

# La tentación de crecer con endeudamiento (sin reducir el déficit fiscal)

Informe Mensual Mayo

Martes 17 de mayo de 2016

**labourcapitalgrowth**

Costa Rica 4161 - CABA  
(5411) 4862-8992  
[www.lcgsa.com.ar](http://www.lcgsa.com.ar)  
contacto: [info@lcgsa.com.ar](mailto:info@lcgsa.com.ar)

## Editorial

El Gobierno consiguió ganar tiempo al lograr que la oposición no alcanzara el quórum en la Cámara de Diputados para votar la Ley Antidespidos. Fue clave para ello el rol que jugó el Frente Renovador de Sergio Massa. También a él le permitió volver a aparecer como el principal opositor del Gobierno. Lugar que pareció haber perdido en manos de Cristina Kirchner a partir de las marchas en su apoyo cuando fue citada a declarar a mediados de abril por la causa de dólar futuro

El Gobierno tiene minorías en ambas Cámaras y esto representa una debilidad. Quedó demostrado que no es extrapolable el apoyo alcanzado en el acuerdo con los *holdouts*. Pero también es evidente que lo beneficia la ausencia de un líder claro en la oposición que aglutine a todas las fuerzas.

La economía se encuentra en su peor momento: fuerte caída de la mayoría de los indicadores líderes, inflación anual cerca del 40% y una tasa de interés tan alta que en Argentina se obtiene en un mes una rentabilidad equivalente a la que en el resto del mundo podría llevar 3 años. La sociedad percibe que es un año de ajuste cuando la realidad determina que la política fiscal está siendo expansiva. En paralelo Brasil vive un 2001 argentino en cuotas. Con muy poco y sin apoyo en las calles, Dilma fue removida “temporalmente” del cargo. El Gobierno Nacional apuesta a que la economía se reactive a partir del crecimiento de la inversión. Por eso la importancia de que no saliera la Ley Antidespidos ya que sería una dura señal para el inversor. La economía reanimada es la principal herramienta que cuenta el Gobierno para ganar las elecciones de 2017.

En este informe analizamos las dificultades estructurales y coyunturales que tiene apalancar el crecimiento económico a partir del financiamiento de la inversión con endeudamiento externo. Concluimos que no hay antecedentes de procesos de

desarrollo exitosos basados únicamente en políticas monetarias o cambiarias. El progreso económico depende del trabajo productivo y la austeridad. Y esto requiere equilibrio fiscal y baja inflación.

El punto de partida actual indica que el logro de esos objetivos debe hacerse de manera gradual. La apertura de la economía financiada con endeudamiento externo permitió en el pasado crecer en el corto plazo. Acelerar su alcance puede implicar un atajo que provoque una situación no deseada en el futuro.

En el extremo hay dos caminos: uno financiero y otro estructural. Se puede utilizar el financiero, pero es inevitable atacar lo estructural. El Gobierno enfrentará las tentaciones para apelar al endeudamiento y la apertura comercial para crecer rápidamente. Y mucho más teniendo en cuenta que tiene minoría en el Congreso y elecciones el año que viene.

El país necesita otros tiempos para no repetir los errores del pasado. Y es acá donde se genera una grieta con los tiempos que promete el Gobierno. Debería ser un período de reformas y de recuperación de instituciones para no repetir los vicios del pasado: sistema tributario y previsional, coparticipación, distribución de gastos Nación-provincias, saneamiento cuentas fiscales, infraestructura productiva, productividad laboral, estadísticas públicas, etc. Priorizar el crecimiento de corto plazo sin atender las cuestiones estructurales que afectan la competitividad del país, no será más que la adopción de un nuevo atajo.

## Incendios apagados

**El Gobierno heredó desequilibrios macroeconómicos muy profundos en varios frentes.** La dificultad es mayor si se tiene en cuenta que los problemas están interrelacionados entre sí: la acción para ajustar un desequilibrio impacta negativamente en otro. **Se optó por ir gradualmente y priorizar los frentes a atacar.**

**Primero desmanteló el cepo,** le dio mayor competitividad a la economía -al menos en el corto plazo- depreciando el tipo de cambio, engrosó las reservas internacionales y readecuó todo el marco normativo a la nueva realidad. **Después hizo un fuerte ajuste de precios relativos.** Actualizó los precios de los servicios y el transporte públicos. **Por último, se concentró en la salida del default y la vuelta a los mercados financieros.** Alcanzó un acuerdo con los *holdouts* por el cual se les pagó en efectivo el capital defaultado en 2001 actualizado con una tasa de interés promedio del 4% anual. Los fondos para afrontar esos pagos surgieron de una colocación en el mercado internacional por US\$ 16,5 miles de millones (MM) al 7,2% anual con una *duration* de 6 años (plazo promedio 11 años).

### Aumentos de precios servicios públicos

Servicio	Fecha anuncio	% de aumento
Electricidad	29-ene-16	442%
Agua	01-abr-16	375%
Gas	01-abr-16	300%
Trenes y colectivos	31-mar-16	100%
Subte	31-mar-16	66%

Fuente: LCG

### Acuerdo con Holdouts

En millones de US\$

	Legislación NY				Demás acuerdos			Pendientes	Total
	Total	Pari passu	Me too	Resto	Total	Bon. Italian.	Resto		
Capital adeudado	3.199	1.214	1.042	943	954	782	172	1.867	6.020
Reclamo Total	11.085	5.935	2.418	2.732	2.420	1.915	505	5.528	19.033
Factor de actualiz. del capital	3,47	4,89	2,32	2,90	2,54	2,45	2,94	2,96	3,16
Acuerdo	7.650	4.438	1.879	1.333	1.429	1.173	256	1.500	10.579
Quita	31%	25%	22%	51%	41%	39%	49%	73%	44,4%
Tasa de rentabilidad implícita (2002-2015)	6,4%	9,7%	4,3%	2,5%	2,9%	2,9%	2,9%	-1,6%	4,1%

Fuente: LCG en base a Sec. Finanzas y Comunidad Mecon.

**El bajo nivel de endeudamiento permite financiar el gradualismo** ya que existe cierto margen para evitar un fuerte ajuste fiscal en el corto plazo<sup>1</sup>. **Apagar los incendios heredados era una urgencia, y el gobierno los sofocó muy rápidamente.** Incluso, **en un plazo que era impensado en diciembre pasado. Pero estos logros también representan un desafío**, ya que quedan menos “excusas” en lo económico. La “luna de miel” del Gobierno con la sociedad terminó. Incluso **el propio Gobierno menciona que la primera etapa ya finalizó y ahora comienza la del crecimiento.**

## Estructura debilitada

**Se apagaron los incendios, pero como consecuencia de los profundos desequilibrios heredados, la estructura macro quedó muy debilitada:** déficit fiscal, déficit externo, tasas altas, tipo de cambio apreciado y 5 años de estancamiento. Esta estructura **no es sostenible en el largo plazo. Como el Gobierno eligió el camino del gradualismo, el reordenamiento macro va a llevar un tiempo.** El abordaje de lo fiscal es más complejo de lo que el Gobierno pensaba, ya que el endeudamiento puede ayudar, pero sólo durante un tiempo. **Por eso es necesario que se comunique un plan de mediano plazo que explique cómo se va a reacomodar la estructura con metas cumplibles y creíbles.** A fines de abril se intentó recorrer este camino, **al anunciarse los programas financiero (Ministerio de Hacienda) y monetario (BCRA).** Sin embargo, a nuestro parecer, **ambos programas no lograron cumplir con ese objetivo.**

### Fundamentos macro 2013-2016

	2013	2014	2015	2016 e
PBI (Varia real)	2,5%	-2,4%	1,1%	-1,5%
Inflación (Varia, prom. anual)	23%	36%	25%	37%
Tasa de interés (en %)*	20%	20%	27%	30%
Resultado prim. (en % PBI)	-2,3%	-3,5%	-4,4%	-4,8%
TCRM (dic-01=1)	1,44	1,56	1,25	1,44
Cuenta Corriente (en% PBI)	-2,0%	-1,5%	-2,8%	-2,8%
Superávit comercial (US\$ M)	1.521	3.107	-3.048	-1.011
Reservas internac. (US\$ M)	30.599	31.443	25.563	32.000

Fuente: LCG en base a INDEC, BCRA, Mecon

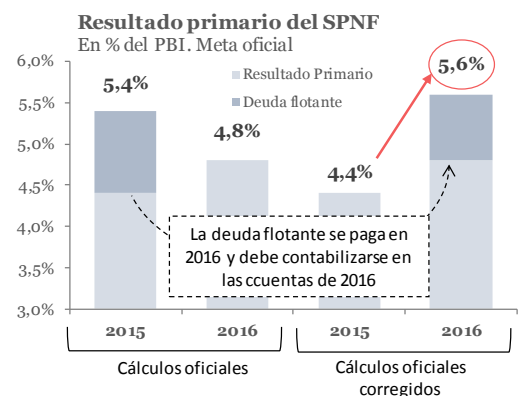
\* Badlar privados a diciembre de cada año

<sup>1</sup> Ver Informe Mensual abril 2015 “¿Es sostenible el déficit fiscal?”.

Del **programa financiero** se puede hacer un análisis cuantitativo y otro cualitativo que permiten describir nuestro pensamiento. En primer lugar, **no fue presentado por el Ministro de Hacienda**, como sí había sido a comienzos de año cuando éste brindó una conferencia de prensa y presentó los números fiscales de 2015 y las proyecciones del período 2016-2019. En segundo término, **no se mencionó una meta de corrección del déficit de mediano plazo**, como lo había hecho en esa presentación: **esto representa la ausencia del dato más relevante que se podría haber comunicado**. Por último, **sólo se indicó el déficit de 2016 con cálculos que generan más dudas que certezas**.

Volvió a anunciarse una meta de déficit primario equivalente a 4,8% del PBI para 2016 que, en base a cálculos del Ministro de Hacienda, implicaría un ajuste de 0,6 pp respecto del cierre “oficial” del año pasado. Pero como mencionáramos en informes previos<sup>2</sup>, **el déficit primario de 5,4% del PBI en 2015 se encuentra artificialmente “inflado” con el objetivo de mostrar un saneamiento en las cuentas públicas en 2016**. En efecto, incluye la contabilización del incremento de la deuda flotante por \$ 60 MM ó 1% del PBI. Si bien es cierto que son erogaciones que no fueron comprometidas por la Administración actual, dado que estos gastos deben pagarse en 2016 también deben contabilizarse este año. Así, **corrigiendo por este efecto el rojo aumentaría: se pasaría de un déficit primario del 4,4% del PBI a uno del 5,6% ó 4,8% en el mejor de los casos si asumimos que logra alcanzar la meta anunciada**. Entendemos que mantener “difuso” el sendero fiscal trae costos asociados innecesarios: enfrenta la sensación general de que el Gobierno implementa un ajuste fiscal cuando en realidad la política fiscal va a ser expansiva y, más temprano que tarde, deberá enfrentar la realidad de los números.

<sup>2</sup> Ver Informe Mensual de Enero 2016 “Del shock al gradualismo” y el Informe Quincenal N° 158.



En relación a las obligaciones de 2016 se confirmó que con la emisión de US\$ 16,5 MM se consiguieron los dólares suficientes para afrontar los compromisos en moneda extranjera, pero **aún queda cerrar la brecha en pesos que estimamos es de \$ 240 MM** (\$ 30 MM mensuales).

## Programa financiero - Estimación LCG

Año 2016

	En pesos		En moneda extranjera		TOTAL
	\$ MM	En % PBI	US\$ MM	En % PBI	En % PBI
<b>NECESIDADES</b>	<b>553,3</b>	<b>7,5%</b>	<b>21,5</b>	<b>4,4%</b>	<b>11,8%</b>
<b>1. Déficit Primario (*)</b>	357,5	4,8%	0,0	0,0%	4,8%
<b>2. Vencimientos de deuda</b>	195,8	2,6%	11,7	2,4%	5,0%
Capital	144,1	1,9%	6,1	1,2%	3,2%
Intereses	51,7	0,7%	5,6	1,1%	1,8%
<b>3. Holdouts</b>	0,0	0,0%	9,8	2,0%	2,0%
<b>FUENTES</b>	<b>301,3</b>	<b>4,1%</b>	<b>5,1</b>	<b>1,0%</b>	<b>5,1%</b>
<b>1. BCRA (Cuasifiscal + Adelant)</b>	<b>160,0</b>	<b>2,2%</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0%</b>	<b>2,2%</b>
<b>2. ANSES</b>	<b>35,6</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,5%</b>
<b>3. ROLL OVER Deuda</b>	<b>105,6</b>	<b>1,4%</b>	<b>5,1</b>	<b>1,0%</b>	<b>2,5%</b>
Intra Sector Público	105,6	1,4%	2,7	0,5%	2,0%
Organismos Internacionales	0,0	0,0%	2,4	0,5%	0,5%
<b>GAP a financiar</b>	<b>252,0</b>	<b>3,4%</b>	<b>16,5</b>	<b>3,4%</b>	<b>6,8%</b>

(\*) Estimación propia con deuda flotante 2015

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

Brecha cerrada con la emisión internacional

Colocaciones recientes por \$ 17 MM

Financiamiento neto requerido \$ 236 MM  
(\$ 30 MM por mes)

En relación al **programa monetario**, la cuestión está un poco más clara. **Se anunció formalmente que la Argentina va a un esquema de metas de inflación** y que el principal objetivo del BCRA es la estabilidad monetaria entendida como una inflación baja y sostenible. Si bien el crecimiento económico y el pleno empleo son parte de los objetivos

del BCRA, estos se encuentran relegados en el orden de prioridades dado que las autoridades entienden que la baja inflación es una condición necesaria para lograrlos. **El dato más importante de la presentación del programa monetario es que respeta las metas de inflación planteadas por Prat Gay.** En los esquemas de metas de inflación es común que los ministros de economía fijen el *target* o participen junto al directorio del BCRA, pero no es un dato a pasar por alto dados los actuales problemas de convivencia entre ambas figuras del equipo económico.

**El punto débil en este caso es que este programa nacería incumpliendo la meta del primer año.** El Gobierno mantuvo la meta de 25% para fin de año. Pero dado que en los primeros seis meses los precios habrán acumulado un incremento que va entre 21% y 26% (según índices alternativos de inflación), para alcanzar la meta oficial la inflación acumulada del segundo semestre debería ser, como máximo, del 4%. Esto implicaría aumentos mensuales del 0,2%-0,6%<sup>3</sup>. La meta sigue luciendo muy difícil de cumplir, aun considerando sólo la inflación núcleo: para alcanzar el objetivo oficial, entre julio y diciembre los precios no regulados deberían crecer al 1,1% mensual (vs 2,6% en el 1S-16). Quizá previendo esto es que en el anuncio se dio a entender que formalmente las metas de inflación arrancarían recién en 2017.

Esquema de metas de inflación en el mundo

País	Índice de precios	Meta	Cláusula de escape	Rendimiento de cuentas	Fijación de la meta
Australia	IPC-Core	2%-3% anual	Ninguna	Ninguna	Gobierno + BCRA
Brasil	IPC	4% anual	Ninguna	Carta abierta de Min. Finanzas explicando incumplimiento y medidas a tomar y plazo requerido para retomar a la meta.	Gobierno + BCRA
Canadá	IPC Core	2% anual	Revisión de la meta sólo bajo circunstancias exep. (aumento precio petróleo, desastre natural, etc)	Explicación pública	Gobierno + BCRA
Chile	IPC	3% anual	Ninguna	Ninguna	Gobierno + BCRA
Colombia	IPC	2%-4% anual	Ninguna	Ninguna	Gobierno + BCRA
Nueva Zelanda	IPC		Cambios significativos en comercio, impuestos indirectos y shocks de oferta	Explicación pública por incumplimiento y detalle medidas a tomar y plazo estimado retorno a la meta.	Gobierno + BCRA

Fuente: LCG

<sup>3</sup> Vale notar que el IPCBA, elaborado por el Instituto de Estadística de la Ciudad de Buenos Aires, ya refleja un aumento acumulado de los precios por encima de la meta oficial.



## Inflación real vs meta oficial

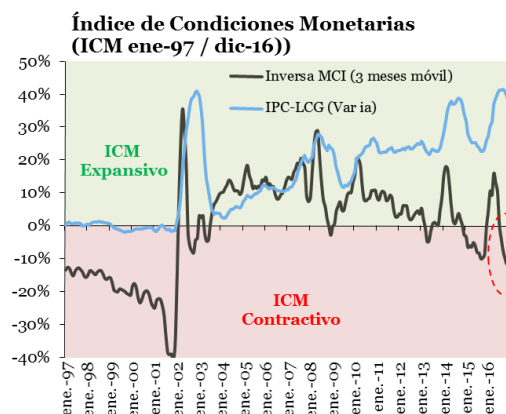
Variación necesaria para cumplir la meta oficial

	Acum. 1S-16	Meta oficial 2016 (dic/ dic)	Para cumplir meta oficial		Estimación LCG 2016 (dic/ dic)	Para cumplir meta LCG	
			Acum. 2S-16	Prom. Mensual 2S-16		Acum. 2S-16	Prom. Mensual 2S-16
IPC-LCG	23%	25%	1,2%	0,2%	36%	11%	1,7%
IPC-CABA	26%	25%	-1,0%	-0,2%	-	-	-
IPC-SAN LUIS	21%	25%	3,7%	0,6%	-	-	-
IPC Núcleo LCG	17%	25%	6,8%	1,1%	29%	11%	1,7%

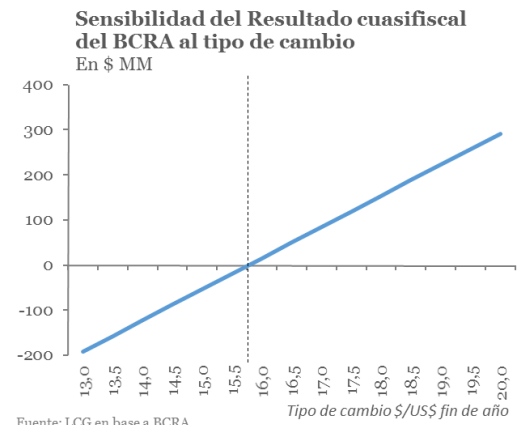
Fuente: LCG en base a institutos de estadística provinciales

**Los programas de metas de inflación utilizan a la tasa de interés como la herramienta de política monetaria para alcanzar sus objetivos.** Si la inflación esperada se encuentra por arriba de las metas, se sube la tasa de interés y viceversa. Dado que la meta de inflación terminará determinando la tasa de interés es esperable que se mantenga en línea con los objetivos de política económica y con el programa financiero (y por eso que deben acordarse conjuntamente entre Hacienda y el Banco Central). Una buena parte de la inflación se explicaba por la dominancia fiscal de la política monetaria, y esto acaba de ser acotado en el nuevo programa financiero en \$ 160 MM. Si bien es un valor nada despreciable (2% del PBI), es el mismo monto nominal que lo transferido en 2015, lo que implica una reducción gradual de esta asistencia (y una caída en términos reales del 30%).

**Una tasa de interés muy elevada afecta a la actividad económica y la inversión.** Los préstamos al sector privado se están desacelerando fuertemente, y también presiona a la apreciación de la moneda a través del ingreso de inversiones financieras afectando a las exportaciones y al nivel de empleo, agravado por un contexto externo adverso. El Índice de Condiciones monetarias, que capta el efecto de la tasa de interés y el tipo de cambio real, ya ubica a la política monetaria en terreno negativo, tendencia que se acentuaría en los próximos meses



Además, **esta política de tasas altas podría enfrentarse con un límite adicional que es el balance del BCRA.** El fuerte incremento en la tasa de interés de las LEBACs, para retirar el excedente de pesos junto con las pérdidas por el dólar futuro, impactan en el resultado cuasifiscal: en 2016 el resultado operativo sin las diferencias de cotización sería deficitario por casi \$ 200 MM (2,6% del PBI). La tenencia de una enorme cantidad de títulos públicos del Gobierno Nacional en dólares (US\$ 67 MM entre Letras Intransferibles y bonos) le permite que, ante una depreciación del tipo de cambio, el resultado cuasifiscal no sea negativo. Sin embargo, el “esfuerzo” que se requiere en materia de tipo de cambio es cada vez mayor. Según nuestras proyecciones, **un tipo de cambio a 16 \$/US\$ a fin de 2016 determina un resultado de equilibrio para el BCRA.** Una herramienta que cuenta el BCRA -que extrañamente no utiliza- es una suba de los encajes bancarios, que le permitiría retirar pesos sin tener que afrontar mayores erogaciones (y, por ende, disminuir el pago de intereses asociados a las LEBACs).



### Resultado Cuasifiscal BCRA

En miles de millones de \$

	2013	2014	2015 (*)	2016 (*)
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	<b>-12,9</b>	<b>-40,2</b>	<b>-74,5</b>	<b>-145,9</b>
- Costo esterilización	-15,9	-43,3	-77,5	-168,3
- Rentas títulos públicos Gov. Nacional	2,4	2,5	2,2	21,6
- Otros	0,7	0,7	0,8	0,8
<b>DIF. NEGOCIACIÓN DE DIVISAS (**)</b>	<b>6,2</b>	<b>7,3</b>	<b>-45,0</b>	<b>-36,0</b>
<b>GASTOS OPERATIVOS</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,8</b>	<b>-5,8</b>	<b>-8,6</b>
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>-10,0</b>	<b>-36,7</b>	<b>-125,3</b>	<b>-190,5</b>
<b>DIF. DE COTIZACIÓN (***)</b>	<b>88,4</b>	<b>114,8</b>	<b>299,1</b>	<b>239,8</b>
- Reservas internacionales brutas	49,0	64,0	113,8	115,3
- Títulos públicos y Letras intransferibles	0,0	109,5	296,9	233,0
- Swap Banco de China y Repo Bancos Int.	0,0	-6,0	-51,2	-57,7
- Encajes + otros	39,4	-52,6	-60,5	-50,8
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>78,4</b>	<b>78,1</b>	<b>173,8</b>	<b>49,3</b>

Fuente: LCG estimaciones propias en base a BCRA

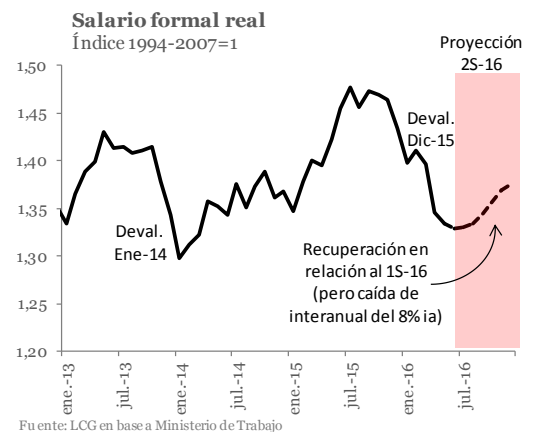
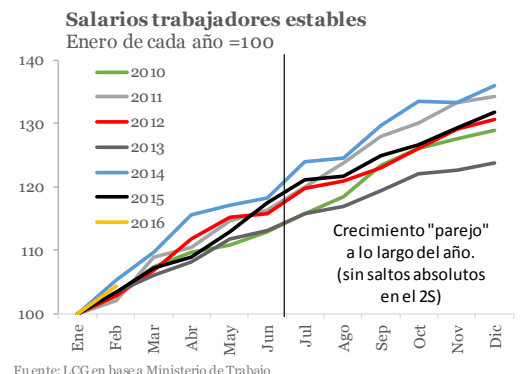
(\*) Estimado

(\*\*) Impacto dólar futuro

(\*\*\*) Tipo de cambio 16,5 \$ / US\$ al 31/12/2016

Quizás la ansiedad por mostrar una mejora inmediata de la economía llevó a generar una brecha entre las expectativas y la realidad. Por ejemplo, se machacó hasta el cansancio con que en el segundo semestre la economía iba a retomar el crecimiento como consecuencia de una “lluvia de dólares” proveniente desde el exterior. También cuando se anunció la colocación de nueva deuda por US\$ 16,5 MM, sabiendo que esos dólares estaban destinados al pago de obligaciones, o bien cuando se dijo que con los “salarios nuevos” la economía iba a repuntar. En este caso, el crecimiento nominal de los salarios, aun con vaivenes, es bastante lineal a lo largo del año y no suelen observarse saltos discretos (salarios nuevos) en los segundos trimestres. Esto obedece al hecho de que las paritarias no se concentran en un mes en particular y a que en la mayoría de los casos los aumentos acordados son escalonados y, en promedio, terminan incidiendo en todo el año. Lo que sí jugará a favor de lo que espera el Gobierno es que, a partir de la desaceleración de la inflación, el salario real frenará su caída y hasta mostrará una recuperación en el segundo semestre. Aun así, en la comparación anual la baja del poder adquisitivo será del 10% ia.

Una serie de indicadores de avance muestran que la actividad económica está sufriendo una fuerte recesión. El gobierno estuvo demasiado pendiente de mostrar buenas noticias en el corto plazo, sin elaborar comunicacionalmente un relato que pusiera el foco en el mediano plazo. La presentación de los programas financiero y monetario no fueron suficientes para explicitar cómo se va a mejorar la estructura de la economía. El problema es con la vorágine que caracteriza a las sociedades actuales ese mediano plazo se encuentra a la “vuelta de la esquina”.



## Indicadores de avance de la actividad económica y el consumo privado

Variación anual

	2014	2015	2T-15	3T-15	4T-15	1T-16	nov-15	dic-15	ene-16	feb-16	mar-16	abr-16	
<b>Indicadores de consumo</b>													
Masivo	Supermercados	1,1%	2,0%	0,3%	3,5%	1,7%	1,8%	1,1%	-0,5%	-2,6%			
	Ventas minoristas CAME	-5,3%	2,3%	1,7%	2,2%	2,7%	-4,0%	1,6%	3,1%	-2,3%	-4,5%	-5,8%	-6,6%
	Ventas en shoppings	-2,5%	6,1%	1,8%	13,6%	4,9%		5,4%	4,0%	0,1%	-1,7%		
	Recaudación de IVA DGI	0,0%	9,1%	11,3%	11,3%	9,3%	-4,8%	10,1%	5,1%	-2,1%	-6,0%	-6,6%	-4,0%
	Recaudación de Imp. Déb. y Créd.	0,0%	1,3%	3,3%	1,9%	3,5%	5,4%	-1,2%	7,3%	4,1%	3,6%	8,8%	-0,7%
Dura- bles	Electrodomésticos CAME	-7,0%	4,4%	5,4%	5,1%	4,4%	-6,5%	4,5%	4,2%	-4,8%	-6,1%	-10,2%	-12,3%
	Patentamientos 0 km	-28,1%	-6,5%	-3,2%	2,3%	13,9%	1,9%	27,8%	3,9%	-13,3%	11,6%	14,0%	13,8%
	Índice Confianza Consumidor (UTDT)	-13,4%	33,8%	39,4%	30,7%	30,6%	-3,4%	38,2%	24,1%	8,1%	-9,7%	-8,4%	-18,3%
<b>Indicadores de la Actividad de la Construcción</b>													
	ISAC (Indec)	-0,4%	-10,7%	10,0%	7,2%								
	Índice Construya	-5,5%	8,1%	9,3%	15,8%	12,9%	-3,6%	20,3%	11,9%	3,2%	-4,0%	-9,6%	-22,3%
	Despacho de Cemento	-3,5%	7,4%	14,6%	6,1%	2,1%	-8,4%	-0,5%	4,6%	-7,5%	-9,4%	-8,5%	-27,6%
<b>Indicadores de la Evolución Industrial</b>													
	IPI- Ferreres	-4,0%	1,0%	0,6%	3,3%	1,1%	1,8%	1,0%	0,6%	0,3%	0,6%	-1,8%	
	IPI-FIL	-5,2%	-0,2%	1,3%	2,2%	0,2%	-0,4%	0,8%	1,5%	4,4%	2,8%	-1,4%	
	Prod. Automotriz (ADEFA)	-22,0%	-14,7%	-12,7%	-5,8%	-21,7%	-18,1%	-16,6%	-22,5%	-29,5%	-22,6%	-8,4%	-0,4%
	Ref. petróleo (Sec. Energía)	-1,4%	1,4%	1,9%	2,6%	2,2%		3,9%	0,5%	-4,6%			
	Ind. Siderúrgica (Cámara Arg Acero)	2,3%	-8,4%	-13,7%	-3,7%	-7,3%	-14,5%	-9,6%	-13,0%	-11,6%	-18,2%	-13,9%	
	Prod. Carne vacuna	-4,1%	0,3%	1,9%	1,7%	-4,0%	-5,6%	-3,6%	-6,1%	-7,9%	-3,5%	-5,2%	
	Prod. Carne avícola	-5,1%	-0,5%	3,6%	-2,0%	-6,4%	-10,3%	-4,0%	-6,4%	-13,8%	-11,5%	-5,6%	

Fuente: LCG en base a diversas fuentes.

## ¿Cómo se puede crecer?

La economía es como una casa que se prendió fuego. Los incendios se apagaron, la estructura no se vino abajo como en otras oportunidades, pero quedó muy debilitada. Hay otra diferencia con respecto al pasado. Antes se podían individualizar las anomalías que encendían la chispa que producía el incendio y desencadenaba la debacle de la economía. Era la política fiscal (déficit y endeudamiento), la cambiaria (apreciación o cuentas externas deficitarias) o la financiera (quiebre del sistema financiero). En esta ocasión las fallas son una combinación varias de esas variables, pero que ninguna terminó por eclosionar en una crisis.

**El gobierno tiene que definir las prioridades, ordenarlas y comunicar las acciones para que la economía vuelva a crecer y generar empleo.** En nuestra metáfora esto significa que la casa pueda habitarse nuevamente. **El problema es que cuando se analizan los componentes**

**labourcapitalgrowth**

Costa Rica 4161 – CABA  
 (5411) 4862-8992  
[www.lcg.com.ar](http://www.lcg.com.ar)  
 contacto: [info@lcg.com.ar](mailto:info@lcg.com.ar)

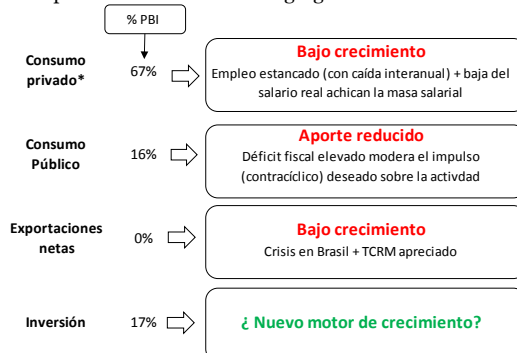
de la demanda cuesta encontrar el factor que pueda ponerla en movimiento. Las exportaciones van a estar condicionadas por un mundo en bajo crecimiento, con el principal socio comercial sumido en una crisis económica y política de una magnitud difícil de cuantificar y el tipo de cambio estará más “caro” que competitivo. El gasto público tiene más para retroceder que para crecer partiendo de un déficit fiscal muy elevado. El consumo privado, luego de varios años de ser el principal motor de la economía, también se va a tomar un respiro a partir de la caída del salario real y del empleo. En resumen, esto implica que, para crecer, **el impulso deberá venir por el lado de la inversión.**

Haciendo un ejercicio muy sencillo, **para crecer al 4% por año a partir de 2017<sup>4</sup> asumiendo que el consumo privado aporta sólo 1 pp anual<sup>5</sup>**, dado que representa sólo 17% del PBI<sup>6</sup>, **la inversión tendría que multiplicar por 6 su tasa de crecimiento respecto del crecimiento del PBI (25% real por año).** Esto implica que el ratio inversión/ PBI debería aumentar 4 pp por año, llegando a niveles muy altos para nuestra economía (30% en 2019). E incluso, considerando que 1/4 de la inversión bruta interna fija (IBIF) es pública y que actualmente existe un *trade off* entre impulso económico y saneamiento de las cuentas fiscales, la exigencia de crecimiento de la inversión privada sería todavía mayor para cumplir nuestra premisa.

**Un problema adicional es que la inversión en Argentina ha sufrido fluctuaciones muy pronunciadas,** como consecuencia de la alta volatilidad que ha mostrado su economía. En los últimos 50 años Argentina tuvo 16 caídas del

#### ¿Qué traccionará la recuperación económica?

Componentes de la demanda agregada



Fuente LCG  
\* Incluye Diferencia estadística

<sup>4</sup> Se asume un crecimiento nulo de consumo público y de las exportaciones. Elasticidad de las importaciones de 3%.

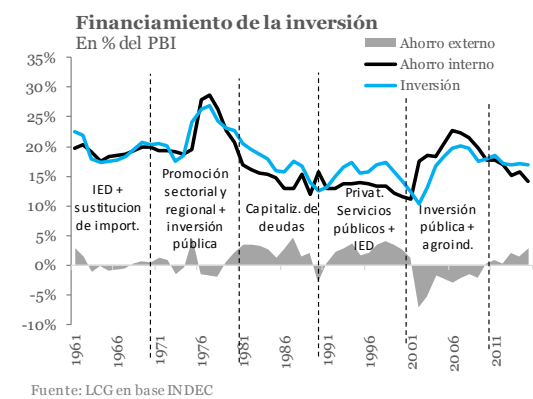
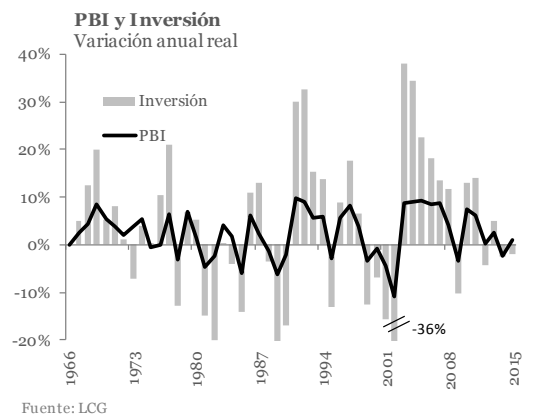
<sup>5</sup> Entre 2003 y 2013 el consumo privado aportó, en promedio, 4 pp de crecimiento por año. Se podría asumir cierto impulso producto de un crecimiento en los salarios en dólares como consecuencia de la apreciación real.

<sup>6</sup> A precios constantes el ratio se ubica en 20%.

PBI (17 si incluyéramos al 2016) lo que determina un promedio de **1 recesión cada 3 años**. En todas esas caídas se acumuló una pérdida del PBI de casi el 50% (3,5% anual en promedio). **La inversión acompañó todas las caídas del PBI**, pero además se contrajo en otras dos oportunidades aun cuando el PBI no cayó (en 2012 y 2015<sup>7</sup>). **Cada vez que cayó lo hizo a una tasa promedio del 13% anual<sup>8</sup>**.

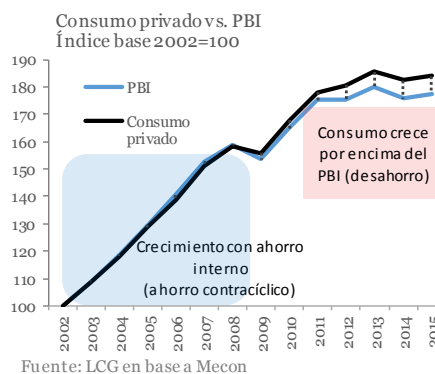
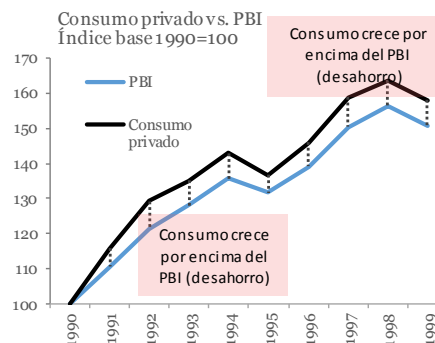
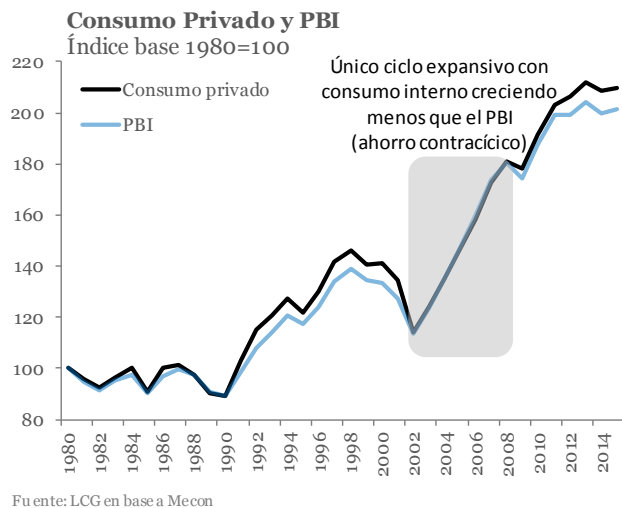
Otro aspecto a destacar es que el origen del financiamiento de la inversión ha variado sustancialmente según el período que se analice, pero en las últimas 5 décadas en 2 de cada 3 años la inversión terminó siendo financiada con ahorro externo: inversión extranjera y sustitución de importaciones a comienzos de los sesenta, inversión pública y proyectos capital intensivos con promoción en los setenta, privatizaciones de los servicios públicos en los noventa e inversión pública y agroindustria a partir de la mejora de la competitividad y términos de intercambio en la última fase expansiva.

**En los últimos 50 años el ahorro interno ha variado a contramano del PBI: cuando la economía creció, el ahorro nacional disminuyó.** En las fases expansivas el crecimiento del consumo fue superior al del PBI. Pensando al país como una empresa, cada vez que crecieron ventas, el dueño de la empresa consumió sus mayores ganancias en vez de invertir para mejorar su productividad y aumentar la producción (o hacer un colchón para soportar las épocas de “vacas flacas”).



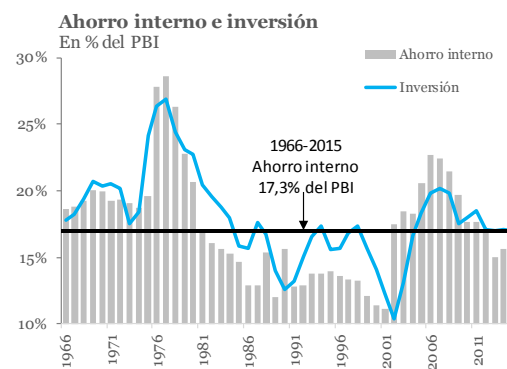
<sup>7</sup> En 2012, el PBI estuvo prácticamente estancado (+0,2% ia) y en 2015 creció 1,1% ia traccionado por el consumo privado.

<sup>8</sup> 11% si se excluye la contracción del 36% ia que sufrió la inversión en 2002.



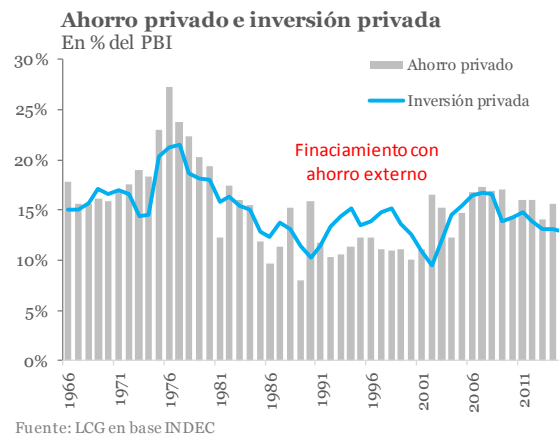
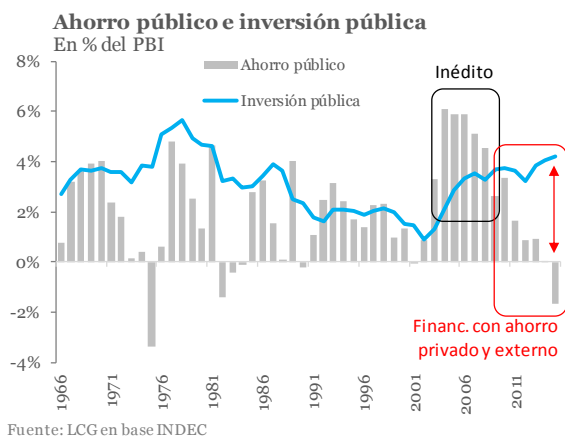
Todo esto determina que **Argentina tenga un muy bajo nivel de ahorro interno:** desde mediados de los 60s promedió el 17% del PBI. Tuvo picos por encima del 25% a mediados de los 70s y en torno al 23% en los primeros años la gestión kirchnerista y mínimos del 13% del PBI durante la Convertibilidad. En 2015 fue del 14% del PBI, 3 pp menor al promedio histórico y apenas por encima de los niveles de la década del 90.

**El rol del sector público resultó clave en esta dinámica. Tuvo déficit fiscal en 43 de los 50 años que analizamos (9 de cada 10 años).** Ya sea como consecuencia de malas administraciones o por salir al rescate del sector privado, **el ahorro público<sup>9</sup> estuvo la mayor parte del tiempo por debajo de la inversión** lo que implica que éste tuvo que haberse financiado de alguna manera. Sólo entre



<sup>9</sup> Ingresos corrientes netos de gastos corrientes.

2003 y 2008 el sector público logró conjugar más de 4 años financiando la inversión pública con recursos propios. Pero en los años siguientes volvió a los vicios del pasado cubriendo sólo una parte cada vez menor de la inversión, debiendo apelar al ahorro privado y externo para cubrir esa brecha. **Distintamente el sector privado tuvo un nivel de ahorro superior a la inversión; la excepción la década del '90 que debió financiarse con ahorro externo para incrementar la tasa de inversión (privatizaciones vía Inversión extranjera directa).** <sup>10</sup>



<sup>10</sup> En este informe los ratios de inversión, ahorro interno (público y privado) y ahorro externo en relación al PBI fueron calculados a valores corrientes de cada año. El ahorro público ha sido entendido como la diferencia entre los ingresos corrientes y los gastos corrientes del sector público consolidado (nación, provincias y municipios) y el ahorro externo como el resultado opuesto al de la cuenta corriente. El ahorro privado surge como la diferencia entre la inversión y el financiamiento proveniente del ahorro público y externo.

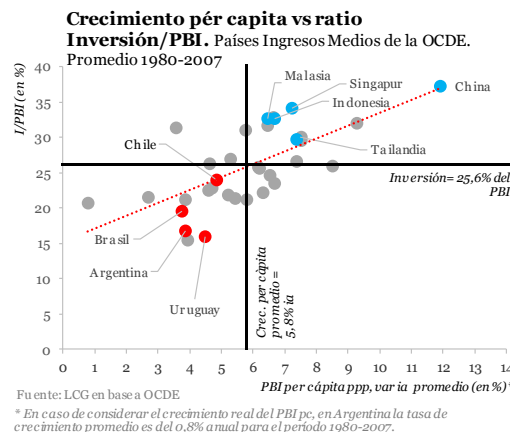
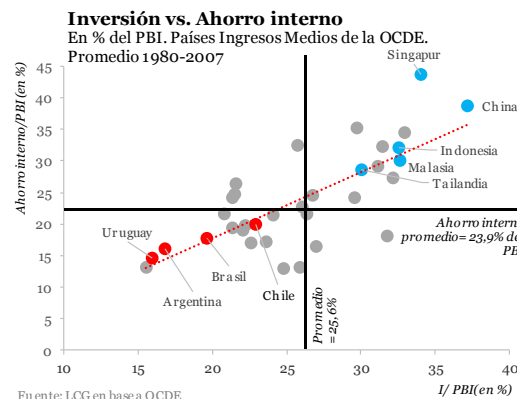


## Apalancando el crecimiento

**El bajo nivel de ahorro interno de la economía es un impedimento para que crezca la inversión.** Los países que más crecieron en las últimas décadas tuvieron un nivel de inversión significativamente más alto. De la muestra de países de ingresos medios de la OCDE se desprende que **a mayor nivel de ahorro interno mayor es el nivel de inversión y que, a mayor inversión, mayor es la tasa de crecimiento del PBI en el largo plazo.** Los países asiáticos, por lejos los más dinámicos en términos de crecimiento económico, financiaron la inversión con altas tasas de ahorro doméstico. En el otro extremo los países de América Latina, con bajo nivel de ahorro interno, presentan menores ratios de inversión y un ritmo de crecimiento del PBI per cápita mucho más lento.

Además, que la economía siempre esté apoyada en el consumo tiene el problema del agotamiento de los *stocks*, especialmente en un país con una amplia dotación de recursos naturales. Ejemplo de esto es lo ocurrido en los últimos años, en los cuales para seguir financiando el consumo Argentina apeló a los stocks de varios de sus recursos: petróleo, gas, ganado, mala utilización del suelo, etc.

La inversión puede ser financiada con ahorro interno o con ahorro externo (o con una combinación ambos). El ahorro público, entendido como la diferencia entre los ingresos corrientes y los gastos corrientes (no se consideran los ingresos y gastos de capital), es muy difícil de aumentarlo. Esto fue descrito en el Informe Mensual de abril, donde explicamos un rol determinante del gasto en seguridad social, que crece de manera automática a un ritmo superior en comparación con los ingresos. A su vez, si bien es esperable una caída en el consumo, el ahorro privado se mantendría relativamente estable debido a la caída de la masa salarial real (efecto salarios/precios e incremento del desempleo). **Dado el bajo nivel de**



**ahorro interno en el corto plazo, el aumento de la inversión para traccionar el crecimiento sólo se podría financiar apelando al ahorro externo<sup>11</sup>.**

**Existen varios riesgos cuando un país se financia con ahorro externo: i) que las importaciones sean bienes de consumo o servicios que no generan valor agregado ni capacidad de repago en el largo plazo (pe. turismo de argentinos en el exterior), ii) aun si se canalizaran en inversiones, que las mismas no sean productivas (pe. aires acondicionados, antenas de celulares, etc.) y, iii) que el financiamiento de la cuenta capital esté basado en inversiones de cartera en contraposición con la inversión extranjera directa.**

**Un déficit de cuenta corriente no es bueno ni malo en sí mismo. Crecer con ahorro externo e incorporar capital productivo del exterior, sobre todo para una economía atrasada, es una buena herramienta. Lo que hay que tener en cuenta es que no puede financiarse mediante un préstamo del exterior sin plantearse el problema de cómo será devuelto en el futuro (es decir, si incrementa la capacidad de repago). Si la contrapartida del déficit en cuenta corriente es inversión interior productiva, la devolución de los intereses y del capital prestado no es motivo de preocupación, ya que la inversión los cubrirá o bien puede sustituir bienes que antes eran importados. Sin embargo, los problemas pueden muy bien surgir a la hora de devolver el endeudamiento externo si el financiamiento se**

---

<sup>11</sup> El ahorro externo está asociado al comercio exterior de un país y es equivalente al signo contrario de la cuenta corriente del balance de pagos. Un saldo negativo de la cuenta corriente implica que el país importa más bienes y servicios de los que exporta. Y se denomina ahorro externo porque es el exceso de producción del resto del mundo. Un déficit de cuenta corriente debe ser financiado con la cuenta capital del balance de pagos que el endeudamiento neto de un país con el resto del mundo. Un déficit de cuenta corriente debe ser cubierto con un superávit de la cuenta capital incrementando el nivel de deuda externa de un país con el resto del mundo.

utiliza para financiar gasto de consumo (y la historia argentina muestra varios ejemplos al respecto).

Más allá de algunas excepciones, como medida de sanidad macro **es deseable que en el mediano plazo la inversión se financie con ahorro interno. El ahorro externo deber ser sólo un complemento del ahorro interno** Si se incrementa la inversión, pero no el ahorro interno, existe el riesgo que en algún momento surjan problemas para pagar la deuda: esto sucede cuando el déficit de cuenta corriente se hace insostenible, al igual que los niveles de endeudamiento público y privado..

**En los primeros años de la Convertibilidad la economía creció fuertemente (7,9% anual entre 1990 y 1994). El consumo y la inversión crecieron apalancados en las importaciones que fueron el componente más dinámico de la oferta agregada: crecieron nada menos que a un ritmo de 43% anual. Veamos cómo funcionó ese proceso de crecimiento con financiamiento externo, haciendo hincapié en el inicio y desarrollo ya que son altamente conocidos sus resultados y en las similitudes y diferencias con el contexto actual.**

## El financiamiento externo en la Convertibilidad

**En los años '90 Argentina realizó grandes reformas, que abarcaron a un amplio conjunto de instrumentos que se podrían resumir en: régimen de tipo de cambio fijo con caja de conversión, fuerte liberalización del comercio exterior y privatización de servicios públicos. Pero el objetivo de estas reformas era también cambiar abruptamente las re-**

glas y conductas previas, para que este shock de expectativas generara el crecimiento de la economía. La política económica fue expansiva para alentar un crecimiento rápido y sostenido. **La ampliación del crédito resultaba un elemento importante para que ese crecimiento no enfrentara limitaciones.** La búsqueda de financiamiento coincidió con un mundo que estaba ávido de colocar en el exterior sus excedentes. El flujo de capitales se canalizó a través del sector real (inversión extranjera directa) pero también del financiero (deuda pública y privada).

Como ha venido ocurriendo sistemáticamente en Argentina, cuando la economía se recuperó el crecimiento del consumo superó al del conjunto de la economía. Los primeros años de la Convertibilidad no fueron la excepción. La caída del ahorro interno y el crecimiento del consumo privado indicaban el éxito de las nuevas políticas<sup>12</sup>. Una vez más **los agentes confiaban en la sostenibilidad de la nueva estructura macro y consumían por encima de sus posibilidades.** La inversión permaneció en niveles no muy altos, pero se observó un aumento en el volumen de formación de capital.

Como el crecimiento se apalancaba en el ahorro externo, la balanza comercial comenzó a ser cada vez más deficitaria. El crecimiento de las importaciones totales entre 1990 y 1998 fue del 27% anual (465% entre los dos extremos del período). Sobresale el marcado crecimiento de los Bienes de Consumo (65% ia) que duplicó el incremento de las importaciones totales. En tanto **las importaciones Bienes de Capital- importaciones que componen la demanda de Inversión- crecieron a un ritmo menor (46% ia).** Pero **alrededor del 25% de dichas importaciones fueron bienes de electrónica y algunos electrodomésticos,** que podrían considerarse más bien Bienes de Consumo (aunque se encuentren contabilizados como Bienes de Capital). Adicionalmente, las compras de este segmento crecieron a una tasa

<sup>12</sup> Ver gráficos anteriores de Consumo vs PBI.

**Años de crecimiento de la Convertibilidad**  
1991-1998. Variación anual y contribución al crecimiento

	1991-1994		1996-1998		1991-1998	
	Varia prom.	Contrib.	Varia prom.	Contrib.	Varia prom.	Contrib.
PBI	7,9%	100%	5,8%	100%	5,7%	100%
Consumo total	8,0%	84%	5,6%	80%	5,6%	81%
Consumo privado	9,3%	80%	6,2%	73%	6,3%	75%
Consumo público	2,0%	4%	2,9%	6%	2,2%	5%
Inversión	22,6%	43%	10,9%	36%	13,1%	37%
Contrucción	16,2%	21%	8,6%	17%	9,8%	18%
Eq. durable de Prod.	34,5%	22%	14,4%	19%	19,1%	19%
Exportaciones	3,6%	4%	10,1%	17%	8,2%	14%
(-) Importación	42,7%	31%	17,4%	33%	25,2%	31%

Fuente: LCG en base a INDEC

**Importaciones totales 1990-1998**  
Composición y evolución

Variación 1990-1998	En mill de US\$	Var% anual promedio	Contr % a la variación
<b>Importaciones totales</b>	<b>33.479</b>	<b>27%</b>	<b>100%</b>
<b>Bienes</b>	27.301	33%	82%
Bienes de capital	7.864	46%	23%
Electrónica y electrodomésticos *	2.073	110%	6%
Resto bienes de capital	5.791	41%	17%
Bienes intermedios	7.949	23%	24%
Combustibles	531	15%	2%
PyA para BK	4.830	34%	14%
Bienes de consumo	4.503	65%	13%
Vehículos p/pasajeros	1.616	254%	5%
<b>Servicios</b>	6.178	15%	18%

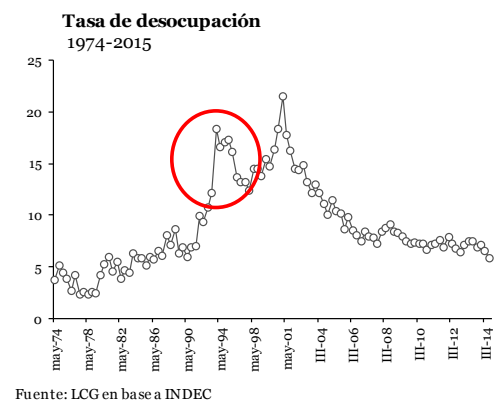
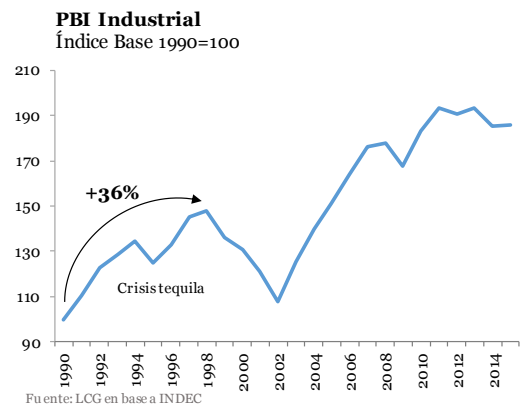
\* Incluye Computadoras y Equipos periféricos, algunos electrodomésticos (calefones, termotanques, estufas), y otros electrónicos (calculadoras, amplificadores, auriculares, alarmas, etc), no contenidos completamente en Bienes de Consumo.

Fuente: LCG en base a datos de INDEC

promedio del 110% contra una tasa del 41% del resto de los Bienes de Capital. Finalmente, cabe destacar que el 50% del aumento de las importaciones de Servicios se explicó por el incremento en la partida “Viajes”.

**A pesar de la apertura comercial y la competencia externa, la industria creció en los ‘90s de la mano del incremento en la productividad por la incorporación de nuevos bienes de capital.** Sin embargo, comenzaban a gestarse dos problemas: era menos intensiva en mano de obra por el abaratamiento relativo del capital y menos focalizada en la creación de bienes de capital, ya que estos eran reemplazados con importaciones. **Las industrias manufactureras redujeron su demanda de mano de obra**, ya que la producción importada reemplazaba a la local. Y el incremento de los salarios en dólares potenciaba el consumo de bienes durables, pero también encarecía el costo laboral, en términos absolutos y relativos a la importación de maquinaria (que a su vez se abarataba producto de la apreciación real). Todos estos factores hicieron que la industria demande menos empleo. **También impactó en el mercado de trabajo el achicamiento del Sector Público y los recortes de personal en las empresas privatizadas.** Mientras la economía crecía fuertemente en los primeros años de la Convertibilidad, el impacto en el mercado laboral estaba matizado. Sin embargo, con la recesión del Tequila en 1995 se manifestó una fuerte destrucción de puestos de trabajo. La tasa de desempleo creció 8 puntos ese año y se ubicó en 18%. Y, a pesar de que el crecimiento económico se recuperó en los años posteriores (entre 1996 y 1998 la economía creció 6% promedio anual), **el desempleo no bajó de 13%.**

**El final de esta película es conocido.** La elevada demanda interna, el encarecimiento de la economía y el déficit en cuenta corriente requerían que en algún momento crecieran



ran la oferta de bienes transables y las exportaciones para poder afrontar el financiamiento que permitió la expansión previa.

El aprendizaje de lo que sucedió es que **el ahorro externo permite impulsar el crecimiento económico, al menos en el corto plazo. Pero lo determinante es el destino del ahorro que termina haciendo a la calidad de ese crecimiento: si se canaliza en inversión productiva, se incrementa la sostenibilidad futura de la economía; mientras que, si se direcciona al consumo privado, ese crecimiento termina resultando más pronto que tarde insostenible. El endeudamiento externo y el mercado de trabajo fueron las variables de ajuste del esquema de Convertibilidad. Ahora se podría apelar al primero, pero no pareciera ser políticamente viable, ni deseado, un fuerte incremento del desempleo como en los '90s.**

#### Contexto macro

Comparativo con la década del 90

	Inflación	Desempleo	Inversión	Sector externo					Sector Público		Resultado Primario SPNF	Tasa Treasur. 10 años
				Cuenta Corriente	Importaciones	Importaciones per cápita	Térm.de Intercam.	TCRc/ EEUU	Deuda pública**	Gasto Primario Consolid.		
				% PBI	% PBI	US\$	Prom. 1966-2015=1	2001=1	% PBI	% PBI		
1991-92	84,2%	6,7	13,9%	-1,2%	4,7%	321	0,84	0,99	-	22%	1,3%	7,4
1993-98	2,6%	13,7	16,6%	-2,9%	7,4%	699	0,90	0,87	28%	24%	0,8%	6,3
2015	25,1%	7,1	17,0%	-2,8%	10,5%	1.409	1,32	1,51	18%	44%	-4,4%	2,1

Fuente LCG

## Evitar los errores del pasado

**Las oscilaciones bruscas de la economía han sido el principal obstáculo de nuestro país. También la lucha contra la inflación es una pelea constante**, que se viene dando desde mediados de los sesenta. Con algunas diferencias, en cada etapa en la que se quiso estabilizar el incremento de los precios domésticos, **se utilizó el tipo de cambio como ancla nominal, la apertura comercial para promover competencia local y “disciplinar” los precios, y la liberalización de los movimientos de capitales** con el propósito de impulsar el desarrollo financiero. La moneda sana se asociaba con la estabilidad cambiaria, y el crecimiento económico era la consecuencia de la liberalización financiera y de una integración comercial que terminara con la sobreprotección industrial.

El problema fue que ninguno de los numerosos planes económicos corregía las inconsistencias de fondo, sino que salteaban caminos para mostrar mejoras lo más rápido posible. **Cada nueva etapa comenzó con euforias financieras motivadas por la llegada de capitales especulativos que aprovechaban las altas tasas de interés.** Crecían los precios de los distintos activos (reales y financieros) y se generaba un *boom* en el consumo y la producción.

**Sin embargo, paralelamente se engendraban las inconsistencias que determinarían el futuro colapso de la economía: la abundancia de divisas provenientes de fondos especulativos apreciaba la moneda y afectaba la competitividad industrial.** Esta coyuntura se veía agravada por la política fiscal expansiva del gobierno de turno que, a pesar de los esfuerzos de ajuste iniciales terminaba por financiar sus necesidades fiscales mediante emisión o colocando deuda en un mercado de capitales en expansión. **Además, no hay antecedentes de procesos de desarrollo**

**exitosos que hayan estado basados exclusiva o preponderantemente en políticas monetarias o cambiarias.** Y mucho menos entre los países emergentes. La liberalización de los movimientos de capitales no ha probado ser beneficiosa a las economías emergentes. Estos capitales generan una falsa euforia cuando llegan, incrementan las importaciones y cuando repentinamente deciden irse obligan a la implementación de ajustes recesivos.

**Este brevísimo repaso de nuestra historia económica nos permite ilustrar que, a pesar de los diferentes gobiernos, partidos e ideologías, la realidad nos vuelve a ubicar en puntos de partida similares. También resulta sorprendente cómo volvemos a repetir esquemas adoptados en el pasado.**

**El progreso económico va a depender exclusivamente del trabajo productivo y de la austeridad, dado el elevado desequilibrio fiscal del cual se parte.** El tipo de cambio y las tasas de interés en niveles adecuados son necesarios para evitar el comportamiento pendular. Condición necesaria para alcanzar eso son el equilibrio fiscal y la baja inflación. El punto de partida de este nuevo proceso indica que el logro de esos objetivos debe hacerse de manera gradual. Sin embargo, la ausencia de metas fiscales claras desde el principio no ayuda y puede atentar contra el financiamiento externo necesario para encender el motor de la economía. Vimos que la apertura de la economía financiada con endeudamiento externo permitió crecer en el corto plazo. Acelerar su alcance puede implicar un atajo que provoque una situación no deseada en el futuro, como sucedió en los '90s y, sobre todo, si el ahorro externo se canaliza en importaciones de bienes de consumo y servicios.

Creemos que en el extremo **existen dos caminos que se pueden recorrer: uno financiero y otro estructural. Al principio se puede utilizar el canal financiero, pero en algún momento resulta inevitable atacar lo**

**labourcapitalgrowth**

Costa Rica 4161 – CABA  
(5411) 4862-8992  
[www.lcgsa.com.ar](http://www.lcgsa.com.ar)  
contacto: [info@lcgsa.com.ar](mailto:info@lcgsa.com.ar)



**estructural.** Esta diferencia es muy delicada, y **son muy altas las tentaciones para apelar al endeudamiento y la apertura comercial para crecer rápidamente. Y mucho más para un gobierno con minorías parlamentarias y que el año próximo afrontará unas elecciones de medio término que se vuelven vitales.**

**Pero el país necesita otros tiempos para no repetir los errores cometidos en el pasado. Y es acá donde se genera una grieta con los tiempos que promete el Gobierno. El actual debería ser un período de reformas y de recuperación de instituciones para no repetir los vicios del pasado:** reforma tributaria, sistema previsional, coparticipación, distribución de gastos entre la Nación y provincias, saneamiento de las cuentas fiscales, mejoramiento de la infraestructura productiva, aumento de la productividad laboral, estadísticas públicas, etc. **Priorizar el crecimiento de corto plazo sin atender las cuestiones estructurales que afectan la competitividad del país, no será más que la adopción de un nuevo atajo.**

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.