

# Adiós a las metas Presupuesto 2017

## Informe Mensual septiembre

Jueves 29 de septiembre de 2016

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)

lcg.

labourcapitalgrowth

# Ansiedad por los brotes verdes

- Magnitud **recesión mayor** y **recuperación más lenta** a las esperadas
  - En julio economía caída de 5,9% anual la mayor desde 2009
  - Todos los componentes de la demanda cayeron en el 2T-16 (no se observaba desde la crisis del 2001)
  - En 2014 se tardó 7 meses para volver a crecer (13 meses para alcanzar nivel previo) y ahora se acumulan 13 meses sin crecimiento
- Resto **2016 va a continuar con tasas de crecimiento anuales negativas**, pero a partir de agosto algunos meses con crecimiento desestacionalizado positivo
- Mayor caída de la economía en 2016 representa una **mejor base de comparación para 2017**
- También Gobierno mostrará **inflación bajando** (se comparará con el 40% que llegó este año).
- **Discursivamente podrá usar economía como logro de gestión independiente que una serie de desequilibrios fueron pospuestos sin un sendero de corrección de mediano plazo: atraso cambiario y situación fiscal**
- Una buena manera de plasmar esta inquietud es analizando el **primer Presupuesto elaborado por el Gobierno**

# Escenario macro acorde con la realidad

Escenario macroeconómico base

P2017 vs LCG

		2015	2016	2017		
PBI real (a/a)	<b>P2017</b>	2,4%	-1,5%	<b>3,5%</b>		Cerraría 2% por encima de 2015
	LCG	2,2%	-2,2%	3,0%		
PBI nominal, \$MM	<b>P2017</b>	5.839	7.888	9.750		
	LCG	5.843	8.104	10.398		
Consumo total (a/a, real)	<b>P2017</b>	5,3%	-0,9%	<b>3,5%</b>		Pasaje de modelo de consumo a otro de inversión
	LCG	5,5%	-0,7%	3,2%		
Inversión (a/a, real)	<b>P2017</b>	5,5%	-3,5%	<b>14,4%</b>		
	LCG	6,3%	-1,6%	9,4%		
Exportaciones (a/a, real)	<b>P2017</b>	-0,4%	6,9%	7,7%		
	LCG	-0,6%	4,8%	5,0%		
Importaciones (a/a, real)	<b>P2017</b>	5,5%	10,2%	9,8%		
	LCG	5,6%	6,7%	9,4%		
Inflación (a/a, dic)	<b>P2017</b>	-	-	<b>17,0%</b>		TCR bilateral con EEUU: +3% ia
	LCG	26,0%	38,0%	21,6%		
Tipo de cambio (\$/US\$, prom. anual)	<b>P2017</b>	9,7	15,0	<b>17,9</b>		
	LCG	9,7	14,8	17,4		
Exportaciones (US\$ M M)	<b>P2017</b>	56,8	58,3	64,3		Exportac. +10% ia; Importac. +12% ia
	LCG	56,8	57,6	59,3		
Importaciones (US\$ MM)	<b>P2017</b>	59,8	59,0	66,1		
	LCG	59,8	56,9	65,4		
Superávit comercial (US\$ MM)	<b>P2017</b>	-3,0	-0,6	-1,9		
	LCG	-3,0	0,7	-6,1		

Fuente: LCG en base a Presupuesto 2017 y estimaciones propias

## Permitió forrar al Presupuesto de credibilidad

# Sin margen para bajar impuestos...

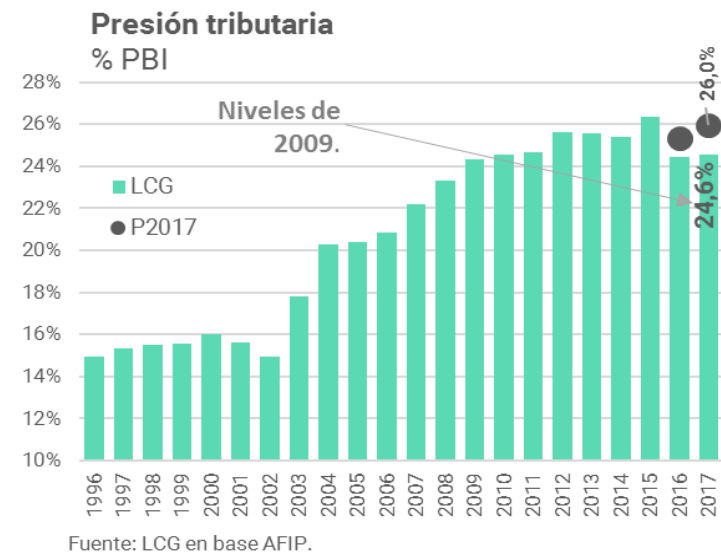
- Medidas de alivio impositivo en 2016 tuvieron un costo total de 1,9% PBI (2/3 financiado por Nación y 1/3 provincias)
- Presión tributaria en niveles de 2009

## Medidas de alivio tributario en 2016

\$ MM	Total		Nación	
	\$ MM	% PBI	\$ MM	% PBI
<b>GANANCIAS</b>	<b>82,3</b>	<b>1,0%</b>	<b>41,1</b>	<b>0,5%</b>
- 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%
<b>DERECHOS DE EXPORTACIÓN</b>	<b>53,8</b>	<b>0,7%</b>	<b>50,7</b>	<b>0,6%</b>
. 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%
<b>DEVOLUCIÓN DEL IVA</b>	<b>13,9</b>	<b>0,2%</b>	<b>7,2</b>	<b>0,1%</b>
<b>IMPUESTOS INTERNOS</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0%</b>
<b>LEY PYME</b>	<b>3,2</b>	<b>0,0%</b>	<b>1,4</b>	<b>0,0%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>153,5</b>	<b>1,9%</b>	<b>100,6</b>	<b>1,2%</b>

Fuente: LCG

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

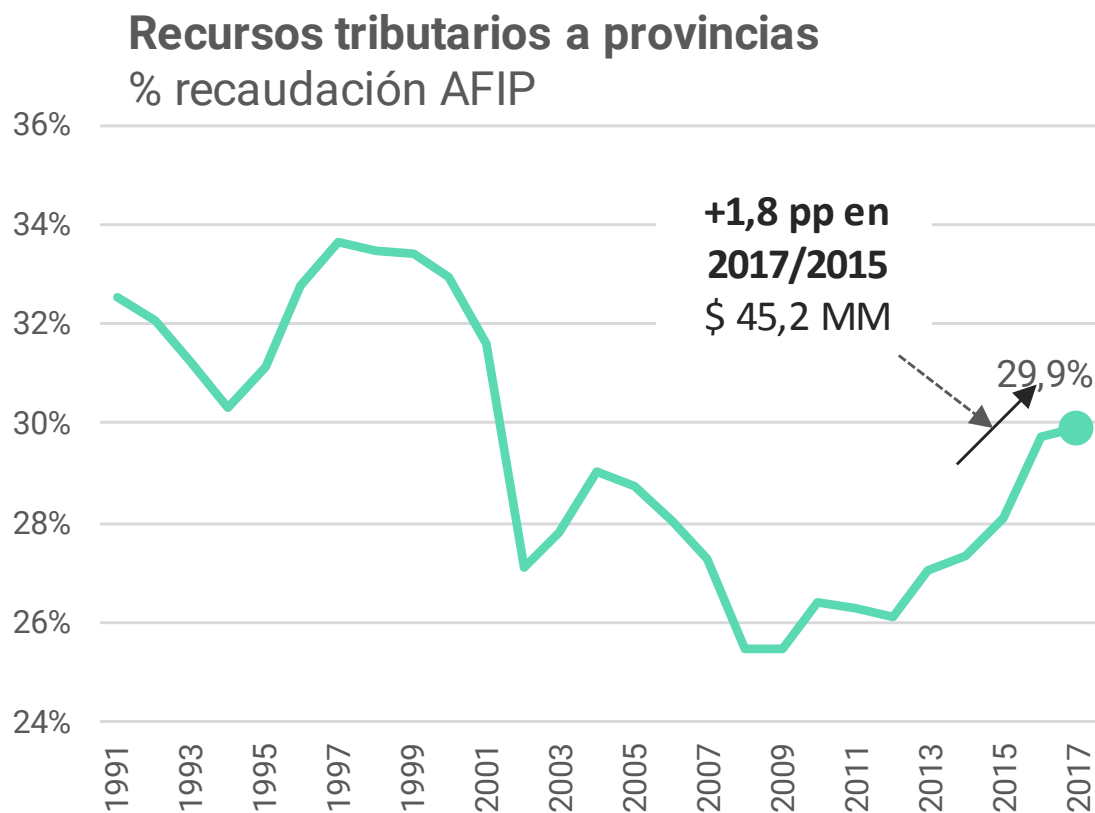


# ... el riesgo es Ganancias

- Presupuesto contempla ajuste MNI acotado (17%) y corrección en las escalas
- Mayor cantidad de trabajadores pagando, pero con menores alícuotas
- Costo fiscal propuesta acotado entre 0,2% y 0,3% PBI financiado en partes casi iguales entre la Nación y las provincias
- Estamos de acuerdo con la filosofía de la propuesta: corrige distorsiones y amplía la base imponible. **Actualmente sólo 1 de cada 10 trabajadores formales en relación de dependencia tributa el Impuesto**
- Sin embargo, creemos que difícilmente prospere completamente esta propuesta. Parte del Gobierno -y sus aliados- consideran que hay que reducir aún más
- **Desencuentros en el Gobierno** “no se van a bajar más impuestos” vs. “la gente no va a pagar más aumentos”
- Frente Renovador de Massa impulsa reducir aún más el Impuesto (sin costos). Gobernadores con incentivos en apoyar la propuesta de Hacienda
- Debate crucial para el Gobierno. **Doble efecto: perder recursos y compensar a las provincias de esa pérdida**

# Provincias: las ganadoras

- Distribución recaudación Nación / provincias niveles no observados desde Convertibilidad.
  - Eliminación de impuestos que no se coparticipaban (retenciones)
  - Coparticipación detracción del 15% que recibía la Anses



Fuente: LCG en base AFIP.

# Números que no cierran...

- Diferencias en prácticamente todos los rubros del gasto
- Principalmente en componentes automáticos: implica subestimación discrecional en los números del Presupuesto

**Gasto primario**  
P2017 vs Estimaciones LCG

	P2017			LCG		
	\$ MM	a/a	% PBI	\$ MM	a/a	% PBI
<b>Gasto primario</b>	<b>2.295</b>	<b>21,3%</b>	<b>23,5%</b>	<b>2.421</b>	<b>27,9%</b>	<b>23,3%</b>
<b>Automático</b>	<b>1.654</b>	<b>31,1%</b>	<b>17,0%</b>	<b>1.750</b>	<b>36,6%</b>	<b>16,8%</b>
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%
<b>Discrecional</b>	<b>641</b>	<b>1,7%</b>	<b>6,6%</b>	<b>671</b>	<b>9,6%</b>	<b>6,5%</b>
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.

## Subestimación del gasto 1,2% PBI

# ...por subestimación en seguridad social...

- Gasto en seguridad social **rubro más importante** del gasto público (mitad del gasto primario)
  - Ahora ingresan gastos por actualización de haberes del PRH
  - 95% se ajusta automáticamente** por movilidad jubilatoria 2 veces por año
  - En 2016 el Gobierno amplió la cantidad de beneficiarios de las asignaciones tendrá un arrastre para 2017
- Mayor universo de beneficiarios y movilidad imponen un **aumento “piso” del 28%**
- Diferencia de 0,8% 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%
<b>Seguridad Social</b>	<b>1.111</b>	<b>33,4%</b>	<b>11,4%</b>	<b>1.191</b>	<b>39,6%</b>	<b>11,5%</b>

Fuente: LCG en base a P2017.

**-\$ 80 MM**



# ...y en subsidios

- Subestimaría gasto 0,1% PBI (mayor diferencia en electricidad y transporte)
- Gas en línea con sendero de “automatización” propuesto en audiencias públicas
- Holgada meta fiscal 2016 dio margen para **anticipar gasto de 2017** por \$ 26 MM 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%	
Transporte	62	0,6%	69	0,7%	Tarifas: +25% real
Resto corr. y capital	60	0,6%	66	0,6%	Boleto: +25%
<b>Subsidios bruto</b>	<b>252</b>	<b>2,6%</b>	<b>294</b>	<b>2,8%</b>	
Adelanto 2016	-26	-0,3%	-26	-0,3%	
<b>Subsidios neto</b>	<b>252</b>	<b>2,6%</b>	<b>267</b>	<b>2,6%</b>	

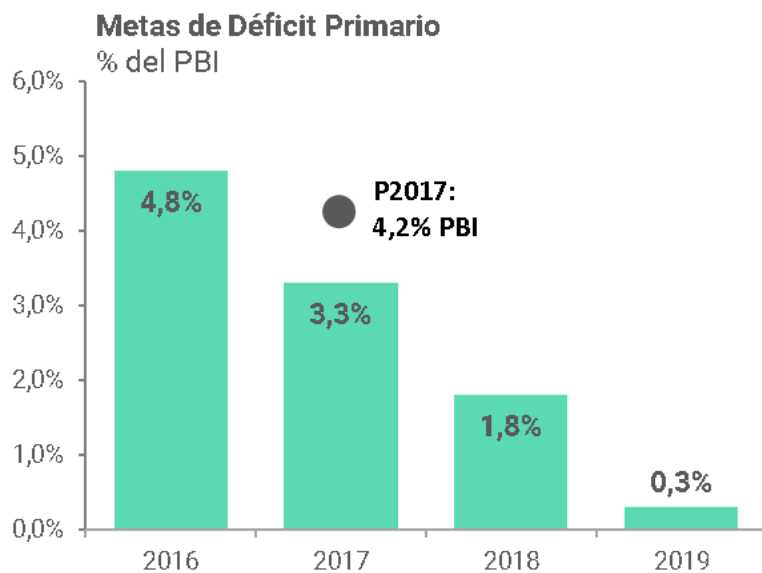
Fuente: LCG en base a P2017.

\* Inferencia propia a partir de los datos presentados.

-\$ 15 MM

# Adiós a las metas

- Gobierno **dejó de lado las metas fiscales** anunciadas hace apenas unos meses
- Prometía eliminar el déficit primario en sólo 4 años
- Sosteníamos que después de 2016 **esas metas serían incumplibles**
  - Mitad gasto primario ajusta automáticamente en función de la recaudación pasada. Aun eliminando subsidios, implicaba reducir a la mitad el resto del gasto discrecional



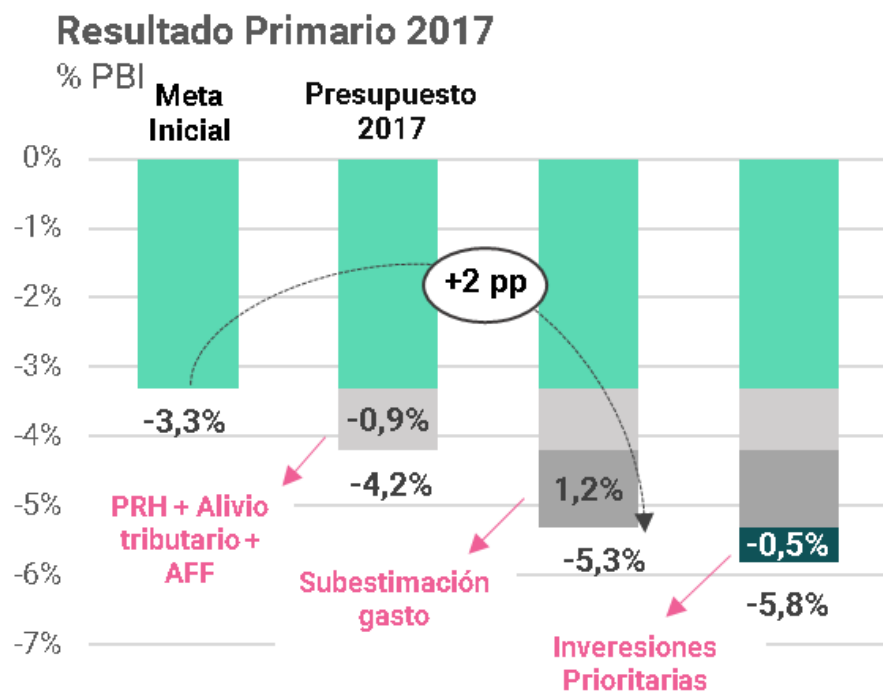
Fuente: LCG en base a declaraciones del Ministro Prat

Presupuesto sólo menciona: *“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”*

**Política fiscal sin sendero de mediano plazo, supeditada a objetivos del Gobierno y al margen de financiamiento del déficit**

# Déficit subestimado y escondido

- Meta original (3,3% PBI) corregida por PRH, baja de impuestos y cesión recursos a provincias (AFF). **Meta P2017: -4,2% PBI**
- **Subestimación de gasto por 1,2% PBI aumenta déficit a 5,3% PBI**
- Sumando **Inversiones Prioritarias** (“estratégicamente” contabilizadas debajo de la línea), déficit primario llegaría a 5,8% PBI



Fuente: LCG

El Gobierno fijó prioridades  
No reducir déficit fiscal sino  
**lograr mejora en indicadores  
económicos de cara a las  
elecciones de 2017**

**Impulso fiscal de 1,1% PBI**  
(Aumento déficit primario +  
inversiones prioritarias)

**Macrismo repite política fiscal  
expansiva implementada en CABA**

# Programa financiero todavía manejable

- Necesidades 10,1% PBI y fuentes financieras por 4,3% PBI.
- **Gap 5,8% PBI.**
- **Emisiones de deuda por 6,3% PBI (US\$ 40 MM).**

**Por ahora financiamiento asegurado, pero situación se podría complicar si no hay sendero de reducción del déficit**

## Programa financiero

Estimación 2017, % PBI

	PESOS	DÓLARES	TOTAL
<b>Necesidades</b>	<b>8,0%</b>	<b>2,1%</b>	<b>10,1%</b>
Déficit primario	5,3%		5,3%
Vencimientos mercado*	1,3%	2,1%	3,4%
Capital	1,0%	1,5%	2,5%
Intereses	0,3%	0,6%	0,9%
PRH-Juicios	0,6%		0,6%
Asistencia a provincias	0,2%		0,2%
Inversiones prioritarias**	0,5%		0,5%
<b>Fuentes</b>	<b>2,9%</b>	<b>1,4%</b>	<b>4,3%</b>
BCRA	1,4%		1,4%
ANSES	1,0%		1,0%
Desarme FGS	0,5%		0,5%
Excedente 2016		0,7%	0,7%
Organismos Internacionales		0,7%	0,7%
<b>GAP a financiar</b>	<b>5,1%</b>	<b>0,7%</b>	<b>5,8%</b>
<b>Emisión de deuda***</b>	<b>4,7%</b>	<b>1,6%</b>	<b>6,3%</b>
Para cerrar brecha	4,2%		
Intereses GAP	0,5%		

Fuente: LCG

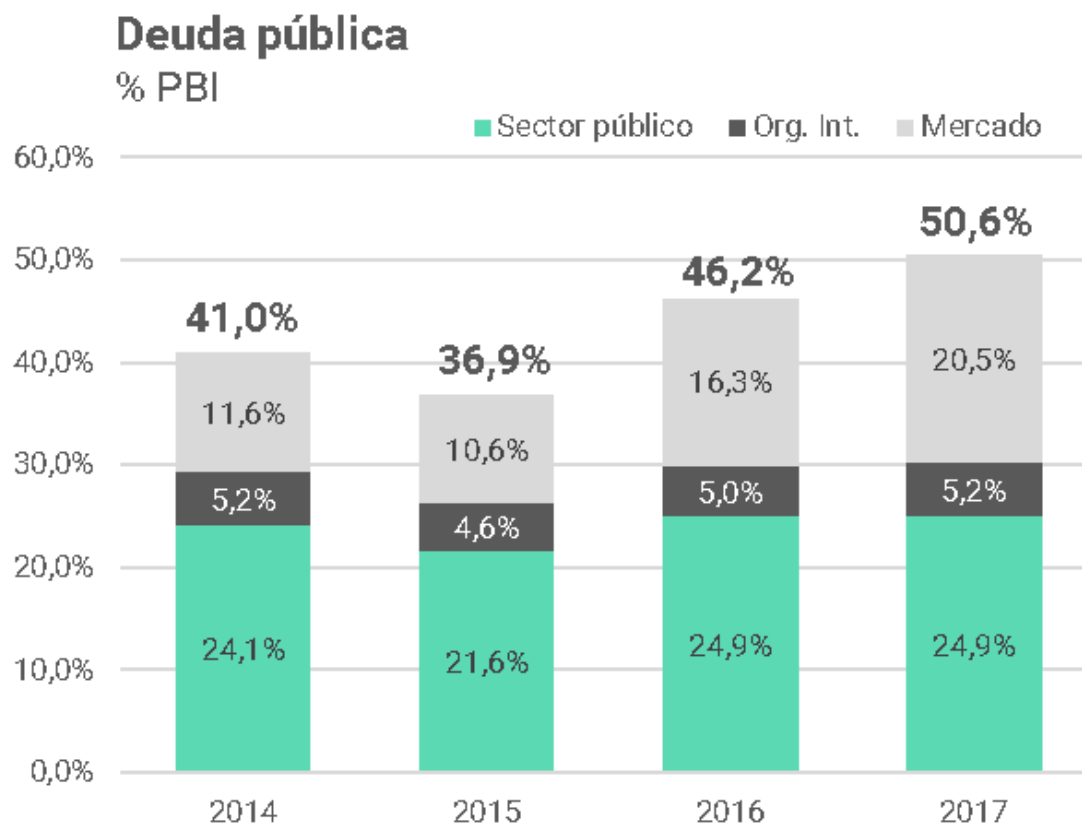
\* Asume renovación total de vencimiento de capital e intereses correspondientes a las Letras

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

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

# Ventaja de partir con deuda baja

- Stock deuda **aumentaría 4,4% PBI en 2017**
- **Deuda total: 50% PBI**; Mercado y organismos internacionales: 25,7% PBI
- **Pero dinámica no sostenible en el mediano plazo**



Fuente: LCG

# Más financiamiento, más vulnerabilidad

- **Gobierno definió su estrategia: priorizará ganar elecciones 2017**
- A cambio de acentuar desequilibrios preexistentes
- Déficit fiscal y crecimiento serán financiados con endeudamiento.
- La **estrategia elegida aumenta la vulnerabilidad** volviendo al país más dependiente de factores exógenos:
  - Crecimiento traccionado por la inversión externa
  - Déficit fiscal creciente podría terminar necesitando “concesiones” para asegurar su financiamiento
  - Financiamiento externo vinculado a la tasa de interés en EEUU y que no haya ninguna turbulencia financiera (¿tercera ola de la crisis de 2008?)
  - Crecimiento de Brasil, una buena cosecha, el precio de la soja son otros factores que acentúan la vulnerabilidad

¿El propio Gobierno eleva el precio de las elecciones para justificar dosis de populismo en la economía?