

Desequilibrios: herencia y gestión

Informe Mensual Noviembre

Miércoles 30 de noviembre de 2016

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

lcg.

labourcapitalgrowth

Cambiemos

- Nuevo Gobierno: premisa de cambio transformador después de 12 años de populismo
- Restricciones:
 - Económica (herencia y desequilibrios)
 - Política (minoría parlamentaria, llegada al poder por balotaje, etc.)
- Diferentes visiones:
 - Agenda económica mirada de largo plazo
 - Agenda política corto plazo (elecciones 2017)

Requería equilibrio

Tiempo de correcciones finalizó

- Ni bien asumió Gobierno muy activo en decisiones económicas
- Pero “segundo semestre” no llegó y creció **ansiedad por llegada de brotes verdes**
- Agendas en conflicto
- **Postergación automática del largo plazo por sobre el corto plazo**

¿Cómo están los desequilibrios económicos?

Frente externo: eliminación de restricciones...

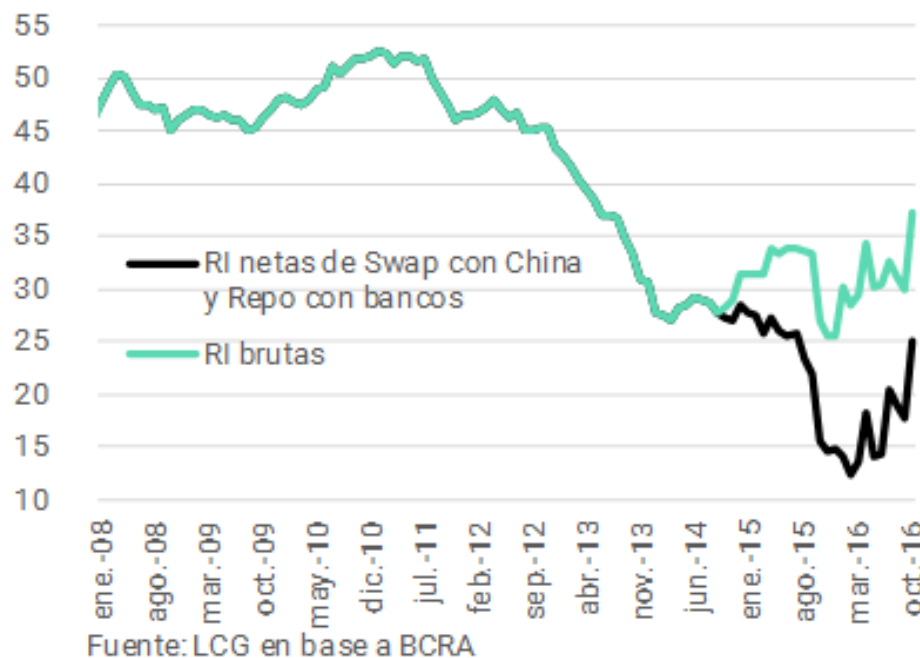
• Herencia:

- Economía cerrada
- Reservas escasas
- Cepo y TC “fijo”

• Gestión:

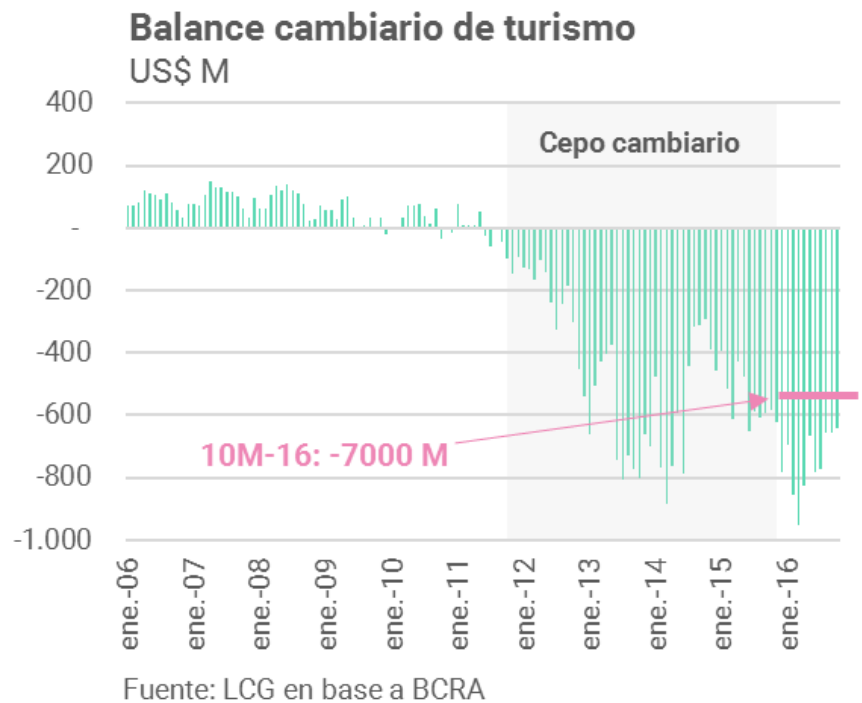
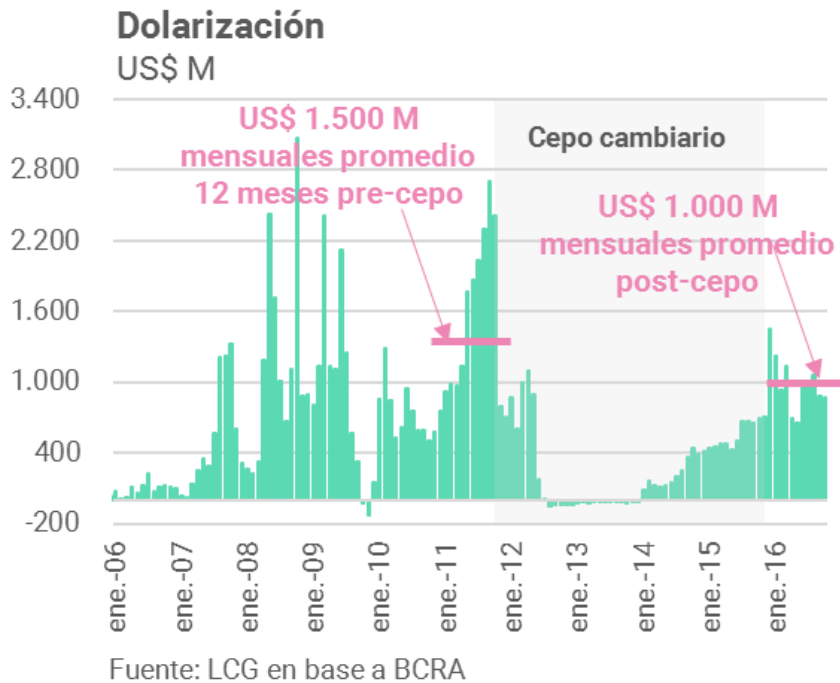
- Mayor apertura
- Recomposición de reservas
- Tipo de cambio flotante

Reservas internacionales
US\$ MM



... pero no de inconsistencias (1/2)

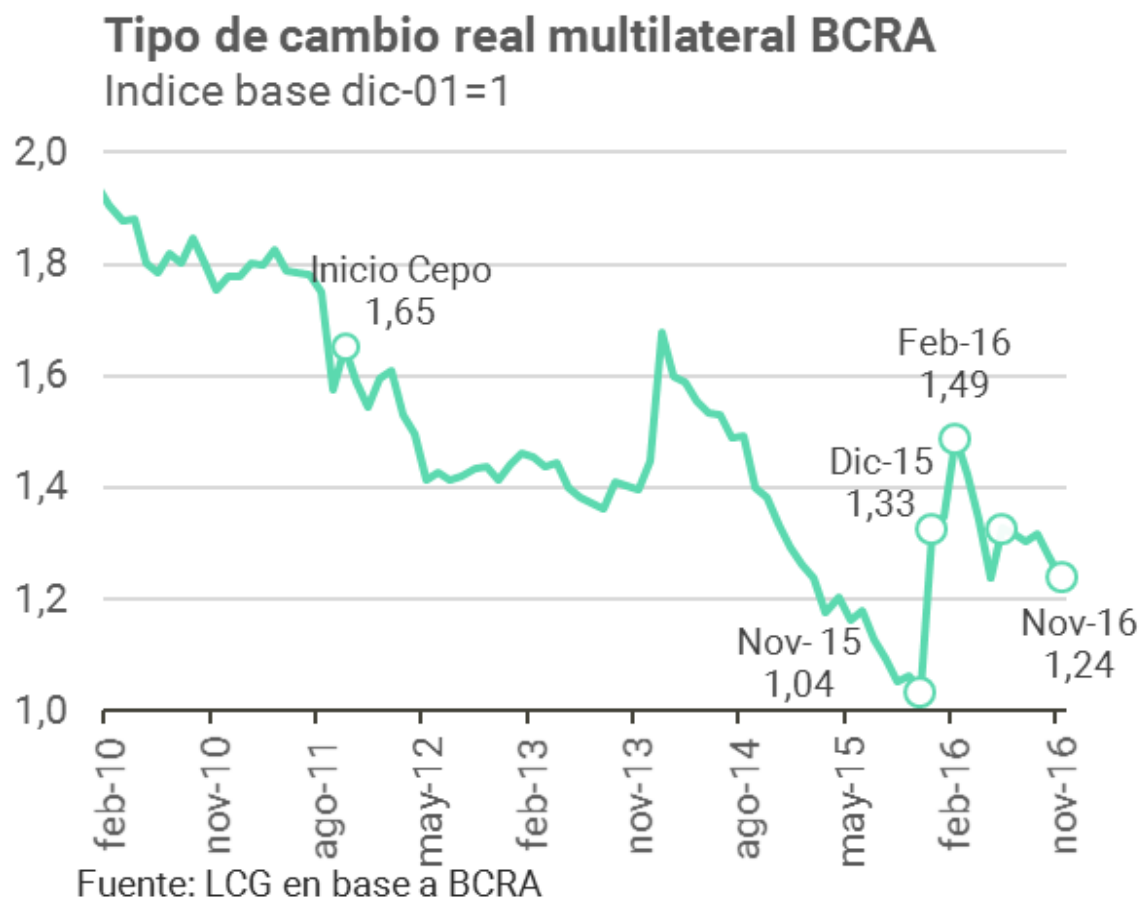
- Turismo + Dolarización = US\$ 20 MM anualizados



Dificultad adicional:

Menor comex mundial y Brasil caída expo US\$ 14 MM anuales

... pero no de inconsistencias (2/2)



¿Tipo de cambio como ancla en 2017?

Dólar fijo en valores actuales, TCRM se ubicaría en 1 en dic-17

Precios: subestimación del problema...

- Gobierno heredó economía con inflación alta y persistente con un fenomenal desajuste de precios relativos (tarifas y dólar)
- Últimos 10 años con inflación anual de 2 dígitos (22% promedio) y desde 2003 mantiene una velocidad crucero de 1,4% mensual (18% anual)

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

Inflación "crucero" (1,4% mensual*)	18,2 pp	
Devaluación del TC (Pass Through)	7,9 pp	"Sinceramiento" 17 pp
Ajuste de tarifas	6,4 pp	
Inflación reprimida	2,4 pp	
Eliminación de retenciones	1,8 pp	Decisión de Gobierno
Aumentos de 2da vuelta	26,3 pp	
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 deciles (inferiores a 0,4% y superiores a 2,4% mensual, respectivamente).

A pesar de esto y una menor recesión esperada, Gobierno aventuraba inflación de 25% anual

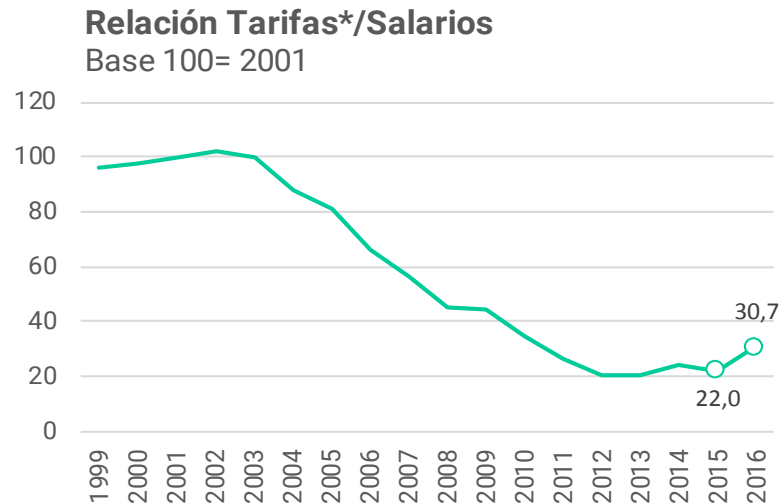
... corrección intermedia

- Tarifas y transporte 4% + velocidad crucero 18% = **22% inflación "piso" en 2017** (dic/dic)
- + recomposición salario real
- Meta BCRA 17% luce inalcanzable ¿pospondrán ajuste de tarifas?

Incremento tarifas 80% apenas representó una décima parte del incremento requerido para eliminar los subsidios

Durante los últimos 15 años salarios se multiplicaron por 20 y tarifas sólo por 2,5

Relación tarifas/salarios todavía 70% debajo nivel 2001

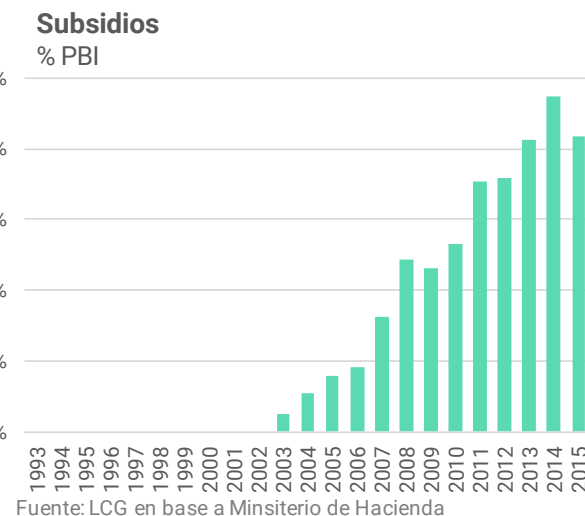
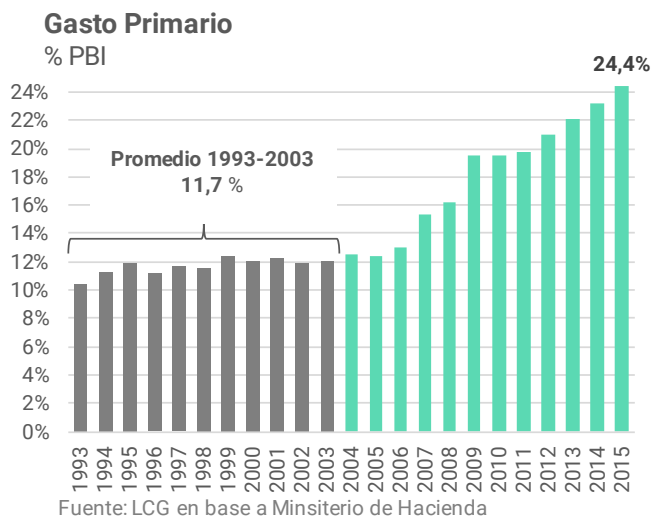
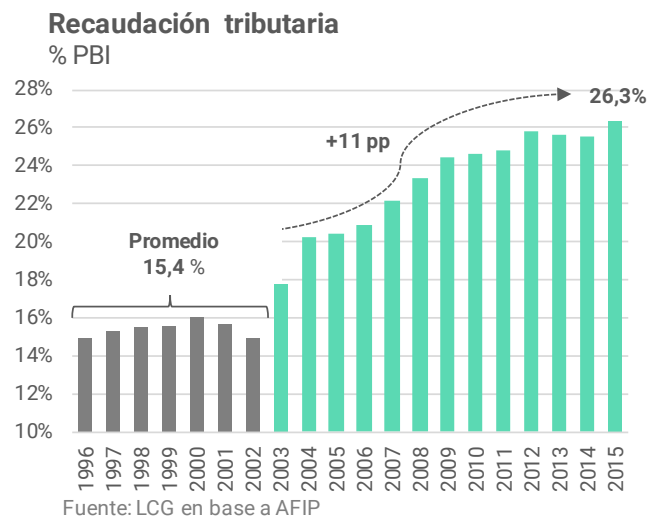
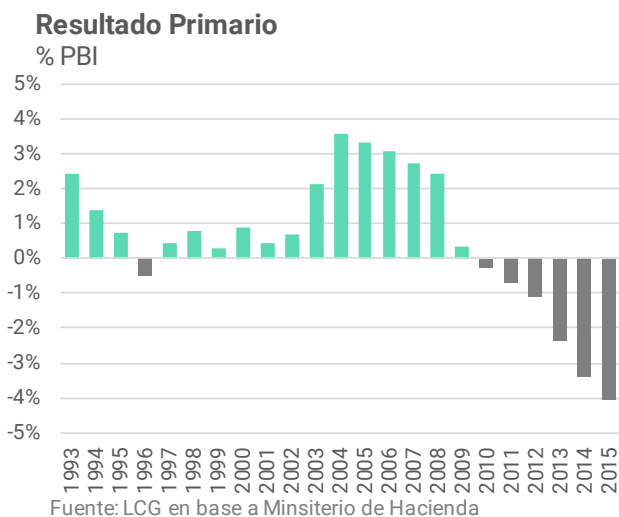


Fuente: INDEC y DGEyC de la CABA

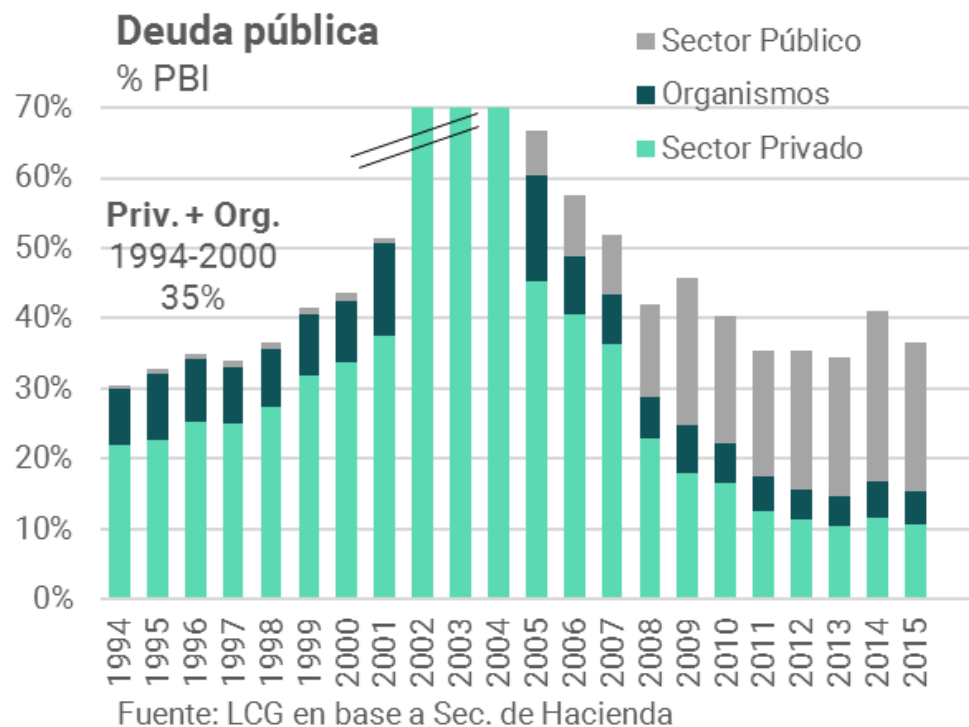
* Promedio ponderado de rubros de Elestricidad, Gas, Agua, colectivos y trenes del IPC:

Frente fiscal: herencia (muy) negativa...

Sector Público Nacional (no incluye provincias)



... y herencia positiva



Deuda mercado: sólo
18% PBI

Fondo de Garantía de
Sustentabilidad: 10%
PBI

Herramienta multipropósito

Medidas fiscales con impacto 2016

	\$ MM	% PBI	FECHA IMPL.
INGRESOS	132,7	1,7%	
GANANCIAS*	40,9	0,5%	
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 de la corte a favor de Santa Fe, San Luis y Córdoba	14,5	0,2%	dic.-15
- Acuerdo Federal resto de las Provincia	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
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%	

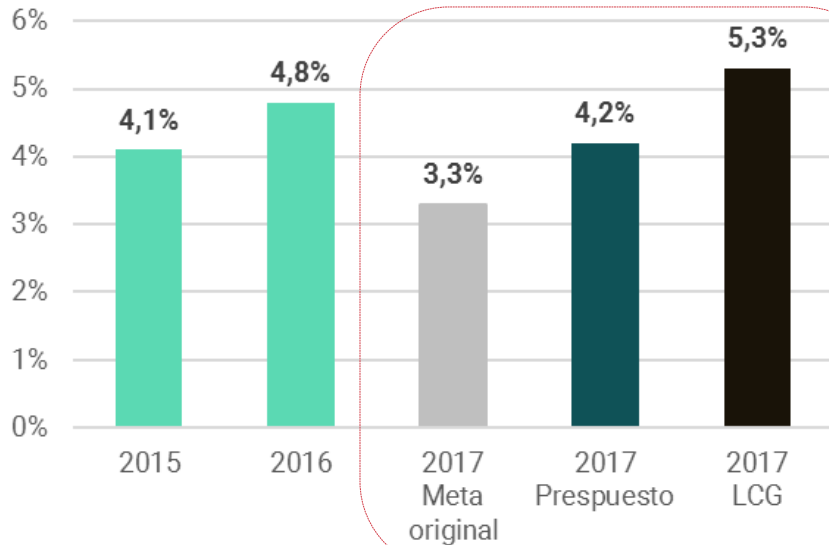
* Aumento MNI, eliminación y devolución de percepciones, exención SAC.

** Bono fin de año estatales, AUH, Jubilados Haber Mínimo y Programas Ellas Hacer, Argentina Trabaja y Trabajo Autoegstinado.

Agravó el desequilibrio

Resultado primario SPNF

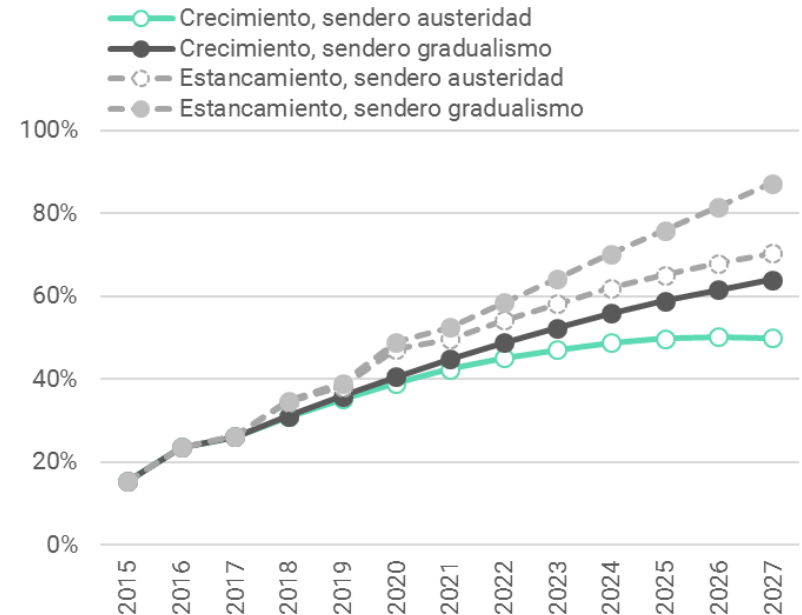
% PBI



Fuente: LCG en base a Min. Hacienda

Deuda pública con privados y Organismos

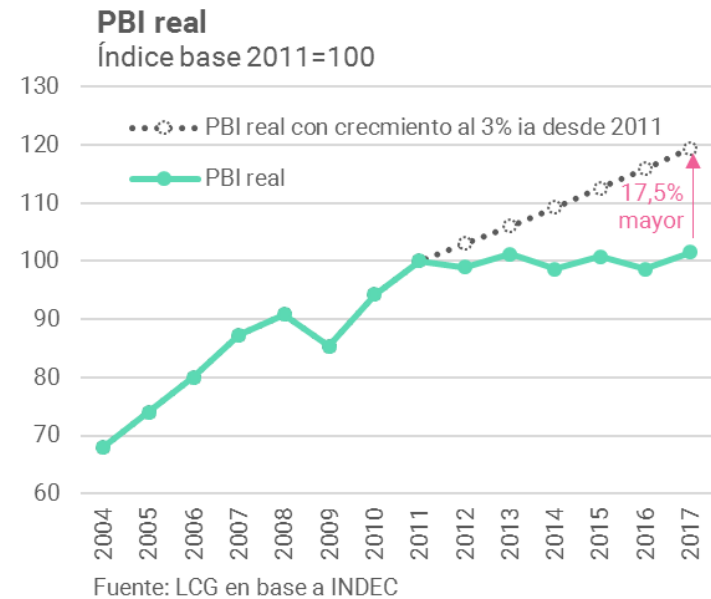
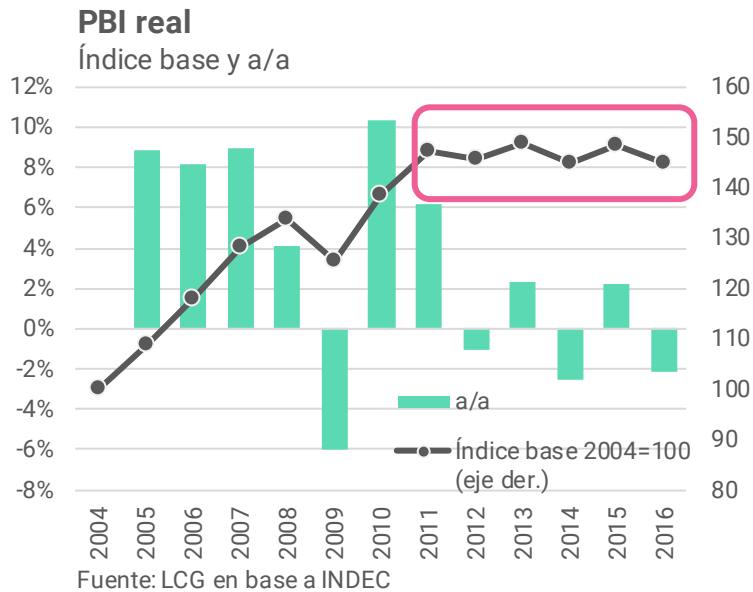
% PBI



Atrapados sin salida

Una economía estancada...

- Actividad económica estancada desde 2011
- PBI per cápita en niveles de 2008



Recesión mayor a la esperada

Error diagnóstico

...que por mayor gasto público...

- Mayor déficit fiscal en 2016 vs 2015 implica política fiscal expansiva
- *Timing* de la política fiscal: **impulso fiscal negativo en primer semestre y positivo en segundo**
- Sin el esperado repunte de la obra pública, la construcción tampoco reaccionó
- **Política fiscal en modo electoral en 2017: mayor déficit fiscal (5,3% PBI)**

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%

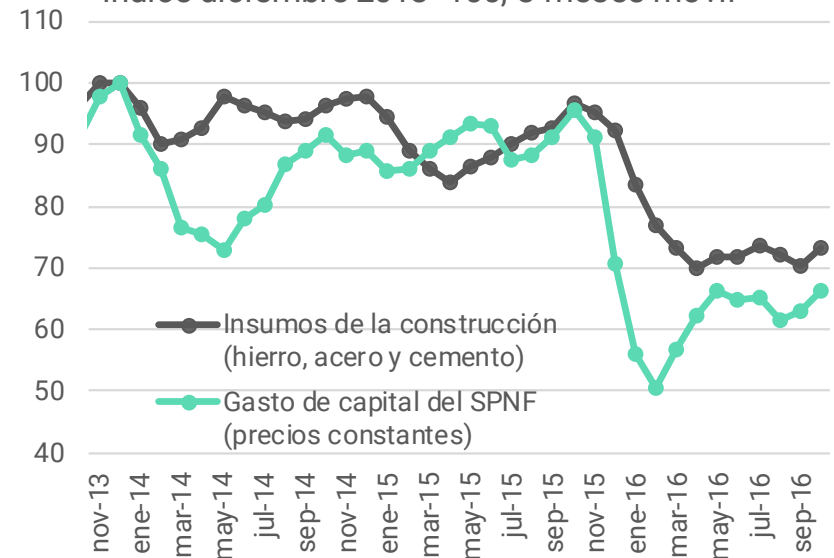
Fuente. LCG en base a Sec. Hacienda y INDEC.

* 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

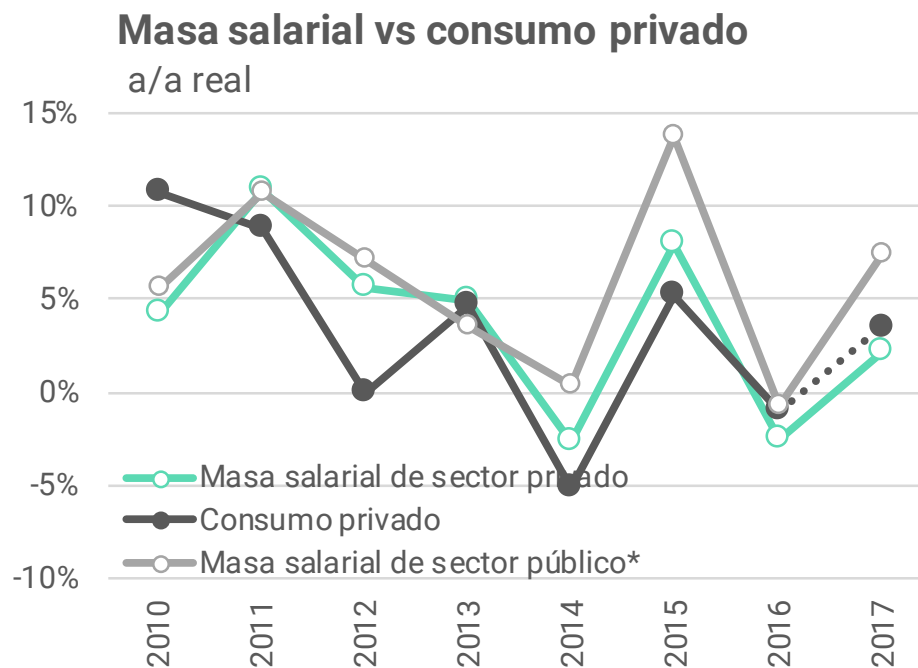
Índice diciembre 2013=100, 3 meses móvil



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

...y consumo...

- Consumo privado determinante para traccionar crecimiento. Después de un año de ajuste real la masa salarial privada y la pública volverían a crecer
- Poder de compra asalariados (públicos y privados, formales e informales) y beneficiarios del Estado crecería 5% ia en 2017
- Consumo privado podría crecer 4% ia y aportaría 2,6 pp crecimiento PBI



Fuente: LCG

* Incluye jubilados y beneficiarios de a AUH

...va a rebotar en 2017

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

Gobierno prioriza crecimiento del consumo

Buena cosecha agro sólo podrá aportar 0,8 pp al crecimiento del PBI

Dudas sobre economía brasilera

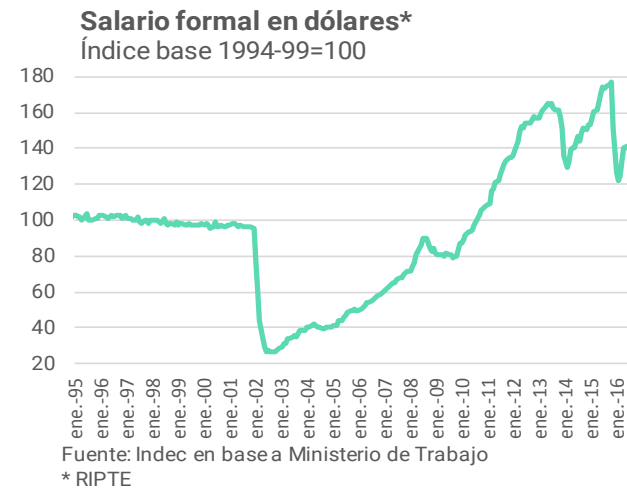
Pero inversión necesita otros tiempos y señales

- Modelo basado en la inversión no tiene lugar en este contexto
- Margen de capacidad instalada para crecer sin hacer inversiones: recién cuando UCI superó 70% la industria comenzó a invertir (UCI actual 60%)
- Salario real en dólares elevado en términos históricos
- Escases energética

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.



NO alcanza solo con generar confianza

No hay condiciones macro para que la economía crezca en el largo plazo

Un mundo a la caza de brujas

- Trump: muchos estadounidenses se sienten excluidos del sistema actual
- Clase media trabajadora perdió sus empleos producto de desindustrialización y crecimiento “industria” financiera
- Desconexión
 - Elites gobernantes vs. Masas
 - Grandes ciudades vs. Interior
 - Clase baja (con beneficios Estado) y alta (con recursos) vs. Clase media (sin beneficios Estado)
- No es casualidad que economías que abrazan políticas neoliberales hayan sucedido los shocks políticos más importantes de los últimos años.
- Mayor el desencanto de la sociedad, mayores las promesas de los gobiernos

Trump prometió empleos de alta calidad y bien remunerados

¿Si no logra cumplir su promesa? Mayor frustración y búsqueda de culpables

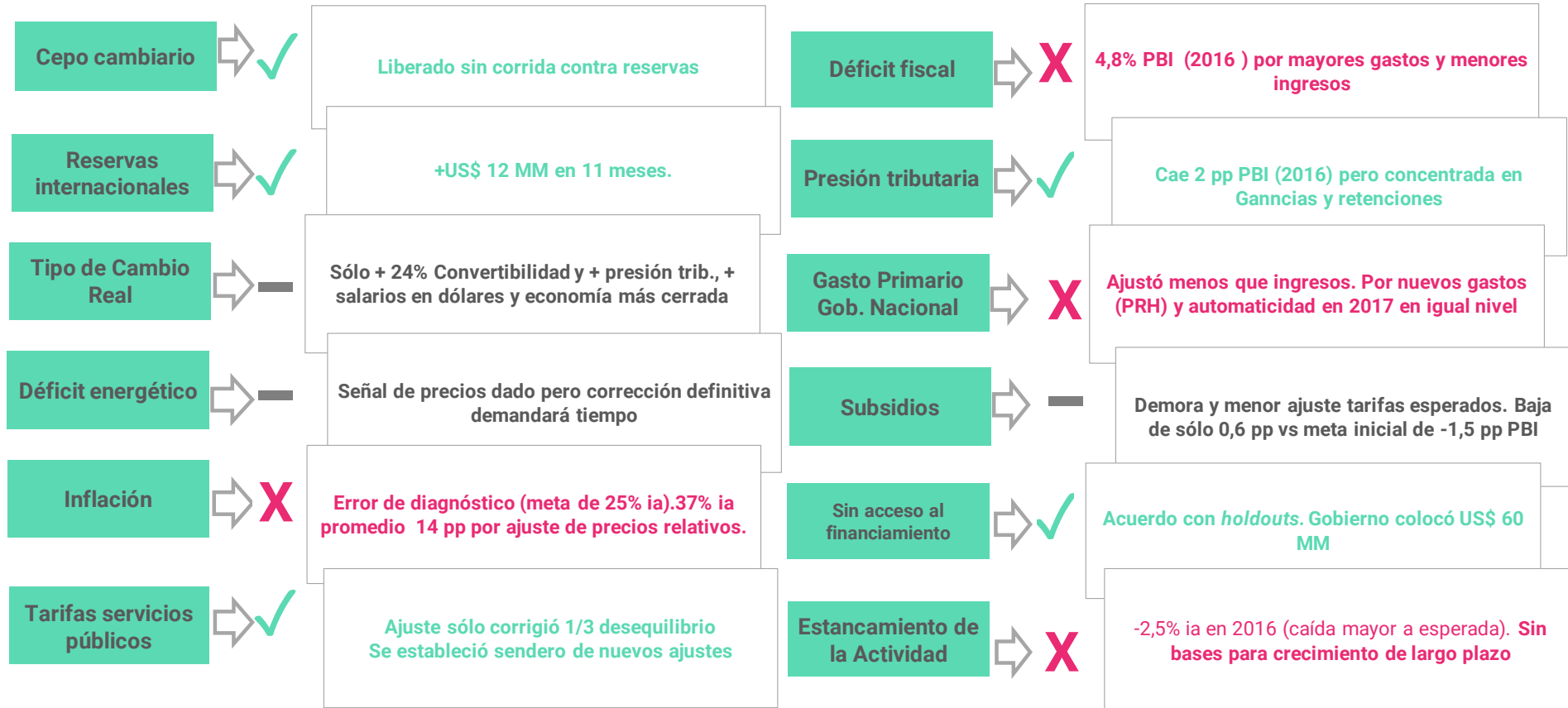
Es una mala noticia para nuestro país

- Trump es un empresario *real state* perjudicado por bancos y crisis 2008
- Intención de tener una política fiscal expansiva
 - Baja de impuestos a personas de ingresos altos y empresas
 - Programa infraestructura
- Plan de estímulo fiscal puede tener sus obstáculos:
 - Congreso
 - Nivel de deuda
 - Economía operando nivel potencial > inflación > tasa de interés > apreciación Dólar
- Política fiscal expansiva y monetaria contractiva determinan un Dólar más caro, tasas de interés altas y caída comercio internacional

¿Trump como chivo expiatorio de la economía local?

Cuando aún queda mucho por hacer

Avance sobre desequilibrios e inconsistencias macro heredadas



Populismo y urgencias impidieron pensar el largo plazo en Argentina

Romper con este patrón tan nuestro más desafiante en un mundo que se está volviendo populista