportación, suba del Mínimo no Imponible de Ganancias IV categoría, devolución y eliminación total de la percepción de Ganancias por turismo en el exterior y la compra de moneda extranjera, etc.) y aumentos de gasto para compensar la debilidad parlamentaria y desactivar posibles focos de conflictividad social y sindical. Todas esas concesiones no pudieron ser compensadas a pesar de los cuantiosos recursos que dejó el exitoso blanqueo de capitales (1,3% PBI). El déficit primario de 4,0% del PBI en 2015 pasaría a 4,6% del PBI (\$ 370 MM) en 2016.



## Sector público nacional

Estimación 2016	\$ MM	a/a	% PBI
<b>Ingresos (netos de rentas)</b>	<b>1.610</b>	<b>35%</b>	<b>20,1%</b>
Tributarios y Seg. Soc.	1.533	36%	19,1%
Otros	76	21%	1,0%
<b>Gasto primario</b>	<b>1.975</b>	<b>38%</b>	<b>24,6%</b>
<b>Automático</b>	<b>1.305</b>	<b>38%</b>	<b>16,3%</b>
Salarios y operación	420	33%	5,2%
Jubilac. + Otros Anses	867	42%	10,8%
Jubilaciones	741	38%	9,2%
PRH	1,2		0,0%
Subsidios ANSES	125	66%	1,6%
Coparticipación soja	18	16%	0,2%
<b>Discrecional</b>	<b>670</b>	<b>38%</b>	<b>8,3%</b>
Subsidios	298	20%	3,7%
Discrecional a pcias.	100	23%	1,2%
Obra pública nacional	82	27%	1,0%
Resto	190	109%	2,4%
<b>Resultado primario</b>	<b>-365</b>	<b>54%</b>	<b>-4,6%</b>

Fuente: LCG

**¿Había margen para reducir el déficit fiscal en 2016? La respuesta es sí.** La baja de impuestos representó para la Nación la pérdida de recursos por 1,7% del PBI (incluyendo el AFF con las provincias que cede gradualmente durante 5 años el 15% de la coparticipación que iba a la Anses); y el incremento discrecional del gasto que implicó mayores necesidades por 0,4% del PBI. **Sin estas políticas, el déficit primario po-**

dría haber bajado a 2,5% del PBI. O, puesto en otros términos, los ingresos del blanqueo (1,3% del PBI) y la “ganancia” que significó un PBI nominal mayor (0,4% del PBI) posibilitaron que el déficit primario no trepara a 6,2% del PBI después de haber hecho todas esas concesiones. Aunque merece destacarse que el Tesoro adelantó gastos de 2017 por 0,3% del PBI.

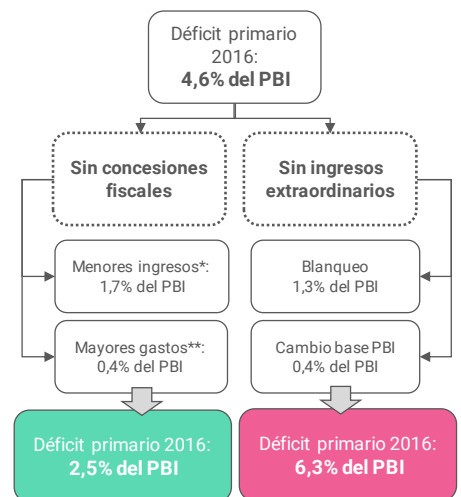
## Sin convencimiento político no se podrá reducir el déficit

El Ministro Dujovne afirmó, quizás apresuradamente, que respetará lo establecido en el Presupuesto 2017 que conlleva un déficit primario de 4,2% del PBI para este año y que empleará cualquier ingreso adicional para reducir aún más este desequilibrio. Vale decir que en el Presupuesto de 2017 no fueron considerados los ingresos derivados del blanqueo de capitales, que estimamos en 0,4% del PBI (\$ 40 MM). Así, considerando los ingresos y ejecutando el gasto según lo establecido en el Presupuesto, los ingresos adicionales por el blanqueo de 2017 habilitarían, a priori, alcanzar un déficit primario de 3,8% del PBI.

Sin embargo, la meta luce muy difícil de alcanzar. El Ministro saliente dejó una herencia positiva en materia fiscal para 2017; pero también una negativa. A los ingresos por el blanqueo que se generarán en 2017, deben sumarse como positivo el “ahorro” fiscal que implicó el adelantamiento de pagos correspondientes a este año habilitado por los abultados ingresos del blanqueo que permitieron cumplir con cierta holgura la meta fiscal del año pasado. En el informe mensual de septiembre<sup>15</sup> habíamos anticipado una cancelación adelantada de aproximadamente \$ 28 MM (0,3% del PBI) concentrada en los pagos de subsidios que terminaría actuando como variable de ajuste fiscal en 2017 permitiendo reflejar un menor gasto primario.

<sup>15</sup> “Adios a las metas”

### ¿Había margen para reducir el déficit en 2016? % PBI



Fuente: LCG  
\* Incluye AFF, baja de derechos de exportación, suba MNI de Impuesto a las Ganancias y exención SAC, etc.

**La herencia negativa del ex Ministro tiene que ver fundamentalmente con la subestimación del gasto prevista en el Presupuesto 2017 equivalente a 1,1% del PBI.** En el informe que analizamos el detalle del Presupuesto dijimos que la subestimación estaba concentrada en las partidas de gasto en Seguridad Social y en Subsidios.

El gasto en Seguridad Social comprende el pago de jubilaciones, asignaciones en todas sus versiones (universal por hijo, familiares y embarazo), pensiones no contributivas y otros programas de asistencia del Ministerio de Desarrollo Social (Progresar, Argentina Trabaja, entre otros). Y, desde el año pasado también incluye los gastos por actualización de haberes del Programa de Reparación Histórica (PRH). El 95% del gasto en Seguridad Social se ajusta dos veces al año en función de lo establecido en la Ley de Movilidad Jubilatoria. Asumiendo incrementos de 13,1% en marzo y 12,1% en septiembre y que la cantidad de jubilados crece 1% y la de los beneficiarios de programas de la Anses 8% promedio -debido al arrastre del incremento de 1,7 nuevos beneficiarios en 2016<sup>16</sup>- **el gasto en Seguridad Social del Presupuesto estaría subestimado en casi \$ 104 MM, 1,0% del PBI.** El aumento del 22% ya previsto en el Presupuesto para el gasto social de ANSES luce acotado considerando el mayor universo de beneficiarios y que la movilidad impone un piso de aumento del 27%. Sólo la demora registrada actualmente en la liquidación de los nuevos haberes previsionales derivados del Programa de Reparación Histórica, podría implicar, vía un menor porcentaje de ejecución, un gasto más reducido que el previsto inicialmente.

---

<sup>16</sup> A partir de la ampliación de los rangos de ingresos familiares para percibir las asignaciones familiares y la inclusión de los hijos de los monotributistas como beneficiarios de la Asignación Universal por Hijo.

## Gasto en seguridad social

P2017 vs Estimaciones LCG

	P2017			LCG		
	\$ MM	a/a	% PBI	\$ MM	a/a	% PBI
Jubilaciones	904	27,1%	9,3%	990	33,6%	9,6%
Subsidios ANSES	148	22,5%	1,5%	165	31,9%	1,6%
PRH	60	-	0,6%	60	-	0,6%
<b>Seguridad Social</b>	<b>1.111</b>	<b>33,4%</b>	<b>11,4%</b>	<b>1.215</b>	<b>40,1%</b>	<b>11,8%</b>

Fuente: LCG en base a P2017.

**-\$ 104 MM**

En cuanto a los subsidios al sector privado, estimamos que en 2017 demandarán un gasto de \$ 294 MM (\$ 252 M según el Presupuesto), equivalente a 2,8% del PBI y a una baja de 0,5 pp interanual. El monto surge de contemplar los ajustes previstos en las audiencias públicas para las tarifas de gas y electricidad (que implicarán aumentos anuales promedio de 150% y 60%, respectivamente) y asumiendo un incremento del 25% en el boleto de colectivos y trenes a partir de febrero. Como mencionamos anteriormente, estimamos que de este total \$ 28 MM (0,3% del PBI) fueron pagados de manera anticipada en 2016, lo que significa un "ahorro" para 2017. Aun así, **el gasto en subsidios que estimamos para este año todavía resulta 0,1% del PBI (\$ 14 MM) superior al establecido en el Presupuesto 2017.**

## Gasto en subsidios

P2017 vs Estimaciones LCG

	P2017*			LCG			
	\$ MM	a/a	% PBI	\$ MM	a/a	% PBI	
Energía	130	0,0%	1,3%	158	0,2%	1,5%	Baja de subsidios s/ audiencia pública
Transporte	62	8,7%	0,6%	69	12,5%	0,7%	
Resto corr. y capital	60	17,3%	0,6%	66	30,4%	0,6%	Boleto: +25% (feb -17)
<b>Subsidios bruto</b>	<b>252</b>	<b>39,0%</b>	<b>2,6%</b>	<b>294</b>	<b>-1,4%</b>	<b>2,9%</b>	
Adelanto 2016	-28	-	-0,3%	-28	-	-0,3%	
<b>Subsidios neto</b>	<b>252</b>	<b>-14,7%</b>	<b>2,6%</b>	<b>266</b>	<b>-10,8%</b>	<b>2,6%</b>	

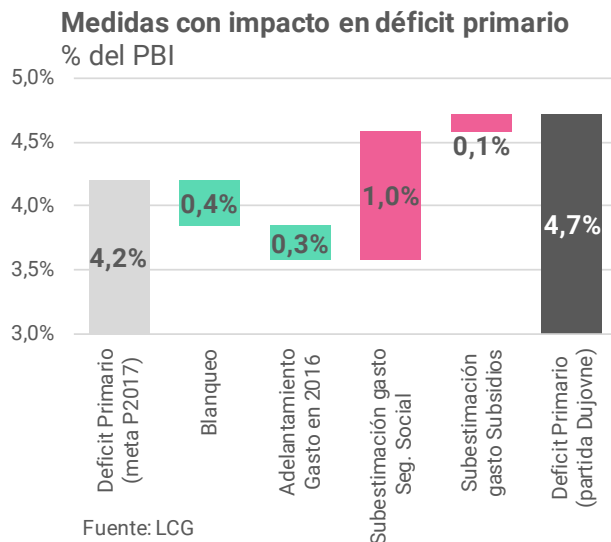
Fuente: LCG en base a P2017.

\* Inferencia propia a partir de los datos presentados.

**-\$ 14 MM**

El blanqueo y el ahorro por el adelantamiento del gasto se traducen en una mejora del déficit primario de 0,6% del PBI en 2017, pero son superados por la "herencia negativa" a partir de la subestimación del gasto por 1,1% del PBI en relación a lo presupuestado. Esta

diferencia de 0,5% del PBI le corre el arco al Dujovne y dificulta enormemente su aspiración de sobrecumplir la meta fiscal. Incluso para cumplirla no alcanza con respetar el gasto presupuestado. El nuevo Ministro deberá encontrar nuevos “bolsones” de reducción del gasto aun para cumplir con el 4,2% del PBI.



Por ejemplo, si ejecutara el 100% del resto del gasto (gasto primario sin considerar Seguridad Social y subsidios) según el Presupuesto, el déficit se ubicaría en 5,1% del PBI. Para alcanzar la meta de 4,2%, deberían gastarse \$ 90 MM menos en relación al Presupuesto, lo que implica un ajuste real del 17% ia del resto del gasto respecto a 2016. Y si se consideran los ingresos adicionales por blanqueo, que implicarían una meta fiscal de 3,9% del PBI según la premisa del Ministro de bajar el déficit por cada peso adicional de ingresos, el ajuste nominal contra el Presupuesto sería de \$ 126 MM (-21% ia real). Todo esto demuestra las enormes dificultades estructurales que existen para reducir el déficit.

Creemos que fiscalmente el Gobierno tiene algunas herramientas para poder cumplir la meta de 4,2% a pesar de la “herencia negativa”, como una menor ejecución o la postergación de pagos incrementando (nuevamente) la deuda flotante. Es lo máximo a lo que puede aspirar en términos de déficit. Pero la clave para alcanzarla está en el convencimiento político del Gobierno. Las buenas intenciones del

#### Implicancias de la promesa de Dujovne

\$MM y %PBI	\$ MM	% PBI*
Ingresos primarios s/ P2017	1.890	18,3%
Gastos primarios P2017	2.295	22,3%
Subestimación estimada	118	1,1%
Gastos primarios ajustado	2.413	23,4%
<b>Déficit primario ajustado</b>	<b>-523</b>	<b>-5,1%</b>
Meta original Déficit primario	-433	-4,2%
<b>Ajuste necesario del gasto para cumplir con meta original</b>	<b>-90</b>	<b>-0,9%</b>
<b>Blanqueo</b>	<b>36</b>	<b>0,4%</b>
Nueva meta Déficit primario	-397	-3,9%
<b>Ajuste necesario del gasto para cumplir con meta fiscal después de efecto blanqueo</b>	<b>-126</b>	<b>-1,2%</b>

Fuente: LCG en base a Ley de Presupuesto e información propia.  
\* considera PBI de \$ 10.300 MM estimado por LCG



**nuevo Ministro pueden ser barridas si la política no se convence de la necesidad de reducir el déficit. Un ejemplo de esto puede ser el financiamiento a la Provincia de Buenos Aires que el año pasado le giró la friolera de \$ 25.000 M.** ¿Qué sucederá en 2017? No lo sabemos, pero a priori vale aclarar que un giro de esa magnitud no está considerado en el Presupuesto.

Por un lado, está el cambio del contexto internacional a partir del triunfo de Trump, las declaraciones de Macri y del Vicejefe de Gabinete Lopetegui sobre la necesidad de reducir el déficit y la elección de Dujovne como una figura que tiene como objetivo reducir el déficit. Pero, por otro lado, **el Gobierno se ha puesto como objetivo de corto plazo las elecciones de 2017.** Durante todo 2016 la política y la estrategia comunicacional de evitar conflictos se sobrepusieron al objetivo fiscal. Ahora, además, la división en dos del Ministerio de Hacienda y Finanzas también reduce el peso político al Ministro hacia el interior del Gabinete. Por eso, **consideramos que las necesidades políticas se sobrepondrán a las fiscales. Estimamos que el déficit primario se ubicará en 4,9% del PBI** (a nuestra proyección anterior de 5,3% del PBI le redujimos los ingresos por el blanqueo).

Una gran parte de esa disputa entre necesidades políticas y fiscales se podrá dirimir en los próximos días cuando el Gobierno vuelva a colocar deuda en el exterior. Es válida la estrategia de apresurarse a salir al mercado antes de la asunción de Trump. **Una buena colocación de deuda relajará la restricción fiscal. Pero a su vez será un buen argumento para el sector político del Gobierno que considera que hay espacio para seguir financiando el déficit.** A continuación haremos un análisis de las necesidades financieras y el impacto de la monetización de los dólares obtenidos en el exterior.

## Un año con abultadas necesidades financieras (en pesos)

labourcapitalgrowth

Costa Rica 4161 - CABA  
(5411) 4862-8992  
[www.lcgsa.com.ar](http://www.lcgsa.com.ar)  
contacto: [info@lcgsa.com.ar](mailto:info@lcgsa.com.ar)

Además de afrontar el déficit, el Gobierno tiene que pagar los intereses y las amortizaciones de deuda y otras obligaciones “debajo de la línea” como las inversiones prioritarias que incluyen el Plan Belgrano. Estimamos que las necesidades financieras – netas de la deuda intra-sector público- para este año representan 9,7% del PBI compuestas de: 4,9% déficit primario, 2,5% amortizaciones, 1,2% intereses y 0,8% obligaciones debajo de la línea. Y el Tesoro cuenta con fuentes financieras por 3,6% del PBI asumiendo la renovación del vencimiento de 0,3% del PBI con el Club de París (US\$ 2 MM) y nuevos fondos netos con Organismos por 0,4% del PBI. Además, se incluyen los \$ 150 MM (1,4% del PBI) a transferir por el BCRA comprometidos en el Presupuesto, la venta de activos del FGS por 0,5%. **La emisión de deuda para cubrir las necesidades financieras sería de 6,7% del PBI (US\$ 40 MM)**, 6,2% para financiar el gap y 0,5% para afrontar los intereses de esta nueva deuda. Otro dato importante es que **¾ partes de las necesidades financieras son en moneda nacional y sólo ¼ en moneda extranjera. La paradoja es que el mercado local es tan pequeño que el financiamiento deberá buscarse en el exterior y esto implicará convertir en pesos los dólares obtenidos por la colocación de deuda.**

## Programa financiero

Estimación 2017, % PBI

	PESOS		DÓLARES		TOTAL
<b>Necesidades</b>	<b>770</b>	<b>7,5%</b>	<b>15</b>	<b>2,2%</b>	<b>9,7%</b>
Déficit primario	510	4,9%			4,9%
Vencimientos mercado*	150	1,5%	15	2,2%	3,7%
Capital	100	1,0%	10	1,5%	2,5%
Intereses	50	0,5%	5	0,7%	1,2%
PRH-Juicios	30	0,3%			0,3%
Asistencia a provincias	30	0,2%			0,2%
Inversiones prioritarias**	50	0,5%			0,5%
<b>Fuentes</b>	<b>300</b>	<b>2,9%</b>	<b>5</b>	<b>0,7%</b>	<b>3,6%</b>
BCRA	150	1,5%			1,5%
ANSES	100	1,0%			1,0%
Desarme FGS	50	0,5%			0,5%
Organismos Internacionales			5	0,7%	0,7%
<b>GAP a financiar</b>	<b>470</b>	<b>4,6%</b>	<b>10</b>	<b>1,6%</b>	<b>6,1%</b>
<b>Emisión de deuda***</b>	<b>530,0</b>	<b>5,1%</b>	<b>10</b>	<b>1,5%</b>	<b>6,6%</b>
Para cerrar brecha	470,0	4,6%			
Intereses GAP	50,0	0,5%			

Fuente: LCG

\* Asume renovación total de vencimiento de capital e intereses correspondientes a Letras del Tesoro

\*\* Inversiones que se contabilizan debajo de la línea.

\*\*\* En dólares, asume la renovación del 75% del Bonar X y Global 2017.

Expresado en dólares corrientes, el sector público deberá conseguir US\$ 40 MM para cubrir todo el gap financiero (considerando un tipo de cambio promedio de \$/US\$ 17). Asumiendo que de ese total aproximadamente tres cuartas partes (US\$ 30 MM) se colocan en el exterior, contaría con un excedente en dólares de US\$ 20 MM ya que las obligaciones en moneda extranjera son de apenas US\$ 10 MM. Ese excedente de dólares deberá pesificarse para cubrir la brecha fiscal en Pesos. Esta operatoria **implicará la inyección de \$ 350 MM a la plaza local**. Pero a su vez, el financiamiento aportado por el BCRA vía Adelantos Transitorios y transferencia del cuasifiscal implicará otra fuente de expansión monetaria por \$ 150 MM (\$ 60 MM y \$ 90 MM, en cada caso). **Con todo, el sector público demandará la emisión de \$ 500 MM** (63% de la base monetaria actual).

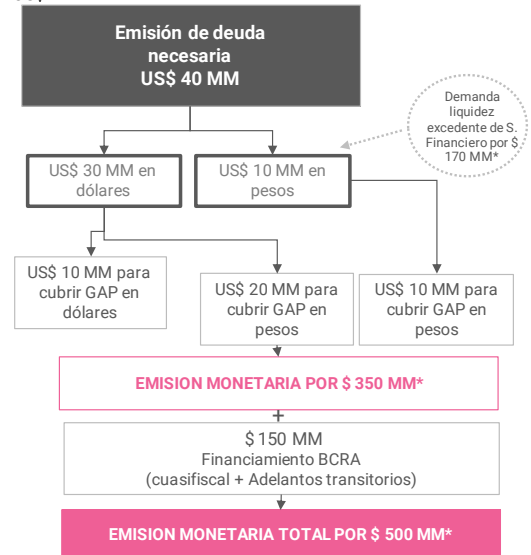
Por su parte, **el sector privado actuará de manera contractiva ya que demandará la mitad (US\$ 16 MM) de esos dólares que traerá el Tesoro por la colocación de deuda lo que implicará sacar de circulación \$ 270 MM**. Estimamos salidas a partir de un déficit comercial de US\$ 5 MM para 2017, egresos por turismo por US\$ 12 MM (potenciado por la apreciación real del Peso) y compra de dólares para atesoramiento por otros US\$ 12 MM e ingresos por IED y por colocación de deuda (US\$ 13 MM).

Considerando que el BCRA jugará a mantener constante el ratio de Base Monetaria (BM)/ PBI (demanda de dinero), la oferta tendría margen para crecer 28% en 2017 (\$ 225 MM) que es congruente con el crecimiento esperado de la economía y el impuesto inflacionario. Conjuntamente el sector público y el sector privado determinarán una expansión por \$ 230 MM por lo que **el BCRA tendría la necesidad de esterilizar apenas \$ 5 MM vía colocación de Lebac**. Valor menor dada la dinámica de los últimos años (en 2016 el stock de Lebac \$ 265 MM, +80%),

Pero esta secuencia depende sensiblemente de la disponibilidad que tenga el sector público para financiarse en moneda extranjera. En el escenario descrito anteriormente asumimos que ¾ de la deuda a emitir se coloca en dólares (US\$ 30 MM) por lo que quedaría un excedente de US\$ 20 MM para cubrir la brecha en pesos. Pero **si el sector público**

## Programa financiero 2017

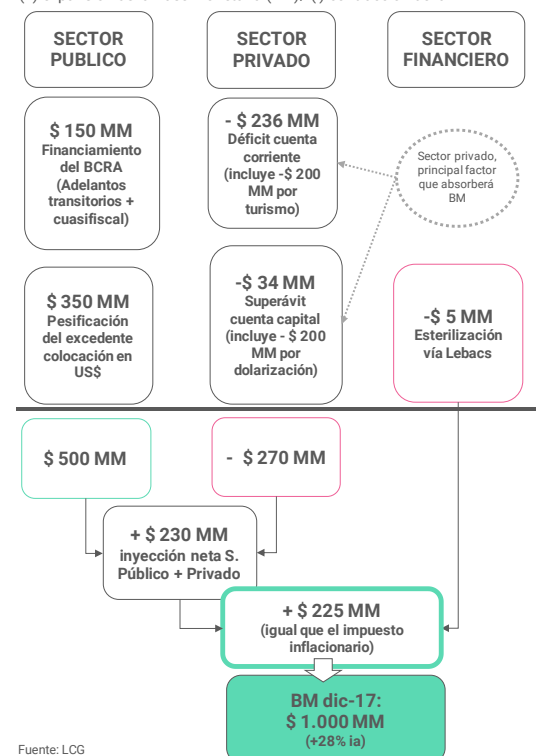
US\$ MM



Fuente: LCG  
\* Asume tipo de cambio promedio \$/US\$ 17 para 2017.

## Programa monetario 2017

(+) expansión de la Base Monetaria (BM) / (-) contracción de la BM



Fuente: LCG

lograra financiar el total de la brecha emitiendo deuda externa, entonces la necesidad de esterilizar la pesificación de los dólares que ingresan por ese motivo se eleva a casi \$ 180 MM, lo que implicaría incrementar el stock de Lebac en 28%. Por el contrario, si el financiamiento es enteramente local –escenario muy improbable–, el BCRA contará con más margen para reducir el stock de Lebac en circulación. Mientras que el sector público financie hasta dos terceras partes de sus necesidades con deuda en dólares, **el stock de Lebac no será un problema.**

### Escenarios de colocación de deuda en moneda extranjera e impacto en necesidades de esterilización

Estimación 2017

% deuda colocada en US\$	0%	50%	75%	100%
Emisión de deuda (US\$ MM)	0,0	20,2	30,3	40,3
Necesidades esterilización (\$ MM)	-505,9	-164,0	7,0	178,0
<b>Stock Lebac en dic-17 (\$ MM)</b>	<b>121</b>	<b>463</b>	<b>634</b>	<b>805</b>
a/a	-81%	-26%	1%	28%

Fuente: LCG

\* Para mantener crecimiento de la BM del 28% ia y asumiendo un tipo de cambio de \$/US\$ 17 promedio anual.

Volviendo a nuestro escenario base, el Tesoro necesitará colocar en el mercado local \$ 170 MM (US\$ 10 MM) para cerrar su gap financiero en pesos<sup>17</sup>. A su vez, el BCRA deberá colocar \$ 5 MM en Lebac, por lo que **la demanda neta de fondos al sistema financiero local por parte del sector público (Tesoro + BCRA) ascenderá a casi \$ 180 MM en 2017.**

La principal fuente de fondeo de los bancos son los depósitos. Estimamos que los depósitos privados en pesos crecerán apenas por debajo de la inflación (20% ia) y los del sector público sólo 15%. Esto implicará que los bancos contarán con \$ 270 MM excedentes, de los cuales deberán encajar \$ 35 MM en el BCRA (actualmente la tasa de encaje promedio un 15%) y reservar \$ 17 MM para mayores necesidades de efectivo (en línea con el aumento proyectado de los precios). Con un resultado contable que aportará casi \$ 80 MM (estimamos un ROE del 25%), **la**

#### Liquidez excedente de los bancos

a/a	\$ MM	Supuestos
Depósitos privados en \$	219	20% ia
Depósitos públicos en \$	50	14% ia
Encaje	-35	15% del total de dep.
Necesidades de efectivo	-17	21% ia
Resultado del ejercicio	91	ROE 25%
<b>Incremento liquidez excedente</b>	<b>308</b>	

Fuente: LCG

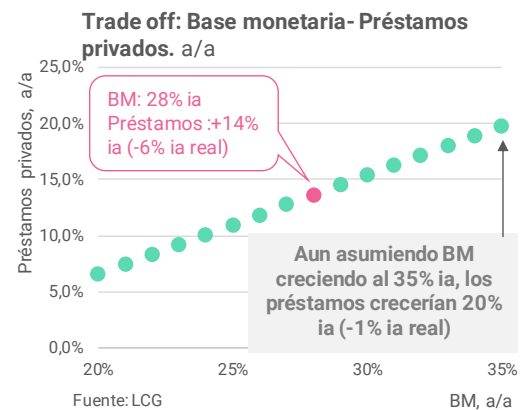
<sup>17</sup> El gap en pesos asciende a US\$ 30 MM. De este total, US\$ 20 MM serían financiados con el excedente de la colocación de deuda en moneda extranjera y US\$ 10 MM con la colocación de deuda en pesos.

liquidez excedente de los bancos se incrementaría en \$ 310 MM en 2017. Este saldo se lo disputarán el Tesoro, el BCRA (en menor medida porque las necesidades de esterilización son muy bajas) y el sector privado.

Como mencionamos, el sector público (Tesoro + BCRA) necesita hacerse de un total de \$ 180 MM para cubrir la brecha fiscal. Dado el incremento de la liquidez excedente de los bancos el año que viene (\$ 310 MM) **sólo quedaría un margen de \$ 130 MM para destinar al fondeo del sector privado**, después de financiar al sector público. Esto implicaría que, aun en un contexto en el cual la actividad se recuperará lentamente, **la oferta de crédito al sector privado sólo podría aumentar 14% ia, equivalente a una contracción del 6% ia real.**

Dada la necesidad de seguir reanimando la actividad económica esto impondrá un freno al ajuste monetario que viene realizando el BCRA. **Habilitar un crecimiento mayor de los préstamos al sector privado demandaría asumir un mayor incremento de la base monetaria.** Aun permitiendo que la base monetaria crezca 35% ia (+12% ia real), los préstamos al sector privado sólo tendrán margen para crecer 20% ia (-1% ia real).

**Toda esta secuencia demuestra que la tasa de interés y el tipo de cambio estarán supeditados a la capacidad del Gobierno de conseguir financiamiento en el exterior. Cuanto mayor sea ese financiamiento, más bajo serán el tipo de cambio y la tasa de interés** ya que el impuesto inflacionario ayuda al BCRA. La presión al alza sobre la tasa de interés podría darse, paradójicamente, en un escenario de menor inflación, pero con el BCRA compitiendo con mayor ímpetu por la liquidez excedente de los bancos.



## ¿Habrá quien baje el déficit?

El nuevo Ministro de Hacienda, Dujovne, llega con el rótulo de ser el responsable de ordenar las cuentas fiscales. Sus primeras declaraciones lucen algo optimistas ya que pretende reducir el déficit del Presupuesto de 2017 *pari passu* con cada peso adicional que se recaude. Sin embargo, la herencia negativa que dejó el exministro vía la subestimación del gasto en el Presupuesto, dificultará aún más alcanzar ese objetivo. Las dificultades estructurales para reducir el déficit (pérdidas de ingresos cedidos a provincias, bajas de impuestos ya anunciadas, movilidad jubilatoria y fuerte peso del gasto en Seguridad Social, año electoral e incremento del gasto de capital, etc.) deberán ser compensadas con un mayor empoderamiento al nuevo Ministro de Hacienda y con una línea de acción clara desde el máximo nivel del Ejecutivo que cruce transversalmente a todo el Gabinete facilitando la coordinación. Si no, el reordenamiento fiscal quedará rápidamente relegado para cubrir otras urgencias. Por el momento son pocas las voces que se oyen desde el interior del Gobierno sobre la preocupación fiscal. Están quienes confían más en la capacidad de conseguir financiamiento en el exterior.

**La próxima colocación de deuda podrá definir el rumbo de la economía de este año. Una emisión exitosa implicará resolver la cuestión del finamiento del déficit. Pero, a su vez, podrá implicar seguir posponiendo la corrección de la economía ya que profundizará el atraso cambiario y el déficit fiscal. También le permitirá ganar la batalla a quienes hoy no se preocupan por la situación fiscal.**

Con todo, el Gobierno **sigue sin definir un orden de prioridades a los tres principales problemas de la economía: actividad, inflación y situación fiscal. Quiere un poquito de cada uno.** La economía se torna cada vez más vulnerable y dependiente de un mundo más complejo.

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.