

Javier Okseniuk

Director Ejecutivo

j.okseniuk@lcgsa.com.ar

Melisa Sala

Economista senior

m.sala@lcgsa.com.ar

Lucía Pezzarini

Economista

l.pezzarini@lcgsa.com.ar

Tomás Alegre

Analista

t.alegre@lcgsa.com.ar

Informe Mensual N° 98

28 de abril de 2017

Crecer o no crecer, esa es la pregunta

En pocas palabras

- *El comienzo de año mostró indicadores económicos ambiguos pero el aumento de paritarias, actualización de jubilaciones y planes, y reactivación de obra pública podrán afianzar la recuperación en el corto plazo.*
- *Paritarias, más impulso fiscal, más algo de crédito darían un crecimiento de 2,4% para 2017, que sumados a otros factores (inversión, cosechas) alcanzarían para lograr un 3%.*
- *Los procesos de crecimiento sostenido están basados en inversión y exportaciones, y las mismas requieren de más ahorro, no más consumo*
- *El tipo de cambio actual resulta incompatible con ese esquema de crecimiento, y puede terminar coagulando la reactivación durante 2017.*
- *Eventual dólar más alto impactará en precios, y las políticas monetarias y fiscales tienen una eficacia limitada cuando existen fuertes componentes defensivos para mantener un determinado poder adquisitivo.*
- *Orquestar acuerdos complejos (en términos de precios relativos y presupuestarios) utilizando sólo uno o dos instrumentos de política luce muy poco probable.*

Costa Rica 4161 - CABA

(+5411) 4862 8992

www.lcgsa.com.ar

info@lcgsa.com.ar

Editorial

Las últimas recuperaciones fueron de corto alcance, dibujando un serrucho acostado en la serie de PBI. El almanaque muestra sin dudar un año impar, y las bases de datos registran con beatitud que en años impares la economía se recupera; siguiendo el patrón, el 2018 depararía un nuevo desplome. Pero el dúo de economistas Reinhart y Rogoff alguna vez cantó (no sin sorna) *Esta vez es diferente*, y muchas voces locales se alzaron en coro asegurando el fin de nuestro porvenir despreciable, la culminación de lo que un escritor que promete describió como *la intolerable opresión de lo sucesivo*. El leitmotiv de esta canción, su estribillo: el cambio de régimen y la corrección de los desequilibrios.

¿Por cuánto tiempo se prologará la recuperación? ¿Mutará en crecimiento? 2016 se fue con espíritu auspicioso, aunque no altanero; 2017, con salarios viejos y precios poco transparentes, comenzó indefinido y las efusiones se serenaron. Esta circunstancia podría, en pocos meses, mejorar con los aumentos salariales y los ajustes programados en jubilaciones y planes sociales (dicho sea de paso, bastante mayores al nivel de inflación); esos ingresos adicionales podrían volcarse al consumo en gran medida. Una rápida cuenta muestra que un aumento del salario real de 2% para el promedio de todo el año, más un incremento del empleo de 1%, aplicado a las clases de trabajadores, junto con el efecto multiplicador de nuevas rondas de consumo a partir de ese impulso, moverían el PBI un 1,4%. El impulso fiscal, por otro lado, podría brindar un valor adicional de 0,6% (también con sus efectos multiplicados), a pesar de la restricción de las metas impuestas, gracias a la diferente composición de gastos e ingresos, con más seguridad social y obra pública, y menos subsidios.

Un par de renglones más a nuestra cuenta, añadiendo crédito, cosechas y algo de inversión en sectores con mejores precios relativos y el crecimiento en 2017 superaría así el 3%. Pero, hecho engorroso si bien afortunado para los economistas, las personas y empresas, y sus comportamientos, no se dejan sumar tan fácilmente, sobre todo si más consumo se consigue a costa de menores márgenes de rentabilidad de las empresas y mayores impuestos. Los analistas solemos ser demasiado despectivos con la incidencia de la inversión en la demanda agregada, y demasiado generosos con el consumo.

Perspectivas de mayor consumo estimulan, de hecho, decisiones de inversión, siempre y cuando la rentabilidad esperada sea suficiente como para compensar el riesgo percibido. Hoy los encargados de tomar decisiones de inversión en sus empresas, grandes y chicas, también hacen cuentas y no saben qué número poner en los precios de venta, en los costos en personal, en el tipo de cambio, en la carga impositiva. Demasiada incertidumbre para tan poca rentabilidad, dirán muchos. Y por eso la inversión no acelera, y posiblemente no levante de manera significativa incluso con mayores ventas.

Efectivamente, hoy se respira un cambio de régimen, pero hacia fines de 2017, muchas variables macroeconómicas se encontrarán en niveles similares (desventajosamente similares) a los de 2011, 2013 o 2015, augurando el eterno retorno económico a partir de renovados desequilibrios. Sin embargo, los retornos pueden llegar con importantes matices. Uno de ellos es el nivel de reservas internacionales. El otro, hermano del primero, la reducción del costo de capital. Ambos pueden otorgar mayores grados de maniobra si se requiere (dado que se requiere) depreciar el peso, o si el mercado se adelanta a esta decisión. Esta flexibilidad realmente pinta de una tonalidad distinta el año corriente respecto de la secuencia anterior de años impares.

Con un tipo de cambio eventualmente más alto, volverá a escena el factor precios y con él la discusión de cómo gestionar mejor la dinámica inflacionaria. Es evidente que no existe, y no hay posibilidad de que exista, un gran director de orquesta al que todos miren a la hora de establecer precios, salarios y honorarios. Hay pujas, especulaciones, y las políticas monetaria y fiscal tienen un límite para cumplir ese objetivo cuando los comportamientos defensivos (y esencialmente *backward-looking*) son firmes en el intento por defender un determinado poder adquisitivo del ingreso (salarial, por honorarios, o de rentabilidad).

Se hacen, así como se hicieron en el pasado cercano, otros intentos, pero el paisaje de las altisonantes discusiones gremiales y de las disimuladas remarcaciones de precios se hace, a esta altura, tedioso, tanto por lo reiterativo como por lo ineficaz. El difícil camino del diálogo y el consenso parece lejano pero ineludible, con miras a que la suma de las demandas se acerque a un contorno posible; la alternativa sería el disciplinamiento de una menor actividad económica, y este parece haber sido el camino elegido por el banco central con la suba de las tasas de interés que viene implementando desde marzo y acentuó desde mediados de abril. De la consistencia en el uso de herramientas monetarias, cambiarias y fiscales en el actual contexto argentino nos referiremos en detalle en un próximo informe.

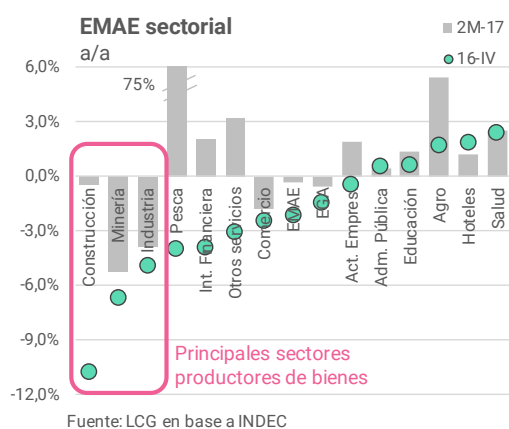
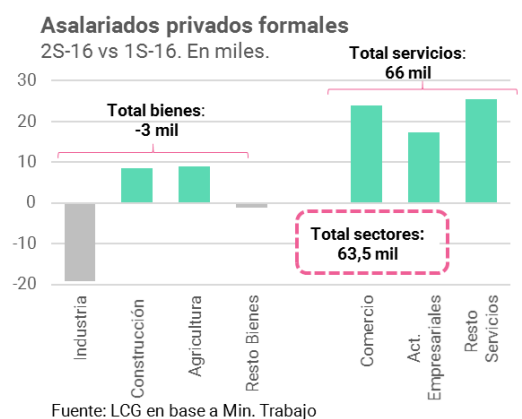
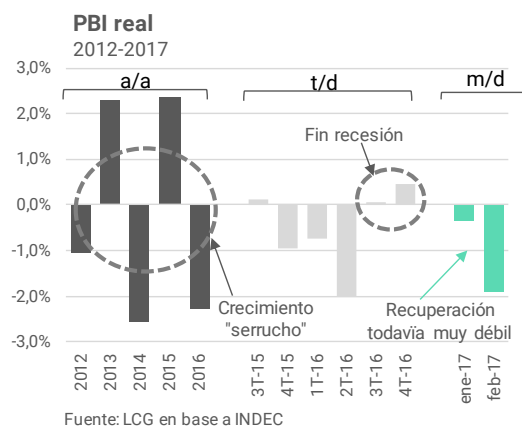
En éste analizaremos, precisamente, aunque sin exceso de precisión, dos hipótesis sobre la reactivación económica que se avecina. Veremos cuáles serán los factores que determinarían su sostenibilidad en el tiempo, apoyándonos en el estudio de las características de la incipiente reactivación, en la comparación de otros episodios de nuestra historia económica reciente, y en el abordaje conceptual de algunos fenómenos económicos que nos resultan relevantes con fines de pronóstico.

Señales mixtas

Después de tres trimestres consecutivos en baja (con una caída acumulada de 3,6% del PBI), **al cierre de 2016 el Gobierno logró mostrar el fin de la recesión conjugando el magro crecimiento de 0,1% trimestral desestacionalizado (t/d) del 3T-16 y la suba de 0,5% t/d del 4T-16.** Considerando la dinámica del último trimestre, el arrastre estadístico para 2017 (que supondría que la economía deja de crecer, estancándose en ese nivel) es negativo en 0,1% ia. Sin embargo, la recuperación se concentró en el último bimestre del año y en particular en diciembre, lo que dejaría un arrastre de 1,5% ia.

La dinámica sectorial muestra que fueron fundamentalmente los sectores vinculados a servicios (ajenos al impacto pleno del atraso cambiario) los que comenzaron a traccionar el crecimiento económico en la última parte del año pasado. En efecto, el empleo asalariado formal volvió a crecer, concentrado en estos sectores. Comercio absorbió casi el 40% de los puestos de trabajado creados en el 2S-16 y actividades empresariales el 30%. La actividad de la Construcción también comenzó a sumar empleo (8.400 nuevos puestos de trabajo formales en el 2S-16, casi 1/4 del total expulsado los 6 meses previos); no así la Industria que sigue achicando su planta (47.700 ocupados menos en 2016), afectada claramente por factores coyunturales (contracción de la demanda, atraso cambiario, etc), pero también por estructurales que afectan a la industria mundial en general (avance tecnológico, comercio con economías emergentes, etc.).

Pero en lo que va 2017 la recuperación de la economía no termina de consolidarse y las señales de repunte siguen siendo ambiguas. Los datos del EMAE sectorial del primer bimestre del año registran una mejora (interanual) en casi todos los sectores relevados a pesar de la severa caída mensual de febrero (+1,9% m/d), evidenciando tasas de crecimiento interanual mayores a la de los meses previos (en algunos casos explicadas por una baja base de comparación). En marzo algunos datos de avance de varios indicadores líderes siguen mostrando freno y otros avizorarían consolidación en la recuperación. Las ventas minoristas relevadas por CAME mantuvieron una caída del 4% ia real (apenas por debajo de lo registrado en los mismos meses del año pasado) y la



industria registró una caída de 6% ia en febrero y de 0,4% en marzo. Quizá el dato más alentador venga del lado de la construcción que, según el ISAC, registró una suba del 11% ia en marzo (la primera después de 15 meses en baja). También fueron buenos los datos de recaudación por seguridad social, que aumentó 3,2% nominal en marzo respecto de febrero. En suma, pensamos que la actividad de marzo podría registrar un aumento mayor al 1% mensual.

Indicadores de avance del consumo privado

Indicadores de avance de la actividad económica

a/a

	nov-16	dic-16	ene-17	feb-17	mar-17
--	--------	--------	--------	--------	--------

Indicadores de consumo

	nov-16	dic-16	ene-17	feb-17	mar-17	
Masivo	Supermercados	-12,5%	-8,7%	-9,8%	-12,6%	
	Ventas minoristas CAME	-8,5%	-5,4%	-2,5%	-4,1%	-4,4%
	Ventas en shoppings	-19,5%	-12,9%	-8,6%	-14,7%	
	Importaciones Bs. Consumo	12,5%	9,7%	22,5%	10,9%	19,8%
	Prést. Tarjeta de Crédito	-7,6%	-6,3%	-5,1%	-4,1%	-3,8%
Durables	Electrodomésticos CAME	-15,2%	-15,8%	-3,8%	-5,2%	-4,8%
	Patentamientos 0 km	17,5%	28,6%	65,4%	22,6%	36,4%
	Patentamientos usados	-12,0%	-3,3%	11,2%	5,7%	16,7%
	Patentamiento motos	9,0%	24,6%	59,1%	40,9%	57,0%
Confianza Consumidor	-27,2%	-19,0%	-17,7%	-10,8%	-15,0%	

Indicadores de la Actividad de la Construcción

	nov-16	dic-16	ene-17	feb-17	mar-17
ISAC (Indec)	-9,4%	-7,8%	-2,4%	-3,4%	10,8%
Índice Construya	-20,2%	-12,6%	-6,9%	-6,7%	11,2%
Despacho de Cemento	1,6%	0,3%	1,2%	-0,9%	15,9%

Indicadores de la Evolución Industrial

	nov-16	dic-16	ene-17	feb-17	mar-17
Estimador Industrial INDEC	-4,1%	-2,3%	-1,1%	-6,0%	-0,4%
Prod. Automotriz (ADEFA)	3,3%	27,3%	50,5%	-29,7%	-13,2%
Ind. Siderúrgica (CAA)	-12,1%	-18,0%	-11,3%	-2,3%	15,0%
Prod. Carne vacuna (IPCVA)	6,6%	10,5%	11,0%	-3,0%	6,7%

Fuente: LCG en base a diversas fuentes.

* Último dato publicado en relación al promedio del trimestre previo

Todavía no parece existir un claro componente de la demanda agregada pujante. En términos desestacionalizados en el 4T-16 cayó el consumo privado (-0,9% t/d) y la inversión (-1,5% t/d). El consumo público retrocedió 2,5% t/d y las exportaciones netas crecieron sólo marginalmente (0,2% t/d). **El crecimiento se sostuvo por acumulación de stocks, lo que podría representar un mal presagio para el dinamismo de los próximos meses.**

Una cuenta de almacenero

Hipótesis de crecimiento con paritarias y obra pública

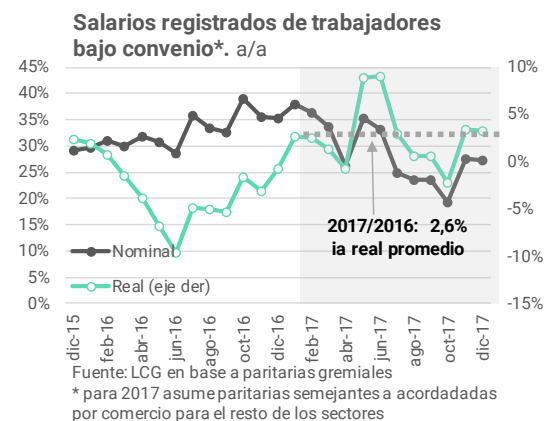
Un clásico análisis contable, en base a cuentas nacionales y principales sectores económicos, evidencia que **es posible crecer a una tasa de 3% en 2017**. Aun con atraso cambiario, el sesgo expansivo de la política fiscal, cierta recuperación del salario real, alguna inversión en no transables (pública, energías renovables, construcción, etc), la menor carga tributaria en productos agropecuarios y una recuperación marginal en Brasil, pueden, en conjunto, mostrar un crecimiento cercano al 3% en el 2017. **Pero, aun así, no queda claro que este ritmo se sostenga en los años posteriores.**

Dividimos el ejercicio contable en dos grandes partes: 1) el aporte del sector privado a través del consumo y 2) el impulso de la política fiscal. En ambos casos, contemplamos el efecto multiplicador que tendrá el aumento nominal de estos recursos.

"Shock privado" – paritarias + empleo

Estimamos que la masa salarial privada aumentará 29,4% ia en 2017. Es decir, los recursos disponibles por la clase trabajadora privada crecerán un 3,3% ia real. Estos valores surgen de los siguientes supuestos:

1. **Los trabajadores registrados bajo convenio aumentarían su salario en un 29% para el promedio de este año respecto del anterior (27% ia medido en diciembre 2017).** Este valor surge de asumir que los gremios que aún no cerraron sus paritarias acuerdan aumentos del 24% desdoblados en dos tramos (mayo y noviembre)
 1. El aumento promedio anual resulta bastante mayor porque de-



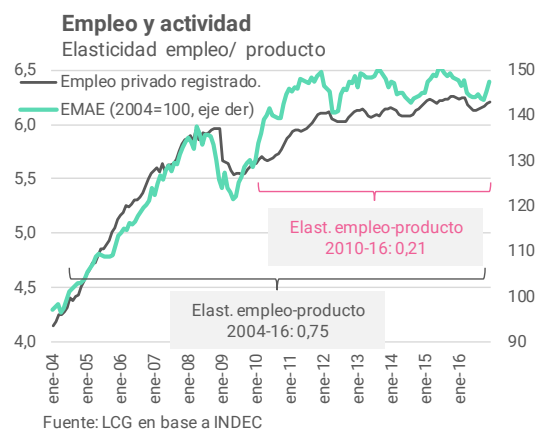
¹ Se trata de una combinación de los acuerdos alcanzados por bancarios (24% desde a enero) y los empleados de comercio (20%, 10% en abril y 10% en octubre). En ningún caso se considera la activación de las cláusulas gatillo que contemplan la reapertura de las paritarias ante una mayor inflación a la prevista.

pende sensiblemente del *timing* de aumentos acordados en las paritarias de 2016. **En términos reales equivaldría a una mejora promedio del 2,6% ia.** Se asume un incremento similar en el caso del resto los demás formales (registrados sin convenio, autónomos y monotributistas) y de la mitad (1,3% ia real) en el caso de los informales (en relación de dependencia o independientes).

2. Recuperación marginal del empleo. Aunque concentrado en ocupaciones de baja calidad (básicamente monotributistas), el empleo formal comenzó a recuperarse hacia finales de 2016. En el primer bimestre registró una suba del 1,2% ia. Estimamos que a lo largo del año se mantendrá esta tenue tendencia, en base a la escasa sensibilidad del empleo formal respecto del ingreso registrada en los últimos siete años², que será acompañada también de cierta recuperación en el empleo informal. **En total asumimos un crecimiento de sólo 1% ia en el nivel de ocupación.**

El impacto que este aumento de recursos tenga sobre el PBI depende del efecto *multiplicador* de nuevas rondas de consumo a partir de ese impulso inicial. Los factores a considerar para determinar el multiplicador keynesiano son básicamente tres: 1) la proporción de ingresos que debe destinarse al pago de impuestos, 2) la proporción de los ingresos netos de impuestos que se vuelca al consumo y 3) la proporción de consumo cubierta por importaciones³.

El primer y tercer factor fueron estimados de manera generalizada considerando ratios de 0,12 y 0,13, respectivamente. El primer caso refiere a la recaudación de IVA y Ganancias en relación al PBI como *proxy* del ingreso destinado al pago de impuestos. El segundo surge de considerar la relación importaciones/ PBI de las cuentas nacionales (a precios corrientes). Ambas proporciones refieren a datos de 2016.



² Desde el año 2004, la elasticidad ingreso del empleo (controlando por salario real) fue de aproximadamente 75%. Para el período 2010-2016, la misma desciende a 21% (si el PBI crece 4%, el empleo lo hace en menos de 1%). Para un crecimiento del PBI de 3%, el empleo aumentaría 0,65%, número que hemos redondeado hacia arriba en este ejercicio.

³ $1 / (1 - c * (1 - t) + m)$, donde *c* es la propensión marginal a consumir, *t* es la carga tributaria que afecta los ingresos y *m* la proporción de importaciones en relación al PBI.

El segundo factor, la proporción del ingreso disponible (después del pago de impuestos) que se vuelca al consumo, suele denominarse propensión marginal a consumir (PMC). En nuestra cuenta tomamos como base el promedio histórico (0,74), pero definimos un valor diferente para cada trabajador según su nivel de ingresos determinado por el tipo de ocupación que mantiene ⁴. Resulta esperable que cuanto menores sean los ingresos percibidos mayor sea la porción de los mismos destinada a consumir, por lo que el impacto inicial del aumento de los ingresos de estos trabajadores sobre el PBI será más importante, elevando así el valor del multiplicador (que contempla este y todos los efectos sucesivos). Distintamente, los trabajadores con salarios más altos reflejan una PMC menor disponiendo de cierto margen para el ahorro lo que se traduce en un menor multiplicador.

En nuestro ejercicio base, que asume una recuperación generalizada del empleo del 1% ia y un aumento salarial promedio del 2,2% (ponderado por tipo de ocupación), la clase trabajadora podrá aportar 1,4 pp de crecimiento del PBI. El impacto resulta menor que el aumento del empleo y del salario real porque la masa salarial *privada* (los salarios públicos los consideraremos en seguida cuando analicemos el impulso fiscal) no supera el 30% del PBI.

⁴ Para decirlo rápido, el multiplicador debería considerar la PMC promedio de la economía, pero consideramos que la marcada disparidad en cuánto del ingreso se consume en la primera ronda (el que recibe el aumento por paritarias) termina generando distintos valores promedio de multiplicación.

Aporte del sector privado a través del consumo

En pp del PBI	Asalariados		Independientes			TOTAL empleo privado
	Registrado	No regist. ⁽¹⁾	Autónomo	Monotribut.	Indep. Informal ⁽²⁾	
Trabajadores (millones)	6,25	5,42	0,42	1,48	2,41	15,97
a/a	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Haber medio neto ⁽³⁾	21.440	8.467	32.160	17.152	8.467	14.966
a/a	28,6%	27,0%	28,6%	28,6%	27,0%	28,1%
a/a real	2,6%	1,3%	2,6%	2,6%	1,3%	2,2%
Masa salarial (\$ MM)	1.741,0	550,6	161,4	304,4	244,6	3.002,0
a/a	29,9%	28,2%	29,9%	29,9%	28,2%	29,4%
a/a real	3,6%	2,3%	3,6%	3,6%	2,3%	3,3%
Prop. Marginal a Consumir	0,70	0,80	0,70	0,75	0,80	
Multiplicador ⁽⁴⁾	1,36	1,88	1,36	1,60	1,88	
Aporte al PBI	0,8%	0,2%	0,1%	0,2%	0,1%	1,4%

Fuente: LCG

1) Incluye empleo doméstico.

2) Incluye monotributista social.

3) La relación respecto al salario formal registrado surge en base al procesamiento de la EPH.

4) $PMC / (1 - PMC * (1-t) + m)$, donde $t=0,12$ y $m=0,13$.

En líneas generales, **cada punto porcentual de crecimiento de la masa salarial real, ya sea por un incremento del empleo o por una mayor recomposición salarial, aportará casi 0,5 pp de crecimiento⁵.**

Concentrándonos sólo en los efectos de multiplicación del shock, dejando de lado los directos, una baja de la carga tributaria fomentará un mayor crecimiento a partir de liberar ingreso para consumo privado: reducir la presión tributaria en 1% PBI podría aportar 0,02 pp de crecimiento del PBI. Distintamente, una mayor apertura comercial traducida en un incremento del flujo de importaciones que sustituya la compra de bienes locales restaría crecimiento: volver a los ratios de importaciones/PBI promedio en 2004-11 del 17%, supondría resignar 0,11 pp de crecimiento anual (nuevamente, dejando de lado los efectos directos sobre el PBI de una mayor apertura).

Algo adicional por crédito al consumo...

La recuperación del crédito en pesos al sector privado podría sumar un impulso adicional al consumo. Aun manteniéndose las tasas reales de crecimiento de los préstamos personales registradas en el 1T-17 (7% ia

Aporte del crédito al consumo

En pp del PBI	2015	2016	2017 e
Préstamos personales	137.859	184.752	247.568
a/a	30%	34%	34%
a/a real	4%	-3%	7%
Tarjetas de crédito	137.630	194.262	248.656
a/a	48%	41%	28%
a/a real	18%	3%	2%
Prop. Marginal a Consumir	0,75	0,75	0,75
Multiplicador ⁽¹⁾	2,12	2,10	2,13
Aporte al PBI	1,0%	0,0%	0,4%

Fuente: LCG en base a BCRA

1) $1 / (1 - PMC * (1-t) + m)$, donde $t=0,12$ y $m=0,13$.

⁵ En esta afirmación se considera un incremento generalizado del empleo o de los ingresos para todos los trabajadores independientemente del tipo de ocupación.

real), asumiendo cierta recuperación de la financiación con tarjeta de crédito, impulsada por el relanzamiento de programa Ahora 12 (cuotas sin interés) en su versión de 3 y 6 meses, y considerando un multiplicador promedio (con una PMC de 0,75), la expansión del crédito podría aportar 0,4 pp de crecimiento vía un mayor consumo.

“Shock público” – impulso fiscal con movilidad jubilatoria y obra pública

A priori, el saneamiento de las cuentas públicas que propone el Gobierno Nacional significaría un impulso de la política fiscal negativo este año. El déficit primario cerró en 4,3% del PBI en 2016. La meta del Gobierno Nacional para 2017 lo estableció en 4,2% del PBI lo que implicaría un ajuste del 0,1% del PBI.

Para cumplir la meta fiscal, el ajuste del gasto primario nacional no deberá circunscribirse a la mera reducción de los subsidios y más aún cuando el ajuste de los mismos ha sido parcialmente demorado para moderar conflictividad social. Pero, como mencionamos en reiteradas oportunidades, casi la mitad del gasto primario nacional cuenta con automaticidad propia (seguridad social y subsidios de ANSES) lo que lo excluye del proceso de ajuste. A su vez, la iniciativa del Programa de Reparación Histórica (PRH), aun cuando en 2017 se “demoren” las aprobaciones, impone nuevas obligaciones de gasto, que estimamos en 0,2% del PBI⁶. Así, el ajuste que demanda el saneamiento de las cuentas fiscales deberá caer fuertemente sobre el resto de los componentes del gasto. Pero entre estos, **año electoral mediante, la obra pública sería la menos afectada. Estimamos (de manera optimista) que se mantendrá en 1% del PBI (base caja), lo que implicaría un aumento del 28% ia (3% ia real)**, pero el impacto en el aumento del PBI será mayor por lo que comentaremos más abajo. La dinámica del resto del gasto (salarios y demás gasto operativo, subsidios

⁶ En el informe mensual de junio de 2016 “El inevitable camino hacia una reforma previsional” estimamos que el costo fiscal del PRH sería de 1% del PBI. La proyección asumía que, hacia finales de 2017, el programa habría incorporado a los 2 millones de jubilados que demandan (con y sin juicio activo) un previsional. Pero, ante la necesidad de recortar gastos, el Gobierno Nacional frenó drásticamente las ofertas para entrar al Programa, por lo que redujimos sensiblemente el costo a pagar este año.

energéticos y otras transferencias) indudablemente restarán impulso a la demanda agregada vía el ajuste fiscal.

Sector público nacional

% PBI, Estimación 2017

	2015	2016	2017 e	
Ingresos	20,6%	20,2%	18,9%	Efecto Blanqueo: -1% ia; Ampliación AFF: -0,3% ia
Tributarios y Seguridad social	19,3%	19,1%	17,6%	
Resto	1,3%	1,2%	1,3%	
Gasto primario	24,4%	24,5%	23,1%	Con movilidad automática
Salarios y gastos operativos	5,4%	5,1%	4,8%	
Jubilaciones + otros ANSES	10,4%	10,6%	11,3%	"Apuesta" del Gobierno
Jubilaciones	9,2%	9,1%	9,5%	
PRH	0,0%	0,0%	0,2%	
Subsidios ANSES	1,3%	1,5%	1,6%	Ajuste necesario para cumplir meta
Obra pública	1,1%	1,0%	1,0%	
Subsidios	4,5%	5,0%	4,2%	
Resto	3,0%	2,8%	1,8%	
Resultado primario	-3,8%	-4,3%	-4,2%	

Fuente: LCG en base a Min. Hacienda

También está lo que puedan aportar las provincias. Con una Ley de Responsabilidad Fiscal que (con suerte) estará vigente recién a partir de 2018, es de esperar que las provincias vuelvan a acusar el efecto de un año electoral, incrementando los gastos por encima de los ingresos. Aun considerando los mayores recursos derivados del Acuerdo de fortalecimiento del Federalismo⁷, sólo replicar el incremento estimado para los grandes rubros del gasto nacional (salarios⁸, obra pública, etc) implicaría un deterioro del resultado consolidado de las provincias de casi 0,3% del PBI.

El gasto en seguridad social (jubilaciones, subsidios de ANSES más otras transferencias corrientes de los gobiernos provinciales al sector privado) contribuiría con 1,8 pp de crecimiento. La obra pública (nacional y provincial) aportaría otro 1,1 pp, por contar, en nuestro ejercicio, con un multiplicador más alto y por el efecto interanual que implica que buena parte del gasto en inversión pública el año pasado

⁷ Implica la devolución gradual del 15% de la Coparticipación retenida por ANSES.

⁸ En promedio representan el 60% del gasto promedio provincial.

haya sido destinada a cancelar deuda que la administración kirchnerista dejó impaga por obras efectuadas en 2015, no teniendo impacto real en 2016⁹. **Pero el demandante ajuste en el resto del gasto público necesario para cumplir las metas fiscales restaría nada menos que 2,1 pp, casi 3/4 de impulso generado por el mayor gasto social y de capital. En total, el gasto lograría sumar 0,8 pp de crecimiento.** Al igual que en el caso del impulso privado por paritarias, hemos elegido distintos multiplicadores para cada ítem público de acuerdo con nuestra presunción de quiénes tienen mayores propensiones al consumo.

Por último, vale decir que la dinámica de los ingresos tributarios nacionales y provinciales jugarán en contra de un aumento de la demanda agregada. Estimamos que la recaudación de AFIP crecerá un 27% ia (1,5% ia real) y la recaudación de las provincias se moverá en la misma línea (28% ia; 1,9% ia real). No se consideran los ingresos fiscales por blanqueo (ya que estimamos no implicaron una contracción del ingreso disponible de las personas destinado al consumo) ni los aportes a la seguridad social (descontados del salario en el ejercicio del sector privado). **Con un multiplicador que incide negativamente sobre la demanda agregada, los mayores recursos con que contará el erario público quitarán 0,2 pp de crecimiento.**

En resumen, y a pesar de la restricción de las metas impuestas, gracias a la diferente composición de gastos e ingresos, con más seguridad social y obra pública, y menos subsidios, la política fiscal podría terminar siendo expansiva 0,6 pp de PBI.

⁹ En términos de aporte a la demanda agregada importa el registro del gasto público “devengado” y no el efectivamente pagado (“caja”), que sí se tiene en cuenta en términos fiscales.

Impulso fiscal del Sector público consolidado (Nación + Provincias)

Estimación 2017, en pp del PBI

	\$MM	a/a	a/a real	PMC	Multiplicador (3)	Aporte
Ingresos tributarios	2.350	27%	1%	0,50	-0,72	-0,2%
Gasto operativo	1.453	22%	-2%	0,70	1,95	-0,7%
Jubilaciones	1.223	35%	8%	0,80	1,88	1,7%
Subsidios sociales (1)	162	32%	5%	0,80	1,88	0,2%
Obra pública (2)	259	50%	20%	0,85	2,62	1,1%
Subsidios	434	8%	-14%	0,50	0,72	-0,5%
Resto gasto	397	-1%	-21%	0,00	0,88	-0,9%
						0,6%

Fuente: LCG

(1) De ANSES y de provincias

(2) La variación anual está sobredimensionada porque se corrigió el monto desembolsado en 2016 excluyendo la cancelación de la deuda contraída por obras ejecutadas en 2015

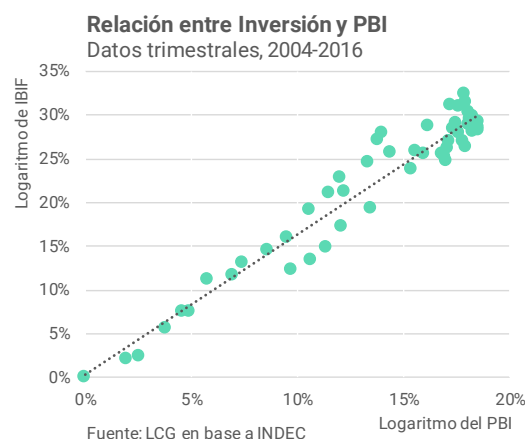
(3) Multiplicador de los ingresos: $-PMC/(1-PMC*(1-t) + m)$; Multiplicador de las transferencias (jubilaciones y prestaciones ANSES): $PMC/(1-PMC*(1-t) + m)$; Multiplicador del resto del gasto: $1/(1-PMC*(1-t) + m)$, donde $t=0,12$ y $m=0,13$.

La cuenta final...

Finalmente, mozo, la adición, por favor. $1,4\% + 0,4\% + 0,6\%$. Total: $2,4\%$.

Si a eso le sumamos un contagio de este consumo a inversión, o inversión en sectores con precios relativos ventajosos o con mayor nivel de desregulación (agro, energías renovables, no transables como telecomunicaciones o construcción), o alguna muy incipiente recuperación en Brasil, **podríamos llegar al bendito pero anodino 3%**.

Es interesante ver que la inversión efectivamente podrá aportar algo más. Como ocurrió en las recuperaciones de mediados de 2009, fines de 2012 /2013, fines de 2014 /2015, **no debiera sorprendernos ver, en los próximos trimestres, un incremento en la variación del PBI acompañado de un incremento mayor de la inversión. La elasticidad de la inversión respecto del PBI ronda el 1,5 lo que quiere decir que, en promedio, cuando el PBI creció 1% la inversión lo hizo en 1,5%.**

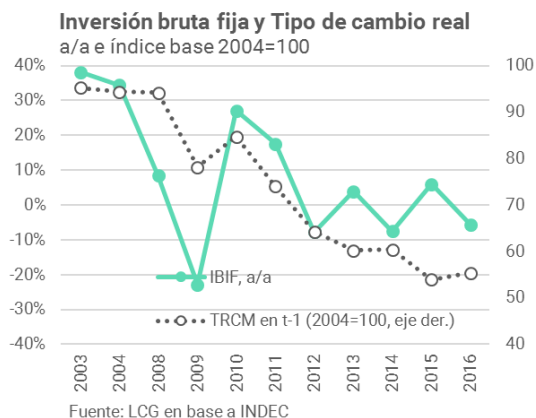
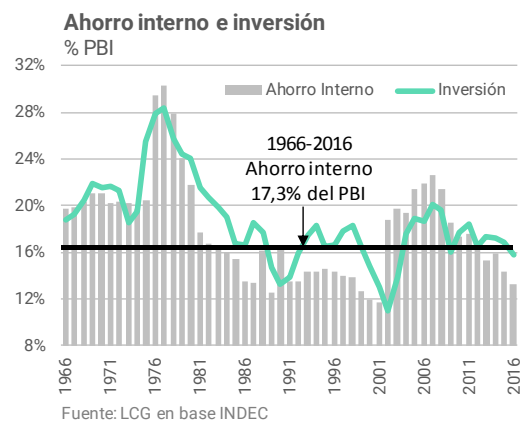
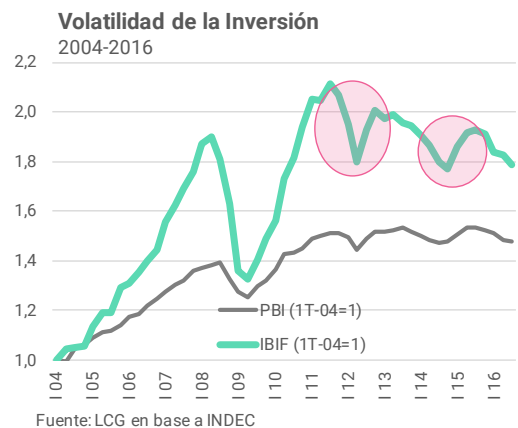


Pero eso, de por sí, no asegura una reactivación sostenida del crecimiento; a pesar de esos crecimientos transitorios en el nivel de inversión en las recuperaciones pasadas (incluso con aumentos de 7% o más respecto del trimestre anterior) la tendencia se mantuvo negativa, enganchada a la gradual apreciación del tipo de cambio real, en el marco de márgenes de apropiabilidad por parte de las empresas menores, frágiles e inciertos.

La otra verdad: crecimiento sostenible no garantizado

Los procesos de crecimiento sostenido, para un país como el nuestro, sólo pueden lograrse con una mayor participación de la inversión y de las exportaciones (ambos componentes que actúan como gestores de incrementos de la productividad y la innovación). **La base para que inversión y exportaciones se afiancen en el largo plazo es, en general, un mayor ahorro; no un mayor consumo.** Eso es lo que muestra nuestra historia, según el gráfico de la derecha.

Es cierto, en el gráfico se ve que hubo períodos de aumento de la inversión con reducción del ahorro, cuya disminución estuvo asociada a la apreciación del tipo de cambio. Un ejemplo claro es el período de la Convertibilidad. En aquella época, efectivamente se evidenció una fuerte inversión externa en sectores no transables (energía, telecomunicaciones, etc) pero hay que remarcar que esa circunstancia estuvo siempre sujeta a estabilidad en el tipo de cambio y a la percepción de su estabilidad. En general, creemos que el mundo inversor, hoy por hoy, no está preparado para aguantar estoicamente períodos de apreciación cambiaria, déficit de cuenta corriente y endeudamientos muy prolongados por parte de economías emergentes. Más concretamente, en nuestra coyuntura local, **si se llegara a percibir, en dosis crecientes, una**

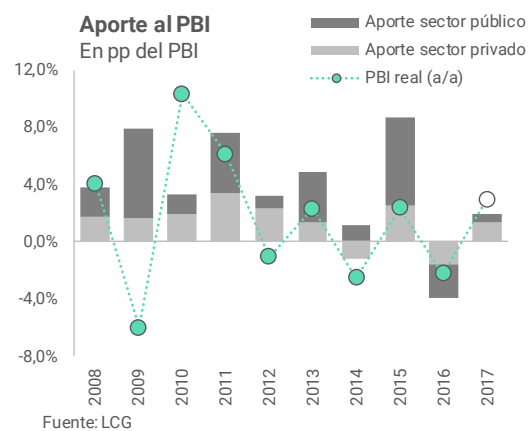


situación de atraso cambiario, la falta de oportunidad y conveniencia de hacer el cambio de moneda podría desalentar incluso la inversión en no transables ¹⁰.

Más allá de algún paréntesis en el pasado, entonces, la norma es que la inversión se estimula más con el ahorro. La misma *acelera* más por márgenes y no tanto por consumo pasado. En los últimos años, **la tendencia de la inversión acompañó la tendencia del tipo de cambio real, sinónimo aproximado de los márgenes de ganancias de las empresas que comercializan bienes transables (industria en general, cadenas agropecuarias, algunos servicios).**

La reducción del costo de capital sin dudas colaborará, en el margen, en incentivar el aumento del stock de capital; pero dependiendo de cómo sea la incidencia de éste en la estructura total de costos dicha reducción podrá no ser suficiente para que sea un estímulo eficaz. En un contexto de tipo de cambio apreciado, creemos que las empresas capital-intensivas que venden sus productos en el mercado interno sin mayor competencia externa serán las que evidenciarán mayor espíritu inversor. Las que se apoyen en una matriz sesgada a los costos internos no financieros (salarios, logística, impuestos) o que compitan con productos del exterior, actuarán con un mayor grado de timidez o de desaliento.

En definitiva, **el punto que queremos destacar acá es que el impulso fiscal o el aumento del poder adquisitivo del salario no alcanzan para lograr crecimiento.** Por un lado, hemos verificado que, en ocasiones, shock privado y shock público positivos, tal cual los definimos antes en el ejercicio, se conjugaron una caída del PBI. Ese fue el caso de los años 2009 y 2012. Por supuesto, esos impulsos (logrados con un deterioro de las cuentas fiscales o del margen cambiario, según el caso) permitieron la posterior recuperación en el tercer trimestre de cada año. Pero, por otro lado, **fue una recuperación tibia que no hizo cambiar la tendencia general de estancamiento. ¿Por qué? Porque no pudo romperse la lógica inercial, la de un retorno a los desequilibrios.**



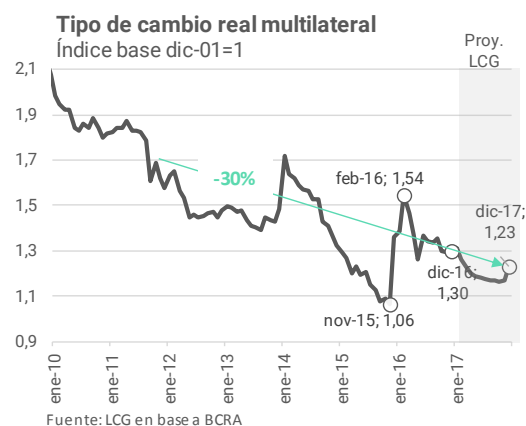
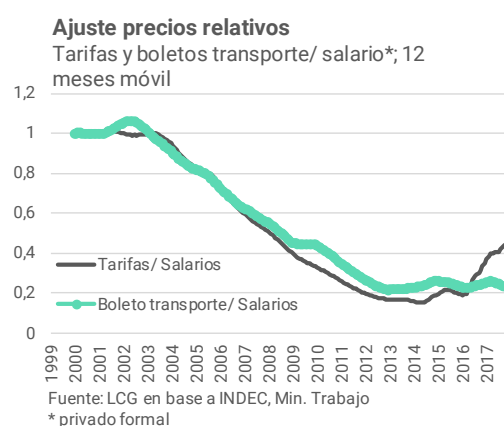
¹⁰ La inclusión de algún "seguro de cambio" más o menos explícito en los contratos de obras de infraestructura podría atenuar, pero no eliminar ese desaliento, dado que la historia argentina ha mostrado que contratos dolarizados pueden ser removibles en casos de movimientos significativos en el valor del dólar.

¿Eterno retorno o fuga emancipadora?

Hacia fines de 2017, **muchas variables macroeconómicas se encontrarán en niveles similares (desventajosamente similares) a los de 2011, 2013 o 2015, augurando el eterno retorno económico a partir de renovados desequilibrios.** La inflación habrá cerrado el décimo año con valores por encima del 20% ia¹¹. Aun cuando se avanzó sobre la corrección de los precios relativos de los servicios públicos (más en energía, casi nada en transporte), el desajuste sigue siendo importante e impone todavía nuevas correcciones. El déficit primario, a pesar de la exigente meta de 4,2% del PBI, resulta elevado y cuenta con un escaso margen de maniobra dado que gran parte del gasto público tiene automaticidad propia. Estimando un tipo de cambio de \$ 18,3 a diciembre (+16% ia), el tipo de cambio real multilateral cerraría en niveles muy bajos (1,19, índice base dic-01=1), incluso 30% por debajo del nivel que mantenía cuando la administración anterior estableció el cepo cambiario.

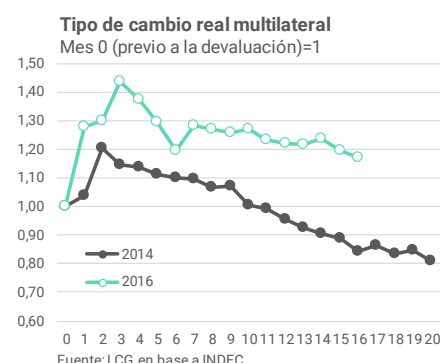
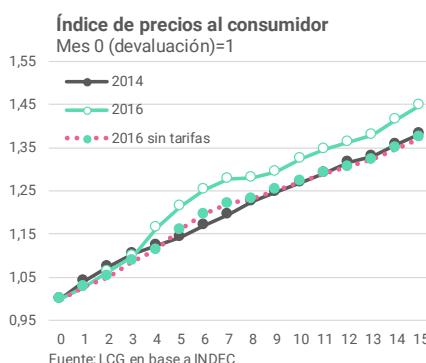
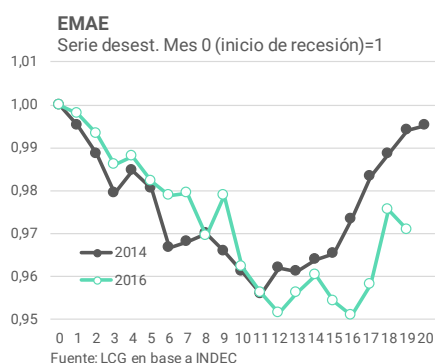
Por lo tanto, es muy probable que veamos, hacia fin de año, un sistema cuyos renovados desequilibrios (esencialmente cambiarios) irán coagulando la fluidez de la reactivación. Ya pasó en 2011, 2013 y 2015.

Eso no significa que el set de políticas elegido haya sido totalmente ineficaz o que haya sido ociosa la vocación por valorizar la política monetaria y la independencia del banco central, o la decisión de sincerar las estadísticas públicas (¡o sencillamente confesar ex profeso que *hay* inflación!). Creemos que el cambio de régimen respecto de la gestión anterior no fue en vano, y en las variables económicas eso se manifestó en un menor *pass-through* de tipo de cambio a precios, lo que permitió mantener una dinámica de apreciación real menos vigorosa respecto



¹¹ A excepción de 2009 que, producto de la recesión, se desaceleró a 15% ia.

de la post-devaluación de 2014. Por supuesto, en esto incidió la apreciación del real brasileño y una actividad económica más temerosa (seguramente por el menor espacio fiscal en este último período, como puede compararse en el gráfico de los shocks públicos de más arriba). Pero es evidente que la propia dinámica macro, con fuerte inercia inflacionaria y dificultades para anclarla, hicieron que esa elección de políticas haya sido insuficiente para cumplir con los propósitos planteados, ubicando a los desequilibrios otra vez en el centro de la escena.



Importantes diferencias respecto de los otros años impares

Pero **los retornos pueden llegar con importantes matices**. Uno de ellos es el nivel de reservas internacionales. El otro, la reducción del costo de capital. Ambos pueden otorgar mayores grados de maniobra si se requiere (dado que se requiere) depreciar el peso. No está claro que quienes se encargan del manejo cambiario coincidan con este diagnóstico de necesidad. Pero si el mercado se adelantara eventualmente incrementando las compras de activos externos, el Banco Central podrá administrar mejor, si lo desea, la velocidad del ajuste.

Proyecciones 2017

Principales variables macro

	2011	2013	2015	2017	
Inflación					
a/a promedio	22,9%	23,4%	25,1%	25,3%	✗ Últimos 10 años con inflación promedio del 26% ia
Tarifas Ss. Públicos					
Tarifas/IPC (09=1)	0,66	0,57	0,70	1,69	✓ Ajuste de precios relativos
Boleto Transp. Púb.					
Tarifa/IPC (09=1)	0,66	0,59	0,62	0,64	✗ Sin ajuste de precios relativos (no asume aumentos antes de las elecciones)
Tipo de cambio real multilateral					
Fin de año (dic-01=1)	1,54	1,45	1,33	1,22	✗ 30% abajo del nivel que determinó el establecimiento del cepo
Promedio anual (dic-01=1)	1,72	1,41	1,16	1,19	
Reservas Internacionales					
US\$ MM (diciembre)	45,9	30,6	24,8	48,0	✓ Recomposición vía endeudamiento. Se mantiene drenaje fuerte por turismo y compra de dólares
a/a (US\$ MM)	-6,2	-13,7	-5,3	10,1	
Déficit fiscal					
% PBI	-0,6%	-2,2%	-3,8%	-4,5%	✗ Elevado y con escaso margen para ajuste fiscal, por alta participación de gasto automático
Deuda Pública					
% PBI	35,3%	34,5%	38,2%	50,3%	⚠ Arreglo con holdouts permitió acceso a mercados internacionales de crédito
EMBI					
Promedio anual	674,7	1059,3	588,2	450,3	✓ Menor costo de financiamiento a partir de arreglo con holdout
a/a	0,5%	8,2%	-24,2%	-5,9%	
Confianza en el Gobierno (prom. Anual)					
Promedio anual	2,4	1,8	1,9	2,4	✓ Alta, aunque en retroceso
a/a	43,8%	-11,9%	16,6%	-11,9%	

Fuente: LCG

Sin embargo, aun llevando el tipo de cambio a un nivel que nosotros consideraríamos adecuado para la gestión macro, el impacto en precios vuelve a surgir como el principal de los problemas, lo que lleva naturalmente al planteo de cómo mejor gestionar la dinámica inflacionaria.

Parados hoy, a fines de abril, vuelven a aparecer las dos alternativas de siempre: si el mercado no se inmuta con el dólar atrasado, subsistirán el coágulo y el estancamiento, aun con riesgo país bajo. Con índices de precios que disgustaron a las autoridades monetarias, ese parece ser el camino elegido al elevar las tasas de interés desde marzo, y más abruptamente desde mediados de abril. Si las inquietudes propician una depreciación (o así lo dispone el Banco Central reduciendo las tasas), se verá cuán ancladas estaban realmente las expectativas de inflación (experimento que podrá anticiparse con la recuperación de los próximos trimestres). En este caso, será más probable ver índices de inflación que superen bastante las metas elegidas.

A modo de conclusión

La cuenta de almacenero puede dar un total satisfactorio para el corto plazo nutrido de la adición de salarios reales más altos, cosechas con buenos rendimientos, algo de inversiones en no transables y asociada a obra pública, y algunas ventas a Brasil. Pero cuando a esa cuenta se le agrega algo de teoría y evidencia económica, **los nubarrones no tardarán en aparecer avalando el hecho de que el crecimiento sostenible depende de la inversión, la cual está atada a más ahorro (y a un tipo de cambio real más alto) y no a más consumo.**

La debilidad del crecimiento actual se reflejará a fin de año o a comienzos del año que viene, y sólo logrará escapar de su predestinación con un tipo de cambio más alto. **En ese punto, con renovadas subas de precios, la sociedad, actores privados y públicos, volverá a enfrentarse con su historia, y la mejor solución será preguntarse por qué no podemos sortear de manera virtuosa la eterna tensión entre mejorar los ingresos y el poder de compra de la población, y la necesidad de que las generadoras de valor y empleo, las empresas, puedan desenvolverse de manera activa apostando al crecimiento poniendo en riesgo su capital.**

El cambio de estrategia debería aplicarse a los procesos, y el norte de la misma debería ser el armado de consensos con todas las variables relevantes sobre la mesa (presupuestarias, macroeconómicas, precios relativos, analizadas en conjunto), primero entre los actores del sistema político y luego involucrando a la sociedad civil. Orquestar estos consensos complejos utilizando sólo uno o dos instrumentos de política luce muy poco probable. Mejor dicho, estos instrumentos sólo podrán incidir en los precios relativos y en los niveles de inflación a través de su impacto negativo en el nivel de corto plazo de la actividad económica.

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.