



Desequilibrios: herencia y gestión

Informe Mensual Noviembre

Miércoles 30 de noviembre de 2016

labourcapitalgrowth

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

Editorial

El Gobierno llegaba al poder con la premisa de un cambio transformador de largo plazo luego de 12 años de populismo. Este objetivo tenía dos dificultades: el deterioro de la economía y la debilidad política del nuevo gobierno. La agenda económica tenía una mirada de largo plazo. En cambio, la agenda política tenía un objetivo de corto plazo (elecciones legislativas de 2017).

Ni bien asumió el Gobierno comenzó a mostrarse muy activo en términos de decisiones económicas que atacaron todos los desequilibrios. Sin embargo, la recesión se fue alargando y profundizando. También la inflación resultó muy superior a lo que prometía y esperaba el Gobierno. La corrección de precios relativos (tarifas) y reducción del gasto que intentó no prosperó. Primó el temor en la sociedad y se trasladó automáticamente al Gobierno. La situación con el empleo también era otra fuente de preocupación.

Cuando el “segundo semestre” no llegó y creció la ansiedad por la llegada de los brotes verdes, comenzaron a entrar en conflicto el objetivo de corto -sostenibilidad política- y la agenda transformadora de largo plazo. Según el Gobierno, su éxito político dependerá de la evolución de la economía en el corto plazo. Esta premisa determina una postergación automática del largo plazo por sobre el corto plazo que se reflejó en el cambio de la agenda económica. Recesión, empleo, tarifas, inflación y debilidad política fueron compensados por el Gobierno con una política fiscal más expansiva.

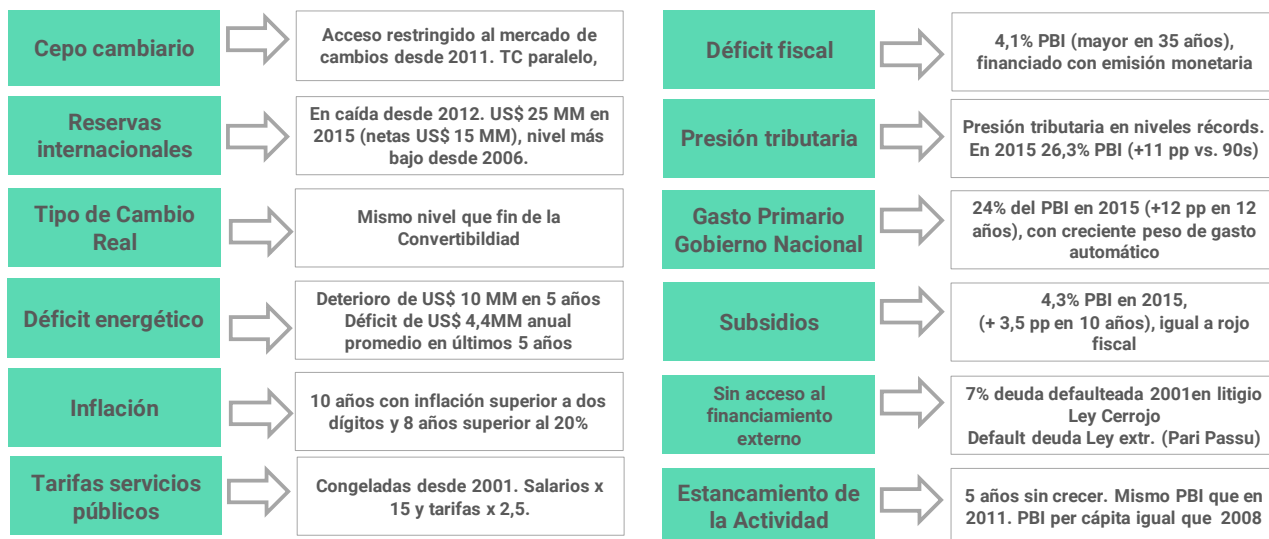
¿Cuál es la situación de los desequilibrios macroeconómicos luego de casi un año de gestión? En este informe veremos cuánto pudo avanzar el Gobierno en la agenda económica teniendo en cuenta que tarde o temprano los desequilibrios deberán ser atacados. También analizaremos qué implica el cambio del contexto internacional luego del triunfo de Trump.

Cambiemos

El Gobierno llegaba al poder con la premisa de un cambio transformador de largo plazo luego de 12 años de populismo. Pero este objetivo tenía 2 dificultades: el amplio deterioro de la economía y la debilidad política de la coalición que llegaba al poder.

La economía que recibió el Gobierno presentaba una amplia serie de desequilibrios con la imposibilidad de una resolución simultánea en el corto plazo. Por eso la agenda económica debía tener una priorización. El Gobierno optó por encarar su corrección de manera gradual y eso implicaba financiar la transición a partir del bajo nivel de endeudamiento.

Desequilibrios e inconsistencias macro heredadas



Fuente: LCG

Con respecto a la política, el Gobierno tiene minoría en ambas Cámaras. La coalición Cambiemos cuenta con un tercio de los diputados y sólo un quinto de los senadores. A comienzos de año dijimos que había dos factores que iban a jugar a favor del Gobierno: 1) las finanzas públicas provinciales eran una valiosa herramienta de negociación política que permitía compensar la ausencia de votos y 2) la falta de un referente en el Peronismo que permitiera aglutinar fuerzas. Pero con el levantamiento

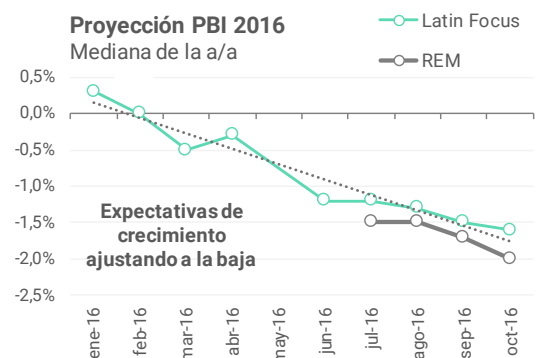
del *default* las provincias también accedieron al mercado y obtuvieron de la Nación mayores recursos. Esa herramienta ahora tiene menos peso. Y cuanto más cerca se esté de las elecciones, más probable es que el Peronismo se abroquele detrás de alguna figura.

La agenda económica tenía una mirada de largo plazo porque la mitigación de los desequilibrios requiere de acciones a lo largo del tiempo. En cambio, **la agenda política tenía un objetivo de corto plazo** que en la línea del tiempo se ubica en las elecciones legislativas de 2017. **Ni bien asumió el Gobierno comenzó a mostrarse muy activo en términos de decisiones económicas.** Eligió un abordaje más gradual de lo que fue anunciando en la campaña, pero **realizó medidas que atacaron todos los desequilibrios.** Liberación del Cepo y devaluación, reducción de impuestos y gastos, arreglo con los *holdouts*, acceso a los mercados de deuda y finalización de la dependencia extrema del BCRA para financiar el déficit fiscal.

Sin embargo, la recesión se fue alargando y profundizando. Del mismo modo, la inflación resultó muy superior a lo que prometía el Gobierno. La corrección de precios relativos (tarifas) y reducción del gasto que intentó—por fallas propias también—no prosperó. Primó el temor en la sociedad y se trasladó automáticamente al Gobierno. La situación con el empleo también era una fuente de preocupación para la sociedad. **Cuando el “segundo semestre” no llegó y creció la ansiedad en el Gobierno por la llegada de los brotes verdes, comenzaron a entrar en conflicto el objetivo de corto -su sostenibilidad política- y la agenda transformadora de largo plazo.** Según el Gobierno, su éxito político dependerá de la evolución de la economía en el corto plazo. Esta premisa determina una postergación automática del largo plazo por sobre el corto plazo que se reflejó en el cambio de la agenda económica. Como mencionamos en el informe mensual de julio¹ **el tiempo de las correcciones terminó. Recesión, empleo, tarifas, inflación y debilidad política fueron compensados por el Gobierno con una política fiscal más expansiva.**

¿Cuál es la situación de los desequilibrios macroeconómicos luego de un año de gestión? A continuación, veremos cuánto pudo avanzar

¹ “Plan C: Del shock al gradualismo ¿Del gradualismo al populismo?”.



Fuente: LCG en base a Latin Focus

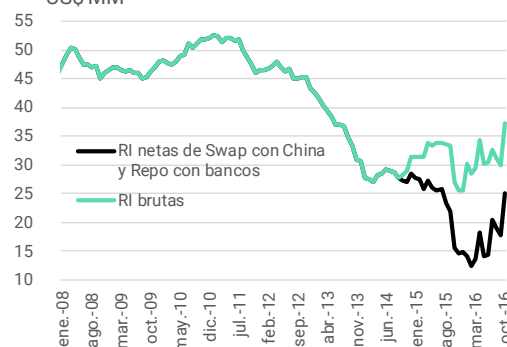
el Gobierno en la agenda económica teniendo en cuenta que tarde o temprano los desequilibrios deberán ser atacados. También analizaremos qué implica **el cambio del contexto internacional** luego del triunfo de Trump.

Frente externo: eliminación de restricciones pero no de inconsistencias

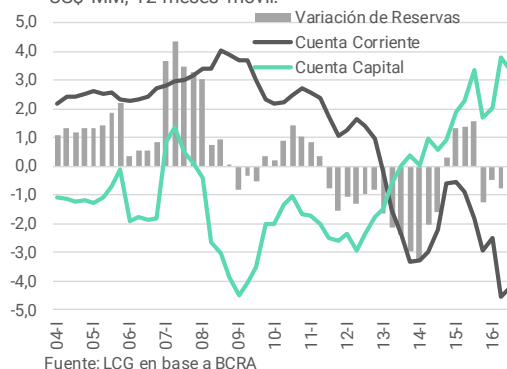
Macri heredó una economía cerrada, con un tipo de cambio muy atrasado, con Cepo cambiario y prácticamente sin reservas internacionales. El kirchnerismo había dejado US\$ 25,5 MM de reservas internacionales en el BCRA. Apenas 4% del PBI. Descontando el *swap* de monedas con el Banco de China se reducían a \$ 14,5 MM. Era el nivel más bajo de los últimos 10 años. Y esto sucedió a pesar de que en octubre 2011 se impuso el Cepo cambiario con el fin de contener el drenaje de divisas.

El Cepo se corrigió con más éxito y celeridad de los esperados inicialmente. La cotización del Dólar se ubicó rápidamente en torno a los 13 Pesos, bastante por debajo de la cotización del contado con liquidación en la previa a la apertura del cepo (\$ / US\$ 16). Inicialmente el *swap* con China y el repo con otros bancos² más un acceso al mercado limitado a los importadores permitió sostener el nivel de reservas, amenazado por la enorme cantidad de Pesos en circulación. En diciembre de 2015 por cada dólar que tenía el BCRA había 25 Pesos en la economía³. Unos meses más tarde, **con la salida del default, las reservas comenzaron a crecer** impulsadas por la apertura de la cuenta capital apalancada en la colocación de deuda fundamentalmente del sector público. El BCRA pudo cancelar de forma anticipada el préstamo con bancos in-

Reservas internacionales
 US\$ MM



Balance Cambiario
 US\$ MM, 12 meses móvil.



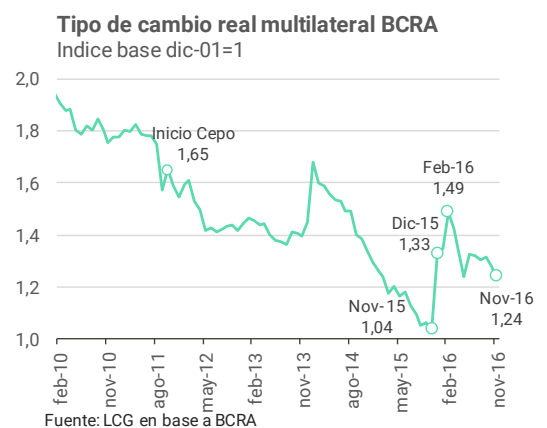
² En enero de 2016 el BCRA concretó un pase con bancos internacionales por US\$ 5 MM abonando una tasa de interés de 7% (libor + 6,15%) y utilizando como aforo bonos en dólares del Gobierno Nacional.

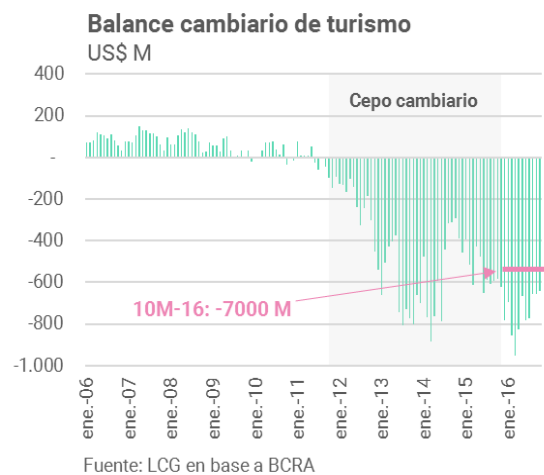
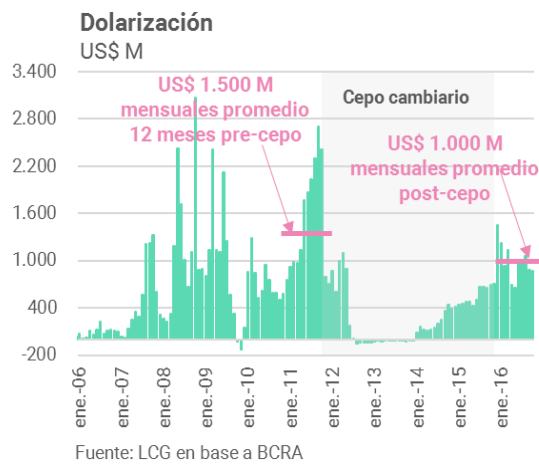
³ Relación base monetaria / reservas internacionales.

ternacionales que anteriormente mencionamos. **Actualmente las reservas superan los US\$ 37 MM (US\$ 25 MM en términos netos). Junto con el desmantelamiento del Cepo y la posibilidad de contar con un tipo de cambio flotante son inconsistencias que fueron saneadas.**

Sin embargo, hay claros indicadores que demuestran que el tipo de cambio sigue atrasado. La dinámica de los precios se comió prácticamente la mitad de la mejora de competitividad que representó la devaluación de diciembre. Actualmente el Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM) se ubica en 1,24 (índice base diciembre 2001=1) y, si bien todavía presenta una mejora en la comparación anual, acumula una apreciación del 16% contra el máximo de febrero. **Debe tenerse en cuenta que este tipo de cambio, que es 24% más competitivo que el de fines de la Convertibilidad, se presenta ahora en una economía que tiene casi el doble de presión tributaria, salarios en dólares que son 40% superiores a ese entonces, una mayor regulación del Sector Público y que en los últimos años estuvo cerrada al mundo.**

Por ejemplo, la demanda de dólares para el atesoramiento (“dolarización”) y las salidas por turismo se encuentran en niveles anualizados cercanos a los US\$ 20 MM. Desde la salida del Cepo la demanda de divisas del sector privado para dolarizar sus carteras se consolidó en un promedio de US\$ 1 MM por mes. Es un 50% inferior al promedio de los 12 meses previos a la instalación del Cepo donde todos compraban lo que el Gobierno les autorizaba, pero claramente resulta elevado. A su vez, la demanda de reservas para financiar el gasto en turismo en el exterior, que en los últimos 5 años resultó la principal vía de escape al Cepo, también se mantiene alta. En los primeros 9 meses consumió más US\$ 6 MM poniendo en evidencia que la devaluación no logró contener este drenaje y a pesar de que buena parte de los gastos de turismo del verano de 2016 fueron anticipados durante la última parte del gobierno kirchnerista.





Esa salida de dólares fue financiada con la emisión de deuda que resultó muy superior. De los US\$ 42 MM dólares que ingresaron por colocación de deuda pública y privada un tercio fueron a financiar la demanda corriente de dólares. **Esto debería ser un foco de preocupación** ya que eleva el grado de vulnerabilidad de la economía argentina al contexto internacional sin dejar de mencionar los efectos que genera en el empleo semejante nivel de atraso. **También debe considerarse que los niveles de “atraso” vigentes al momento de implementarse el Cepo (octubre de 2011) demandarían hoy un Dólar de \$ 19,6.** Es decir, el atraso actual es 30% superior al de aquel momento cuando el sector privado percibía que el valor del Dólar en la Argentina era muy atractivo y ahora sólo puede sostenerse por un mayor endeudamiento externo y tasa de interés en el mercado local.

El año que viene esta situación seguirá profundizándose, ya que el sector público necesita más pesos que dólares para cubrir su gap financiero, pero su principal fuente de financiamiento se encontrará en el exterior. De una necesidad financiera de 6,3% del PBI (US\$ 38 MM) 5,8% (US\$ 35 MM) son en moneda nacional y apenas 0,6% (US\$ 3 MM) en moneda extranjera. Si suponemos que el Gobierno decide colocar deuda en el exterior por US\$ 20 MM contaría con un excedente algo menor a US\$ 17 MM que deberá pesificar para cubrir la brecha fiscal en pesos. Distintamente, el sector privado demandará US\$ 14 MM. Estimamos egresos por US\$ 31 MM (turismo por US\$ 12 MM, la compra

Balance cambiario 2017

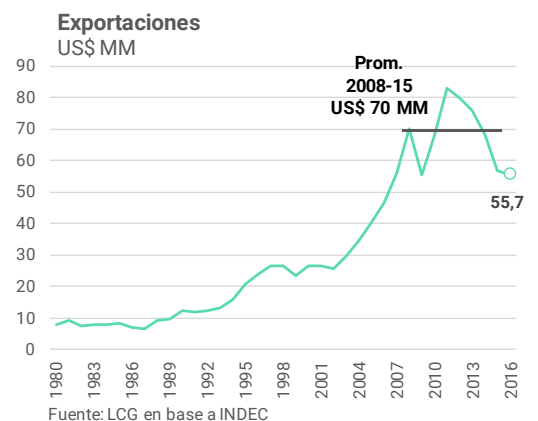
a/a	US\$ MM
Sector público	16,6
Sector privado	-13,6
Mercancías	-6,6
Turismo	-12,0
Dolarización	-12,0
Deuda	15,0
Otras	2,0
Var. Reservas Internacionales	3,0

Fuente: LCG

de dólares para atesoramiento por otros US\$ 12 MM y un déficit comercial de US\$ 7 MM) e ingresos por US\$ 17 MM (colocación de deuda por US\$ 15 MM). En total asumimos una entrada neta de US\$ 3 MM que pondría más presión a la apreciación del Peso. **Este proceso implica que un sector público que encuentra financiamiento en el exterior es funcional a una salida de dólares privada y a una mayor apreciación de nuestra moneda en el corto plazo.**

Además de las presiones que genera el exceso de dólares financieros, **muy probablemente el Gobierno se sienta tentado a utilizar el tipo de cambio como ancla de contención de precios el año que viene.** Asumiendo nuestra proyección de inflación en torno a 25% ia promedio para el año que viene y descartando correcciones de las monedas de nuestros vecinos, **si el Dólar se mantuviera en los valores actuales, el TCRM se ubicaría en 1,03 que es equivalente al nivel previo a la devaluación de nov-15 y prácticamente equipara los niveles vigentes en dic-01.**

También hay una herencia externa que vale la pena graficar. **Un menor crecimiento mundial -que afecta cantidades y precios de los commodities- y de nuestro principal socio comercial determinan una caída sobre nuestras exportaciones equivalente a US\$ 14 MM (20% de las ventas al exterior) si uno compara las exportaciones de 2016 contra el promedio de 2008-2015.** El nivel de importaciones no debería ser la variable de ajuste ya que la economía necesita incorporar capital para crecer. Este es el sentido de financiarse con ahorro externo (déficit de cuenta corriente financiado con endeudamiento externo). Pero la economía debería ser capaz de generar las divisas para cancelar la deuda en el futuro. El problema es que, por ejemplo, el turismo de los argentinos en el exterior -con todo lo gratificante que es- no es una fuente generadora de divisas.

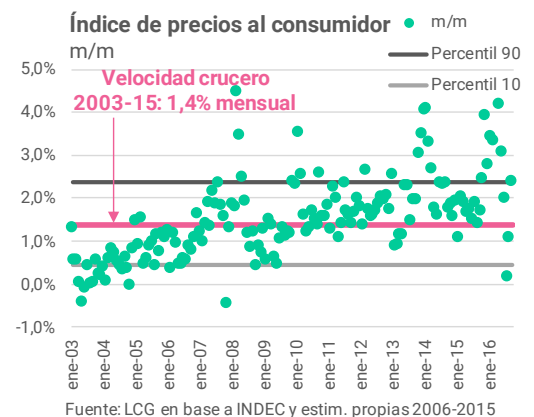


Precios: subestimación inicial y corrección intermedia

El Gobierno heredó una economía con inflación alta y persistente en paralelo con un fenomenal desajuste de precios relativos (tarifas de los servicios públicos, salarios y dólar). En los últimos 10 años (2006 a 2015) la inflación anual fue de 2 dígitos, promedió una tasa del 22% anual y desde 2003 mantiene una velocidad crucero de 1,4% mensual⁴. Sin correcciones mediante, esta dinámica imponía un piso de inflación de 18% en 12 meses que lucía difícil de perforar. **A pesar de esto, el Gobierno aventuraba una inflación de 25% anual.**

Pasado un año se puede hacer un detalle de cómo se compuso el alza de precios que fue de 45%⁵. **El pass through de la devaluación a los precios sumó 8 pp de inflación** efecto que fue subestimado por el Gobierno ("los precios están vinculados al dólar *blue*"). **La corrección de las tarifas a los servicios públicos (a pesar de que resultó menor a lo que el Gobierno pretendía) y del transporte sumó otros 6 pp.** Inflación reprimida que derivó en ajustes post derrota del kirchnerismo aportó 2 pp y la baja de las retenciones al complejo sojero y la eliminación al trigo y maíz -por el impacto en el aumento de los precios internos de algunas cadenas que usan esos productos como insumo- aportaron otros 2 pp. La velocidad crucero explicó 18 pp y el resto (26 pp) se debe a aumentos de segundo orden.

En el trimestre agosto-octubre el ritmo de crecimiento de los precios (normalizando por el impacto de la reversión de las tarifas de gas) desaceleró marcadamente respecto a la dinámica previa. Tras subir a una tasa promedio del 3,6% mensual desde diciembre, en los últimos tres meses, licuado el impacto de la devaluación y la corrección inicial de las tarifas, el aumento se redujo a 1,4% por mes (18% anualizado). Es decir, volvió a la "velocidad crucero". Pero la inflación núcleo, que deja de lado la variabilidad que registran los bienes con alta estacionalidad y el ajuste



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

Inflación "crucero" (1,4% mensual*)	18,2 pp	"Sinceramiento" 17 pp
Devaluación del TC (Pass Through)	7,9 pp	
Ajuste de tarifas	6,4 pp	
Inflación reprimida	2,4 pp	
Eliminación de retenciones	1,8 pp	
Aumentos de 2da vuelta	26,3 pp	Decisión de Gobierno
Inflación acumulada	44,7%	

Fuente: LCG en base a IPC BA

* Se considera el promedio de los incrementos mensuales registrados entre ene-03 y oct-15, excluyendo los del primer y décimo quintil (inferiores a 0,4% y superiores a 2,4% mensual, respectivamente).

⁴ Se considera el promedio de los incrementos mensuales registrados entre ene-03 y oct-15, excluyendo los del primer y quinto quintil (inferiores a 0,6% y superiores a 2,0% mensual, respectivamente).

⁵ Considerando el IPC de la Ciudad de Buenos Aires.

puntual de los precios regulados, se mantuvo por encima de ese nivel (1,7% promedio), registrando incluso una aceleración a 1,8% en octubre. Según el REM, sólo experimentará una desaceleración marginal y se mantendrá en línea con la velocidad crucero hasta octubre 2017. Y ello a pesar de que la recesión de la economía y el tipo de cambio actuaron como anclas y el ajuste de los precios relativos resultó menor al deseado.

Para 2017 la inercia previa de los precios volvería a imponer piso de 18% ia, 1 pp por encima del límite superior de la meta del 17% ia del BCRA para diciembre 2017. A esto **se agregarían factores puntuales como la segunda ronda de ajuste de precios de la energía y transporte (¿habrá?) y la presión de los sindicatos para recomponer el poder adquisitivo de los salarios después de un año de ajuste real.**

La nueva corrección de tarifas a los servicios públicos aportará 2,0 pp de inflación. En base a lo acordado en las audiencias públicas proyectamos un aumento promedio del 67% ia en las tarifas de gas (+48% ia por la suba pactada para el gas en boca de pozo y 12% por el incremento autorizado a transportistas y distribuidoras) que contribuirá con 1,2 pp. En el caso de las tarifas eléctricas estimamos una suba del 57% ia promedio (+25% ia real) que aportará 0,2 pp de inflación adicional. Estos ajustes permitirían reducir el peso de los subsidios en los ingresos de las empresas a 40% y 60% en cada caso, 12 y 15 pp menos interanual, respectivamente. A su vez, estimamos que apenas entrado el nuevo año el Gobierno podría ir por un **nuevo aumento del costo del transporte (trenes y colectivos)** del orden del 50% ia promedio (que implicaría pasar de un boleto de \$ 6,5 a \$ 9,0), **lo que tendrá una incidencia 2,3 pp sobre la inflación del año que viene.** En total, el ajuste de precios relativos pendiente para 2017 aportará 4,2 pp de inflación.

La inercia de los precios durante la última década y el hecho de seguir corrigiendo el atraso de las tarifas públicas dejan piso de 22% de inflación para fines de 2017, que determinará una inflación promedio anual de 26% debido a la inercia que impone el 2016. Asumiendo que la inflación es 0% desde enero, el arrastre estadístico sería de 12%.

Ajuste precios relativos 2017

Impacto sobre IPC

	a/a % prom.	aporte (pp)
Electricidad	57%	0,8%
Gas	67%	1,2%
Transporte	50%	2,3%
Total tarifas		4,2%

Fuente: LCG

El BCRA estableció una meta de 12%-17% ia para fin de año que luce extremadamente difícil de cumplir. De todas maneras, **el BCRA fijó su target sobre el índice de precios Nacional que**, paradójicamente y a pesar de que el programa de metas de inflación tiene como premisa la transparencia, **no existe**, no lo publica ningún organismo oficial ni tampoco se conoce su metodología o ponderación de diferentes índices provinciales.

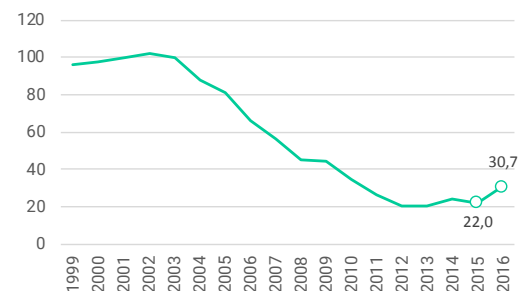
Además, la inflación del año que viene va a estar influenciada por las paritarias. En promedio, este año los trabajadores formales sindicalizados accedieron a un incremento salarial del 33,0% en relación a 2015. Se trataría de una caída real del 3,4%, asumiendo nuestra proyección de inflación de 37% ia promedio para este año. La demora en el cierre de los acuerdos llegó a significar una caída real del 10% ia en junio, lo que impuso la sensación de un fuerte atraso de los salarios. Indudablemente, aun cuando en la segunda mitad del año el salario real comenzó a repuntar esto se constituirá en el principal motivo de presión de los sindicatos. **Recomponer el poder adquisitivo de los trabajadores en 2015 significaría acordar las paritarias de 2017 con aumentos promedio de 29% ia (+3,6% ia real) generando una mayor presión sobre la evolución de los precios.**

Como describimos en el frente externo la corrección de precios relativos del tipo de cambio quedó a mitad de camino. Se eliminaron las restricciones que impedían hacer el ajuste, se hizo una devaluación pero el incremento de los precios domésticos se comió una buena parte de la ganancia de competitividad. En el caso de las tarifas sucedió algo similar. Se generó el marco para realizar el ajuste de precios y el Gobierno intentó hacer un ajuste mayor, pero **el incremento de las tarifas del 80% apenas representó poco más de una décima parte de lo requerido para eliminar los subsidios.** Otra manera de verlo es que durante los últimos 15 años los salarios se multiplicaron por 20 y las tarifas sólo por 2,5. La relación de tarifas/salarios todavía está 70% abajo comparado con fines de la Convertibilidad. También es alta la tentación del Gobierno para utilizar estas dos anclas (tarifas y tipo de cambio) para el

Paritarias de trabajadores sindicalizados				Paritaria
2016	Trabajadores	Promedio anual a/a	a/a real	
Comercio	1.147	33,1%	-3,4%	20% abril/ 12% octubre/ 7% enero
Docentes (CTERA)	600	32,3%	-4,0%	8,5% febrero/ 11,9% marzo/ 10,8% julio
Construcción	402	33,2%	-3,3%	22% abril/ 17% octubre
Rurales (UATRE)	340	37,1%	-0,5%	20% julio/ 15% octubre
Metalúrgicos	300	30,5%	-5,3%	20% abril/ 7% julio/ 6% octubre
Gastronómicos	250	27,4%	-7,5%	20% junio/ 14% enero
Sanidad	220	29,1%	-6,2%	20% julio/ 11% noviembre/ 4% diciembre
ATE	211	30,6%	-5,2%	7% junio/ 10% julio/ 14% agosto
Estatales (UPCN)	195	30,6%	-5,2%	7% junio/ 10% julio/ 14% agosto
Bancarios	164	33,0%	-3,4%	33% enero
Alimentación	160	38,2%	0,4%	22% mayo/ 11,9% noviembre
Camioneros	160	43,1%	3,9%	37% julio
Mecánicos	100	40,5%	2,0%	7% enero/ 10% abril/ 13,4% julio
Colectivos (UTA)	56	33,9%	-2,8%	29% abril
Plástico	45	28,9%	-6,4%	20% julio/ 3,3% agosto
Panaderos	30	33,9%	-2,8%	15% marzo/ 10,7% junio/ 8,1% noviembre
Ferrocarriles	5	17,3%	-14,9%	26% en julio
Prom. Trabajadores bajo convenio colectivo		33,0%	-3,4%	

Fuente: LCG en base a información periodística

Relación Tarifas*/Salarios
Base 100= 2001



Fuente: INDEC y DGEyC de la CABA

* Promedio ponderado de rubros de Electricidad, Gas, Agua, colectivos y trenes del IPC:

año que viene. Pero se debe tener en cuenta que cada año que se pospone el ajuste de tarifas, implica duplicar el esfuerzo al año siguiente⁶.

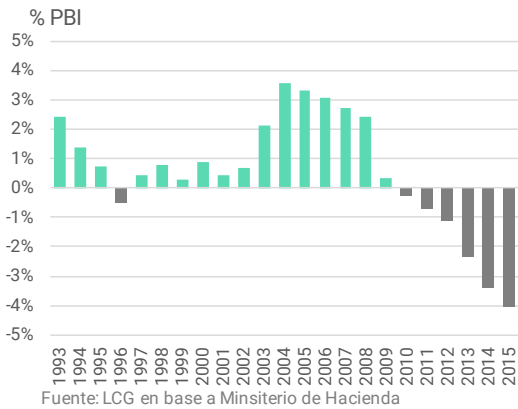
Frente fiscal: la herramienta multi-propósito y deterioro

El frente fiscal también tenía una herencia negativa muy compleja como la externa. Se podrían enumerar: 1) déficit fiscal elevado, 2) presión tributaria y 3) gasto público en niveles históricos, 4) subsidios del tamaño del rojo fiscal, 5) fuertes presiones de los gobernadores para recibir más impuestos nacionales y 6) parte de la deuda en *default* que impedía el acceso al mercado financiero y obligaba a financiarse con el BCRA

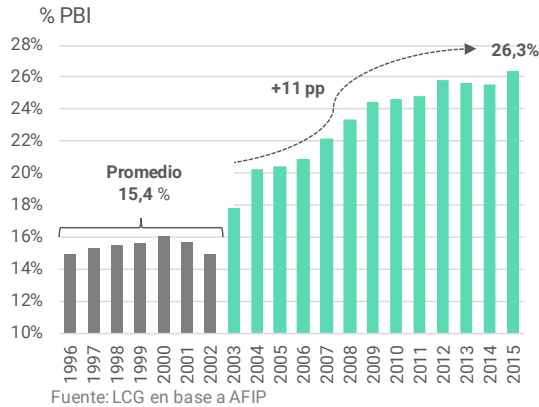
El déficit fiscal heredado de 4,1% del PBI era el más elevado de los últimos 35 años. Pero, además, se conjugaba con una presión tributaria récord en términos históricos que superaba el 26% del PBI (sólo por impuestos nacionales) lo que dificultaba la corrección de la brecha fiscal por el lado de los ingresos. En paralelo **el tamaño del Estado heredado era el doble comparado con la década del 90**, con un fuerte y creciente peso del componente “rígido” del gasto. En 2015 éste representó dos tercios del gasto primario, de los cuales la mitad correspondió a gasto social (previsional más subsidios de ANSES). Y por una ley que dejó el Gobierno saliente, desde 2016 prácticamente la totalidad del gasto social comenzó a contar con ajuste automático en función a la movilidad jubilatoria. A su vez, los subsidios establecidos en un primer momento para compensar a las empresas por el congelamiento de las tarifas de los servicios públicos terminaron teniendo un efecto bola de nieve adquiriendo la dimensión de 4% del PBI y requiriendo un fenomenal aumento de las tarifas para lograr eliminarlos.

⁶ Ver informe mensual de agosto, “Pensar estratégicamente el largo plazo”

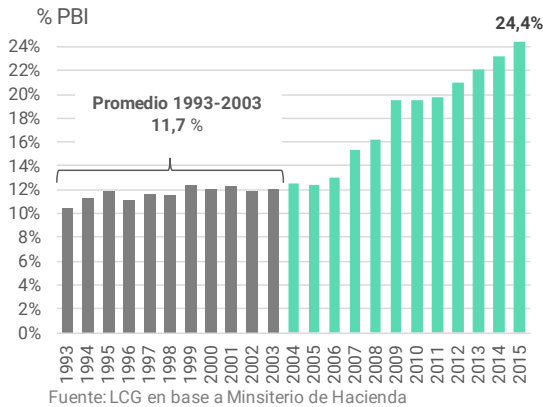
Resultado Primario



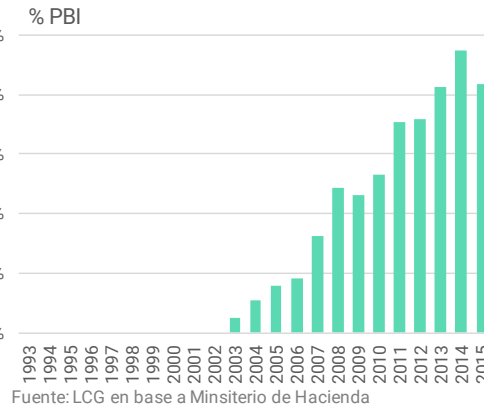
Recaudación tributaria



Gasto Primario



Subsidios



A su vez, este combo de desequilibrios tenía la particularidad de que despejando algunas cuestiones se podía recurrir a las **dos únicas herencias positivas: bajo nivel de endeudamiento y los recursos del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (10% PBI)**. Por estos motivos el frente fiscal era el puente que debía permitir la transformación de una economía con múltiples desequilibrios.

El problema fue que este frente sufriría presiones de todos lados.

Del sector privado pidiendo la rebaja de impuestos, pero el incremento del gasto público para compensar la pérdida del poder adquisitivo. **Del sector público provincial** pidiendo más recursos nacionales por motivos políticos o meramente económicos (cubrir el rojo fiscal provincial). **Y del propio sector público nacional** por razones políticas (devoluciones de promesas de campaña, compensación de minoría parlamentaria, "apoyo" en distritos propios como las Provincia de Buenos Aires con

transferencias al Instituto de Previsión Social y a la CABA con el traspaso de la Policía Federal, pero con recursos que superaron ampliamente los mayores gastos). Y también por razones económicas el Gobierno Nacional comenzó a utilizar al gasto público como impulsor de la actividad. Veamos cronológicamente cómo fue transcurriendo el 2016 desde el punto de vista fiscal.

A comienzos de año el Gobierno, contrariamente a lo que se esperaba (shock fiscal y ajuste), eligió una estrategia gradualista y **decidió rebajar impuestos e incrementar el gasto público** en vez de atacar el abultado rojo fiscal dejado por el kirchnerismo. Podemos mencionar: 1) rebaja permanente y generalizada de las retenciones, 2) exención del Impuesto a las Ganancias para el aguinaldo de diciembre de 2015, 3) plus navideño para beneficiarios de la AUH y jubilados de la mínima, 4) aumento del Mínimo no Imponible, 4) eliminación de los anticipos del Impuesto a las Ganancias sobre las compras con tarjetas de crédito y pasajes al exterior, 6) devolución de los anticipos de los años anteriores efectuados sobre esas compras y las de dólares para atesoramiento, 7) traspaso de la Policía Federal a la CABA cediendo más recursos que gastos, 8) ampliación AUH a los monotributistas, 9) devolución del IVA alimentos para beneficiarios de la AUH y jubilados de la mínima. **Todas estas medidas tenían un costo fiscal de \$ 100 MM (1,3% del PBI)**. Además, la Corte Suprema falló a favor de Córdoba, Santa Fe y San Luis obligando a la Nación a dejar de detraer impuestos que iban a la Anses implicando un costo fiscal de \$ 15 MM (0,2% del PBI) sólo por estas 3 provincias.

A pesar de todas estas medidas que afectaban negativamente el déficit fiscal, el Gobierno anunciaba auspiciosas metas fiscales para los próximos 4 años. El objetivo era alcanzar el equilibrio fiscal en 2019, principalmente a partir de la eliminación de los subsidios, mayor eficiencia en la utilización del gasto y el crecimiento de la economía. Al principio no afectó los números fiscales porque las medidas tuvieron cierta demora en implementarse⁷ y porque el gasto en obra pública es-

⁷ Incremento cobertura y beneficios de programas sociales y devolución del IVA en alimentos comenzó a mediados de año.

taba totalmente parado. Aun así, cuesta comprender cómo sistemáticamente el Ministerio de Hacienda se jactaba de estar reduciendo el déficit fiscal.

En abril el Gobierno logra exitosamente el acuerdo con los *holdouts* -terminó pagando una tasa de interés promedio de 5% más el capital- y así normalizó las relaciones financieras con el mundo. La combinación de buenos indicadores de deuda con tasas de interés muy altas en términos relativos en un mundo de tasa “cero” y exceso de liquidez en los mercados le permitían al Gobierno contar con una sostenida fuente de financiamiento. Durante 2016 Argentina colocó US\$ 60 MM de dólares (11% del PBI). Y **así despejó el primero de los obstáculos.**

El primer intento por reducir los subsidios resultó negativo. El fallo de la CSJN que retrotrajo el precio de las tarifas de gas a valores previos a los aumentos propuestos **afectó la única medida de austeridad fiscal relevante implementada por el Gobierno.** Se cometieron algunos errores como no llamar a audiencias públicas, no negociar con la oposición o directamente proponer desde el Congreso el nuevo marco de precios y hasta no haber hecho una simulación de tarifas que evitara la casuística con aumentos siderales que no estaban en mente y que, en definitiva, fueron los que más pesaron a la hora de las demandas judiciales y temor de la sociedad.

Pero también hay que decir el Gobierno supo aprovechar la oportunidad que se le abrió con el fallo de la Corte. Si bien sigue ausente una política estratégica de largo plazo de la energía, resultó positivo definir un sendero de incrementos de los precios en los próximos años. Hacia adelante este desequilibrio se estaría mitigando. Aún queda por delante la definición de los nuevos precios del transporte y distribución (sólo se definieron los precios de producción y generación). Veremos cómo se terminan plasmando el año que viene. El costo político de incrementar las tarifas es alto, pero el riesgo económico de seguir postergándolo es mayor.

Todo ese proceso no estuvo exento de costos. La reducción de los subsidios terminó siendo menor a la esperada. Pero el Gobierno no se

preocupó. Con el acceso al financiamiento externo asegurado consideraba que había margen para amortiguar esta contingencia. La demora en las nuevas tarifas también licuaría menos el poder adquisitivo de los consumidores.

Comenzaba a sopesar que la “lluvia de dólares” y el segundo semestre no llegaban. El Gobierno empezaba a ponerse ansioso por la falta de brotes verdes. Necesitaba volcar dinero a la economía. **La alternativa de apelar al FGS sólo podía ser pensada si esos recursos se destinaban a una mejora para los jubilados.** Caso contrario debería afrontarse un costo político por su utilización. En este sentido, el Gobierno propuso la cancelación de las deudas previsionales (**Programa de Reparación Histórica**) que se generaron a partir del colapso de la Convertibilidad y la ausencia de un factor de ajuste para contrarrestar el efecto de la inflación. De esta forma encontró la manera de apropiarse de los fondos del FGS y volcar esos recursos en la economía para tratar de dinamizarla. **El PRH, que contempló la actualización de los haberes de 2,4 millones de jubilados, le agregó al gasto 1,1% PBI por año**⁸. Si bien no implicó un cambio paramétrico en el sistema previsional, sus efectos perdurarán por al menos 15 años.

Y ahí fue cuando **finalizó el tiempo de corregir las inconsistencias. Todas las medidas anunciadas posteriormente tuvieron impacto fiscal negativo:** menores recursos o mayores gastos. Por el lado de los recursos podemos mencionar: devolución del 15% de precoparticipación que recibía la Anses a manos de las provincias (Acuerdo de Fortalecimiento del Federalismo), rebajas graduales de las retenciones a la soja a partir de 2018 y la Ley PyME. Por el lado de los nuevos anuncios de gastos –además de los mencionados más arriba– podemos destacar los generados a partir la flamante emergencia social como el bono de \$ 1.000 para los hogares beneficiarios de la AUH⁹ y para los jubilados y pensionados que perciben el haber mínimo y de \$ 2.000 para los trabajadores de los programas sociales (pe., Argentina Trabaja) concedido al

⁸ Gasto promedio por ajuste de haberes 2017 – 2022 asumiendo crecimiento anual de 3% PBI, reducción de la inflación y presión tributaria constante.

⁹ Y \$ 250 a partir del segundo hijo.

reclamo de las organizaciones sociales. También debe sumarse el bono de hasta \$ 3.500 para los empleados estatales.

Medidas fiscales con impacto 2016

	\$ MM	% PBI	FECHA IMPLEMENTACIÓN
INGRESOS	132,7	1,7%	
GANANCIAS	40,9	0,5%	
- MNI + Decreto	24,5	0,3%	feb.-16
- Elim. y devol. Percepciones	15,0	0,2%	ene.-16
- Exención SAC	1,5	0,0%	dic.-16
DERECHOS DE EXPORTACIÓN	50,7	0,6%	dic.-15
DEVOLUCIÓN DEL IVA	7,2	0,1%	may.-16
IMPUESTOS INTERNOS	0,1	0,0%	
LEY PYME	1,4	0,0%	oct.-06
DEVOLUCIÓN 15% PRECOPARTICIPACIÓN	28,1	0,4%	
- Fallo CSJN a favor de Santa Fe, San Luis y Córdoba	14,5	0,2%	dic.-15
- Acuerdo Federal resto de las provincias	13,7	0,2%	ago.-16
TRASPASO DE LA POLICÍA FEDERAL A LA CABA	4,2	0,1%	ene.-16
GASTOS	29,8	0,4%	
PROGRAMA DE REPARACIÓN HISTÓRICA	7,1	0,1%	jul.-16
AMPLIACIÓN Y MODIFICACIONES EN AAFP	10,3	0,1%	may.-16
LEY DE EMERGENCIA SOCIAL	6,3	0,1%	dic.-16
- Bono AUH	1,9	0,0%	
- Bono Haber Mínimo	3,5	0,0%	
- Bono empleados estatales	0,4	0,0%	
- Bono Argentina trabaja+ Ellas Hacen + Trabajo Autogestionado	0,6	0,0%	
OTROS	6,1	0,1%	may.-16
- Pago único \$500 a jub. mínima, AUH, AUE y ex comb. Malvinas	4,2	0,1%	
- Aumento pago programas sociales (Min. Desarrollo Soc.)	1,9	0,0%	
TOTAL	162,5	2,0%	

Fuente: LCG

Con el envío del Presupuesto de 2017 se confirmó que las metas fiscales de largo plazo quedaban de lado. Recientemente el Presidente se manifestó a favor de la reducción del déficit fiscal en 2017. Sin embargo, como venimos sosteniendo el déficit fiscal del año que viene será superior al de 2016 que a su vez fue superior al de 2015. En 2017 la política fiscal va a tener como prioridad la agenda política. La corrección fiscal que iba a empezar en 2016 se postergaría a 2018. El nivel de endeudamiento actual es bajo. Sin embargo, las necesidades financieras son elevadas (10% del PBI en 2017) y hay cuestiones estructurales que fueron potenciadas durante este año¹⁰ que determinan que **eliminar el desequilibrio fiscal demandará muchos años. El margen para poder financiarlo es cada vez menor.** El mes pasado decíamos que un

¹⁰ Informe mensual de octubre: "Atrapados sin salida (?)"

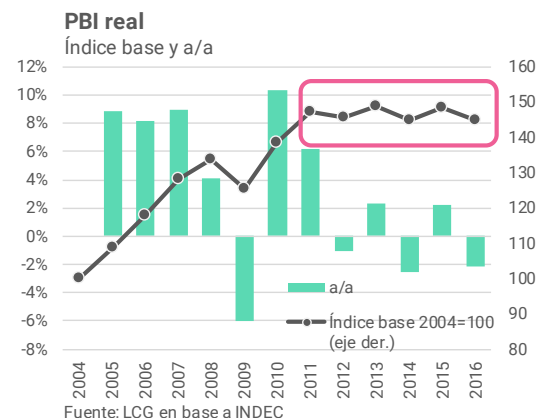
empeoramiento en el contexto internacional -entendido como un aumento de la tasa de interés- o incluso un menor crecimiento económico local acortarán sensiblemente ese margen. Desde ese entonces, el panorama internacional cambió con el triunfo de Trump y los datos de la actividad económica local fueron peores en relación a los esperados.

Estancamiento económico: pasado, presente y futuro

La actividad económica permanece estancada desde 2011. Es una consecuencia del resto de los desequilibrios. Entre 2012-2015 creció a una tasa promedio del 0,2% ia promedio y la caída de 2,5% ia que esperamos para este año reduce esa tasa a una caída de 0,3% ia promedio para el último lustro. **El nivel de PBI per cápita retrocederá 8 años (2008).**

El PBI cerró el 1S-16 con una caída del 1,7% ia, explicada por la menor tracción de la demanda interna, fundamentalmente a raíz de una baja de la inversión y de la desacumulación de los stocks generados previamente -cuando algunos sectores se beneficiaban importando bienes al dólar oficial en 2015 y acumularon los bienes esperando la devaluación. Aun cuando la mayoría de los indicadores privados dio cuenta de una caída del consumo, las cifras del PBI registraron un crecimiento de 0,7% ia y un aporte de 0,5 pp que se explicaría por el mayor peso relativo de los bienes de importados sobre el consumo. En el otro extremo una mayor apertura externa restó crecimiento a partir de la recuperación de las importaciones a un mayor ritmo que las exportaciones (+10,6% ia y +4,6% ia, respectivamente).

El Gobierno descontaba esta dinámica, pero anticipaba una recuperación gradual en la segunda mitad del año. Sin embargo, en el 3T-16 la economía cayó 3,8% ia y en el año acumula una caída de 2,4%. La recesión es más profunda y duradera que en 2014. Ahora acumula una caída de 5,0% del PBI en 15 meses (3,9% desde dic-15) mientras que



PBI real: demanda

Primer semestre 2016	a/a	Contrib.
Consumo privado	0,7%	0,5%
Consumo público	0,2%	0,0%
Inversión	-4,2%	-0,8%
Var. De Existencias*	-28,0%	0,2%
Exportaciones	4,6%	0,8%
Importaciones (-)	10,6%	2,4%
PBI real	-1,7%	

Demanda interna:
-0,1 pp

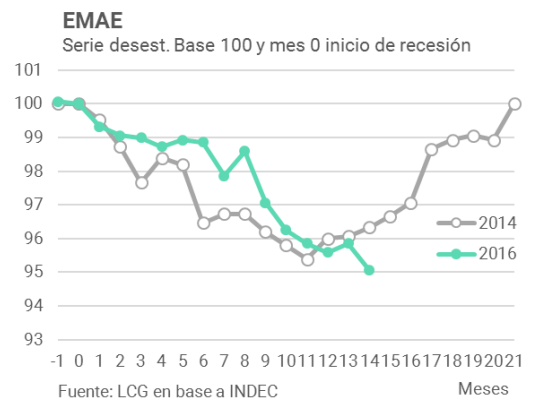
Demanda externa:
-1,6 pp

Fuente: LCG en base a INDEC

* Incluye Discrep. Estadística

en 2014 había caído 4,6% y la recuperación había comenzado al mes 12 y tardó 10 meses más en alcanzar el nivel anterior.

Los mentados “brotes verdes” todavía están muy verdes. La industria cayó 7% ia en julio-septiembre acentuando la contracción previa. La recesión de Brasil sigue afectando a la producción automotriz (-14% ia) y el parate de la obra pública impacta sobre la producción siderúrgica (-20% ia)¹¹ y la de minerales no metálicos (-8% ia). Pero claramente, el total de la industria siente el parate local. De los 12 sectores relevados por el EMI, 11 siguieron ajustando a la baja su producción en el 3T-16 (salvo Químicos que la mantuvo constante en términos interanuales) y en 9 el ajuste fue más pronunciado que en la primera parte del año¹².



Indicadores de avance de la actividad económica y el consumo

a/a

	jul-16	ago-16	sep-16	oct-16
--	--------	--------	--------	--------

Indicadores de consumo

	jul-16	ago-16	sep-16	oct-16	
Masivo	Supermercados	-9,1%	-13,9%	-7,5%	
	Ventas minoristas CAME	-8,1%	-7,4%	-7,7%	-8,2%
	Ventas en shoppings	-10,3%	-19,9%	-13,7%	
	Importaciones Bs. Consumo	8,9%	20,1%	8,7%	
	Prést. Tarjeta de Crédito	-0,2%	-0,3%	-0,9%	-6,6%
Durables	Electrodomésticos CAME	-18,1%	-17,3%	-16,8%	-13,9%
	Patentamientos 0 km	4,9%	26,3%	7,0%	3,9%
	Patentamientos usados	-24,2%	-7,7%	-18,8%	-22,6%
	Patentamiento motos	-8,3%	16,0%	1,4%	-4,3%
Confianza Consumidor	-18,6%	-24,7%	-20,7%	-19,2%	

Indicadores de la Actividad de la Construcción

	jul-16	ago-16	sep-16	oct-16
ISAC (Indec)	-23,1%	-3,7%	-13,1%	-19,2%
Índice Construya	-23,9%	-13,6%	-17,9%	-19,7%
Despacho de Cemento	-20,7%	6,7%	-11,3%	-17,9%

Indicadores de la Evolución Industrial

	jul-16	ago-16	sep-16	oct-16
Estimador Industrial INDEC	-7,9%	-5,7%	-7,3%	-8,0%
Prod. Automotriz (ADEFA)	-13,3%	-8,5%	-19,6%	-16,4%
Ind. Siderúrgica (CAA)	-19,4%	-40,0%	-21,5%	-18,7%
Prod. Carne vacuna (IPCVA)	-8,0%	-5,6%	-11,3%	

Fuente: LCG en base a diversas fuentes.

* Último dato publicado en relación al promedio del trimestre previo

¹¹ También afectada por el descenso de precios debido a la sobreoferta mundial

¹² En el caso del EMI, el INDEC sólo publica las variaciones anuales de la producción sectorial. No se dispone de series de datos desestacionalizados.

Uno de los factores que pueden explicar que la recesión de este año sea mayor a la esperada es el **timing de la política fiscal**. Una transición desprolija y los cambios de estructura de algunos ministerios (por ejemplo, de Planificación a Energía, de Interior a Transporte, etc.) frenaron inicialmente la ejecución del gasto público. **Durante el primer semestre del año el impulso fiscal fue negativo en 0,7 pp del PBI**, contrastando con la expansión de 2,8 pp registrada en los mismos meses de la recesión de 2014. La normalización gradual de la transición y la necesidad de reanimar la economía se refleja en un impulso fiscal de 1,5 pp del PBI en el 3T-16 y de 2,2 pp (estimado) en el 4T-16.

Asociado con lo anterior, **sin el esperado repunte de la obra pública, la construcción tampoco reaccionó**. Tanto el ISAC del INDEC como el Índice Construya sufrieron caídas de dos dígitos en el 3T-16 (-13% y -18% ia, respectivamente). Los despachos de cemento, que registraron un fugaz crecimiento en agosto (del cual el Gobierno se hizo eco), volvieron a caer en septiembre y octubre. **Pero una primera luz al final del camino podría verse al analizar la dinámica mensual de algunos de los insumos del sector ya que podrían anticipar un piso de la caída**: aun cuando todavía registran caídas superiores al 20% en la comparación anual, la producción de hierro y acero pegaron saltos en octubre que las ubican 6% y 5% por encima del promedio de los 12 meses previos. Y, con vaivenes, en el trimestre agosto-octubre los despachos de cemento terminaron siendo 7% superiores al promedio previo.

El modelo de crecimiento basado en la inversión también está deprimado y lo estará en el mediano plazo: el freno de la actividad elevó a 40% de capacidad ociosa. Sólo en la industria la utilización de la capacidad instalada promedia el 64%. Es un nivel comparable con el de 2003. 9 de los 12 sectores del EMI (que conjuntamente representan el 86% del entramado industrial) operan por debajo de aquel umbral. En este contexto **es esperable que el proceso de inversión comience a activarse recién después de que el aumento de la demanda haya permitido absorber parte de la estructura ociosa** disponible en la

Impulso fiscal*

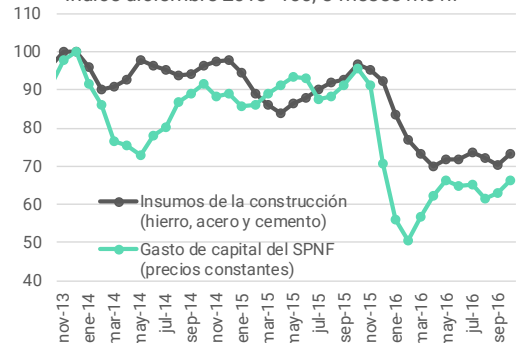
% PBI	1T	2T	3T	4T
2014	0,8%	2,0%	1,9%	-0,2%
2015	1,7%	1,0%	-0,5%	0,6%
2016**	-0,7%	0,0%	1,5%	2,2%

Fuente: LCG en base a Sec. Hacienda y INDEC.
 * Incremento anual del déficit primario del SPNF en % PBI. ** 4T-16 estimación LCG

En 1S-14 el impulso fiscal fue de 2,8 % del PBI
En 1S-16, ajuste de -0,7%

Impacto de la obra pública

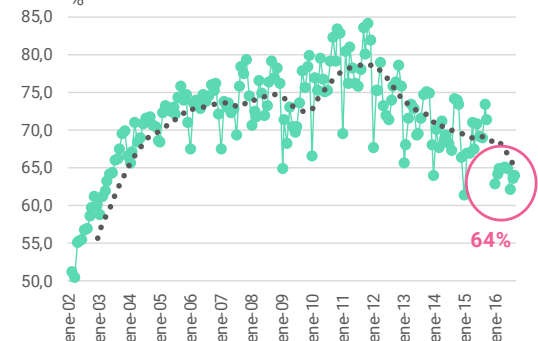
Índice diciembre 2013=100, 3 meses móvil



Fuente: LCG en base a Sec. Hacienda, CAA y AFPC

Utilización de la capacidad instalada

%



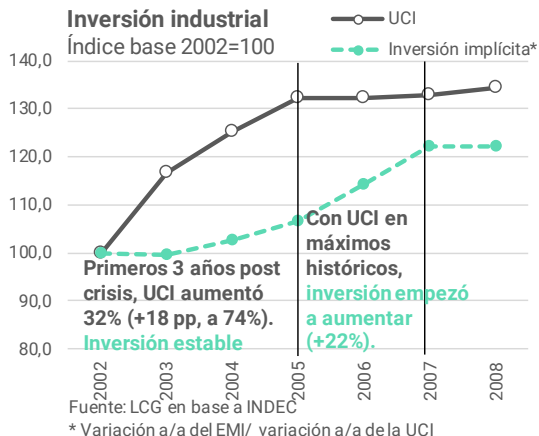
Fuente: LCG en base a INDEC

actualidad. Después de la crisis de 2001, tuvieron que pasar tres años para que la inversión en la industria comience a crecer.¹³

Inversión industrial

	UCI	Producción	Inversión implícita
	%	a/a	a/a
2003	64,9%	16,2%	-0,4%
2004	69,7%	10,7%	3,1%
2005	73,6%	8,4%	3,7%
2006	73,7%	8,4%	7,2%
2007	74,0%	7,6%	7,1%

Fuente: LCG en base a INDEC.

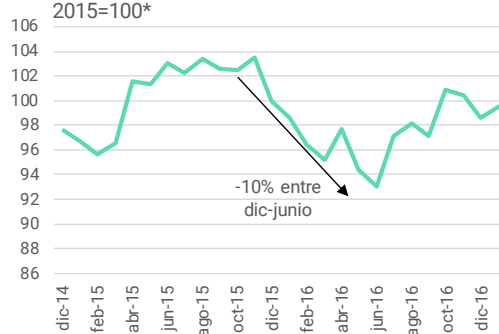


Y probablemente el proceso de inversión real demore algún tiempo más en llegar si se considera que la escasez de energía seguirá siendo un problema estructural que no se corregirá en el corto plazo aun cuando la primera señal de reajuste de tarifas haya sido dada. A su vez, **el salario en dólares se encuentra en niveles altos en términos históricos.** Recuperó ampliamente la licuación que implicó la salida de la Convertibilidad y se ubica **40% por encima del promedio de los 90s**, limitando la posibilidad de las empresas para competir contra los costos de otros países. Además, el hecho de que el Gobierno financie el déficit fiscal con endeudamiento externo garantiza un tipo de cambio apreciado lo que acentuaría este proceso. **Y en el mismo sentido influye una presión tributaria que se encuentra en niveles históricamente elevados** (30% del PBI incluyendo impuestos nacionales y provinciales) y afectada por altos niveles de regulación.



Aun cuando el salario real de los trabajadores asalariados habría dejado de caer en junio (después de acumula una pérdida de 10% en 7 meses), el consumo tampoco repuntó en el 3T-16. El consumo masivo profundizó la caída previa contrayéndose a tasas superiores al 10% ia: las ventas minoristas cayeron 8% ia según CAME y 6% ia según

Salarios formales reales de trabajadores sindicalizados. Índice base diciembre 2015=100*

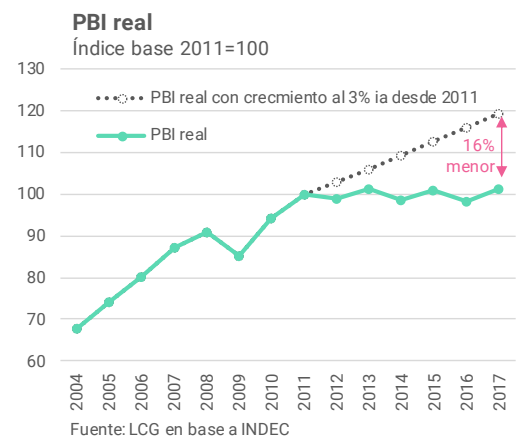


¹³ Sectores relevantes como Alimentos y bebidas (24% del total) y Metalmeccánica (17% del total) tienen una brecha acotada en relación a la foto de 2003 y podrían ser los primeros traccionadores de la inversión. Distintamente, la industria química (17% del total) y la siderúrgica (6%) operan utilizando 8 y 24 pp menos de capacidad instalada que 13 años atrás.

la consultora CCR; para INDEC las ventas en supermercados retrocedieron 10% ia y en shoppings 15% ia. Sólo podría resaltarse que tanto las ventas en supermercados como en shoppings crecieron en septiembre respecto a agosto (4 % y 2% mensual desestacionalizado, respectivamente) pero sería conveniente esperar la evolución de los próximos meses para confirmar la recuperación. Hasta ahora es sólo una tibia mejora. El consumo durable también se mantuvo en baja, aunque frenó mínimamente la caída por una recuperación marginal de los patentamientos de automóviles 0 km impulsada por el *boom* de promociones de concesionarias. Pero la compra de electrodomésticos siguió cayendo fuerte (-17% ia en 3T-16). Indudablemente, **la pérdida de empleo (120 mil puestos de trabajo formales), un poder adquisitivo todavía menor al de un año atrás, la mayor incertidumbre asociada a la inestabilidad laboral y a la dinámica futura de las tarifas son todos factores que siguen frenando el consumo privado.**

Para el último trimestre del año esperamos cierto repunte de la actividad, aunque en la comparación interanual seguirán registrándose caídas interanuales. Un crecimiento trimestral desestacionalizado de 0,5% en el 4T-16, dejaría un arrastre negativo de 0,6 pp para el año que viene.

En 2017 esperamos que la economía crezca 3%. Será un crecimiento fundado en razones más anodinas como el rebote después de la caída de este año y el impulso fiscal en un año donde el Gobierno se juega la aprobación de su gestión y que esto le permita blindar de gobernabilidad el resto de su mandato. El Gobierno avanzó sobre los desequilibrios que más entorpecían la posibilidad de acceder a un sendero de crecimiento sustentable (cepo, *default*, tarifas), **pero todavía no están sentadas las bases para lograr un crecimiento genuino de mediano plazo (mayor competitividad, energía suficiente, estabilidad de precios relativos, tasas de interés, sendero de reducción del déficit fiscal, etc.)**. Apenas alcanzaría para volver a los niveles del comienzo de la recesión. Pero el PBI permanecería 16% por debajo del nivel que habría alcanzado, si hubiera logrado conjugar un crecimiento sostenido del 3% ia desde 2011.

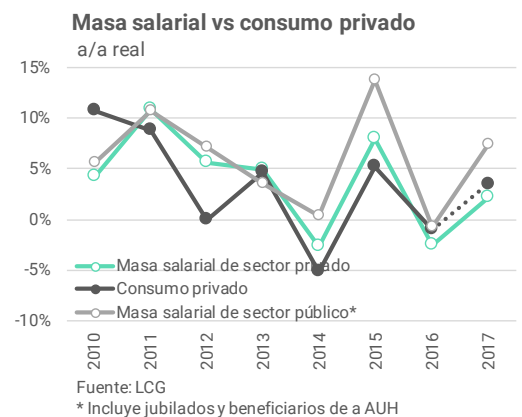


El consumo privado volverá a jugar a favor y será determinante para traccionar el crecimiento. Después de un año de ajuste real la masa salarial privada y la pública volverían a crecer. Estimamos que los recursos del sector privado crecerán 2% ia en términos reales, producto recuperación parcial de los puestos de trabajo destruidos este año y una recomposición real de los salarios del orden del 2% ia (paritarias del 29% ia). Estos números son consistentes con la incorporación de al menos la mitad de los 120.000 asalariados privados expulsados del mercado laboral este año (60.000 concentrados en la construcción) y con una recuperación muy marginal del empleo informal (0,1% ia), que implicaría mantener constante la tasa de informalidad en 33%.

Del lado del sector público, entre empleados públicos nacionales y provinciales, jubilados y beneficiarios de la AUH 13,3 millones de personas recibieron ingresos del Estado en 2016. Aun asumiendo un menor ritmo de crecimiento del empleo público que en los últimos años (1% ia vs 5% ia promedio entre 2008-2016), con la ampliación de la AUH a hijos de monotributistas y el crecimiento vegetativo de los jubilados y pensionados, los perceptores de ingresos públicos crecerían 4% ia el año que viene. Para $\frac{3}{4}$ de ellos sus ingresos se ajustarán en función del coeficiente de movilidad previsional, que estimamos generará un aumento acumulado del 28% ia¹⁴ en 2017. Para el resto, básicamente los empleados públicos, suponemos paritarias en línea con la de los trabajadores privados (28% ia, +2% ia real). Además, los jubilados también recibirán mayores ingresos por la aplicación plena del PRH (0,7% del PBI). Con todo, la “masa salarial pública” sería 7% mayor en 2017 medida en términos reales.

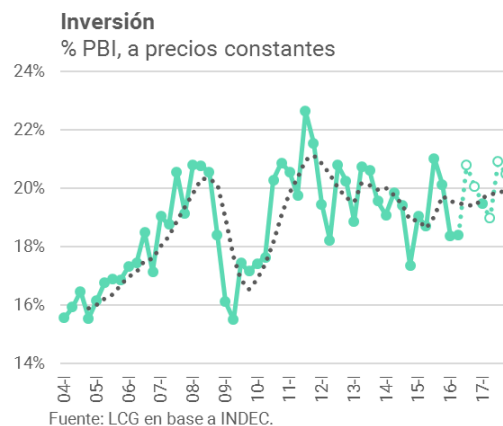
En total el poder de compra de los asalariados (públicos y privados, formales e informales) y demás beneficiarios del Estado crecería 5% ia en 2017. En esta línea estimamos que el consumo privado podría crecer en torno a 4% ia. Dado que representa 73% del PBI, aportaría 2,6 pp de crecimiento del PBI.

El resto de los componentes de la demanda tendrán aportes menores. El consumo público, impulsado por la necesidad del Gobierno de reactivar la economía, volvería a crecer (+3% ia) y contribuiría con 0,4 pp de



¹⁴ 11% en marzo 2017 y 15% en septiembre 2017.

crecimiento. Estimamos que la inversión sólo podrá recuperar los niveles vigentes en 2013-2015 (20,5% del PBI medido a precios constantes), manteniéndose todavía por debajo de los máximos de 2010-2011(21,1% del PBI). Para ello, proyectamos un crecimiento de la inversión 7% ia en 2017, lo que representaría un aporte de 1,4 pp al PBI. La recomposición de stocks aportaría 0,4 pp adicionales. Por otro lado, la demanda externa neta seguirá jugando en contra (-1,8 pp del PBI). Las importaciones para cubrir la mayor demanda de consumo e inversión, en un escenario de tipo de cambio apreciado, crecerían 11% ia. Las exportaciones, aun traccionadas por una buena campaña agrícola y el rebote de la actividad industrial, crecerán a un ritmo menor (+6% ia).



PBI real

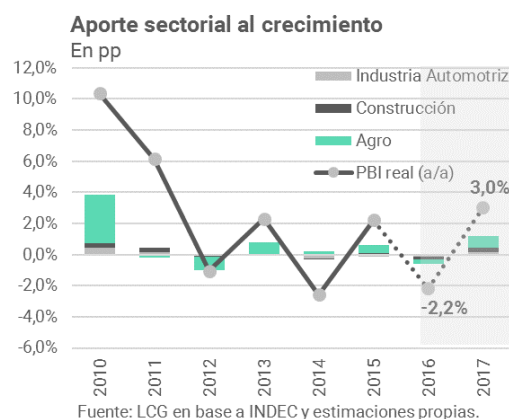
Estimación 2017

	% del total	Supuesto 2017	a/a (en %)	aporte (en pp)
Consumo privado	73%	Aumento masa salarial real : +5% ia (recomp. salarial + recup. marginal empleo)	4%	2,6%
Consumo público	14%	Mayor impulso fiscal: déficit primario +0,5 pp (de 4,8% a 5,3% PBI)	3%	0,3%
Inversión*	19%	IBIF/ PBI recupera niveles de 2013-15	7%	1,8%
Exportaciones	21%	Aumento cosecha/ Recuperación industria/ Crecimiento Brasil	5%	1,0%
(-) Importaciones	(-) 27%	Recuperación actividad + flexibilización controles	11%	(-) 2,8%
Crecimiento estimado 2017:				3,0%

Fuente: LCG

* Incluye Variación de existencias

A nivel sectorial, el crecimiento volverá a primarizarse. **El agro representa el 7% de la oferta total de bienes y servicios.** Según estimaciones de la USDA **la cosecha de los principales cultivos aumentará 10% respecto a este año.** Asumiendo únicamente el impacto directo del sector, esto **podría significar un aporte de 0,8 pp de crecimiento.** Si el rebote de la industria automotriz y de la actividad de la construcción permiten recuperar los niveles promedio de 2014-2015 (lo que implicaría un crecimiento del 14% ia y 10% ia respectivamente) la contribución conjunta al crecimiento del PBI sería de 0,4 pp. En este caso, el impacto de segundo orden vía metalmecánica y minerales no metálicos podría aportar 0,1 pp adicional. En total, **el agro más la reactivación de la**



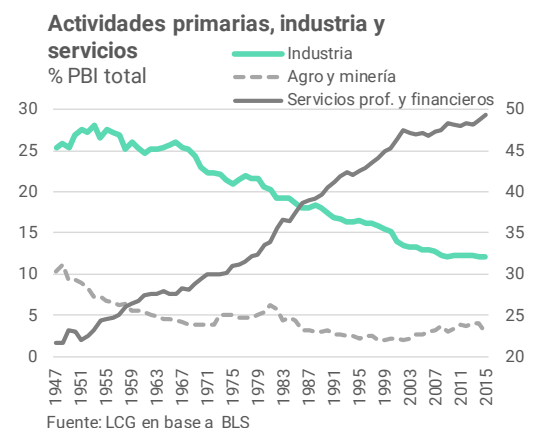
construcción y de la industria automotriz podrían garantizar 1,3 pp de crecimiento.

Un mundo a la caza de brujas

El triunfo de Trump deja algo en claro: muchos estadounidenses se sienten dejados de lado por el sistema actual. Una de sus promesas de campaña era reducir fuertemente los impuestos de los trabajadores de mayores ingresos y grandes empresas. Sin embargo, recibió el apoyo del sector de la sociedad con menores ingresos que no se beneficiarían de esta medida. Estos sectores no creen en un sistema de impuestos más regresivo o que le suban los impuestos a los más ricos porque lo ven humillante. Sólo el que se encuentra desesperadamente en la pobreza acepta recibir ayuda. En cambio, aquellos que se siguen considerando clase media reniegan a recibir ayuda del Estado. Ellos prefieren que la economía recobre dinamismo, que el Gobierno les dé un trabajo. Que convierta al país en *"great again"*. Hay otro detalle que refleja esta situación: el partido demócrata llamaba a este sector como *working class*, mientras que los republicanos se referían a ellos como la *middle class*. **Es la clase media trabajadora que perdió sus empleos producto de la desindustrialización y el crecimiento de la "industria" financiera de los últimos años.**

Esto que sucedió en EE.UU. es algo que se puede extrapolar a otras economías avanzadas. Hay una **desconexión entre las elites gobernantes y las masas. Entre las grandes ciudades** con acceso a la tecnología y principales beneficios del Estado (educación, salud y transporte) **y el interior** sin acceso a esas prestaciones (o de menor calidad) y amenazados con el crecimiento de la tecnología. **También entre la clase media** (sin beneficios del Estado) **y la clase baja** (con beneficios del Estado) **y alta** (con recursos propios).

Los principales votos que recibió Trump vinieron de las zonas rurales y de los suburbios de grandes ciudades industriales. Allí se en-



cuentran los empleos que más amenazados por el avance de la tecnología: minería, materias primas, manufacturas, transporte y logística, construcción, reparaciones, etc. En cambio, en las grandes ciudades que apoyaron a Clinton se encuentran los trabajos más calificados, con mayor nivel educativo y que tienen menos probabilidad de ser reemplazados por la tecnología ya que requieren de la negociación, creatividad y originalidad como: abogados, profesores, doctores, periodistas, artistas, etc.

No es casualidad que en las economías que más abrazan las políticas neoliberales hayan sucedido los shocks políticos más importantes de los últimos años. El *Brexit* recibió el apoyo del votante antistablishment golpeado por la globalización, pero los británicos con ingresos altos que no viven en las grandes ciudades también apoyaban la salida del Reino Unido de la comunidad europea. EE.UU. e Inglaterra unidos nuevamente. Quizás estemos ante una nueva versión del individualismo que nació con Hayek en 1960 (*The Constitution of liberty*), se plasmó con Reagan y Thatcher a finales de los '70 y que podríamos resumir en: la competencia como una característica definitoria de los individuos, el mercado como determinante de los ganadores y perdedores, los altos impuestos, regulación, gremios y provisión del Estado como improductivos y la creencia de que una cantidad ilimitada de emprendedores generarán más riqueza que se derramará en toda la sociedad.

Cuando el desencanto de la sociedad es alto, las promesas de los gobiernos son mayores. Más aún cuando no hay un camino claro por recorrer y el ciclo de mejora socioeconómica continua ha finalizado hace un tiempo. Sólo pudo ser estirado un tiempo más con la "ayuda" del crédito. **Trump prometió empleos de alta calidad y bien remunerados.** Pero promesas de este tipo se pueden observar en Clinton y en otras partes del mundo donde florecen los gobernantes populistas cuyos simpatizantes se caracterizan por sentirse decepcionados por la política tradicional. Son los derrotados por la globalización: económicamente (pérdida de ingresos o empleos) o socialmente (sobresale el crecimiento de la drogadicción, alcoholismo y suicidios). **¿Y si no logra cumplir su promesa? La gente se va a sentir más frustrada y proba-**

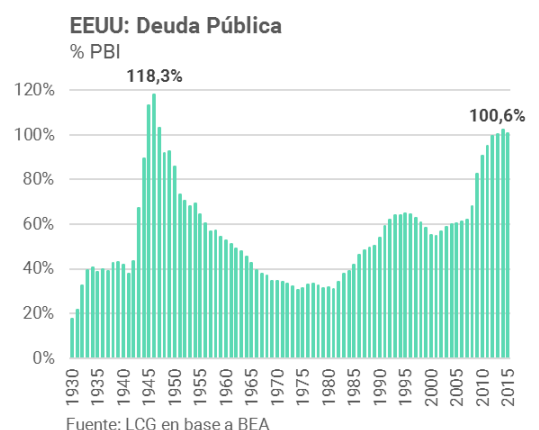
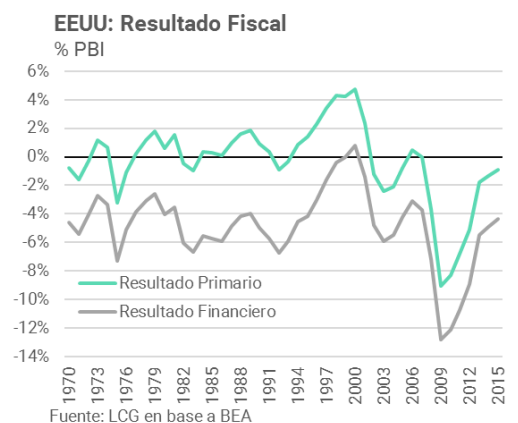
blemente los gobiernos buscarán algún atajo para revertir la situación de malestar. O también señalar a algún culpable para justificarse. Una nueva caza de brujas.

Dejando de lado estas cuestiones sociológicas que veremos sus consecuencias con el paso de los años **describiremos brevemente cuál podría ser el programa económico de Trump y sus limitaciones a partir de sus anuncios de campaña y teniendo en cuenta que los programas económicos anunciados no terminan implementándose de la misma manera.** Requieren ser negociados en el Congreso y siempre salen con modificaciones. Mucho más en países donde el poder se encuentra atomizado en diferentes instituciones. Por ejemplo, se podrían mencionar las dificultades que tuvo Obama para poder llevar a adelante sus principales proyectos.

La reacción inicial de los mercados internacionales fue negativa ante un resultado no esperado. Pero al día siguiente los precios de las acciones comenzaron a crecer haciendo una lectura positiva sobre aquellos sectores que se podrían beneficiar del nuevo modelo económico. Los bonos del Tesoro a 10 años cayeron incrementando la tasa de interés de 1,8% a 2,3%. Estas nuevas tasas de interés se ajustaron a una inflación esperada mayor y al traslado de la liquidez de bonos a acciones.

En primer lugar, sobresale la intención de tener una política fiscal expansiva. A través del aumento del gasto en infraestructura (programa de gasto equivalente a 3% del PBI en 5 años) y una fuerte baja de los impuestos a las personas de mayores ingresos y empresas. Hay que tener en cuenta que **Trump es un empresario del real state y que se vio perjudicado por los bancos y la crisis de 2008.** Por eso es natural que potencie la participación del Estado en obras de infraestructura y que mire con reticencia al sector financiero, aunque paradójicamente un incremento en las tasas de interés lo beneficiaría.

Sin embargo, **este plan de estímulo fiscal puede tener sus obstáculos.** Obama recibió a la economía con un déficit fiscal de 12% del PBI y la entregaría con uno de 4% del PBI. Semejante ajuste fiscal -en una economía que se estaba recuperando- estuvo influenciado por la reticencia del partido republicano en evitar que la deuda siga creciendo. Si bien el



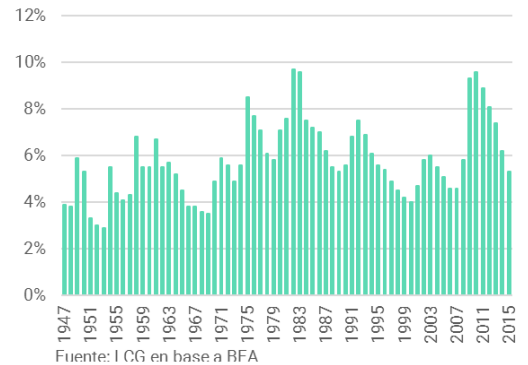
déficit se redujo, la deuda creció 30 pp del PBI y se mantuvo en niveles históricamente altos (100% PBI).

Asumiendo que Trump lograra sortear esos obstáculos, es decir, si la política fiscal es más expansiva, entonces el crecimiento económico se aceleraría. Como **la economía está operando cerca de su nivel potencial** (tasa de desempleo 5% debajo del promedio histórico que es 6%), **habrá un incremento de precios. La FED deberá subir las tasas de interés para contrarrestarlo. Si la tasa sube, el dólar se apreciará.** Así se incrementará el déficit comercial que es uno de los objetivos de Trump. Para evitar un aumento del déficit comercial el Gobierno podría incrementar los aranceles a las importaciones.

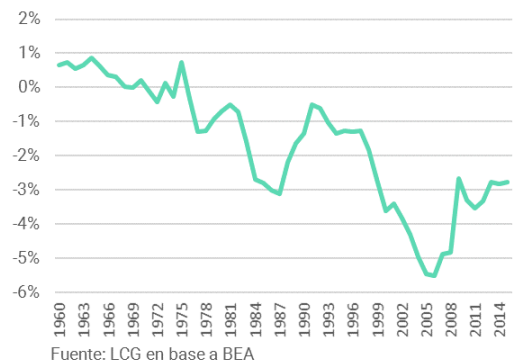
Otro de los ejes de campaña de Trump fue el de renegociar los acuerdos comerciales que perjudicaron el empleo norteamericano. Pero esto no es algo sencillo de llevar a cabo. El resto de los países podrían replicarlo y el comercio internacional se desaceleraría, que fue algo que sucedió después de la crisis de 1930 y se evitó después del colapso de la crisis *subprime*. Incluso, **el déficit comercial de EE.UU. no presenta niveles de preocupación y creemos que fue un tema más de campaña que algo que se termine plasmando en el mediano plazo.** Además, una reducción del déficit comercial afectaría el financiamiento del déficit fiscal ya que los mayores demandantes de bonos norteamericanos son los chinos producto del excedente comercial de la economía asiática.

En resumen, aunque todavía es pronto saber cómo va a ser el accionar de Trump **se puede inferir que una política fiscal expansiva y una monetaria contractiva determinan un dólar más caro, tasas de interés altas y una caída en el comercio internacional.** El impacto en los países emergentes que presentan altos niveles de endeudamiento y son mayormente dependientes de los precios de los *commodities* es negativo. **En Argentina una política monetaria más dura en EE.UU. incrementará el costo de financiamiento. Una apreciación del Dólar también influirá negativamente** ya que nuestra moneda está muy anclada a su valor y puede importar esa apreciación.

Tasa de desempleo
 En % de la PEA



Resultado Balanza Comercial
 En % PBI



Un mundo más complejo cuando aún queda mucho por hacer

En 2017 el objetivo de corto plazo se impondrá sobre la corrección de los desequilibrios siempre que el Gobierno pueda conseguir financiamiento externo. Pero los problemas tendrán que ser enfrentados en algún momento. Así como la hipótesis de que una mala macro afectaba las chances electorales del Gobierno en 2017, lo mismo podrá suceder en las elecciones presidenciales de 2019.

Avance sobre desequilibrios e inconsistencias macro heredadas

Cepo cambiario	⇒ Acceso restringido al mercado de cambios desde 2011. TC paralelo,	⇒	✓	Liberado sin corrida contra reservas internacionales.
Reservas internacionales	⇒ En caída desde 2012. US\$ 25 MM en 2015 (netas US\$ 15 MM), nivel más bajo desde 2006.	⇒	✓	+US\$ 12 MM en 11 meses. Actualmente en US\$ 37,5 MM (netas US\$ 25,2 MM).
Tipo de Cambio Real	⇒ Mismo nivel que fin de la Convertibilidad	⇒	—	Inflación licuó mitad de mejora por deval. 24% encima de Convertibilidad y con más presión tributaria, mayores salarios en dólares y economía más
Déficit energético	⇒ Deterioro de US\$ 10 MM en 5 años Déficit de US\$ 4,4MM anual promedio en últimos 5 años	⇒	—	Primera señal de precios dada (suba tarifas) pero corrección definitiva demandará tiempo.
Inflación	⇒ 10 años con inflación superior a dos dígitos y 8 años superior al 20%	⇒	X	Error de diagnóstico (meta de 25% ia). 37% ia promedio en 2016, 14 pp por ajuste de precios relativos. Inflación núcleo estable en 1,5% mensual.
Tarifas servicios públicos	⇒ Congeladas desde 2001. Salarios x 15 y tarifas x 2,5.	⇒	✓	Primer ajuste, pero sólo corrigió 1/3 del desequilibrio de precios. Audiencia pública estableció sendero de nuevos ajustes.
Déficit fiscal	⇒ 4,1% PBI (mayor en 35 años), financiado con emisión monetaria	⇒	X	Variable de ajuste para corregir otros desequilibrios. 4,8% PBI en 2016 por mayores gastos y menores ingresos.
Presión tributaria	⇒ Presión tributaria en niveles récords. En 2015 26,3% PBI (+11 pp vs. 90s)	⇒	✓	Cae 2 pp del PBI en 2016 a 24% pero concentrada en IIGG y derechos de exportación.
Gasto Primario Gobierno Nacional	⇒ 24% del PBI en 2015 (+12 pp en 12 años), con creciente peso de gasto automático	⇒	X	Se redujo sólo 1 pp del PBI (a 23,5%), la mitad que los ingresos. Por nuevos gastos (PRH) y automaticidad anticíclica, en 2017 se mantendría en igual
Subsidios	⇒ 4,3% PBI en 2015, (+ 3,5 pp en 10 años), igual a rojo fiscal	⇒	—	Demora ajuste tarifas y corrección más suave, menor reducción de subsidios que la esperada. Sólo 0,6 pp del PBI (a 3,7% del PBI) vs meta inicial de -1,5 pp.
Sin acceso al financiamiento externo	⇒ 7% deuda defaultada 2001 en litigio Ley Cerrojo Default deuda Ley extr. (Pari Passu)	⇒	✓	Acuerdo con holdouts (US\$ 9,8 MM) habilitó apertura de mercado. El Gobierno colocó US\$ 60 MM (11% PBI) en 2016.
Estancamiento de la Actividad	⇒ 5 años sin crecer. Mismo PBI que en 2011. PBI per cápita igual que 2008	⇒	X	-2,5% ia en 2016 (caída mayor a la esperada). Avanzó sobre desequilibrios que entorpecían crecimiento, pero todavía no bases para crecimiento de largo plazo (mayor competitividad, energía suficiente, esytabilidad precios)

Fuente: LCG

No hay una receta mágica para resolver todos los desequilibrios macro. Más aún si se tienen en cuenta las restricciones que existen para llevar adelante algunas medidas. Como venimos sosteniendo en todos nuestros reportes, **cuando no se pueden resolver los problemas de corto plazo, hay que fijar un sendero de largo plazo.** Cuando los problemas son complejos, impactan negativamente en la sociedad y trascienden un mandato presidencial, su resolución debe tener el mayor consenso posible. Como mencionamos en otras oportunidades, **populismo y urgencias impidieron pensar el largo plazo en Argentina. Romper con este patrón tan nuestro se torna más desafiante en un mundo que ahora también se está volviendo más populista.**

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.