

# Plan C

## Del shock al gradualismo. ¿Del gradualismo al populismo?

Informe Mensual Julio

Jueves 28 de julio de 2016

**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)

## Editorial

Pasaron 15 minutos del primer tiempo de un partido de fútbol. Falta mucho, pero ya puede hacerse una lectura de cómo se está desarrollando el juego. La economía que heredó el Gobierno es muy compleja y la resolución simultánea de todos los desequilibrios económicos es imposible en el corto plazo. La situación era de una emergencia extremadamente grave y el Gobierno evitó que se transformara en una crisis.

La “desventajas” de haberla evitado es que las crisis le dan más margen de maniobra al gobierno porque la gente ya vivió lo peor dejándole el camino allanado a la nueva administración. Ahora todas las medidas que toma el Gobierno son difíciles y costosas para la sociedad. A ello hay que sumarle las dificultades que presentó la transición.

Otro de los cambios que se observan es que pasamos de un Estado muy político a uno excesivamente técnico. Es casi una reacción natural teniendo en cuenta de dónde se venía, pero hubiese sido mejor buscar un equilibrio. Hay una mayor apertura y diálogo interno, pero la coordinación carece de definiciones o al menos se encuentra ausente a la hora de la comunicación hacia la sociedad y hacia el interior del gabinete. Esto genera dos problemas: no hay una línea argumental única y se coloca al Presidente a cargo de todas las decisiones políticas. Es una especie de “Nestorismo con apertura” con el costo de hacerse cargo de anunciar noticias antipáticas.

El Gobierno empezó el partido como un equipo que necesita dar vuelta el resultado y lo logra rápidamente: sale con todo a la cancha, ataca al rival, se encuentra con un gol a favor en los primeros minutos de juego y luego se relaja cuando aún falta muchísimo para terminar el partido ya que lo que parecía difícil se resuelve más rápido de lo pensado. Quizás esta facilidad llevó a no hacerle explícita a la sociedad la tremenda herencia recibida y que todavía quedaban cuestiones que iban a

requerir de un mayor esfuerzo. Hubo un error en el diagnóstico de la situación heredada. Primero, sin tener un panorama acabado se fijaron metas fiscales y de inflación muy difíciles de cumplir. En segundo lugar, se eligieron excesivamente rápido a los primeros ganadores. Todo ello llevó a tener un discurso concentrado en el segundo semestre, con lo que implican la economía y los tiempos en Argentina.

La sociedad fue contemplativa y entendía que debían hacerse correcciones. Como algunos árbitros, no amonestan en los primeros minutos y dejan pasar alguna “pierna fuerte”. El desafío que planteaba la herencia no era sólo la cantidad de inconsistencias de la macro sino también la interrelación de todas las variables. Esto último requería de una coordinación macro consistente. Sin embargo, el Gobierno fue apagando los incendios con varios bomberos a la vez. Cada bombero con su autobomba y focalizado en su objetivo. El problema es que por extinguir el fuego de un edificio se fueron las llamas al de al lado o se dejó sin presión de agua alguna manguera. El resultado es que las medidas económicas afectaron fuertemente a la actividad, no lograron contener la inflación y las expectativas se van deteriorando de poco.

En 2017 vemos a la economía en modo electoral. El Gobierno cree que es clave llegar a las elecciones con los indicadores de crecimiento en signo positivo. Pero este objetivo es incompatible con la reducción del déficit fiscal. Ejemplo de ello es el Programa de Reparación Histórica que implica un esfuerzo fiscal anual de casi 2% del PBI. Para poder crecer el año que viene al 3% se necesita apalancar la economía con más gasto público y financiamiento externo.

A comienzos de año el Gobierno se mostró más gradual de lo anunciado en campaña. Crecer en 2017 tendrá el costo de postergar la corrección de algunas inconsistencias macro. Este cambio de prioridades podría ser el reflejo de que sigue sin haber una posición unificada de la estrategia de mediano plazo.

## Se evitó una crisis

Pasaron casi 8 meses de la nueva conducción. En términos futbolísticos estamos en los primeros 15 minutos del partido. **La economía que heredó el Gobierno es muy compleja.** Con muchas inconsistencias macroeconómicas interrelacionadas entre sí donde la acción para ajustar un desequilibrio impacta negativamente en otro. Esto hace prácticamente imposible la resolución simultánea de todos los desequilibrios económicos en el corto plazo. Para describir esta situación usábamos la metáfora de la sábana corta y angosta. No era una bomba de tiempo como en la Convertibilidad, pero la situación era de una emergencia extremadamente grave. Por eso **no hay que minimizar que el Gobierno evitó que esa situación se transformara en una crisis.**

Este hecho, que es casi inédito en nuestro país, presenta ventajas y desventajas. **La principal ventaja** -que justifica el gradualismo aplicado por el Gobierno- **es que siempre cuando hay una crisis el costo lo terminan pagando los sectores más vulnerables** que tienen menos herramientas para protegerse de los coletazos. **En cambio, una de las “desventajas” de haberla evitado 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. Por eso es que **ahora todas las medidas que se toman son difíciles y costosas para la sociedad** y para el Gobierno implican un costo en términos políticos y de imagen.

A ello **hay que sumarle las dificultades que presentó la transición** entre el kirchnerismo y el nuevo gobierno. Una parte por la desidia explícita de la anterior administración y otra porque salieron a la luz incapacidades intrínsecas de un Estado que creció enormemente en tamaño, pero no en calidad. Administrar un Estado es complejo. Con recursos de baja calidad aún más. Por ejemplo, la falta de transparencia y la

deuda acumulada no presupuestada ni devengada por el anterior Gobierno con las principales contratistas del Estado demoraron excesivamente la ejecución de la obra pública en el primer semestre -justificada en muy buena medida-.

Otro de los cambios que se observan de la transición es que **pasamos de un Estado muy político a uno excesivamente técnico**. Es casi una reacción natural por el “estado del Estado”. Pero hubiese sido mejor buscar un equilibrio. Ejemplos de lo que pueden implicar esta situación son la elección de jueces de la Corte Suprema, el ajuste de tarifas sin negociarlo con la oposición, los números para que cierren el “Excel” de un Ministro o gestionar con “prueba y error”. Hay un giro de 180° en la apertura y diálogo en el gabinete en relación al kirchnerismo. Pero da la sensación de que la coordinación carece de definiciones o al menos se encuentra ausente a la hora de la comunicación hacia la sociedad y hacia el interior del gabinete. Esto genera dos problemas: no hay una línea argumental única y cada ministro comunica en función de sus intereses y **se coloca al Presidente a cargo de todas las decisiones políticas. Es una especie de “Nestorismo con apertura”** con el costo de hacerse cargo de anunciar noticias antipáticas.

## Pero se subestimó la herencia

El Gobierno empezó como un equipo que necesita dar vuelta un resultado y lo logró rápidamente: sale con todo a la cancha, ataca al rival y se encuentra con un gol a favor en los primeros minutos de juego y luego se relaja cuando aún falta muchísimo para terminar el partido ya que lo que parecía difícil se resuelve más rápido de lo pensado. Así, **de manera exitosa y con un esfuerzo menor al estimado, se eliminó el Cepo y se ordenó la situación de la deuda con los holdouts pudiendo obtener financiamiento en los**

**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)

**mercados internacionales de crédito.** Quizás esta facilidad llevó a no hacerle explícita a la sociedad la tremenda herencia recibida y el hecho de que **quedaban otras cuestiones pendientes que iban a requerir de un mayor esfuerzo.**

Queda la sensación de que hubo **un error en el diagnóstico -o minimización- de la situación heredada.** Primero, sin tener un panorama acabado de la situación recibida, **se fijaron metas fiscales y de inflación muy difíciles de cumplir.** En segundo lugar, **se eligieron excesivamente rápido a los primeros ganadores:** rebajas de derechos de exportación a mineras y agro. El impacto económico de la rebaja de retenciones a las mineras es muy bajo (US\$ 200 M) pero la señal hacia la sociedad fue muy evidente y la oposición no tardó en apropiársela. En cuanto al agro fue una promesa de campaña, pero la liquidación de divisas fue menor a la prometida. Además, **se minimizó el impacto de la eliminación de las retenciones sobre los precios domésticos de los alimentos** y el efecto de resignar US\$ 1.300 M porque **se asumía que la corrección fiscal iba a ser más sencilla. Todo ello llevó a tener un discurso concentrado en el segundo semestre,** con lo que implican la economía y los tiempos en Argentina.

**El problema inflacionario es un reflejo de la subestimación de la herencia.** En 2015 la inflación fue de 25%, pero esa cifra era artificial porque escondía debajo una serie de correcciones inevitables: tarifas, tipo de cambio, control de precios, etc. Desde oct-15 los precios minoristas acumularon una suba del 37% ia<sup>1</sup> y **el sinceramiento de la inflación explicó 17 pp.** Estimamos que el *pass trough* a precios de la devaluación tuvo un impacto de 8 pp, el ajuste de los precios de los servicios regulados 7 pp y los aumentos posteriores a la derrota del kirchnerismo a finales de octubre pasado 2 pp.

<sup>1</sup> Según el IPCBA de la CABA.

**Factores con incidencia sobre la suba de precios.** IPCBA, variación acumulada nov-15/ jun-16

<b>Inflación acumulada</b>	<b>36,9%</b>	
<b>Inflación reprimida</b>	<b>2,4%</b>	} 19%
<b>Devaluación del TC (Pass Through)</b>	<b>7,9%</b>	
<b>Eliminación de retenciones</b>	<b>1,8%</b>	
<b>Ajuste de tarifas</b>	<b>7,0%</b>	
Agua	1,9%	
Electricidad	1,3%	
Gas	1,9%	
Colectivos	1,8%	
Trenes	0,1%	

Fuente: LCG en base a IPC BA

Dado el aporte que implicaron estas correcciones sobre la dinámica de los precios **la meta del 25% anual asumía que el resto de los precios de la economía crecería en torno al 0,6% mensual, valores que se registraron por última vez en 2004/05<sup>2</sup>.**

Al sinceramiento hay que adicionarle **la inflación a velocidad crucero (1,4% mensual<sup>3</sup>) que aportó 12 pp. La suma de estos 2 factores (sinceramiento + velocidad crucero) son el piso que podría haber alcanzado la inflación (anualizados representan 43%) y explican el 80% de la inflación acumulada en los últimos meses.**

El resto de la inflación se explicaría por la decisión de eliminar las retenciones al agro con impacto directo en los costos de producción de los alimentos (carnes, panificados, etc.), hecho que sumó otros 2 pp. Y los 6 pp restantes los asociamos a factores de segundo orden de los aumentos realizados.

Antes de asumir la nueva administración se descontaban una corrección del tipo de cambio y un reajuste de las tarifas públicas. **Haber establecido rápidamente una meta de inflación del 25% anual para 2016 pone en evidencia que se subestimó el efecto que tendrían estas correcciones.** Desde el Gobierno se había mencionado que los precios ya se encontraban fijados en función del tipo de cambio *blue* por lo que una devaluación no generaría una mayor presión sobre los mismos. Hasta incluso se argumentó que el aumento de las tarifas sería deflacionario. También pareció haber pecado de optimista sobredimensionando el rol que jugarían los empresarios “amigos” moderando el ajuste reprimido de los precios. Este error de diagnóstico llevó a impulsar el

---

<sup>2</sup> Aun con un retroceso de la actividad del 6% ia, la desaceleración de la inflación en 2009 promedió incrementos mensuales del 1,2%.

<sup>3</sup> Se considera el promedio de los incrementos mensuales registrados entre ene-03 y oct-15, excluyendo los del primer y quinto quintil (inferiores a 0,6% y superiores a 2,0% mensual, respectivamente).

cierre de paritarias semestrales con la esperanza de que la inflación iba a ser menor.

## Un primer semestre para corregir las inconsistencias

Como todo nuevo gobierno los primeros meses dan margen para hacer correcciones “antipáticas”. El margen es mayor – así lo manifestó la sociedad- cuando el cambio se da después de una gestión que duró 12 años y dejó una **enorme acumulación de inconsistencias** que necesitan corregirse. El desafío que planteaba la herencia no era sólo la cantidad de inconsistencias de la macro sino también la interrelación de todas las variables. Esto último **requería de una coordinación macro sólida.**

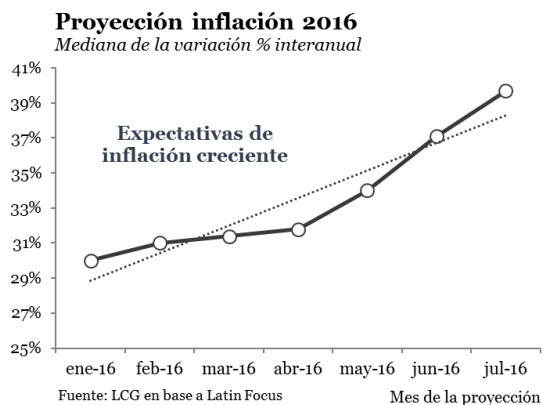
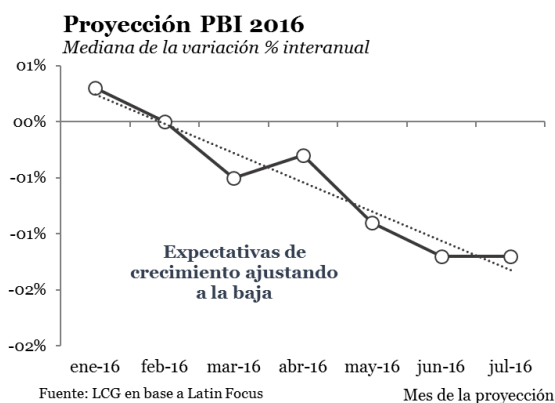
**Sin embargo, el gobierno fue apagando los incendios con varios bomberos a la vez.** Cada bombero con su autobomba y focalizado en su objetivo. Así, **fue ajustando aisladamente la política monetaria y fiscal. Hizo un ajuste de precios relativos (tipo de cambio y tarifas). Y abogó por una suba contenida de los salarios.** El problema es que por extinguir el fuego de un edificio se fueron las llamas al de al lado o se dejó sin presión de agua alguna que otra manguera.

Las condiciones macro cambiaron en relación al 2015. Se pasó de una política monetaria expansiva a una muy contractiva que impactó también en el financiamiento al sector privado. Al mismo tiempo, en el primer semestre del año el déficit fiscal se redujo medio punto del PBI implicando un impulso negativo para la economía. El gasto público que creció durante 2015, en la primera parte de 2016 tuvo una caída en términos reales del 13%. Esta diferencia se observa más en el gasto de



capital donde la caída se acentuó a 34%. El crecimiento de la inflación también deterioró el ingreso de los consumidores.

Las medidas del gobierno afectaron fuertemente a la actividad económica. Lo malo fue que no logró contener la inflación a pesar de que la actividad se resintió más de lo esperado. **Las expectativas se fueron deteriorando:** a principios de año se esperaba un crecimiento levemente positivo y ahora se estima una caída superior al 1%. Con la inflación pasó lo mismo: siempre por arriba de la meta del 25% del gobierno, fue creciendo del 30% ia al 40% ia.



En 2015 la economía creció 2,4%. Pero en los dos últimos trimestres del año comenzó a caer en términos desestacionalizados. Situación que acentuó en el 1T-16 (-0,7% td) y se agravó en el 2T-16 donde estimamos una caída de 1,5% td en línea con el deterioro de los indicadores de avance.

### Indicadores líderes de actividad económica

	2015	1T-16 vs. 1T-15	2T-16 vs. 2T-15	1S-16 vs 1S-15
<b>CONSUMO MASIVO</b>				
Ventas Supermercados*	1,9%	-1,6%	-9,0%	↓ -4,6%
Ventas Shopping**	6,1%	-3,9%	-1,6%	↓ -2,9%
Ventas minoristas (CAME)	2,1%	-4,2%	-8,5%	↓ -6,4%
<b>CONSUMO DURABLE</b>				
Ventas electrodomésticos	4,6%	-7,0%	-17,1%	↓ -12,1%
<b>Patentamientos</b>				
Autos	-6,4%	2%	9,2%	↑ 5,8%
Motos	-1,9%	-3,2%	-14,7%	↓ -7,2%
Venta autos usados	8%	-9,5%	-13,3%	↓ -14,2%
<b>PRODUCCIÓN</b>				
EMI	0,2%	-1,1%	-5,4%	↓ -3,3%
Producción automotriz	-14,7%	-18,1%	5,1%	↓ -14%
Siderurgia	-8,4%	-14,5%	-13,3%	↓ -14%
Importaciones Bienes de Capital	4%	2%	11,2%	↑ 7%
ISAC	8,7%	-5,2%	-19%	↓ -12%

\*Datos hasta mayo 2016

\*\* Datos hasta mayo 2016

Fuente: INDEC, CAME, ACARA y ADEFA

## Recalculando

Da la sensación de que el Gobierno reordenó nuevamente las prioridades teniendo como objetivo las elecciones de 2017. Esto implica **dar por finalizado el tiempo de las correcciones** macro y poner el foco en la reactivación de la economía sin que la inflación se dispare, pero tampoco bajándola “drásticamente” como prometió.

**Para encarrilar las cuentas fiscales el gobierno necesita del impuesto inflacionario y del crecimiento de la economía.** Es la manera menos complicada de lograrlo. El

## 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)

peor escenario sería una recesión con baja de la inflación que dificulte licuar los gastos fijos. Por eso, **la caída en la actividad es algo que preocupa al Gobierno** y en esta línea fue anunciando en los últimos meses medidas fiscales atentas a impulsar la economía. Estas estuvieron focalizadas en **augmentar el gasto en seguridad social** (ampliación de la cobertura de la AUH y asignaciones familiares y devolución del IVA en alimentos para jubilados con haber mínimo y beneficiarios de la AUH) y **activar la obra pública**.

### Medidas fiscales con impacto en 2016

		miles de millones de \$	% PBI	
<b>Rebajas de impuestos</b>		<b>101,5</b>	<b>1,3%</b>	A comienzos de año
Ganancias personas físicas	Mínimo no imponible + devolución de anticipos	50,2	0,6%	
Derechos de exportación	Rebajas de aranceles	43,0	0,5%	
Exención IVA canasta básica	A jubilados con haber mínimo, beneficiarios de la AUH y asignación por embarazo	8,3	0,1%	A partir de mayo (0,4%PBI)
<b>Incrementos de gastos</b>		<b>29,4</b>	<b>0,4%</b>	
Programa de Reparación Histórica	Actualización de haberes + pagos de deuda atrasada a 300 mil jubilados (\$ 1,1 MM por ajuste de haberes y \$ 6,0 MM por pago de deudas atrasada)	7,1	0,1%	
Ampliación AAFF a monotributistas	Incluye el pago de asignaciones familiares a todos los monotributistas. De la categoría a B hasta la F 100% de la AUH, categoría G 66% de la UH, categoría H 40% de la AUH y categoría I 20% de la AUH.	3,2	0,0%	
Ampliación AAFF a nuevas familias	Se duplica el tope de ingreso familiar de \$ 30.000 a \$ 60.000, incorporando 1,1 millón de niños más al régimen	2,1	0,0%	
Modificación rango ingresos de AAFF	Incorporación de más trabajadores al primer grupo por aumento del tope de \$ 7.500 a \$ 15.000 (aquellos que cobran el monto pleno)	5,0	0,1%	
Pago único (may16)	Pagó único por \$ 500 a jubilados con haber mínimo, beneficiarios de la AUH y asignación por embarazo y ex combatientes de malvinas.	4,2	0,1%	
Incremento programas sociales	Incremento pagos programas sociales (Argentina Trabaja, Ellas hacen y otros del Min. de Desarrollo Social).	1,9	0,0%	
<b>Impacto fiscal</b>		<b>130,8</b>	<b>1,6%</b>	

Fuente: LCG en base a Ministerio de Hacienda, Ministerio de Trabajo y AFIP

**En el segundo semestre la política fiscal va a ser expansiva.** Después de tener una caída real de 13% ia en el 1S-16, el gasto primario tendría un crecimiento de 10% ia en el 2S-16. En el caso de **la obra pública nacional se pasaría de una caída del 34% ia a un incremento superior al 20% ia.**

## INDICADORES DE LA POLÍTICA ECONÓMICA

	2015	1S 2016	2S 2016	
<b>Política monetaria</b>				
Base monetaria (var. % ia real)	6,2%	-12,5%	3,0%	
Préstamos privados (var. % ia real)	2,4%	-10,2%	-0,9%	
<b>Política fiscal</b>				
Déficit primario (% PBI (**))	-4,1%	-3,6%	-6,5%	
Impulso fiscal (***)	0,7 pp	-0,5 pp	2,9 pp	
Gasto primario (Var. % ia real)	7,5%	-13,1%	9,3%	
Gasto de capital (Var. % ia real)	-2,1%	-34,3%	25,1%	
<b>Política de ingresos</b>				
Salarios formales (var. % ia real)	6,0%	-9,2%	10,2%	
Jubilaciones (var. % ia real)	8,2%	-10,4%	7,9%	
AUH (var. % ia real)	3,7%	-6,6%	3,9%	

(\*) Para 2015 promedio Lebac 3 meses

(\*\*) Anualizado para los semestres de 2016. Déficit anual equivalente a 4,8% PBI

(\*\*\*) Calculado como la variación del déficit primario

Además, después del anuncio de las nuevas tarifas energéticas acató -sin dar demasiada pelea- las objeciones propuestas primero fijando un tope de 400% en las provincias del sur y luego con los amparos realizados en la Justicia. Esto demostraría que al Gobierno le estaría preocupando más el impacto económico en los ingresos del sector privado que en las cuentas fiscales.

No sólo los indicadores fiscales del segundo semestre van a ser mejores en términos de impulso fiscal. Estimamos un freno en la caída del financiamiento al sector privado (en términos reales) y un BCRA que a esa altura ya habrá aspirado todos los pesos excedentes. Naturalmente, la inflación va a desacelerar y la tasa de interés también. Las paritarias y los beneficios fiscales otorgados por el Gobierno (Mínimo no Imponible, au-

mentos de la cobertura de AUH y Asignaciones familiares, devolución del IVA en alimentos, etc.) también se sentirán más en el segundo semestre.

Un ejercicio sencillo simulando la dinámica de los ingresos, los beneficios fiscales ofrecidos por el Gobierno y la inflación para distintos grupos de trabajadores y jubilados pone en evidencia este argumento. Los asalariados formales de menores ingresos no sujetos al pago del Impuesto a las Ganancias (aproximadamente 5 millones de trabajadores) tendrán una recomposición de sus ingresos en el 3T-16 producto del cierre demorado y desdoblado de la mayoría de las paritarias y del impacto que tendrá el reajuste de las asignaciones familiares en función de la Ley de Movilidad Previsional (efectiva a partir de mayo 2016). Los asalariados informales también contarán con mayores ingresos reales en los próximos meses (+8%), beneficiados por la devolución del IVA sobre los alimentos de la canasta básica (julio 2016). En la misma línea, tanto los jubilados con el haber mínimo como los de mayores ingresos también le ganarán a la inflación, y en el primer caso en mayor medida dado que para ellos también aplica la devolución del IVA. Distintamente, después del beneficio que implicó la suba del Mínimo no Imponible del IIGG en febrero, los trabajadores sujetos al pago del Impuesto continuarán licuando sus ingresos con la inflación, aunque al cierre del 3T-16 seguirán acumulando un aumento real de entre 5% y 10% respecto de dic-15 según el momento en que hayan acordado la suba salarial. En cambio, en el caso de los monotributistas, aun con el beneficio fiscal que implicó la extensión de las AAFP, no lograrán que sus ingresos frenen la caída real.

## Ingresos, beneficios fiscales e inflación

En \$ de julio 2016\*

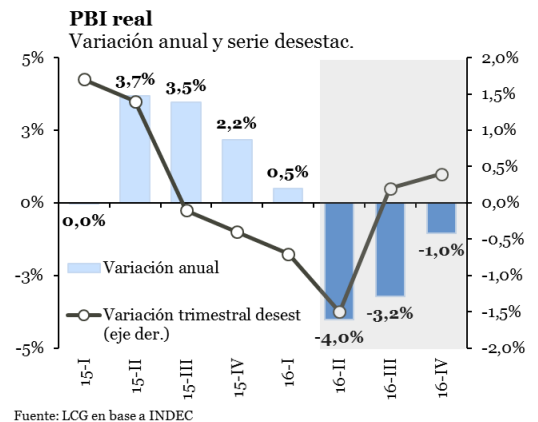
	mar-16	jun-16	sep-16	
<b>ASALARIADO FORMAL QUE NO está sujeto a GANANCIAS, con PARITARIAS DESDOBLADAS</b>				
Salario neto**	17.449	15.649	16.077	Aumentos escalonados: 15% abril y 7% agosto
Efecto ingreso neto de la inflación	-1.718	221	216	Aumentos por paritarias compensaron la pérdida por inflación
Beneficio fiscal trimestral	-83	208	-121	Movilidad AAFF (marzo y septiembre)
<b>Ingresos</b>	<b>15.649</b>	<b>16.077</b>	<b>16.172</b>	
Variación trimestral (en \$)	-1.801	429	95	
Variación trimestral (en %)	-10%	3%	1%	
<b>ASALARIADO con SALARIO MÍNIMO VITAL Y MÓVIL</b>				
Salario neto**	9.262	9.275	8.934	Aumento del SMVM en enero, junio y séptiembre
Efecto ingreso neto de la inflación	-93	-73	350	
Beneficio fiscal trimestral (Aumentos AAFF)	106	-268	156	Movilidad AAFF (marzo y septiembre)
<b>Ingresos</b>	<b>9.275</b>	<b>8.934</b>	<b>9.440</b>	
Variación trimestral (en \$)	13	-341	506	
Variación trimestral (en %)	0%	-4%	6%	
<b>ASALARIADO FORMAL sujeto a GANANCIAS, con PARITARIAS DESDOBLADAS</b>				
Salario neto**	27.623	30.614	30.087	Aumentos escalonados: 15% abril y 7% agosto
Efecto ingreso neto de la inflación	-3.046	392	113	Aumentos por paritarias compensaron la pérdida por inflación
Beneficio fiscal trimestral (suba MNI)	6.037	-919	-443	Suba MNI en feb-16; paritarias vuelven a elevar el monto a pagar
<b>Ingresos</b>	<b>30.614</b>	<b>30.087</b>	<b>29.757</b>	
Variación trimestral (en \$)	2.991	-527	-330	
Variación trimestral (en %)	11%	-2%	-1%	
<b>ASALARIADO FORMAL sujeto a GANANCIAS, con PARITARIA UNIFICADA</b>				
Salario neto**	27.623	38.007	33.470	Aumentos del 33% en enero (ej. Bancarios)
Efecto ingreso neto de la inflación	7.126	-4.894	-1.948	
Beneficio fiscal trimestral (suba MNI)	3.258	357	142	Suba MNI en feb-16; paritarias vuelven a elevar el monto a pagar
<b>Ingresos</b>	<b>38.007</b>	<b>33.470</b>	<b>31.664</b>	
Variación trimestral (en \$)	10.384	-4.537	-1.806	
Variación trimestral (en %)	38%	-12%	-5%	
<b>ASALARIADO INFORMAL</b>				
Salario neto**	7.837	7.869	7.542	Salario equivalente al 80% del SMVM
Efecto ingreso neto de la inflación	-74	-58	280	
Beneficio fiscal trimestral (AUH y Devol. IVA)	106	-268	446	Movilidad AUH (marzo y sep.); Devolución IVA (\$ 150 mensuales)
<b>Ingresos</b>	<b>7.869</b>	<b>7.542</b>	<b>8.269</b>	
Variación trimestral (en \$)	32	-326	726	
Variación trimestral (en %)	0%	-4%	10%	
<b>MONOTRIBUTISTA CATEGORÍA H (entre \$ 20.000 y \$ 24.000 mensuales)</b>				
Salario neto**	29.100	27.987	27.415	
Efecto ingreso neto de la inflación	-1.114	-1.368	-711	
Beneficio fiscal trimestral (pago AAFF)	0	797	-43	Desde mayo percibe AAFF (\$390 por hijo)
<b>Ingresos</b>	<b>27.987</b>	<b>27.415</b>	<b>26.661</b>	
Variación trimestral (en \$)	-1.114	-571	-754	
Variación trimestral (en %)	-4%	-2%	-3%	
<b>JUBILADO con el HABER MÍNIMO</b>				
Salario neto**	5.482	5.755	5.068	Movilidad de los haberes (15% marzo y 14% septiembre)
Efecto ingreso neto de la inflación	273	-687	401	
Beneficio fiscal trimestral (devolución IVA)	0	0	145	Devolución IVA (\$ 150 mensuales)
<b>Ingresos</b>	<b>5.755</b>	<b>5.068</b>	<b>5.614</b>	
Variación trimestral (en \$)	273	-687	546	
Variación trimestral (en %)	5%	-12%	11%	
<b>DEMÁS JUBILADOS</b>				
Salario neto**	14.027	14.726	12.968	Movilidad de los haberes (15% marzo y 14% septiembre)
Efecto ingreso neto de la inflación	698	-1.758	1.027	
Beneficio fiscal trimestral	0	0	0	
<b>Ingresos</b>	<b>14.726</b>	<b>12.968</b>	<b>13.995</b>	
Variación trimestral (en \$)	698	-1.758	1.027	
Variación trimestral (en %)	5%	-12%	8%	

Fuente: LCG

\* Salvo en el caso de los jubilados, se consideran trabajadores con 2 hijos (influye en el pago del IIGG y en el monto total de AAFF y AUH a percibir).

\*\* En los casos de los asalariados formales y jubilados el Salario neto\*\*

Todos los indicadores de la segunda mitad del año serán mejores. Esperamos un leve crecimiento del PBI en el 3T-16 en términos desestacionalizados (0,2%) y una mayor recuperación para el 4T-16 (0,4%). De todas maneras, en la comparación anual el PBI mostrará variaciones negativas durante el año y **estimamos que la economía tendrá una caída de 2% en 2016.**



## 2017 crecimiento con anabólicos

**El año que viene vemos a la economía en modo electoral.** El Gobierno considera que es clave llegar a las elecciones con los indicadores de crecimiento con signo positivo. Pero **esto es incompatible con la reducción de 1,5 pp el déficit fiscal primario fijada por el Ministerio de Hacienda**<sup>4</sup>. Justificándose de eventos “exógenos” como el Programa de Reparación Histórica -que en 2017 implica un deterioro fiscal de 1,3% del PBI<sup>5</sup>- o la limitación del aumento de tarifas<sup>6</sup> el Gobierno **tarde o temprano tendrá que anunciar las nuevas metas.** Pero lo cierto es que **la meta fiscal estuvo mal planteada desde el inicio** como lo demostramos en el informe mensual de abril.

El año que viene los ingresos del SPNF estarán afectados por un mayor porcentaje de devolución de la pre-coparticipación

<sup>4</sup> Asumimos que en 2016 el resultado primario se ubicará en 4,8% del PBI y la meta para 2017 es de 3,3% del PBI.

<sup>5</sup> El ajuste de los haberes tendrá un costo de 0,7% del PBI y la cesión a las provincias de otra parte del 15% de la pre-coparticipación 0,6% del PBI. Además, estimamos que el pago de las deudas atrasas con los jubilados demandará 0,7% del PBI que irá “debajo de la línea” sin afectar el resultado fiscal.

<sup>6</sup> Según el Ministro de Hacienda el tope de 400% en las tarifas de gas no tiene impacto en las cuentas fiscales ya que las proyecciones de gasto se hicieron con ese supuesto.

de la ANSES a las provincias<sup>7</sup>, modificación votada por el Congreso en la misma Ley que incluye al PRH. Esto implicará una caída de 0,6% del PBI en los ingresos netos de rentas asumiendo que se mantiene estable la presión tributaria. Del lado del gasto, suponiendo que se ajustan componentes como Salarios, Gastos operativos y las Transferencias discrecionales a las provincias, se mantiene constante el gasto en Obra pública y se activa el “piloto automático” en materia de tarifas (no se realizan nuevos aumentos de precios), el déficit primario sería de 5,5% del PBI.

**Sector público nacional**  
**Escenarios 2017, en % del PBI**

	2016	2017	2017	2017
		Piloto automático*	Con ajuste de tarifas**	Con ajuste tarifas y suba obra pública
<b>Ingresos (sin rentas)</b>	<b>18,4%</b>	<b>17,8%</b>	<b>17,8%</b>	<b>17,8%</b>
<b>Gastos primarios</b>	<b>23,2%</b>	<b>23,3%</b>	<b>22,3%</b>	<b>22,8%</b>
<b>Seguridad Social</b>	<b>10,9%</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,5%</b>
Jubilaciones	9,3%	9,2%	9,2%	9,2%
Subsidios ANSES	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
PRH	0,0%	0,7%	0,7%	0,7%
<b>Salarios y gastos operativos</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,6%</b>
<b>Discrecional a provincias</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,0%</b>
<b>Subsidios</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,9%</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,9%</b>
<b>Obra pública</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,6%</b>
<b>Resto</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,2%</b>
<b>Resultado primario</b>	<b>-4,8%</b>	<b>-5,5%</b>	<b>-4,5%</b>	<b>-5,0%</b>

Fuente: LCG

\* Sin aumento de las tarifas energéticas y de transporte.

\*\* Asume un aumento nacional promedio de las tarifas energéticas del 60% y del transporte del 53%.

<sup>7</sup> Deberá reintegrarse 6 pp del total de 15 pp precoparticipados. Este año la devolución fue de sólo 3 pp.



En el mismo escenario de ingresos y gastos, **la opción de mantener en términos nominales el gasto en Subsidios demandaría un aumento de las tarifas energéticas del 60% y del 50% en el boleto de transporte y un ahorro de 0,8% del PBI en materia fiscal.** El déficit se reduciría a 4,5% del PBI, ubicándose 0,3 pp por debajo del nivel de 2016, pero todavía 1 pp por encima de la meta fijada por Hacienda. **Nuestro escenario base para 2017 contempla este ajuste parcial de tarifas** (que deja pendientes mayores correcciones en 2018-19 si se quiere eliminar totalmente los subsidios hacia el final de la gestión) **pero un mayor impulso a la Obra Pública en línea con las necesidades políticas que surgen en un año de elecciones. La combinación de ambos efectos eleva el déficit primario a 5% del PBI en 2017, 1,7 pp por sobre el nivel establecido en la meta.**

**Para poder crecer el año que viene al 3% se necesita apalancar la economía con ahorro externo.** Por eso estimamos una mayor apertura de la economía con importaciones creciendo a un mayor ritmo que las exportaciones (10% vs 3% ia) y derramándose a consumo e inversión. El déficit de la cuenta corriente del balance pagos alcanzaría 3,2% del PBI.

Producto del ingreso de dólares financieros y el financiamiento del déficit estimamos un tipo de cambio real apreciándose (inflación creciendo más que la devaluación). La apreciación junto con el menor aporte interanual que implicará una corrección más suave de las tarifas **pondrán a la inflación sobre un sendero de desaceleración.** No obstante, por la inercia previa la mantendrá todavía en niveles altos: **27% ia promedio, 23% ia en dic-17.** Por último, estimamos que el empleo formal se mantendrá estancado y que el desempleo crecerá marginalmente, lo que pondrá un techo a las paritarias, que sólo recuperarán parcialmente lo perdido este año (+29% ia, +2% ia real).

## Proyecciones macroeconómicas

2016-2017

	2015	2016 e	2017 e
PBI real (Var ia)	2,4%	-2,0%	3,0%
PBI nominal (\$ MM)	5.839	8.009	10.222
PBI nominal (US\$ MM)	618	531	587
Consumo privado (Var ia)	5,0%	-1,9%	3,0%
Consumo público (Var ia)	6,7%	1,2%	3,0%
Inversión (Var ia)	5,5%	-1,6%	8,0%
Exportaciones netas (Var ia)	-5,7%	1,6%	-4,7%
Inflación (Var ia, prom.)	25,1%	38,9%	27,0%
Inflación (Var ia, dic.)	26,0%	37,9%	22,0%
Tipo de cambio (\$/US\$, prom.)	9,4	15,1	17,4
Tipo de cambio (\$/US\$, dic.)	13,0	16,3	18,5
TC real multilateral (dic-01=1, prom.)	1,16	1,32	1,19
TC real multilateral (dic-01=1, dic.)	1,33	1,24	1,19
Tasa de interés- Lebac 35 días (% , dic.)	33,0%	25,0%	22,0%
Salarios (Var ia)	32,7%	33,2%	29,0%
Desempleo (% de la PEA)	7,1%	8,0%	8,1%
Recaudación (\$ MM)	1.538	1.957	2.494
Recaudación (Var ia)	31,5%	27,2%	27,5%
Resultado Primario (\$ MM)	-236,7	-381,7	-514,4
Resultado Primario (% PBI)	-4,1%	-4,8%	-5,0%
Exportaciones (Var ia)	-17%	1%	3%
Importaciones (Var ia)	-8%	-3%	10%
Cuenta Corriente (% PBI)	-2,6%	-2,6%	-3,2%

Fuente: LCG

## Postergaciones e interrogantes

**Crece en 2017 tiene el costo de postergar las correcciones que necesita la economía** Esto conlleva una serie de riesgos. El primero es la **inflación**. En 2016 casi 8 pp de la

labourcapitalgrowth

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

inflación de 39% se explicarán por el incremento de las tarifas (sin considerar los efectos de segundo orden). **Asumiendo un ajuste del 50% de las tarifas en ene-17 para lograr reducir 0,8% del PBI los subsidios, el impacto en la inflación sería de 5,4 pp.** Una inflación crucero para el resto de los bienes y servicios de 1,4% mensual impone un piso de 16% para el año que viene que, sumado al ajuste de las tarifas, se elevaría a 22%. **Alcanzar la meta del 17% anual que estableció el Gobierno para 2017 sería congruente con un incremento de tarifas del 50% pero una inflación estructural del 1% mensual<sup>8</sup>.**

Las **paritarias** del año que viene también encienden otro interrogante. El problema con el kirchnerismo fue que las paritarias se definían en función de la inflación pasada. Esto generaba un mecanismo indexatorio que imposibilitaba la reducción de la inflación. Para bajar **la inflación las paritarias deben negociarse en función de la inflación futura.** Para ello **es clave la credibilidad**, la cual se basa en un índice confiable que mida la inflación y la confianza en la política antiinflacionaria del gobierno. Con el kirchnerismo estuvieron ausentes los dos factores. En el primer semestre de 2016 no se tenía índice y con el cambio de precios relativos se rompieron todas las anclas nominales de la inflación. Por eso resultaba clave la credibilidad en la política antiinflacionaria del Gobierno y, **ante la ausencia de estadísticas, las proyecciones fueron el faro de referencia de las paritarias de este año** (tal es así que el Ejecutivo fomentó las paritarias semestrales). **El error de diagnóstico en las metas implica un alto costo en la credibilidad para el Gobierno** que se traducirá en que las paritarias del año que

---

<sup>8</sup> Un incremento mensual semejante se alcanzó en los 12 meses que van desde jul-08 a jun-19, afectados por un marcado retroceso de la actividad como consecuencia de los coletazos de la crisis internacional.

viene tengan algunos puntos de la inflación pasada para recomponer ingresos perdidos. **Esto demorará la baja “drástica” de la inflación.**

**También se posterga la corrección fiscal. El gradualismo era inevitable, pero no es compatible con una estabilización rápida y retrasa aún más la desaceleración de la inflación.** Como mencionamos previamente, no hacer “nada” con las tarifas y el resto de los gastos determina un déficit fiscal de 5,5% del PBI en 2017. Pero una reducción de los subsidios de sólo 0,8% del PBI (sumada al ajuste de apenas 0,5% del PBI este año) sigue imponiendo nuevos y fuertes ajustes de las tarifas en el futuro.

#### Ajuste necesario de tarifas para eliminar subsidios

2016-2019

	2015	2016	2017	2018	2019	Acum. 2017-19
Energía (Gas y Electricidad)						
Subsidios (% de PBI)	2,9%	1,8%	1,4%	0,7%	0,0%	
<b>Aumento tarifas</b>		<b>250%</b>	<b>55%</b>	<b>86%</b>	<b>55%</b>	<b>346%</b>
Transporte *						
Subsidios (% de PBI)	0,8%	0,7%	0,6%	0,3%	0,0%	
<b>Aumento tarifas</b>		<b>123%</b>	<b>53%</b>	<b>49%</b>	<b>36%</b>	<b>210%</b>
Resto sub. (en % PBI)	0,6%	1,2%	1,0%	0,5%	0,0%	
<b>Total</b>	<b>4,3%</b>	<b>3,7%</b>	<b>2,9%</b>	<b>1,4%</b>	<b>0,0%</b>	

Fuente: LCG en base a Ministerio de Economía

\* No incluye los giros a Aerolíneas Argentinas (se incluye en Resto).

Las dificultades para reducir el déficit fiscal son enormes producto de las políticas pasadas. **El gasto fiscal es una galaxia gigante con muchos planetas enormes.** Varios de esos planetas tienen serios problemas: seguridad social, salud, educación, seguridad e infraestructura. También tiene sus dificultades la relación nación-provincias tanto en lo que refiere a la distribución de los ingresos como los gastos. Como venimos mencionando en otros reportes, estas cuestiones deben comenzar a trabajarse con tiempo para evitar los errores del pasado. **Sería positivo que desde el Gobierno se esté analizando cómo frenar la dinámica del gasto público**

**y cómo hacer un uso más eficiente de esta herramienta.** Más allá de lo necesario que resultaba la recomposición de los haberes jubilatorios, el Programa de Reparación Histórica es un ejemplo de la postergación en materia fiscal. Compromete un mayor flujo de gastos a futuro, que sólo en el presente podrán financiarse con los ingresos del blanqueo y la venta de activos del FGS. En el Informe Mensual pasado estimamos que a partir del PRH el gasto previsional crecerá a una mayor tasa y en 2019 llegará a representar más de 2/3 del total de gasto primario (vs 47% en 2016).

**No habrá sendero de reducción del déficit.** Argentina va a convivir con un desequilibrio fiscal elevado en los próximos años. **¿Cómo puede reaccionar el mercado ante esta postergación fiscal? En 2017 se necesitará financiamiento por US\$ 30 MM (5% del PBI).** Esto supone incluso que en 2016 habrá un exceso de financiamiento de US\$ 10 MM que surgen del blanqueo y nuevas emisiones de deuda. El perfil amigable de Macri con el mercado y el bajo nivel de deuda fueron suficientes para que los inversores apostaran por Argentina. La duda que se va a ir incrementando es si, ante la no reducción del déficit fiscal, los mercados se pondrán más exigentes.

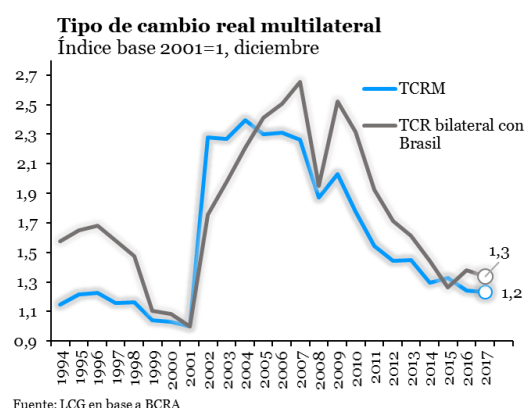
## Programa financiero - Estimación LCG

Año 2017

	En pesos		En moneda extranjera		TOTAL
	\$ MM	En % PBI	US\$ MM	En % PBI	En % PBI
<b>NECESIDADES</b>	<b>852,8</b>	<b>8,3%</b>	<b>20,2</b>	<b>3,4%</b>	<b>11,8%</b>
<b>1. Déficit Primario</b>	<b>514,4</b>	<b>5,0%</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0%</b>	<b>5,0%</b>
<b>2. Vencimientos de deuda</b>	<b>271,4</b>	<b>2,7%</b>	<b>20,2</b>	<b>3,4%</b>	<b>6,1%</b>
Capital	178,8	1,7%	13,6	2,3%	4,1%
Intereses	92,6	0,9%	6,6	1,1%	2,0%
<b>3. Cancelación Juicios PRH</b>	<b>67,0</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,7%</b>
<b>FUENTES</b>	<b>365,2</b>	<b>3,6%</b>	<b>17,1</b>	<b>2,9%</b>	<b>6,5%</b>
<b>1. BCRA (Cuasifiscal + Adelantos transitorios)</b>	<b>160,0</b>	<b>1,6%</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0%</b>	<b>1,6%</b>
<b>2. ANSES</b>	<b>45,5</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,4%</b>
<b>3. ROLL OVER Deuda</b>	<b>64,7</b>	<b>0,6%</b>	<b>7,1</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,8%</b>
Intra Sector Público	27,5	0,3%	2,9	0,5%	0,8%
Organismos Internacionales	0,0	0,0%	2,3	0,4%	0,4%
Letes	37,2	0,4%	1,9	0,3%	0,7%
<b>5. DESARME FGS</b>	<b>95,0</b>	<b>0,9%</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,9%</b>
<b>6. UTILIZAC. FONDOS EXCEDENTES en 2016</b>		<b>0,0%</b>	<b>10,0</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,7%</b>
<b>GAP a financiar</b>	<b>487,7</b>	<b>4,8%</b>	<b>3,1</b>	<b>0,5%</b>	<b>5,3%</b>

Fuente: LCG en base a Sec. Hacienda y estimaciones propias.

La decisión de no ajustar el gasto y financiarlo con deuda tiene como correlato la **apreciación del tipo de cambio**. Durante la última parte del kirchnerismo el atraso cambiario se sostuvo con el Cepo. Se logró contener el nivel de empleo, pero la economía no creció y la industria no invirtió. Ahora la apreciación se podrá financiar con deuda, pero tendrá su **impacto en el mercado de trabajo y**, en ese contexto, **difícilmente la industria invierta** (como sucedió en los '90). Como dato incipiente durante el primer semestre las cantidades importadas crecieron 9% ia y sobresalieron las importaciones de bienes de consumo (22% ia) y la de automóviles (46% ia).



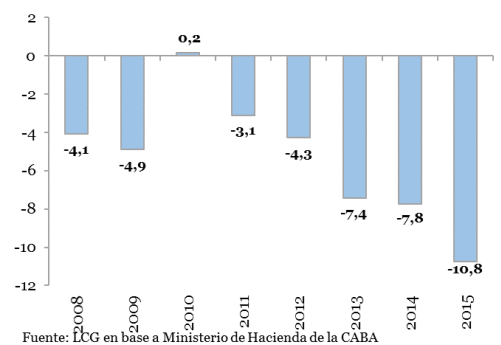
Otro impacto del déficit fiscal es que **Argentina es cada vez más vulnerable al financiamiento externo**. Es cierto que la tasa de interés libre de riesgo se encuentra en niveles históricamente bajos y la crisis internacional de 2008 dejó a

la economía mundial con más liquidez. También es una buena noticia que mejoren las expectativas de la macro en Brasil<sup>9</sup>. Sin embargo, **estamos en presencia de un mundo más complejo e incierto**: crecimiento de los nacionalismos extremos y la “antipolítica”, atentados terroristas y una elección muy polarizada en Estados Unidos.

**Planteados los riesgos, también surgen otros interrogantes de índole estratégica que aún no tienen una respuesta definida.** Si hay un objetivo político (ganar las elecciones de 2017), ¿por qué se conformó un gabinete netamente técnico? Si el nuevo “modelo” se basa en las inversiones, ¿cómo evitar la apreciación cambiaria que ahuyenta al inversor ya que teme que una corrección del tipo de cambio licúe su inversión? ¿No es comparativamente alta la presión tributaria? ¿Hay energía suficiente? La incertidumbre en relación a las tarifas dinamita la quimera de la “lluvia de inversiones”. Si se va a impulsar la economía con obra pública, ¿cómo se va a reducir el déficit fiscal? Si el objetivo es bajar drásticamente la inflación, ¿por qué aumenta el déficit fiscal? **Sería deseable poder contar con un plan macroeconómico consistente que les dé respuestas a estos interrogantes.**

**Quizás algunas respuestas se puedan encontrar analizando la gestión de Macri en la Ciudad.** La política fiscal de sus 2 gobiernos estuvo caracterizada por una fuerte expansión del gasto público (creció 60% en términos reales) que fue financiada con la suba de impuestos (+45% en términos reales, 17 pp más que la recaudación nacional), mayor déficit (7 de 8 años con déficit fiscal que fue creciendo) y emisión de deuda pública (si bien en niveles bajos, se multiplicó por 5).

**Resultado fiscal CABA**  
Resultado financiero en miles de millones de \$ de 2016



Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.

<sup>9</sup> Las proyecciones de caída del PBI brasilero fueron recortadas a la baja de -3,8% a -3,3% ia, en el último mes.