

¿Podrá el impulso fiscal dinamizar la economía?

Informe Mensual Enero

Miércoles 30 de enero de 2013

labourcapitalgrowth

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

Editorial

Los problemas que viene arrastrando la economía se hicieron presentes en el arranque del año. En materia cambiaria, el dólar informal tuvo un nuevo salto y amplió la brecha con el tipo de cambio oficial al 50%. Si bien existían factores coyunturales que permitían anticipar una nueva suba (aguinaldo, demanda por vacaciones), no dejó de llamar la atención la prescindencia del Gobierno en un tema tan sensible: esta dinámica no sólo eleva el piso de la expectativa del tipo de cambio informal sino que también pone más presión en el frente inflacionario, justo en momentos en los cuales se inician las negociaciones salariales.

Precisamente, la cuestión salarial es otro tema complejo en la agenda económica del 2013. Con un salario formal que cerró el 2012 creciendo prácticamente al mismo ritmo interanual que los precios domésticos, la aspiración del Gobierno de una pauta del 20% luce como una mera expresión de deseo. Especialmente en un escenario de creciente atomización del frente sindical y con una expectativa de mayor inflación en 2013. De hecho, con una dinámica fiscal y monetaria que seguirá siendo muy expansiva, promover una caída del salario real dejando inalterada el resto de la política económica traería complicaciones adicionales en materia de actividad económica y consumo privado. El objetivo debería pasar por alcanzar un incremento promedio realista que, ya modificado el mínimo no imposible de ganancias, permita al menos cerrar acuerdos salariales con un horizonte de un año.

Con respecto a la coyuntura política, se destacó el reclamo público de la provincia de Buenos Aires referido a la coparticipación. Más allá de la histórica postergación que sufren los bonaerenses en la distribución de los recursos nacionales, la elevación del tono de los reclamos parece ser el preanuncio de la creciente tensión fiscal y política que caracterizará la re-

lación entre la Nación y la provincia de Buenos Aires en 2013.

En el contexto de una economía que no termina de arrancar y con las cruciales elecciones legislativas en el horizonte cercano, es esperable que el Gobierno ponga “toda la carne al asador” en materia fiscal para intentar dinamizar la actividad económica. De hecho, el aumento sostenido del gasto público ha sido un pilar central de la política económica del kirchnerismo: no sólo para maximizar la tasa de crecimiento de corto plazo del PBI, sino también para ocultar errores de gestión y disciplinar a gobernadores e intendentes a través de la obra pública nacional y las transferencias discrecionales.

Ahora bien, el efecto combinado de una economía que perdió su impulso natural y viene operando con creciente trabas, junto con una política fiscal que ha sido sistemáticamente muy expansiva (quitándole efectividad y volviéndola cada vez más dependiente del financiamiento vía emisión monetaria), hace que no sea suficiente con la herramienta fiscal para dinamizar la actividad y la creación de empleo en el sector privado: el impulso fiscal sólo podrá aportar 0,7 pp al crecimiento del PBI, que puede ampliarse a 1,3 pp en caso de que el Gobierno utilice todo el margen de financiamiento disponible. Naturalmente, esto no sería inocuo en materia inflacionaria y provocaría un deterioro de magnitud en la posición fiscal.

Como hemos mencionado en distintos informes, la sensación de bonanza económica que caracterizó al kirchnerismo hasta el 2011 ha quedado definitivamente en el pasado. Lo llamativo es que el Gobierno no parece haberse percatado todavía de ello, y sigue confiando en que, más allá del aporte coyuntural de la soja y Brasil, la economía va a volver a crecer por la sencilla razón de que así sucedió en el pasado.

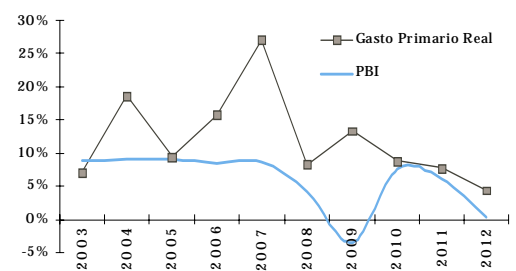
Un Estado cada vez más grande

El aumento sostenido del gasto público ha sido un pilar central de la política económica implementada por el kirchnerismo. Por cierto, no primó un criterio keynesiano para la utilización de la herramienta fiscal (esto es, aumentar el gasto en la fase contractiva del ciclo para sostener la demanda agregada pero moderando su uso durante la fase expansiva), **sino que la dinámica fiscal se movió más bien de forma independiente de la actividad económica: en todos los años el gasto primario creció en términos reales** (esto es, descontando el efecto de la inflación) **y promedió una expansión del 12% anual, tocando un máximo del 27% en 2007.** En todo caso, sólo puede decirse que cumplió un rol contracíclico en aquellos años en los cuales la economía perdió impulso (la recesión de 2009 y el estancamiento del año pasado).

En la concepción del kirchnerismo, la política fiscal es una herramienta que le ha posibilitado alcanzar simultáneamente diversos objetivos: además de maximizar la tasa de crecimiento del PBI en el corto plazo, ha funcionado como un parche de emergencia para ocultar los errores sistemáticos de gestión en otras áreas (los subsidios a la energía y al transporte son ejemplos paradigmáticos en este sentido) y por último le ha posibilitado disciplinar a intendentes y gobernadores a través de las decisiones discrecionales en materia de obra pública y transferencias corrientes y de capital.

Mirado en una perspectiva histórica, el aumento de la participación del gasto primario del sector público nacional en la economía ha sido francamente impactante: cada año alcanza un nuevo récord histórico, y pasó del 13,1% del PBI en 2003 al 27% el año pasado. Puesto en otras palabras, **el tamaño del Estado Nacional es hoy más del doble que el existente diez años atrás.** Y este

PBI y Gasto Primario real durante el ciclo K
 2003-12, Var. %



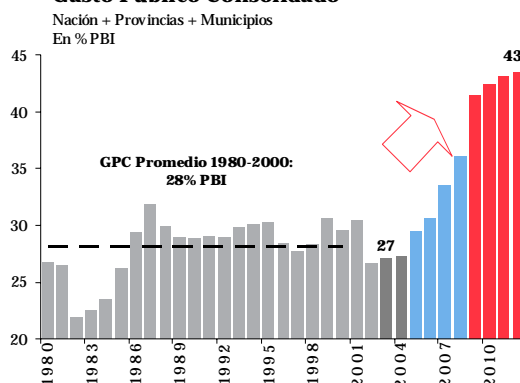
Fuente: LCG en base a Sec de Hacienda, INDEC y estimaciones propias.

resultado es independiente de la vara que se utilice para medirlo: **tanto en participación sobre el PBI, como en dólares y en términos reales, el gasto público se encuentra, por lejos, en máximos históricos.**

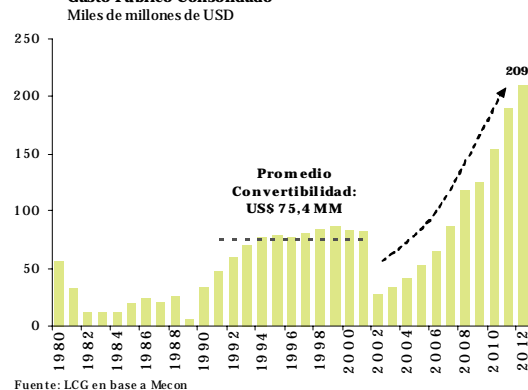
Cuando se suma el gasto de los distintos niveles de gobierno (Nacional + Provincial + Municipal), **se observa que el Gasto Público Consolidado (GPC) representó en 2012 nada menos que el 43,5% del PBI**, más de 15 pp por encima del promedio histórico (1980-2000). **El salto de magnitud se produjo en los últimos 6 años: desde el 2007 la participación se incrementó 13 pp.** Así, el tamaño actual del Estado se encuentra en línea con el promedio existente en los países desarrollados: la particularidad es que el salto en la participación estatal en la economía que a los países desarrollados les llevó 2 décadas, Argentina lo hizo en un tiempo récord de apenas 6 años.

La evolución reciente del GPC es todavía más impactante cuando se mide en dólares: en 2012 totalizó US\$ 209.000 M, más que cuadruplicando el promedio histórico (que fue de US\$ 49.000 M entre 1980 y 2001). Un punto importante a destacar es que este récord no se puede atribuir al incipiente atraso del tipo de cambio real: **el GPC en dólares es hoy 2,5 veces superior al máximo valor de la Convertibilidad (US\$ 86.900 M en 1999),** pico histórico de la apreciación real cambiaria en nuestro país. **Y también el 2007 representa el año de quiebre: el GPC en dólares pasó de US\$ 2.300 por habitante (valor comparable al existente en los '90s) a US\$ 5.100 en 2012. Pese a que no se percibe en términos de la eficiencia de los bienes y servicios que provee el Estado, lo cierto es que en los últimos 5 años los distintos niveles de administración del Estado gastan US\$ 2.800 adicionales por habitante por año (más que duplicando el valor de 2007).**

Gasto Público Consolidado



Gasto Público Consolidado

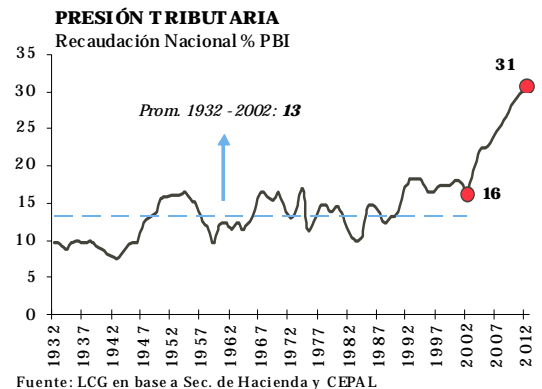


Fuente: LCG en base a Mecan

Del financiamiento genuino al extraordinario

Para poder sostener este notable crecimiento del gasto público, el Gobierno debió ir apelando sucesivamente a distintas fuentes de financiamiento. En una primera etapa (2003-07), el Gobierno se benefició con el acelerado crecimiento de la economía, el mayor cumplimiento tributario, un tipo de cambio muy competitivo y, progresivamente, de la mayor inflación. Esta etapa, que podemos denominar de “**financiamiento genuino**”, se tradujo en un **impactante aumento de los recursos disponibles para el Gobierno Nacional.**

En una perspectiva de muy largo plazo, la presión tributaria (esto es, la recaudación nacional como porcentaje del PBI con datos disponibles a partir de la década del '30) históricamente osciló entre el 10% y el 15% del PBI. Durante los años de la Convertibilidad, se produjo un moderado incremento y promedió el 17% del PBI. **Sin embargo, queda claro que el salto en materia recaudatoria se produjo luego del colapso de la Convertibilidad: a partir de 2003 creció de forma ininterrumpida y ya en 2007 alcanzó el 24,6% del PBI, más de 11 pp por encima del promedio histórico. En términos reales, la torta de recursos disponible en 2007 era nada menos que el doble de la existente sólo 7 años atrás. De hecho, de cara al futuro es muy probable que este salto de magnitud en materia recaudatoria sea una de los principales legados en materia económica que deje la gestión kirchnerista (junto con el bajísimo nivel de endeudamiento público).**



Sin embargo, el aumento sostenido del gasto público hizo que no fuera suficiente con el salto registrado en la recaudación (que incluso siguió creciendo en los años posteriores a 2007). **El Gobierno Nacional debió utilizar crecientemente en esta segunda etapa distintos ingresos de carácter extraordinario para poder seguir financiando la expansión del gasto.** Este financiamiento extraordinario fue adoptando distintas formas. **En primer lugar, a partir de 2007 se benefició con el notable incremento registrado en los precios internacionales de los *commodities*** que, suba de alícuotas mediante, permitió engrosar la recaudación vía derechos de exportación: en 2007 totalizaron US\$ 6.600 M, prácticamente el doble de lo recaudado en 2004.

En el año 2008, el nuevo hito lo marcó la estatización de las AFJP: con la nueva reforma del sistema previsional el Gobierno Nacional pasó a embolsar un flujo anual promedio de US\$ 5.500 M por los aportes de los trabajadores que antes iban a las AFJP, que se suman a los menores pagos de intereses por US\$ 2.500 M anuales de los títulos públicos que pasaron a manos de la ANSES y al fondo acumulado de US\$ 30.000 M (según los precios de remate existentes al momento de la estatización). **Esta modificación le permitió al Gobierno Nacional contar con una enorme caja que progresivamente empezaría a financiar los más variados programas nacionales.**

La última fase en este proceso de financiamiento extraordinario se dio con la transformación del Banco Central como prestamista de última instancia del Tesoro. Primero fue la **transferencia al Tesoro del superávit cuasifiscal “virtual”** (ganancia meramente contable asociada al mayor valor en pesos de los activos del Banco denominados en dólares como consecuencia de la depreciación del tipo de cambio nominal), luego siguió **la creación del Fondo del Desendeudamiento Argentino**

(FONDEA, que utiliza reservas para el pago de los servicios de la deuda en dólares) y más recientemente la reforma de la Carta Orgánica que duplicó los límites de asistencia del BCRA al Tesoro vía adelantos “transitorios” (sólo en 2012, esta reforma implicó un financiamiento adicional al inicialmente contemplado por \$ 55.000 M).

BCRA: prestamista de última instancia del Tesoro

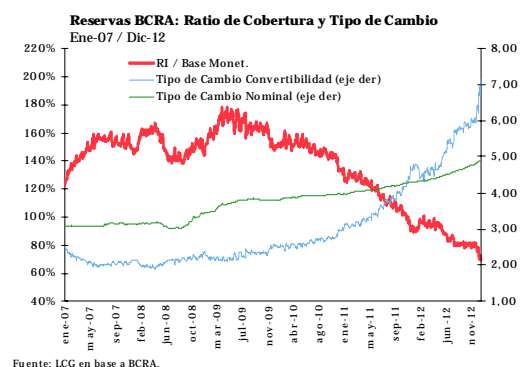
Millones de US\$

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1. Reservas			2.505	6.569	9.621	5.674
2. Cuasifiscal transf. al Tesoro	369	1.426	1.207	5.175	2.148	1.680
3. Adelantos transitorios (aumento)	963	775	4.773	2.447	5.805	13.244
TOTAL (US\$ M)	1.332	2.201	8.485	14.192	17.573	20.599
TOTAL (% del PBI)	0,5%	0,7%	2,8%	3,9%	4,0%	4,3%

Fuente: LCG en base a BCRA

Para el 2013, se flexibilizó aún más el criterio para la utilización de reservas internacionales: al incluir en el Presupuesto el pago del cupón del PBI dentro del FONDEA 2013 (aun cuando era una certeza que el crecimiento de la economía en 2012 iba a estar por debajo del valor gatillo de 3,26%), **se liberaron casi US\$ 3.000 M de reservas que podrán utilizarse**, siempre que tenga efecto monetario neutro, **para financiar gasto de capital**. No se pueda descartar que esta suma (o al menos parte de ella) termine financiando proyectos de inversión en YPF.

En los casos del superávit cuasifiscal “virtual” y de los adelantos “transitorios” se trata lisa y llanamente de emisión monetaria, mientras que la utilización sistemática de reservas para el pago de servicios va erosionando progresivamente el respaldo de la base monetaria: en menos de dos años el ratio de cobertura se redujo a menos de la mitad (pasando del 150% al 69%), y el tipo de cambio de convertibilidad se ubica actualmente en torno a los \$ 7, apenas por debajo de la



cotización en el mercado informal. Lo cierto es que **el crecimiento del financiamiento al Tesoro por parte del BCRA ha tenido un crecimiento exponencial a partir del 2007: pasó de representar US\$ 1.330 M a US\$ 20.600 M en 2012, monto equivalente al 4,3% del PBI.**

Este proceso de mayor preponderancia de los ingresos extraordinarios en la estructura de financiamiento del gasto del Gobierno Nacional fue generando distintos daños colaterales. El primero es que la dinámica fiscal fue **internalizando dentro de la estructura de gastos a estos ingresos extraordinarios como si fueran permanentes**, lo que obviamente genera una fuente de vulnerabilidad de cara al futuro. En segundo lugar, existió **un proceso de degradación en la calidad de estas fuentes de ingreso extraordinarias**: es muy distinto el impacto macro del aumento del gasto asociado al incremento de la recaudación de los derechos de exportación (pese a la altísima volatilidad, los precios internacionales de los *commodities* se han mantenido en niveles muy elevados) que el derivado de la asistencia del Banco Central al Tesoro vía la emisión monetaria. Una tasa de inflación que desde 2010 se ha ubicado persistentemente por encima del 20% es la manifestación más clara al respecto.

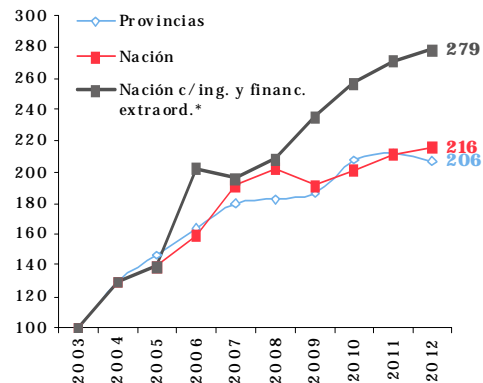
Por último, pero no por ello menos importante, debe destacarse que **el peso creciente de los ingresos extraordinarios fue la causa principal que promovió una creciente tensión fiscal entre el Gobierno Nacional y las provincias.** Con excepción de los derechos de exportación (de los cuales las provincias y los municipios sólo reciben el 30% de lo recaudado a través del Fondo Federal Solidario), **ni los mayores fondos de la ANSES ni la creciente asistencia financiera del Banco Central se coparticipan con las provincias.** De hecho, cuando se compara la evolución de los recursos genuinos en la Nación y las Provin-

cias se observa que la evolución ha sido prácticamente idéntica en ambos casos: en ambos casos se duplicaron en términos reales entre 2003 y 2012. Sin embargo, **la gran diferencia en los recursos disponibles aparece cuando se incluye en el análisis los ingresos y las fuentes de financiamiento extraordinarias que dispuso la Nación:** en este caso **los ingresos totales del Gobierno Nacional casi se triplicaron en términos reales durante el mismo período (+180%).**

Adicionalmente, **la participación de las transferencias automáticas a las provincias sobre el total de la recaudación se encuentra prácticamente en mínimos históricos (26,1% del total), 6 pp por debajo del promedio de los '90s y apenas por encima del piso del 2001 (25,6%). Sólo con retornar a la participación promedio existente en el período 2003-07 (28,1%, 2 pp por encima de la actual), las provincias habrían recibido en 2012 \$ 13.600 M adicionales,** cifra prácticamente equivalente al déficit primario provincial en 2012.

Debido a esta evolución dispar de los recursos disponibles, **en los últimos años las provincias se han visto obligadas a elevar los impuestos locales y, aquellas en condiciones de hacerlo, emitir deuda para poder financiar una evolución del gasto provincial que en buena medida se encuentra determinada por las decisiones del Gobierno Nacional.** El ejemplo más claro en este sentido es lo que sucede en materia salarial: la negociación paritaria con el Gobierno Nacional en materia docente funciona como piso para la discusión en cada provincia y referencia para el resto de los empleados públicos. **La cuestión central es que la incidencia de los salarios públicos en el total del gasto primario es muy distinta a nivel nacional (sólo 14% del total) que provincial, donde promedia el 53% del gasto primario con picos mayores**

Nación vs. Provincias: Ingresos totales reales. Índice base 2003=100

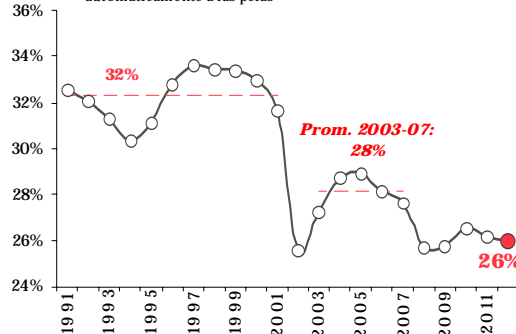


Fuente: LCG en base a Mecon y BCRA

* Ingresos extraordinarios: Cuasifiscal del BCRA + Flujo AFJP + Rentas del FGS.
Financiamiento extraordinario: Cancelación deuda con FMI con reservas internacionales en 2006 + DEG FMI en 2009 + FONDEA 2010, 2011 y 2012 + Adelantos transitorios (incremento)

Transferencias automáticas a Provincias

En % de la recaudación total AFIP transferida automáticamente a las pias



Fuente: LCG en base a Mecon

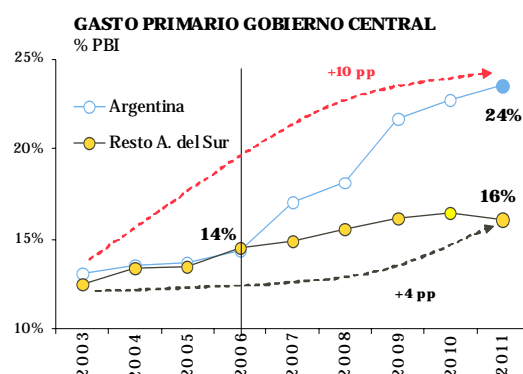
al 64% en provincias como Buenos Aires, Neuquén, Corrientes y Tierra del Fuego.

Un fenómeno regional, exacerbado

Como resulta previsible, en un contexto internacional de precios de los *commodities* muy favorable, crecimiento económico, abundante liquidez internacional y aprendizaje de lo sucedido en la década del '90, **el fenómeno del aumento del peso del Estado en la economía no es privativo de la Argentina sino que también ha tenido lugar en los otros países de la región.** No obstante, **en el análisis comparativo la Argentina se destaca por la magnitud de este salto.**

Tomando el gasto primario del Gobierno Central en relación al PBI, se observa que en el período 2003-06 la evolución de la Argentina fue muy similar a la del promedio de la región. Sin embargo, **a partir de 2007 los senderos comienzan claramente a divergir. Los grandes saltos se produjeron en 2007** (debido a las elecciones presidenciales el gasto primario tuvo un incremento récord del 48% anual) **y en 2009**, luego de que la estatización de la AFJP proveyó de fondos al Gobierno para intentar sostener la actividad económica doméstica en los tiempos del colapso financiero internacional. **El tema es que en los dos años posteriores el gasto primario siguió creciendo por encima del PBI, pese a que la economía ya empezaba a mostrar claros indicios de sobrecalentamiento.**

Así, mientras el gasto primario del Gobierno Central en relación al PBI del resto de la región se incrementó 4 pp entre 2003 y 2011, en la Argentina lo hizo nada menos que 10 pp. No casualmente, la divergencia de los senderos en materia fiscal coincide con la utilización cre-



(*) Resto de A. del Sur ponderado por tamaño de PBI en dólares.
Fuente: LCG en base a Min. de Hacienda

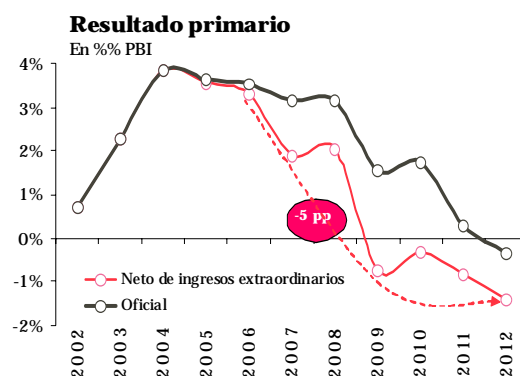
ciente de los ingresos extraordinarios (a diferencia de la región, la Argentina no realizó nuevas emisiones de deuda) y la aceleración de la inflación.

Ahora bien, teniendo en cuenta que esta dinámica ha provocado un acelerado proceso de deterioro en materia fiscal, cabe preguntarse cuál es el margen remanente con que cuenta el Gobierno Nacional para “poner toda la carne al asador” en el 2013 para tratar de tonificar la alicaída actividad económica en las vísperas de las cruciales elecciones legislativas de octubre.

¿Cuál es el margen del impulso fiscal en 2013?

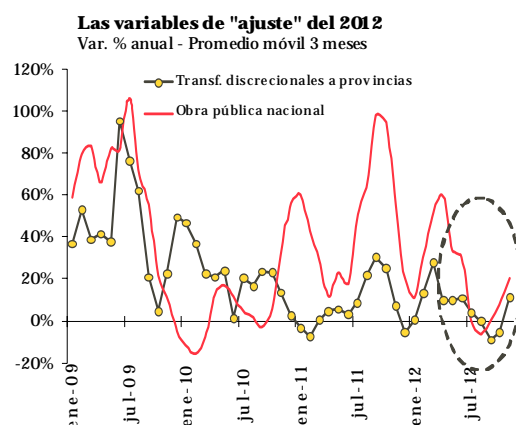
En 2012, el resultado primario “oficial” fue negativo por primera vez desde 1996: estimamos unos \$ 8.000 M, cifra equivalente al 0,3% del PBI. **En caso de descontarse los ingresos extraordinarios** (rentas del FGS de la ANSES y cuasifiscal del BCRA), **la economía viene operando con déficit primario desde el 2009 y el año pasado el desequilibrio representó el 1,4% del PBI** (\$ 30.800 M). Si bien la magnitud del desequilibrio es todavía acotada, **lo cierto es que el deterioro de las cuentas fiscales ha sido significativo en los últimos años:** se pasó de un superávit del 3,3% del PBI en 2006 a un déficit del 1,4% en 2012, **lo que implicada una pérdida de casi 5 pp del PBI en apenas 6 años.**

De cara al 2013, es importante destacar que el Gobierno tendrá mayor aire por el lado de los ingresos. El efecto combinado de la moderada recuperación de la economía, la mayor inflación y el aumento de la cosecha agropecuaria redundarán en **un aumento de la recaudación**



que estimamos será del 30%, 4 pp por encima de la expansión registrada en 2012. Pero además de la recuperación de los recursos genuinos, **el gobierno también se beneficiará con mayores ingresos extraordinarios**: la mayor depreciación del tipo de cambio nominal del año pasado engrosará **el superávit cuasifiscal del BCRA, que totalizará \$ 31.000 M** (cuatro veces el monto transferido en 2012). Así, **los ingresos totales del Sector Público Nacional mostrarán un incremento levemente superior al 32%, lo que implica una aceleración de 6,5 pp contra el 2012 y deja un margen de \$ 176.000 M para incrementar el gasto un 31% sin profundizar el deterioro del resultado primario “oficial”**.

Sin embargo, en nuestro escenario base consideramos que la pauta de crecimiento del gasto se ubicará por encima (+33,5%), con evoluciones dispares hacia su interior. Por un lado, **el pago de jubilaciones** (que absorbe nada menos que el 35% del total del gasto primario) **perderá impulso por el nivel que implica el menor aumento de sep-12**.¹ Distintamente, **las transferencias discrecionales a las provincias y la ejecución de la obra pública nacional, que fueron las “variables de ajuste” del gasto en 2012, volverán a cobrar dinamismo** en un año electoral en el cual el Gobierno se juega su futuro político y debe asegurarse el armado político territorial.



Fuente: LCG en base a Sec. de Hacienda

¹ De hecho, esto ya se empezó a observar a partir de sep-12: el ritmo de crecimiento interanual se redujo del 42% ia en el período ene-ago al 32% ia en el último cuatrimestre del año.

FISCAL GOBIERNO NACIONAL

	Millones de \$			Var. % anual		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
INGRESOS TOTALES	434.842	546.434	722.220	24,1%	25,7%	32,2%
GENUINOS	414.788	523.268	679.041	29,3%	26,2%	29,8%
Impuestos + contrib.	343.522	441.873	575.424	31,3%	28,6%	30,2%
Derechos de expo.	54.163	61.316	78.217	18,9%	13,2%	27,6%
Otros	17.103	20.079	25.400	25,4%	17,4%	26,5%
EXTRAORDINARIOS	20.054	23.166	43.179	-32,3%	15,5%	86,4%
GASTO PRIMARIO	429.923	554.099	739.883	32,1%	28,9%	33,5%
AUTOMÁTICO	275.269	362.012	470.580	30,7%	31,5%	30,0%
Salarios y operación	98.286	126.120	164.815	29,9%	28,3%	30,7%
Jubilaciones	147.085	202.730	261.867	37,4%	37,8%	29,2%
Subsidios ANSES	22.663	25.836	32.295	10,9%	14,0%	25,0%
Coparticipación soja	7.234	7.326	11.604	-3,0%	1,3%	58,4%
DISCRECIONAL	154.654	192.087	269.302	34,8%	24,2%	40,2%
Subsidios y otras transf.	81.913	96.779	126.352	46,4%	18,1%	30,6%
Discrecional a pcias.	27.775	30.602	37.896	6,7%	10,2%	23,8%
Inversión	24.441	29.462	42.426	40,3%	20,5%	44,0%
Resto	20.525	35.244	62.628	33,5%	71,7%	77,7%
RESULTADO PRIMARIO	4.920	-7.665	-17.662	-80,4%	-255,8%	130,4%
Intereses	35.584	55.290	28.895	61,4%	55,4%	-47,7%
RESULTADO FINANCIERO	-30.664	-62.955	-46.558	-1110,3%	105,3%	-26,0%
RDO. PRIM. S/ EXTRAORD.	-15.135	-30.831	-60.842			
RDO. PRIM. S/ EXTRAORD. (% PBI)	-0,8%	-1,4%	-2,2%			

Fuente: LCG en base a Mecon

En este escenario el 2013 cerraría con un déficit primario “oficial” de \$ 17.700 M, que se amplía a \$ casi 61.000 M en caso de netear los ingresos extraordinarios. El frente fiscal mantendría el proceso de deterioro y cerraría el año con un déficit del 2,2%, 0,8 pp por encima del estimado para el 2012. Las dos preguntas relevantes a contestar son las siguientes: 1) ¿cuán demandante será el financiamiento del programa financiero en pesos?, y 2) ¿será suficiente para dinamizar la actividad económica?

Con respecto a la primera cuestión, lo cierto es que con la mayor recaudación, el salto en los ingresos extraordinarios (cuasifiscal del BCRA) y el margen disponible de adelantos transitorios, **el Gobierno cuenta con los recursos suficientes para financiar un crecimiento del gasto del 33,5%**. De hecho, **dispondría de un margen remanen-**

te de \$ 22.300 M que le permitiría incluso sostener una expansión del gasto -de máxima- del 37,5%.

Programa Financiero 2013 en \$

En miles de millones de \$

	2013	
	MM de \$	% PBI
Necesidades de Financiamiento	86,8	3,2%
Déficit Primario (sin ing. extraordinarios)	60,8	2,2%
Asistencia Financiera a Provincias	15,0	0,5%
Vencimientos de deuda en \$	11,0	0,4%
Fuentes de Financiamiento	109,2	4,0%
Ingresos Extraordinarios	43,2	1,6%
Adelantos Transitorios BCRA (incremento)	66,0	2,4%
Margen remanente	22,3	0,8%

Fuente: LCG

No obstante, **que sea factible semejante crecimiento del gasto no implica que los que los riesgos asociados a una estrategia de financiamiento centrada en la emisión monetaria sean menores.** En todo caso, **el crecimiento del gasto dependerá mucho menos de la disponibilidad de financiamiento que de la preocupación que genere en el Gobierno una aceleración inflacionaria al 30% en un año electoral.**

La cuestión referida al impacto de la política fiscal sobre la actividad económica requiere computar no sólo el mayor aporte al consumo y a la inversión que genera el aumento del gasto, sino también lo que sucede en materia de recaudación (que transfiere recursos del sector privado para que sean gastados por el sector público). **En un contexto en el cual la política fiscal ha venido siendo sistemáticamente expansiva, la “efectividad” del impulso fiscal en términos de actividad se vuelve decreciente,** ya que requiere de un mayor deterioro del frente fiscal para aumentar su aporte en términos de actividad económica.

Hasta 2009, la evolución del impulso fiscal estuvo subordinada al ciclo político: fue muy expansiva en 2007 y 2009 (aportando 1,7 pp y 2,5 pp al crecimiento anual del PBI), a la vez que resultó ligeramente contractiva en 2006 y 2008. Desde 2010 se observó un quiebre, ya que el impulso fiscal se volvió sistemáticamente positivo independientemente del ciclo político y de la situación de la macro: en 2010 aportó 0,5 pp de crecimiento, pese a tratarse de un año sin elecciones y con una economía que crecía fuerte después de la recesión de 2009. Asimismo, a partir de 2010 el impulso fiscal pasó a estar centrado exclusivamente en el consumo, pasando a tener un impacto neutro en materia de inversión.

Impulso fiscal Gobierno Nacional sobre la demanda

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PBI real (var. % anual)	8,5%	8,7%	4,1%	-3,6%	7,6%	6,0%	0,2%	2,5%
PBI real sin impulso fiscal	8,7%	6,9%	4,7%	-6,2%	7,1%	5,0%	-0,9%	1,8%
Impulso fiscal	-0,2 pp	1,7 pp	-0,6 pp	2,5 pp	0,5 pp	1,1 pp	1,1 pp	0,7 pp
Consumo	-0,5 pp	1,7 pp	-0,4 pp	1,8 pp	0,6 pp	1,1 pp	1,1 pp	1,0 pp
Inversión	0,3 pp	0,0 pp	-0,2 pp	0,8 pp	-0,1 pp	0,0 pp	0,0 pp	-0,2 pp

Fuente: LCG en base a estimaciones propias.

Ahora bien, de cara al 2013 la clave a responder es si una política fiscal muy expansiva puede ser suficiente para dinamizar una economía con mayor atraso cambiario, estancamiento de la masa salarial real y un contexto macro de desincentivo a la inversión privada. **Difícilmente pueda ser este el caso: de acuerdo a nuestra estimación del impulso fiscal, en el escenario base la política fiscal podrá aportar 0,7 pp de crecimiento adicional del PBI en 2013.** Esta contribución estará centrada exclusivamente en el consumo, ya que será levemente negativa en términos de inversión. **Y aun asumiendo que se utilizan todos los recursos disponibles y el gasto termina con una expansión del 37,5%, el aporte de máxima del impulso fiscal totalizaría 1,3 pp.** De ser el caso, esto implicaría un

deterioro de magnitud de la posición fiscal: **el déficit primario (neto de ingresos extraordinarios) saltaría al 3% del PBI.**

En todo caso, queda claro que con las elecciones legislativas en el horizonte el Gobierno utilizará la herramienta fiscal para tratar de darle impulso a la actividad económica. El problema es que **el efecto combinado de una política fiscal que ha sido muy expansiva de forma sistemática y una economía que perdió su impulso natural y viene operando con crecientes trabas** (inflación creciente, cepo cambiario, pérdida de competitividad, trabas discrecionales a las importaciones y a los giros de utilidades al exterior, etc), **hace que no sea suficiente con la herramienta fiscal para dinamizar la actividad y la creación de empleo en el sector privado.** Como hemos mencionado en distintos informes, **la sensación de bonanza económica que caracterizó al kirchnerismo hasta 2011 ha quedado definitivamente en el pasado.** Lo llamativo es que el Gobierno no parece haberse percatado todavía de ello, y sigue confiando en que la economía va a volver a crecer porque así sucedió en el pasado.

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.