



Adiós a las metas Presupuesto 2017

Informe Mensual Septiembre

Jueves 29 de septiembre de 2016

labourcapitalgrowth

Costa Rica 4161 - CABA
(5411) 4862-8992
www.lcvsa.com.ar
contacto: info@lcvsa.com.ar

Editorial

La demora natural en la publicación de las estadísticas económicas a veces permite esconder por un tiempo algún dato negativo pero otras veces se contraponen con los discursos optimistas de los funcionarios. Esto último sucede con mayor frecuencia cuando lo peor de una recesión va quedando detrás. En este sentido hay que leer los últimos datos de actividad publicados por el INDEC: la magnitud de la recesión es mayor y la recuperación más lenta a las esperadas, pero algunos indicadores de avance comenzaron a recortar la caída. Entiéndase esto último como menores tasas negativas de crecimiento.

El resto del año va a continuar con tasas de crecimiento anuales negativas, pero a partir de agosto veremos algunos meses con crecimiento desestacionalizado positivo. Recién en el primer trimestre de 2017 la tasa de crecimiento anual de la economía será positiva. También hay que tener en cuenta que una mayor caída de la economía en 2016 representa una mejor base de comparación para el año que viene. En el período cercano a las elecciones la economía se va a estar comparando con los peores meses de 2016.

Además, el Gobierno podrá mostrar que la inflación va a estar bajando ya que se comparará con el 40% que alcanzó este año. Discursivamente podrá usar a la economía como un logro de su gestión independientemente de que una serie de desequilibrios macro no se resolvieron y fueron pospuestos sin un sendero de corrección de mediano plazo como el atraso cambiario y toda la cuestión fiscal. Una buena manera de plasmar esta inquietud es analizando su primer Presupuesto.

El Gobierno tenía como objetivo dotar de credibilidad al Presupuesto luego de muchos años en los cuales el análisis de sus números se tornaba irrelevante producto de la subestimación o sobrestimación de las principales variables económicas y fiscales. La estrategia del oficialismo fue definir un marco macroeconómico realista para forrar al Presupuesto de credibilidad. También la proyección de los recursos luce realista aportándole más credibilidad. Sin embargo, cuando analizamos la proyección de los gastos encontramos algunas importantes diferencias

respecto a nuestras estimaciones. Esas discrepancias las observamos en prácticamente todos los rubros del gasto, pero principalmente en los componentes automáticos. Esto implicaría una menor posibilidad de hacer correcciones, puesto que las diferencias no se deben a una decisión discrecional. Según nuestros cálculos el gasto primario del Sector Público Nacional tendría una subestimación de 1,2% del PBI.

El déficit primario del Presupuesto 2017 de 4,2% del PBI sería de 5,3% del PBI. Otro dato no menor es que, repitiendo las “prácticas contables” del kirchnerismo, en el Presupuesto se incluyó una serie de inversiones “prioritarias” pero que no fueron consideradas como gastos sino como aplicación financiera debajo de la línea por 0,5% del PBI. Por ejemplo, el Plan Belgrano se encuentra dentro de este grupo. Así, el déficit primario se elevaría a 5,8% del PBI, siendo casi el doble en relación a la meta original anunciada por Prat Gay a comienzos de año.

Según cuenta la historia Hemingway llegó a escribir 39 veces la última página de su novela “Adiós a las armas”. Esta tenacidad refleja lo que creía con respecto a la escritura: “La literatura es un 10% de inspiración y un 90% de transpiración”. Por el contrario, sin haber “sudado la camiseta” el Gobierno dejó de lado las metas fiscales que con tanto ímpetu anunciara hace apenas unos meses. A partir de ahora la política fiscal irá día a día sin un sendero de mediano plazo definido. Quedará supeeditada a los objetivos políticos del Gobierno y al margen de financiamiento del déficit que por ahora luce manejable.

El Gobierno ya eligió su rumbo. Su objetivo es lograr que los indicadores económicos mejoren de cara a las elecciones del año que viene ya que considera que el resultado será binario para su futuro. Pero también es el mismo Gobierno el que le sube el precio a las elecciones para justificar sus dosis de populismo en la economía. No hay que dejar de tener en cuenta que la política fiscal del macrismo en la Ciudad fue fuertemente expansiva. Quizás esta sea su práctica natural. A esta altura queda poco espacio para hacer recomendaciones o encomendar caminos alternativos. Además de la profundización de los desequilibrios macro, la estrategia elegida también implica una mayor vulnerabilidad. El país estará dependiendo en una mayor proporción de factores exógenos.

Esperando los brotes verdes

La demora natural en la publicación de las estadísticas económicas a veces permite esconder por un tiempo algún dato negativo pero otras veces se contraponen con los discursos optimistas de los funcionarios y su ansiedad por comunicar las mejoras. Esto último sucede con mayor frecuencia cuando lo peor de una recesión va quedando detrás. En este sentido hay que leer los últimos datos de actividad publicados por el INDEC. Se pueden sacar dos conclusiones al respecto: **la magnitud de la recesión es mayor y la recuperación más lenta a las esperadas** (el propio INDEC corrigió a la baja el crecimiento de la primera parte del año) **pero algunos indicadores de avance comenzaron a recortar la caída**. Entiéndase esto último como menores tasas negativas de crecimiento.

En julio la economía tuvo una caída de 5,9% anual¹ la mayor desde la crisis del 2009 y sumó 4 meses consecutivos de baja mensual desestacionalizada. Acumula una caída de 4,5% desde el máximo alcanzado en junio de 2015. Otro dato que refleja la magnitud de la recesión es que **todos los componentes de la demanda cayeron en el 2T-16 algo que no se observaba desde la crisis del 2001**. Finalmente, **comparada con la recesión de 2014 la recuperación de la economía es más lenta**. En aquel entonces tardó 7 meses para volver a crecer (13 meses para alcanzar nivel previo) y en la actualidad se acumulan 13 meses sin crecimiento.

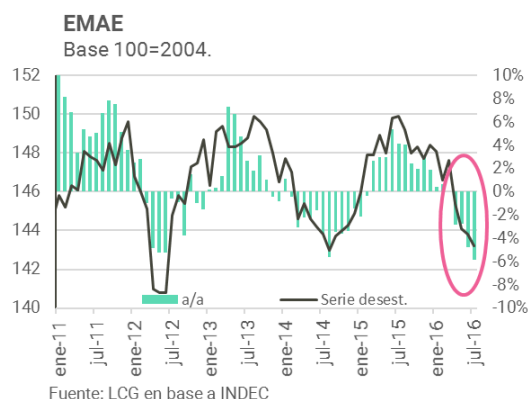
Sin embargo, a partir de ahora algunos de los indicadores de actividad podrán evidenciar algunas mejoras. La movilidad en las prestaciones otorgadas por la Anses en septiembre y los incrementos salariales correspondientes a la segunda o tercera ronda de paritarias², combinado con la desaceleración de la inflación permitirá la recuperación del poder de compra de los ingresos. La reactivación de la obra pública será otro factor que le dará impulso a la demanda en el 2S-16, fundamentalmente si se tiene en cuenta la fuerte caída que exhibió en

¹ En el año acumula una caída de 2,3%. En el 1T-16 creció 0,4% a/a, en el 2T-16 cayó 3,4% a/a y en julio el mencionado 5,9% a/a.

² Para el segundo semestre corresponden aumentos salariales para 19 de los 24 gremios más importantes.

labourcapitalgrowth

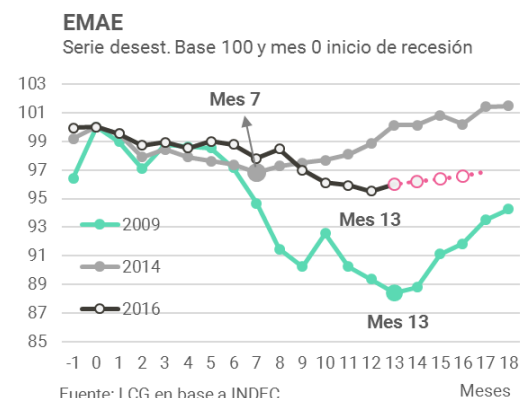
Costa Rica 4161 – CABA
(5411) 4862-8992
www.lcg.com.ar
contacto: info@lcg.com.ar



PBI real: demanda a/a	1T-16		2T-16	
	a/a	a/a	Contrib.	
Consumo privado	1,6%	-0,1%	-0,1%	Demanda interna: -1,2 pp
Consumo público	2,6%	-2,0%	-0,2%	
Inversión	-3,3%	-4,9%	-0,9%	Demanda externa: -1,3 pp
Var. De Existencias*	-15,8%	87,8%	0,1%	
Exportaciones	12,8%	-1,9%	-0,4%	
Importaciones (-)	12,6%	8,7%	1,9%	
PBI real	0,4%	-3,4%		

Fuente: LCG en base a INDEC

* Incluye Discrep. Estadística



8M-16 (-18% ia real). Finalmente, la incipiente recuperación de Brasil, cuyo descenso de la actividad parecería haber tocado fondo (-4,6% ia en 1S-16), será otra fuente de estímulo para demanda local.

Indicadores de avance de la actividad económica y el consumo

a/a	2T-16	jul-16	ago-16	Últ. Dato*	
Indicadores de consumo					
Masivo	Supermercados	-9,5%	-9,2%		↑
	Ventas minoristas CAME	-8,5%	-8,1%	-7,4%	↑
	Ventas en shoppings	-7,6%	-12,3%		↓
	Consumo de Naftas	-1,6%	-2,2%		↓
	Consumo de Gas oil	1,6%	-7,0%		↓
	Importaciones Bs. Consumo	22,2%	8,9%		↓
	Prést. Tarjeta de Crédito	4,2%	-0,6%	-0,2%	↑
Durables	Electrodomésticos CAME	-17,4%	-18,1%	-17,3%	↑
	Patentamientos 0 km	11,3%	4,9%	21,1%	↑
	Patentamientos usados	-18,5%	-24,2%		↓
	Patentamiento motos	-11,1%	-8,1%	13,4%	↑
	Confianza Consumidor	-21,0%	-18,6%	-24,7%	↓
Indicadores de la Actividad de la Construcción					
	ISAC (Indec)	-19,0%	-23,1%	-3,7%	↑
	Índice Construya	-18,9%	-23,9%	-16,2%	↑
	Despacho de Cemento	-19,4%	-20,7%	6,7%	↑
Indicadores de la Evolución Industrial					
	Estimador Industrial INDEC	-5,4%	-7,9%	-5,7%	↑
	Prod. Automotriz (ADEFA)	-10,5%	-13,3%	-8,5%	↑
	Ind. Siderúrgica (CAA)	-13,3%	-19,4%	-40,0%	↓
	Prod. Carne vacuna (IPCVA)	-8,9%	-9,2%	2,9%	↑

Fuente: LCG en base a diversas fuentes.

* Último dato publicado vs. anterior

Todavía es muy pronto para hablar de una recuperación, pero en agosto puede observarse un freno en la caída de una serie de indicadores y hasta incluso algunas mejoras en términos interanuales. También otros amplificaron su caída. En agosto los patentamientos de 0 km se incrementaron 21% ia, mientras que el descenso en la producción automotriz continuó desacelerando (-8,5% ia en agosto vs 17% ia bimestre anterior). Luego de 5 meses consecutivos en baja, los patentamientos de motos crecieron 13% ia. Por último, los despachos de cemento aumentaron 7% ia en agosto luego de 7 meses consecutivos en baja. Esto

podría ser un indicador de reactivación en la construcción que en 7M-16 acumula una merma de 14% ia. Las ventas minoristas relevadas por CAME mostraron una desaceleración en la caída en casi todos los sectores, en tanto que las ventas en supermercados y shoppings mostraron una dinámica similar en julio. **El consumo en los supermercados estará más golpeado que en los shoppings reflejando que el impacto de la recesión y los tiempos de la recuperación será más lento para los sectores de menores ingresos.**

El resto del año va a continuar con tasas de crecimiento anuales negativas, pero a partir de agosto veremos algunos meses con crecimiento desestacionalizado positivo. Recién en 1T-17 la tasa de crecimiento anual de la economía será positiva. También hay que tener en cuenta que **una mayor caída de la economía en 2016 representa una mejor base de comparación para 2017.** Sobre todo, en el período cercano a las elecciones de octubre del año que viene ya que la economía se va a estar comparando con los peores meses de 2016.

Asimismo, el Gobierno podrá mostrar que la inflación va a estar bajando ya que se comparará con el 40% que alcanzó este año. A pesar de ello, en el día en el que se publicó el dato de actividad económica de julio, que reflejó la mayor caída en 7 años, el Banco Central mantuvo inalteradas las (altas) de interés. Y aquí es donde observamos la ausencia de un plan macro consistente que defina las prioridades. No se puede resolver todo en el corto plazo: bajar la inflación “drásticamente” -como prometió el Gobierno- y hacer que la economía vuelva a crecer vía incremento del gasto público.

Dejando un momento de lado esas disputas, **discursivamente el Gobierno podrá usar a la economía como un logro de su gestión independientemente de que una serie de desequilibrios macro no se resolvieron y fueron pospuestos sin un sendero de corrección de mediano plazo.** Por ejemplo, se pueden mencionar como los principales **el atraso cambiario y toda la cuestión fiscal** (déficit, presión tributaria, subsidios y distribución de recursos con las provincias). **Una buena manera de plasmar esta inquietud es analizando el primer Presupuesto elaborado por el Gobierno.**

La credibilidad del Presupuesto 2017 se apuntala (sólo) en las proyecciones macro

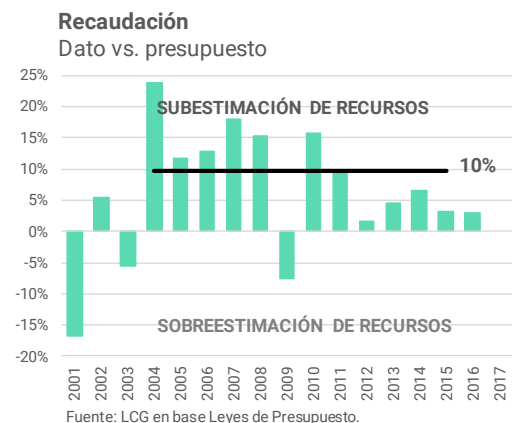
Después de casi 2 décadas, el Presupuesto contempla un escenario macroeconómico acorde con la realidad. Es un claro contraste respecto del accionar de la administración kirchnerista que había logrado tornar la presentación de la Ley de Presupuesto en una mera formalidad, a partir de considerar un contexto macro ficticio (subestimando el crecimiento y la inflación) que le permitiera justificar un menor crecimiento de los ingresos. Con esto se habilitaba margen para asignar posteriormente y de manera discrecional los recursos excedentes haciendo uso de los “superpoderes” otorgados en la emergencia económica de 2002.

En esta oportunidad, aún con ciertos matices que entran dentro de un margen de error natural, el escenario macro del Presupuesto 2017 se encuentra en línea con lo esperado. **Prevé una caída de la actividad de 1,5% ia para este año y un crecimiento del 3,5% ia para 2017.** La inversión volvería a ser el motor dinamizador de la economía creciendo a una tasa del 14% ia en tanto que el consumo crecería en línea con el PBI (3,5% ia en 2017). Con esto, el ratio Inversión/ PBI subiría casi 2 pp (a 17,7%³), retomando los niveles de 2011. **La dinámica prevista en las proyecciones del Presupuesto refleja la intención del Gobierno de pasar de un modelo orientado netamente al consumo a otro de inversión.**

Se mantienen las metas de inflación presentadas a principios de año por Prat Gay, donde se proyectaba un rango entre 12% y 17% ia a fines de 2017⁴ (reduciéndose a niveles de 3,5%-6,5% para el último año de la gestión). **Creemos que es muy difícil que se alcancen simultáneamente las metas de crecimiento y de la inflación.** Es este partido

³ A precios corrientes.

⁴ El Banco Central también publicó sus metas de inflación, pero a diferencia del Presupuesto, se basan en el IPC Nacional que llamativamente aún no se encuentra publicado por el INDEC.



tiene más la de perder la inflación que la del crecimiento. No sólo por se trata de un año eleccionario sino porque también la inflación absorberá los aumentos de las tarifas energéticas y el transporte que deberían observarse el año que viene.

En materia cambiaria el Presupuesto prevé un tipo de cambio promedio de \$/US\$ 17,9 para 2017, contemplando una devaluación del 20% anual (unos puntos por encima de la que esperamos en LCG). Aun logrando la desaceleración prevista de la inflación, **el deslizamiento proyectado del tipo de cambio implicaría una depreciación real apenas marginal de 3% anual contra el dólar (TCR bilateral 1,16 promedio, dic-01=1)**. En línea con esto, el Presupuesto asume una mayor apertura comercial con importaciones creciendo al 12% ia (10% medidas en cantidades), por encima de la recuperación proyectada para las exportaciones (+10% ia).

Escenario macroeconómico base P2017 vs LCG

		2015	2016	2017		
PBI real (a/a)	P2017	2,4%	-1,5%	3,5%		Cerraría 2% por encima de 2015
	LCG	2,2%	-2,2%	3,0%		
PBI nominal, \$MM	P2017	5.839	7.888	9.750		
	LCG	5.843	8.133	10.428		
Consumo total (a/a, real)	P2017	5,3%	-0,9%	3,5%		Pasaje de modelo de consumo a otro de inversión
	LCG	5,5%	-0,7%	3,2%		
Inversión (a/a, real)	P2017	5,5%	-3,5%	14,4%		
	LCG	6,3%	-0,9%	8,0%		
Exportaciones (a/a, real)	P2017	-0,4%	6,9%	7,7%		
	LCG	-0,6%	4,8%	5,8%		
Importaciones (a/a, real)	P2017	5,5%	10,2%	9,8%		
	LCG	5,6%	6,5%	9,4%		
Inflación (a/a, dic)	P2017	-	-	17,0%		TCR bilateral con EEUU: +3% ia
	LCG	26,0%	38,0%	21,6%		
Tipo de cambio (\$/US\$, prom. anual)	P2017	9,7	15,0	17,9		
	LCG	9,7	14,8	17,4		
Exportaciones (US\$ M M)	P2017	56,8	58,3	64,3		Exportac. +10% ia; Importac. +12% ia
	LCG	56,8	57,6	59,3		
Importaciones (US\$ MM)	P2017	59,8	59,0	66,1		
	LCG	59,8	56,9	65,4		
Superávit comercial (US\$ MM)	P2017	-3,0	-0,6	-1,9		
	LCG	-3,0	0,7	-6,1		

Fuente: LCG en base a Presupuesto 2017 y estimaciones propias

Más allá de las diferencias puntuales respecto de lo esperado para el año que viene, el hecho de que se haya decidido **reflejar un escenario macroeconómico acorde con las expectativas permitió dotar al Presupuesto de credibilidad.**

Adelantando gastos del año que viene

Primero comencemos con los datos de 2016. **El Gobierno logrará mostrar el cumplimiento de la meta fiscal impuesta para este año sin mayores esfuerzos. Esto se debe fundamentalmente a lo poco restrictiva que resultaba la meta** de alcanzar un déficit primario de 4,8% del PBI en 2016 luego de haber cerrado el 2015 con un rojo de 4,1%: **desde un primer momento implicaba dejar un margen de 0,7 pp del PBI para ser fiscalmente expansivo** ya sea aumentando el gasto o aliviando la carga tributaria. Y el Gobierno optó principalmente por la segunda opción.

Las medidas de alivio impositivo tuvieron un costo total de \$ 154 MM y derivaron en una baja de la presión tributaria de 1,9% del PBI.

Se concentraron en el impuesto a las ganancias (\$ 83 MM, a partir de la suba del mínimo no imponible, la exención del aguinaldo y la eliminación y devolución de las percepciones realizadas durante el “Cepo”), la baja de las retenciones al complejo sojero y la eliminación de las aplicadas al resto de las exportaciones (\$ 54 MM), la devolución del IVA a jubilados y beneficiarios de programas sociales (\$ 14 MM) y la reducción de la carga de las PYME (\$ 3 MM). De esta suma, **el Gobierno Nacional resignó ingresos por \$ 100 MM (1,2% del PBI)**; el resto lo cedieron las provincias.

Pero, además de la baja/devolución de impuestos, **la Nación también se vio obligada a ceder recursos a las provincias por \$27,8 MM (0,3% del PBI)**. En primer término, como consecuencia del fallo de la Corte Suprema a favor de Córdoba, Santa Fe y San Luis que impuso (sólo para

Medidas de alivio tributario en 2016

\$ MM	Total		Nación	
	\$ MM	% PBI	\$ MM	% PBI
GANANCIAS	82,3	1,0%	41,1	0,5%
- MNI + Decreto	49,0	0,6%	24,5	0,3%
- Elim. y devol. Percepciones*	30,0	0,4%	15,0	0,2%
- Exención SAC	3,3	0,0%	1,6	0,0%
DERECHOS DE EXPORTACIÓN	53,8	0,7%	50,7	0,6%
. Complejo Sojero	10,1	0,1%	7,0	0,1%
. Cereales y Aceites	18,6	0,2%	18,6	0,2%
. Productos Regionales	10,1	0,1%	10,1	0,1%
. Minería	1,8	0,0%	1,8	0,0%
. Manufacturas Industriales	13,2	0,2%	13,2	0,2%
DEVOLUCIÓN DEL IVA	13,9	0,2%	7,2	0,1%
IMPUESTOS INTERNOS	0,3	0,0%	0,1	0,0%
LEY PYME	3,2	0,0%	1,4	0,0%
TOTAL	153,5	1,9%	100,6	1,2%

Fuente: LCG

* Considera el costo de oportunidad que implica la eliminación de las percepciones.

ellas) la devolución de 15% de la detracción de la coparticipación que retenía ANSES (aproximadamente 0,2% del PBI (\$ 14,4 MM) en 2016). Y luego a partir del reclamo del resto de las provincias que, Acuerdo de Fortalecimiento del Federalismo (AFF) mediante, lograron arrebatarle al Gobierno Nacional el compromiso de una devolución gradual de la porción correspondiente a ellas (los 3 pp establecidos 2016 implicarán 0,2% PBI (\$ 13,4 MM) menos para el SPNF en 2016)⁵.

En 2016 la merma de los ingresos del Gobierno se eleva a casi \$ 130 MM (1,6% del PBI) más que duplicando el margen previsto de aumento del déficit primario para este año (0,7%). **El blanqueo podría traer algo de alivio a las cuentas fiscales** y moderar el impacto de las medidas anunciadas. **Llamativamente en el Presupuesto no hace referencia alguna sobre el blanqueo de capitales**, sin embargo, estimamos que generará ingresos por 0,3% del PBI⁶ (\$ 22 MM).

Ante la reducción de los ingresos por 1,2% del PBI⁷, el Gobierno estuvo obligado a achicar el gasto. El ajuste se centró en el componente discrecional que estimamos terminará creciendo 26% ia en 2016 (-0,8 pp del PBI). Aun cuando el recorte será mucho menor al anunciado inicialmente (-1,5 pp del PBI) producto de las idas y vueltas en las correcciones de las tarifas, **los subsidios energéticos habrán sido la principal variable de ajuste (-0,9 pp del PBI)**. En segundo orden, a pesar de que en los próximos meses la obra pública recobre dinamismo no será suficiente para contrarrestar el parate inicial y también reflejará un ajuste en términos del PBI (-0,1 pp). Distintamente, las transferencias a las provincias mostrarán crecimiento (+58% ia, 0,2 pp del PBI) en virtud del aumento de programas como el FONID y los fondos que está girando la ANSES para cubrir los déficits de las cajas previsionales provinciales. Por su parte, **el gasto automático mantendrá una inercia alta (+36% ia, 16% del PBI) traccionado principalmente por el gasto en seguridad social (+40% ia, 11% del PBI), que representa dos tercios del total (45% del gasto primario).**

⁵ El AFF contempla la eliminación gradual de la detracción de ANSES a razón de 3 pp por año en los próximos 5 años.

⁶ Asume el blanqueo total de US\$ 30 MM, de los cuales el 75% opta por el pago del impuesto.

⁷ Pérdida de 1,2% por medidas de alivio tributario y 0,3% por cesión de recursos a provincias menos 0,3% del PBI de ingresos por blanqueo.

Blanqueo de capitales

Simulación del impacto*

Ingreso de capitales US\$ MM	Pago de impuesto (75% del total)**		Compra Tít. Públicos (25% del total)	
	\$ MM	% PBI	US\$ MM	% PBI
60	43,9	0,5%	15,0	2,7%
30	21,9	0,3%	7,5	1,4%
15	11,0	0,1%	3,8	0,7%

Fuente: LCG

* El capital que ingresa al blanqueo se pesifica al tipo de cambio oficial de cierre de 2015 (\$/US\$ 13,01).

** Asumimos una alícuota promedio del 7,5%.

Política fiscal expansiva

2016

	% PBI	
Déficit primario 2015	-4,1%	
Alivio tributario	-1,2%	} 0,5%
A Provincias	-0,3%	
Blanqueo*	0,3%	
Ajuste gasto	0,9%	
Expansión fiscal 2016	-4,5%	
Adelanto gasto 2017	-0,3%	
Déficit primario 2016	-4,8%	

Fuente: LCG

* Asume el blanqueo de US\$ 30 MM, de los cuales el 75% opta por el pago de del impuesto.

La merma de los ingresos y el ajuste del gasto estimado para 2016 determinan una expansión fiscal de 0,5 pp del PBI, lo que implicaría el sobre cumplimiento de la meta de 4,8% del PBI en 0,3 pp. El Gobierno aprovechará el margen excedente para adelantar gasto del próximo año sin incumplir su promesa actual. Así, estimamos que, dentro del gasto discrecional, y específicamente de la partida de Subsidios, se adelantarán pagos por algo más de \$ 26 MM (0,3% del PBI).

Sector público nacional

Estimación 2016

	2016 \$ MM	2016 a/a	2015 % del PBI	2016 % del PBI
Ingresos (netos de rentas)	1.504	26%	20,4%	18,6%
Tributarios y Seg. Soc.	1.414	25%	19,3%	17,5%
Ingresos por blanqueo*	22			0,3%
Otros	68	7%	1,1%	0,8%
Gasto primario	1.893	33%	24,4%	23,4%
Automático	1.282	36%	16,1%	15,8%
Salarios y operación	408	29%	5,4%	5,0%
Jubilac. + Otros Anses	853	40%	10,5%	10,5%
Coparticipación soja	20	30%	0,3%	0,3%
Discrecional	612	26%	8,3%	7,5%
Subsidios	296	19%	4,3%	3,7%
Discrecional a pcias.	128	58%	1,4%	1,6%
Obra pública nacional	80	25%	1,1%	1,0%
Resto	107	18%	1,6%	1,3%
Resultado primario	-389	64%	-4,1%	-4,8%
Intereses a pagar	-192	59%	-2,1%	-2,4%
Rentas BCRA	83	6%	1,3%	1,0%
Rentas FGS	86	61%	0,9%	1,1%
Resultado financiero	-412	82%	-3,9%	-5,1%

Energía:
1,9%
Transporte:
0,8%
Resto corr. y cap:
0,6%
Adelanto 2017: 0,3%

Ene/jul-16: 10%
Ago/Dic-16: 20% ia

Fuente: LCG

* Asume el blanqueo de US\$ 30 MM, de los cuales el 75% opta por el pago de del impuesto.

En este contexto el programa financiero de este año se encontraría prácticamente cerrado. Las necesidades suman casi 10% del PBI y las fuentes de financiamiento disponibles hasta el momento ascienden a 8,4%. La emisión de deuda aportó recursos por 5,4% del PBI. La brecha en dólares ya está cerrada con un excedente de 0,9% del PBI, pero el

gap en pesos todavía asciende 2,2%. Asumiendo que en los últimos 4 meses del año se colocan \$ 60 MM (a razón de \$ 15 MM por mes⁸), sólo restaría financiar 0,4% del PBI. Los ingresos derivados del blanqueo podrían aportar el resto. En efecto, si se cumplen los supuestos presentados más arriba (ingresan US\$ 30 MM, de los cuales 25% opta por la compra de títulos públicos), el programa financiero de 2016 cerraría con un excedente de US\$ 4,4 MM.

Sin margen para bajar impuestos, el riesgo es Ganancias

Al igual que el contexto macro, en términos generales, **la proyección de ingresos del Presupuesto luce en línea con nuestros números.** Cualitativamente la diferencia se puede observar en que en nuestra proyección el aumento de la recaudación está más apoyada en el incremento de la base imponible vía inflación y en la del Presupuesto por un mayor crecimiento real. Este efecto de la nominalidad se compensaría parcialmente porque el tipo de cambio de nuestro escenario es menor que en el del Presupuesto.

Hacia el interior de la recaudación observamos un crecimiento algo optimista de los derechos de exportación. Para el próximo año estimamos una caída del orden del 5% para el precio de la soja y sus derivados que superará al crecimiento de la producción. Hay que tener en cuenta que, producto de la eliminación de las retenciones para el maíz, se observará un efecto sustitución con respecto a la soja.

⁸ En septiembre el Gobierno colocó deuda en pesos por \$ 28,6 MM.

Recaudación tributaria

2017	P2017			LCG		
	\$ MM	a/a	% PBI	\$ MM	a/a	% PBI
Ganancias	543,1	27,9%	5,6%	542,1	27,2%	5,3%
IVA neto	729,4	26,5%	7,5%	719,6	27,7%	7,0%
Créditos y Débitos	164,9	24,9%	1,7%	167,6	29,0%	1,6%
Derechos Importación	80,5	39,9%	0,8%	76,9	37,9%	0,8%
Derechos Exportación	104,4	36,9%	1,1%	87,7	12,2%	0,9%
Contrib. Seg. Social	698,8	24,0%	7,2%	706,4	32,7%	6,9%
Resto	211,1	26,3%	2,2%	209,2	23,3%	2,0%
Total	2.532	26,8%	26,0%	2.510	28,3%	24,6%

Fuente. LCG en base a P2017 y estimaciones propias

Sin grandes diferencias. Mayor crecimiento por mayor inflación esperada (17% ia vs 22% ia)

Estimamos menor presión tributaria por efecto de PBI nominal más alto (mayor aumento de precios implícitos)

Tanto nuestra proyección como la del Presupuesto contemplan una corrección del Mínimo No Imponible (MNI) del Impuesto a las Ganancias relativamente acotada. Según trascendió la propuesta presentada por el Ministro de Hacienda prevé un ajuste del MNI del 17% (en línea con el crecimiento de la inflación esperado por el Gobierno, pero menor al incremento de salarios pasado (2016 y futuro (2017)) y una corrección en las escalas. De esta manera, habría una mayor cantidad de trabajadores pagando el Impuesto, pero con menores alícuotas. Asimismo, se elevaría a 40% la alícuota para los contribuyentes de altos ingresos. El costo fiscal de esta propuesta sería relativamente acotado entre 0,2% y 0,3% del PBI⁹ (\$ 20 MM y \$ 30 MM) y financiado en partes casi iguales entre la Nación y las provincias. Estamos de acuerdo con la filosofía de esta propuesta que permite corregir distorsiones y amplía la base imponible del impuesto más progresivo que nuestro sistema tributario. Actualmente sólo 1 de cada 10 trabajadores formales en relación de dependencia tributa el Impuesto.

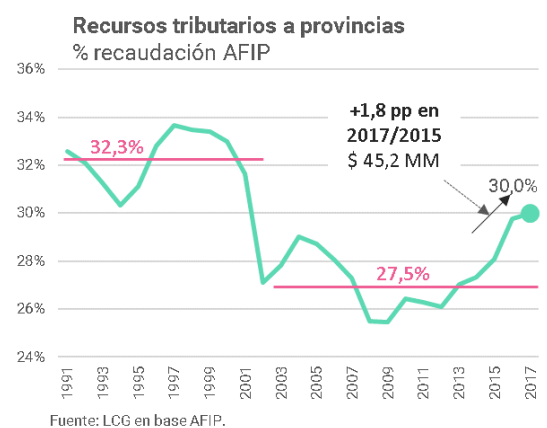
Por lo que vemos como natural que se amplíe la base imponible y se corrijan las distorsiones en las alícuotas haciéndolas más graduales. Sin

⁹ Lamentablemente no se cuenta con información pública sobre las pirámides de ingresos de los trabajadores para hacer un cálculo más preciso.

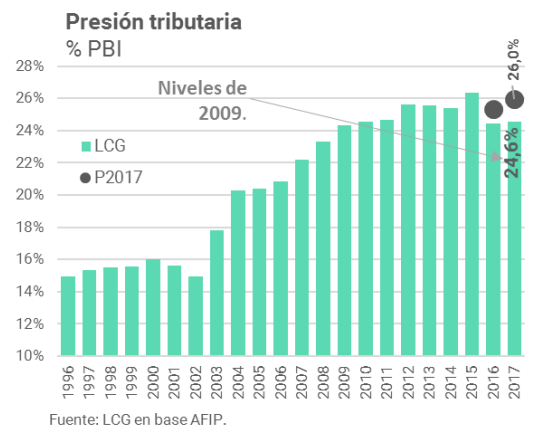
embargo, creemos que difícilmente prospere completamente esta propuesta. Un ala del Gobierno -y sus aliados- consideran que hay que reducir aún más el Impuesto. **No es casualidad que se haya dicho en un principio que se enviaba la propuesta con el Presupuesto y luego se aplazara para fin de mes.** Incluso el mismo día en que se enviaba el Presupuesto al Congreso el Presidente dijo que ningún argentino iba a pagar más impuestos contradiciendo la propuesta de Hacienda.

El Frente Renovador de Massa impulsa reducir aún más el Impuesto ya que no le afecta directamente la caída de ingresos. Quienes sí tendrían más incentivos en apoyar la propuesta de Hacienda son justamente los Gobernadores que podrán ver afectado a la baja el principal impuesto coparticipado. Estuvo astuto el Ministro de Hacienda en convocar a los gobernadores y explicar esta situación. **El debate por Ganancias será crucial para el Gobierno.** Pueden perder recursos por la modificación del Impuesto y también para compensar a las provincias de esa pérdida. Pareciera no haber conciencia en algunos sectores del Gobierno acerca del impacto fiscal que podría tener este doble efecto sobre las ya debilitadas cuentas. Nuevamente queda a la vista la falta de alineación interna (“no se van a bajar más impuestos” vs. “la gente no va a pagar más aumentos”).

Sin dudas, **uno de los principales ganadores de este Presupuesto son las provincias.** La distribución de la recaudación entre la Nación y las provincias alcanzaría niveles que no se observaban desde la época de la Convertibilidad. Esto obedece por un lado a la eliminación de impuestos que no se coparticipaban (retenciones), pero también a la coparticipación de la detracción del 15% que recibía la Anses. El año que viene las provincias pasarán a llevarse una tajada mayor en relación a la Nación. Pero esto es sólo el comienzo de esta historia. En primer lugar, **el Gobierno no cuenta con los votos necesarios** para aprobar el Presupuesto con lo cual algo más va a tener que ceder. Y, en segundo lugar, **se ha venido comportando bastante generoso en todas las negociaciones.** La oposición podrá sacar alguna ventaja de este comportamiento.



Ante este panorama -sin que sea necesario todavía adentrar en el analizar el gasto- queda más que claro **no habría margen para más rebajas de impuestos**. La presión tributaria se ubicará en niveles de 2009. Y si analizamos los ingresos tributarios de la Nación -descontando las transferencias automáticas a las provincias- se ubicaría en niveles de 2001 ya que financió 2/3 de la rebaja impositiva.



¿Ajuste o subestimación del gasto?

El Gobierno tenía como objetivo dotar de credibilidad al Presupuesto luego de muchos años en los cuales el análisis de sus números se tornaba irrelevante producto de la subestimación o sobrestimación de las principales variables económicas y fiscales. Ayuda enormemente la mala calidad de los presupuestos anteriores para lograr ese cometido. Esto permitió disipar que la elaboración de la versión del 2017 haya mantenido la misma metodología y cantidad y calidad de la información o el hecho de que hayan participado en su elaboración las mismas personas que presentaron los anteriores. Por eso mismo, **la estrategia del oficialismo fue definir un marco macroeconómico realista para forjar al Presupuesto de credibilidad**. A partir de allí se trazó una clara línea divisoria -de la cual el Ministro de Hacienda hizo bandera- entre los presupuestos anteriores y el Presupuesto actual. **También la proyección de los recursos luce realista** aportándole más credibilidad.

Sin embargo, cuando analizamos la proyección de los gastos encontramos algunas importantes diferencias respecto a nuestras estimaciones. Esas discrepancias las observamos en prácticamente todos los rubros del gasto, pero **principalmente en los componentes automáticos** lo que implicaría una menor posibilidad de hacer correcciones -o que las diferencias no se deben a una decisión discrecional (léase ajuste fiscal). **Según nuestras estimaciones el gasto primario del Sector Público Nacional tendría una subestimación de \$ 126 MM (1,2% del PBI) de los cuales \$ 96 MM se deben a los componentes automáticos**.

Gasto primario

P2017 vs Estimaciones LCG

	P2017			LCG		
	\$ MM	a/a	% PBI	\$ MM	a/a	% PBI
Gasto primario	2.295	21,3%	23,5%	2.421	27,9%	23,3%
Automático	1.654	31,1%	17,0%	1.750	36,6%	16,8%
Seguridad Social	1.111	33,4%	11,4%	1.191	39,6%	11,5%
Salarios y operación	513	26,1%	5,3%	533	30,6%	5,1%
Resto	30	39,0%	0,3%	26	28,3%	0,3%
Discrecional	641	1,7%	6,6%	671	9,6%	6,5%
Subsidios	252	-14,7%	2,6%	267	-9,7%	2,6%
Discrecional a pcias.	140	11,0%	1,4%	145	13,4%	1,4%
Obra pública nacional	108	31,3%	1,1%	111	38,0%	1,1%
Resto	141	11,7%	1,4%	147	37,3%	1,4%

**P2017:
-126 MM**

76% de subestimación corresponde a gasto automático

Fuente: LCG en base a P2017.

El gasto en seguridad social es el rubro más importante del gasto público. Representa nada menos que la mitad del gasto primario.

Aquí se encuentran comprendidas las jubilaciones, las asignaciones en todas sus versiones (universal por hijo, familiares y embarazo), las pensiones no contributivas y otros programas de asistencia del Ministerio de Desarrollo Social (Progresar, Argentina Trabaja, entre otros). Y, además, ahora ingresan los gastos por actualización de haberes del Programa de Reparación Histórica¹⁰. **La mayor parte del rubro seguridad social (95%) se ajusta automáticamente por la fórmula de la movilidad jubilatoria 2 veces por año**, que depende principalmente de la evolución pasada de los recursos. Así, el gasto aumentará en función de la movilidad jubilatoria y el incremento de los beneficiarios. Además, en 2016 el Gobierno amplió la cantidad de beneficiarios de las asignaciones, lo que tendrá un arrastre para 2017.

Asumiendo una movilidad de 11% en marzo y otra de 15% en septiembre y que la cantidad de jubilados crece 1% ia y la de los beneficiarios de programas de la Anses 8% ia promedio -debido al incremento de 1,7 nuevos beneficiarios en 2016- el gasto en seguridad social sería 0,7% del PBI (\$ 66 MM) superior que se observa en el Presupuesto. El aumento

¹⁰ Las erogaciones para afrontar el pago de la deuda atrasada se consideran como una aplicación de fondos yendo debajo de la línea y no como un gasto arriba de la línea.

del 22% ia previsto para el gasto social de ANSES luce acotado considerando el mayor universo de beneficiarios y que la movilidad impone un aumento del 28% ia. Por otro lado, también observamos una pequeña diferencia de 0,1% del PBI (\$ 15 MM) en la estimación del costo del PRH. En suma, **observamos una diferencia de 0,8% del PBI (\$ 80 MM) en la proyección del gasto en seguridad social.**

Gasto en seguridad social
P2017 vs Estimaciones LCG

	P2017			LCG		
	\$ MM	a/a	% PBI	\$ MM	a/a	% PBI
Jubilaciones	904	27,1%	9,3%	942	29,8%	9,1%
Subsidios ANSES	148	22,5%	1,5%	175	39,1%	1,7%
PRH	60	-	0,6%	74,0	-	0,7%
Seguridad Social	1.111	33,4%	11,4%	1.191	39,6%	11,5%

Fuente: LCG en base a P2017.

-\$ 80 MM

Otro rubro en el que observamos diferencias es salarios y gastos de operación por 0,2% del PBI. Sólo la paritaria de 2016 tiene una inercia de 14% para el año que viene. Asumiendo que el ajuste salarial en 2017 se ubica en torno a 23% ia (desdoblado en dos tramos), la partida de salarios debería registrar un aumento del 29% ia, 4 pp por encima de lo estipulado en el P2017 (24,6% ia). Y esto sería sin considerar un incremento de la planta de empleados públicos.

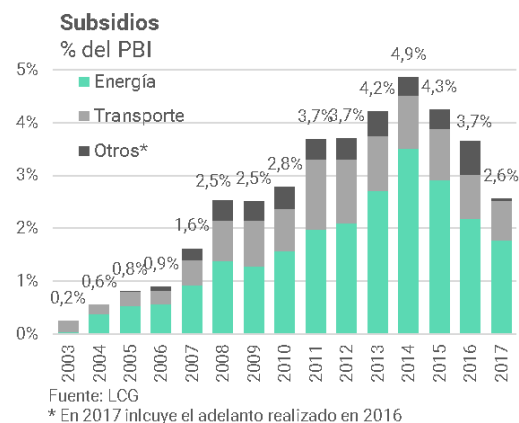
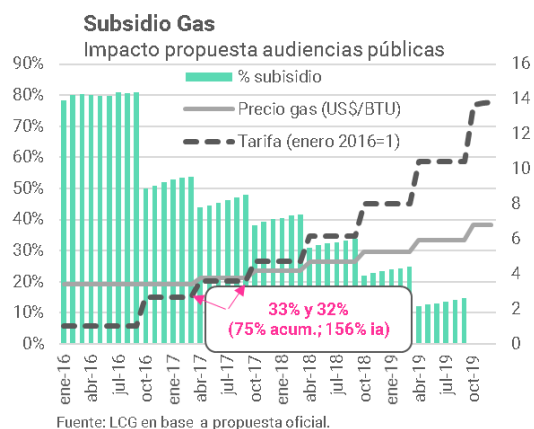
Con respecto al gasto discrecional las diferencias se concentran en la estimación de los subsidios al sector privado. Si bien los montos del P2017 surgen de inferencias propias a partir de los datos presentados, consideramos que el Gobierno subestima el gasto en \$ 15 MM (0,1% del PBI). La mayor diferencia se centra en la reducción de los subsidios para los cuales todavía no ha quedado determinada la corrección futura de las tarifas: electricidad y transporte.

Para el caso del gas nuestra estimación se encuentra en línea con el sendero de "automatización" de las tarifas incluido en la propuesta que el Gobierno llevó a las audiencias públicas. En ella se contempla un aumento progresivo del precio de gas medido en dólares y la reducción (también progresiva) del porcentaje subsidiado, hasta su eliminación to-

tal en 2019. Considerando nuestra proyección de tipo de cambio, **estimamos que las tarifas de gas acumularán un aumento del 75% en 2017 (aplicable en dos tramos), que en comparación con 2016 supondrá un incremento promedio del 160%**. El gasto destinado a subsidiar el consumo de gas demandaría 0,3% del PBI (0,2 pp menos que este año).

En el caso de la electricidad las audiencias públicas se llevarán a cabo a fines de octubre. Como mencionamos en informes pasados, **el fallo de la Corte Suprema terminará representando una oportunidad para el Gobierno** para fijar un sendero de reducción de los subsidios que cuente con el apoyo necesario para llevarlo a cabo. Sin contar con el detalle de la propuesta que se presentara oficialmente, estimamos una actualización de las tarifas eléctricas de 25 pp por encima de la inflación, desdoblado (al igual que en el gas) en dos aumentos anuales. Para 2017 esto implicaría un incremento acumulado de 95%, permitiendo reducir en 16 pp la proporción del subsidio en la tarifa (de 73% a 58%). Con todo, el gasto en subsidio al consumo eléctrico se achicaría a 1,2% del PBI (-0,2 pp ia). Para Transporte asumimos un aumento del 25% en el boleto a partir de febrero. En el caso del colectivo esto implicaría elevar la tarifa mínima a \$ 8,1 (contra \$ 6,5 actual). En términos del gasto implicaría reducir los subsidios corrientes al transporte en 0,1% del PBI (a 0,7%).

En total estimamos que en 2017 los subsidios (corrientes y de capital) demandarán un gasto de \$ 294 MM (\$ 252 M para el Gobierno), equivalente a 2,8% del PBI y a una baja de 0,5 pp interanual. Sin embargo, como mencionamos anteriormente, **la holgada meta fiscal impuesta para 2016 dio margen al Gobierno para anticipar gasto de 2017, que estimamos se concentrará en subsidios**. Esta cancelación anticipada de aproximadamente \$ 26 MM terminará actuando como una variable de ajuste fiscal permitiendo reflejar un menor gasto en subsidios por 0,3% del PBI.



Gasto en subsidios
P2017 vs Estimaciones LCG

	P2017*		LCG		
	\$ MM	% PBI	\$ MM	% PBI	
Energía	130	1,3%	158	1,5%	Baja de subsidios s/ audiencia
Gas	36	0,4%	35	0,3%	
Electricidad	95	1,0%	123	1,2%	Tarifas: +25% real
Transporte	62	0,6%	69	0,7%	
Resto corr. y capital	60	0,6%	66	0,6%	Boleto: +25%
Subsidios bruto	252	2,6%	294	2,8%	
Adelanto 2016	-26	-0,3%	-26	-0,3%	
Subsidios neto	252	2,6%	267	2,6%	

Fuente: LCG en base a P2017.

* Inferencia propia a partir de los datos presentados.

-\$ 15 MM

Adiós a las metas

Según cuenta la historia Hemingway llegó a escribir 39 veces la última página de su novela "Adiós a las armas". Esta tenacidad refleja lo que creía con respecto a la escritura: "La literatura es un 10% de inspiración y un 90% de transpiración". Por el contrario, sin haber "sudado la camiseta" **el Gobierno dejó de lado las metas fiscales que con tanto ímpetu anunciara hace apenas unos meses.** Al menos en el Presupuesto no se menciona nada más que: "el compromiso de las autoridades políticas de generar una senda decreciente de déficits fiscales brindará grados de libertad requeridos para implementar un programa de metas de inflación que dote de previsibilidad a la dinámica futura del conjunto de precios de la economía". **A partir de ahora la política fiscal irá día a día sin un sendero de mediano plazo definido. Quedará supeditada a los objetivos políticos del Gobierno y al margen de financiamiento del déficit.**

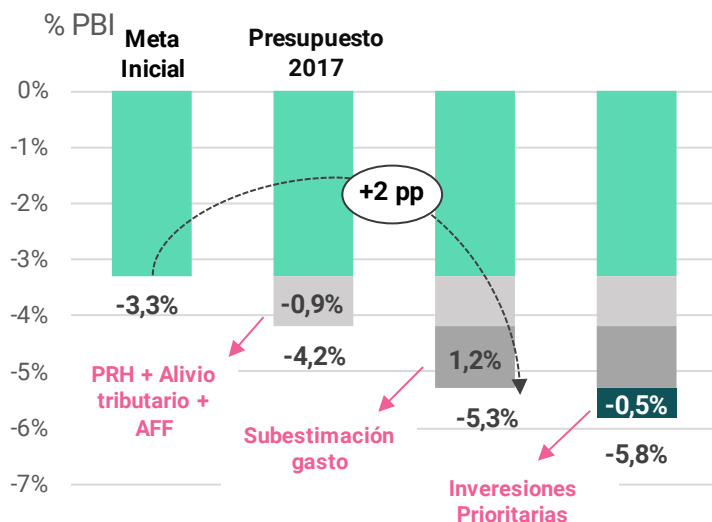
El Presupuesto 2017 proyecta un déficit primario neto de rentas de 4,2% del PBI. Esta proyección es 0,9 pp superior a la meta anunciada a comienzos de año que era de 3,3%. El argumento del oficialismo es

que esa meta no contemplaba el PRH (decisión propia) y la demora en la implementación de las nuevas tarifas energéticas (efecto exógeno). Si bien este argumento es parcialmente válido (impacto de la demora de las tarifas), como venimos sosteniendo desde que fueron anunciadas, **con posterioridad a 2016 las metas no eran cumplibles. El Gobierno prometía eliminar el déficit primario en sólo 4 años lo que presentaba un enorme desafío económico, político y matemático.** Como sostuvimos en ese entonces, la mitad del gasto primario se ajusta automáticamente en función de la recaudación pasada. Aun eliminando los subsidios, **se necesita reducir a la mitad en términos del PBI el resto del gasto discrecional -incluyendo a la obra pública-.**

A pesar de ello, entendemos que **el Gobierno no sinceró del todo las cuentas del Presupuesto 2017.** Como mencionamos, **el gasto primario tendría una subestimación de 1,2% del PBI** elevando el déficit a 5,3% del PBI. Asimismo, **en el Presupuesto 2017 se incluyó una serie de inversiones “prioritarias” pero que no fueron consideradas como gastos sino como aplicación financiera debajo de la línea por 0,5% del PBI.** Por ejemplo, el tan mencionado Plan Belgrano se encuentra dentro de las inversiones prioritarias. Tal es así que, **sin las inversiones prioritarias, la inversión pública se mantendría prácticamente constante en relación a 2016 contradiciendo el discurso oficial.** Considerando estas particularidades el déficit primario se elevaría a **5,8% del PBI**, pero el “publicable” por el Ministerio de Hacienda será de 5,3% siendo 2 pp superior a la meta original anunciada por Prat Gay a comienzos de año.



Resultado Primario 2017



Fuente: LCG

En la misma línea en su reciente visita a la Argentina **el FMI proyectó que el déficit primario neto de rentas será de 5,2% del PBI en 2017**. Según este Organismo, la diferencia con respecto al Presupuesto se explica en su mayor medida por el gasto previsional -coincidiendo con nuestras proyecciones-.

El Gobierno ya eligió su rumbo. Su objetivo no es reducir el déficit fiscal sino lograr que los indicadores económicos mejoren de cara a las elecciones del año que viene. Con estos números el Gobierno estaría logrando un impulso fiscal -crecimiento económico vía política fiscal- del 1% del PBI¹¹.

¹¹ Variación del déficit Primario más las Inversiones Prioritarias.

¿A qué nos referimos cuando hablamos del resultado fiscal?

Las cuentas fiscales del sector público presentan de por sí dificultades para comprenderlas. A diferencia de cualquier empresa que cuenta con un balance patrimonial y un estado de resultados, producto de no tener un patrimonio “relevante”, las cuentas públicas se presentan de una manera diferente. Por un lado, se muestran los ingresos y los gastos (esquema ahorro – inversión o “arriba de la línea”) y por otro el financiamiento (aplicaciones y fuentes financieras, que refieren principalmente a la emisión y amortización de capital de la deuda pública o también denominado “debajo de la línea”). Si el resultado fiscal arriba de la línea -resultado financiero- es positivo (negativo), habrá un desendeudamiento (endeudamiento) neto.

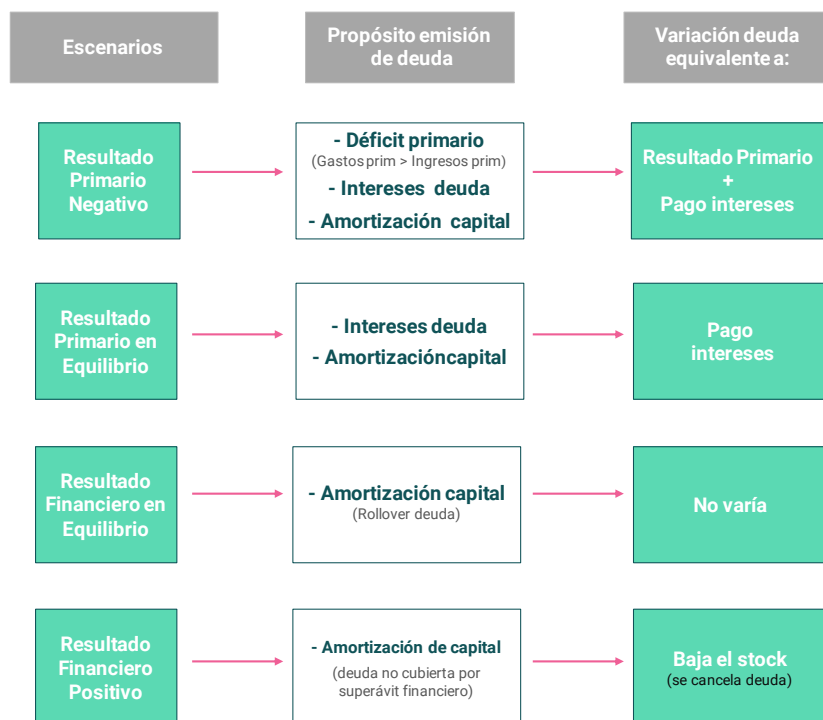
A esas dificultades se le adiciona la “creatividad contable” de las diferentes administraciones (la anterior y la actual). Por eso nos parece oportuno dedicarle una sección a explicar en detalle cómo está compuesto el déficit fiscal y describir todas las variopintas posibilidades de medirlo ya que, según el interlocutor o la información que se quiera describir, el valor del déficit utilizado cambiará.

La diferencia entre los gastos y los ingresos corrientes se denomina resultado económico u operativo. Hablamos de **resultado primario cuando además de los gastos e ingresos corrientes consideramos los de capital. Luego, al sumar el pago de intereses, el resultado pasa a llamarse financiero.** El objetivo de poder diferenciar estos dos indicadores (primario y financiero) es que se presupone que una economía que presenta **equilibrio en el resultado primario tiene que endeudarse sólo para pagar los intereses y amortizaciones de la deuda.** Si la tasa de interés que paga se encuentra por debajo de la tasa de crecimiento de la economía, se estará desendeudado¹² y si no, estará incrementando su endeudamiento. Por otro lado, **una economía con**

¹² El stock de deuda crece, pero a un menor ritmo que el PBI.

equilibrio financiero sólo se tendrá que endeudar para pagar los vencimientos de capital.

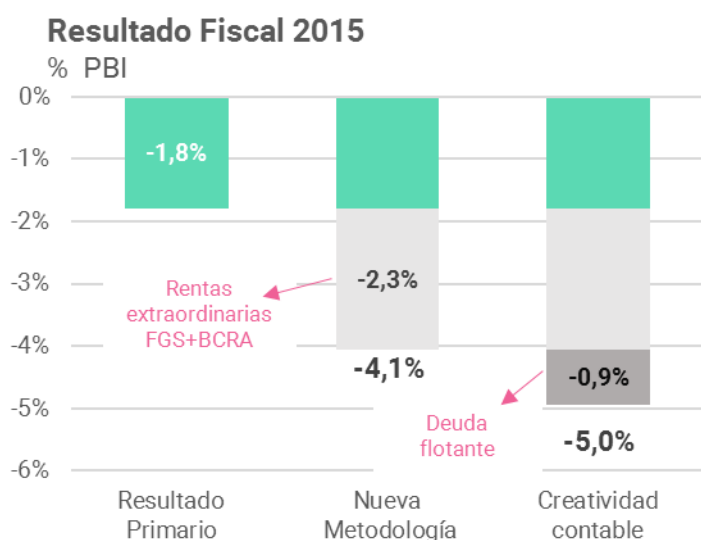
Implicancias del Resultado Fiscal sobre la Deuda



Fuente: LCG

Durante el kirchnerismo pasaron a considerarse como ingresos no tributarios el resultado cuasifiscal del BCRA y las rentas obtenidas por el FGS que, en promedio, permitieron mostrar un déficit menor de 1,5% del PBI. Las utilidades del BCRA tuvieron un promedio de 0,8% del PBI entre 2007 y 2015 y lo cuestionable es que desde 2008 la generación de esas rentas provino de la devaluación del tipo de cambio dado que el Banco Central cuenta con un elevado patrimonio neto en dólares producto de la tenencia de títulos y letras en esa moneda del Tesoro Nacional. A su vez, las rentas del FGS provienen de los intereses generados por los activos financieros (Títulos públicos, plazos fijos, préstamos, etc.). Entre 2009 y 2015 representaron 0,7% del PBI.

La actual administración también “creó” su propia metodología de cálculo del déficit fiscal. Por un lado, dejó de considerar en el resultado primario las rentas de la Anses y el BCRA lo cual resulta válido para analizar el comportamiento de las cuentas fiscales -desde LCG siempre se diferenciaron estos ingresos del resultado fiscal-. Pero, por otro lado, para presentar las cuentas de 2015 **consideró el incremento de la deuda flotante¹³ como parte del déficit primario** por encima de los valores habituales por 1,0% del PBI. Consideramos que es un error metodológico contabilizar estos valores en el resultado base caja ya que la deuda flotante se refleja en la medición devengada. **El propósito del Gobierno era elevar el nivel de déficit inicial.** Por eso, tomamos como ejemplo los números de 2015 para reflejar en un gráfico todas estas consideraciones.



Fuente: LCG en base a Ministerio de Hacienda

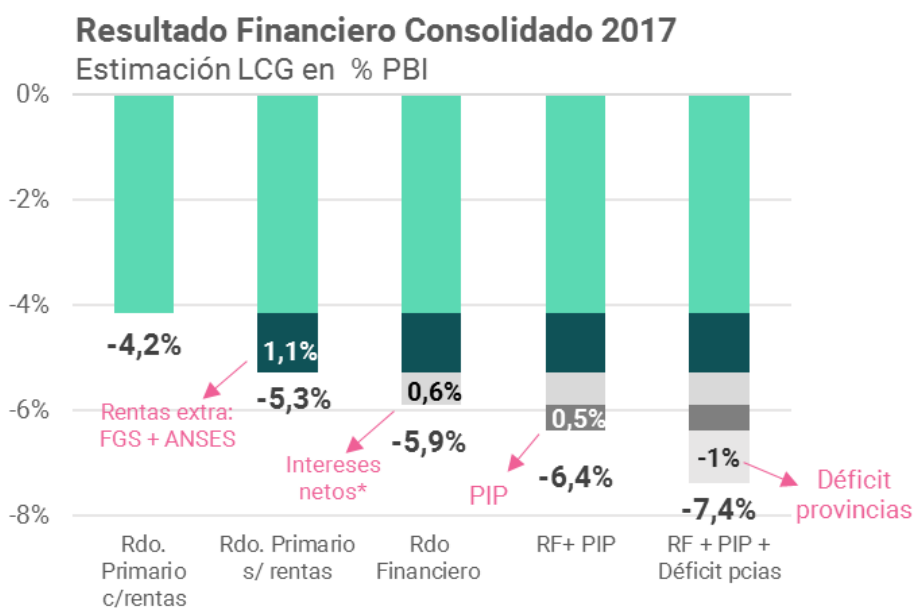
* Los % difieren de los anunciados por el Min. de Hacienda a principios de año por cambios en el PBI. Resultado Primario (-2,3%), Rentas extraordinarias (2,5%) y Deuda Flotante (1,0%)

Adicionalmente, en 2017 no consideró como gasto las inversiones prioritarias que son obras públicas como el resto de la inversión del sector público, pero que, según el Gobierno, como cuentan con un fi-

¹³ La deuda flotante es la diferencia entre el gasto comprometido y el efectivamente pagado.

nanciamiento asegurado, se contabilizan debajo de la línea. Esta **creatividad contable -que no avalamos-** le permitiría mostrar al Gobierno un menor gasto público y por lo tanto un déficit menor equivalente a 0,5% del PBI.

Finalmente, habría que considerar las cuentas públicas provinciales para tener un panorama del déficit fiscal consolidado. Incorporando a las provincias el déficit primario se elevaría en 1% del PBI. De esta manera, el resultado financiero consolidado para 2017 se ubicaría en 7,4% del PBI considerando las inversiones prioritarias como gasto. Como vimos, los indicadores fiscales son muy variados. Sin embargo, existe una clara convención internacional en el modo de representarlos de manera tal de poder hacer comparaciones en el tiempo y entre diferentes países. Por eso creemos que es muy importante que desde el propio Gobierno se propende a una mayor transparencia en la información y evitar repetir las prácticas del pasado.



Fuente: LCG en base a Ministerio de Hacienda.

*Intereses de deuda (1,7%) menos rentas extraordinarias (1,1%).

Más financiamiento, más vulnerabilidades

A pesar del tamaño del déficit, su financiamiento por el momento es manejable. Las necesidades financieras para 2017 representan 10,1% del PBI. Y el Tesoro cuenta con fuentes financieras por 4,3% 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. El Presupuesto establece que el BCRA le transferirá el Tesoro 1,4% del PBI (\$ 150 MM) de los cuales 0,6% pertenecen al resultado cuasifiscal y 0,9% por adelantos transitorios.

El Gap a financiar sería de 5,8% del PBI. La emisión de deuda sería de 6,3% del PBI (5,8% para financiar el gap y 0,5% para afrontar los intereses de esta nueva deuda).

Programa financiero

Estimación 2017

	PESOS		DÓLARES		TOTAL % PBI
	\$ MM	% PBI	US\$ MM	% PBI	
Necesidades	828,6	8,0%	12,6	2,1%	10,1%
Déficit primario	549,4	5,3%			5,3%
Vencimientos mercado*	137,1	1,3%	12,6	2,1%	3,4%
Capital	106,2	1,0%	9,0	1,5%	2,5%
Intereses	30,9	0,3%	3,6	0,6%	0,9%
PRH-Juicios	67,1	0,6%			0,6%
Asistencia a provincias	25,0	0,2%			0,2%
Inversiones prioritarias**	50,0	0,5%			0,5%
Fuentes	300,0	2,9%	8,3	1,4%	4,3%
BCRA	150,0	1,4%			1,4%
ANSES	100,0	1,0%			1,0%
Desarme FGS	50,0	0,5%			0,5%
Excedente 2016			4,3	0,7%	0,7%
Organismos Internacionales			4,0	0,7%	0,7%
GAP a financiar	528,6	5,1%	4,2	0,7%	5,8%
Emisión de deuda***	489,2	4,7%	9,3	1,6%	6,3%
Para cerrar brecha	440,3	4,2%			
Intereses GAP	48,9	0,5%			

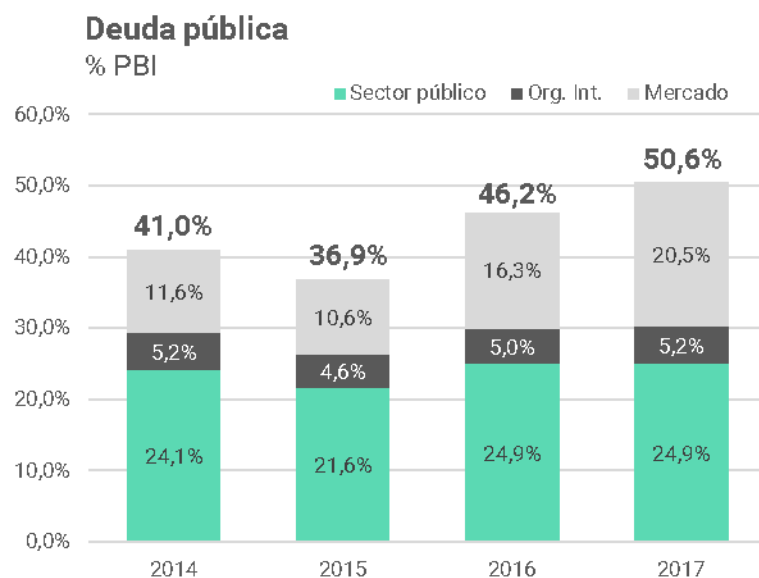
Fuente: LCG

* Asume renovación total de vencimiento de capital e intereses correspondientes a las Letras

** Inversiones que se contabilizan debajo de la línea.

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

Como mencionara el Secretario de Finanzas días pasados **el impacto sobre los niveles de deuda por el momento sería acotado**. Estimó que este año la deuda privada y con Organismos Internacionales se ubicará en 26% del PBI, aumentará a 27,5% del PBI en 2017 y llegará 32% del PBI al final del mandato de Macri. Según nuestras estimaciones, **la deuda crecería en una proporción equivalente a las emisiones para cerrar la brecha de financiamiento (6,3% del PBI) menos las amortizaciones (2,5% del PBI)**. Así, porcentaje de deuda con mercado y organismos ascendería a 25,7% del PBI, **4,4 pp por encima de este año**.



Fuente: LCG

La diferencia en el crecimiento de la deuda de 2017 con respecto a la estimación de Hacienda se debe a que nuestra proyección de déficit fiscal es mayor. En cambio, creemos que la proyección de 2019 no sería alcanzable ya que el incremento de deuda que espera el Secretario de Finanzas entre 2017 y 2019 es de apenas 4,5% del PBI, valor similar al pago de intereses. Por lo tanto, esto sólo se podría alcanzar si la economía eliminara el déficit primario.

El Gobierno ya eligió su estrategia. Pone todo lo que tiene para ganar las elecciones. Por eso la política fiscal del año que viene será fuertemente expansiva –aunque no lo haya reflejado el Presupuesto-. Esto implica acentuar los desequilibrios preexistentes. Como anticipamos en

informes pasados, **la política fiscal del macrismo en la Ciudad fue sistemáticamente expansiva.**

A esta altura queda poco espacio para hacer recomendaciones o encomendar caminos alternativos¹⁴. El Gobierno podrá mostrar mejores indicadores de cara a las elecciones: inflación en baja (pase lo que pase será menor al 40% que alcanzó este año) y la economía crecerá (porque tendrá una baja base de comparación y vibrará con los esteroides del gasto público y la apreciación cambiaria). El déficit y el crecimiento serán financiados con endeudamiento externo.

Además de la profundización de los desequilibrios macro, **la estrategia elegida también implica una mayor vulnerabilidad. El país estará dependiendo en una mayor proporción de factores exógenos.** Un crecimiento traccionado por la inversión requiere fundamentalmente de financiamiento externo para lograrlo. Un déficit fiscal creciente podría terminar necesitando de “concesiones” para asegurar su financiamiento. Y el financiamiento externo estará vinculado a la tasa de interés en EEUU y que no haya ninguna turbulencia financiera (¿tercera ola de la crisis de 2008?). Otros como el crecimiento de Brasil, una buena cosecha, el precio de la soja son otros factores que acentúan la vulnerabilidad.

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.

¹⁴ Ver Informe Mensual de agosto “Pensar estratégicamente el largo plazo”