



Pensar estratégicamente el largo plazo

Informe Mensual Agosto

Martes 30 de agosto de 2016

labourcapitalgrowth

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

Editorial

El Gobierno debe lograr un equilibrio entre su sostenibilidad política, que depende de la salud de la economía, y la agenda transformadora de largo plazo. En la actualidad, capacidad política y economía representan dos debilidades. Por eso administra dosis de populismo para compensar. Pero esto implica la postergación de correcciones futuras: el corto plazo está dominando la agenda de largo plazo.

El balance del primer semestre es negativo. Estos resultados, que ahora parecen ser una consecuencia “natural”, no estaban contemplados a comienzos de año. Pero entendemos que lo peor estaría quedando atrás. Los indicadores del segundo mostrarán mejoras (entendidas como menores variaciones negativas) que se profundizarán en 2017. No obstante, estará apoyada sobre pilares que no son sostenibles: política fiscal expansiva que derivará en un mayor déficit fiscal que será financiando con la confianza de los mercados y mayor atraso cambiario que contendrá la inflación y potenciará el consumo de bienes durables.

La fragilidad fiscal se vio afectada aún más por el fallo de la CSJN que impactó en la única medida de austeridad fiscal relevante. El costo fiscal es manejable en el corto plazo. El dato positivo es que se abre una oportunidad para generar una nueva propuesta consensuada desde el Congreso, que contenga componentes de actualización automáticos para reducir los subsidios gradualmente alineados a una visión estratégica de la energía. Esto evitaría el desgaste continuo por actualización “manual” y daría un marco de previsibilidad. También sería una buena oportunidad para redefinir la política fiscal de largo plazo. Independientemente del fallo de la CSJN, las metas fiscales para los próximos años eran incumplibles. El Presupuesto de 2017, que se enviará al Congreso en los próximos días, podría plasmar esa política fiscal de largo plazo. Veremos.

Una lección de esta historia de los subsidios es que toda medida de corto plazo necesita ser consistente con visión de largo plazo. Esta es una manera de evitar los cortoplacismos, generar consensos y romper con la volatilidad. La macro actual todavía presenta desequilibrios. En la

economía como en la construcción reconstruir lleva más tiempo que destruir. Por eso se debe ser paciente con los tiempos. Es necesario volver a un régimen macro sostenible o al menos que las inconsistencias tiendan a converger a una situación de equilibrio. Este debería ser el objetivo primario de la actual administración. Este es un período de recomposición y acomodamiento.

Generar un marco macro sostenible es algo que venimos sistemáticamente desaprobando desde hace 50 años. Y lamentablemente es sólo una condición necesaria para comenzar un proceso de desarrollo sostenido. Para desarrollarse se necesita tiempo y potenciar los buenos fundamentos: capital, trabajo y productividad. La economía argentina exhibe un notable rezago que se evidencia no sólo en la dotación de capital físico sino también en el capital humano.

El desafío que tenemos por delante es ser una sociedad moderna, sin pobreza. Para eso se necesita tener un horizonte claro, con una planificación estratégica y capacidad de ejecución. Poder salir de esta trampa del corto plazo nos va a permitir poder empezar a discutir los desafíos del futuro que el resto del mundo está discutiendo y no nos son ajenos, como el medio ambiente y la energía sustentable, el envejecimiento poblacional y los sistemas previsionales, el impacto del avance tecnológico y la creación de empleo, y el rol del Estado para cubrir las necesidades básicas y sostener la demanda agregada ante la pérdida de ingresos de los trabajadores.

Tensiones entre el corto y largo plazo

El Gobierno debe lograr un equilibrio entre su sostenibilidad política que depende, en buena medida, de la coyuntura económica **y la agenda transformadora de largo plazo**. En la actual coyuntura, capacidad política y economía representan dos debilidades para el Gobierno.

Tiene minoría en ambas Cámaras. La coalición Cambiemos cuenta con un tercio de los diputados y sólo un quinto de los senadores. **Apenas puede considerarse como propio un tercio de los votos obtenidos** en la elección general de fines de octubre pasado que lo depositó en el balotaje. Hay que considerar que **llegó al poder luego del cansancio generado por el kirchnerismo**, aunque el hecho de que CFK siga midiendo bien en el Conurbano es una amenaza constante para el Gobierno. Todo esto torna en un hito las elecciones de octubre del año que viene.

La economía siempre ha sido un factor determinante para el humor de los argentinos. Es una consecuencia natural de una economía muy volátil con una enorme historia de crisis y recuperaciones. La situación es más compleja si se tiene en cuenta la economía recibida y la estrategia comunicacional inicial del Gobierno de esconder las dificultades heredadas. Algo que al comienzo estuvo también influenciado por la "facilidad" en que se resolvieron algunos problemas (levantamiento del Cepo y *holdouts*). Sin embargo, como venimos sosteniendo, el desafío que planteaba la herencia no era sólo la cantidad de **inconsistencias de la macro** sino también la interrelación de todas las variables y su imposibilidad de poder resolver todo en corto plazo. Esto último **requería de una coordinación macro consistente con la definición de las prioridades a atacar y una visión de largo plazo** ya que la resolución de algunas inconsistencias iba a demorar más de 4 años (subsidios, déficit fiscal, competitividad, etc.).

Así, el corto plazo está dominado por la economía y la política. Y este círculo se retroalimenta. **El Gobierno administra dosis de populismo y parches para compensar su debilidad política y mostrar mejoras en una economía muy deteriorada**. Pero esto implica la postergación

labourcapitalgrowth

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

de correcciones futuras. Por el momento, **no parece lograr un equilibrio y el corto plazo está dominando la agenda de largo plazo.**

La reparación histórica de las jubilaciones y el programa de cobertura universal de salud nos sirven de ejemplo para graficar esta situación. Ambos anuncios estuvieron destinados a cambios en dos áreas muy complejas que trascienden a generaciones y a toda la sociedad: sistema previsional y de salud. Los dos son temas de la agenda del largo plazo. Sin embargo, **ambos programas tuvieron objetivos tácticos que se sobrepusieron a los estratégicos: volcar los recursos del FGS a la economía, mayores fondos a las provincias por el 15% de la preparticipación para alinear a gobernadores, disminuir el “costo moral” del blanqueo de capitales y destinar fondos para los gremios para contener demandas salariales.**

En el caso del PRH para jubilados los objetivos tácticos fueron buscar la manera de volcar los recursos del FGS de la Anses a la economía, devolverle el 15% de la preparticipación de impuestos a las provincias que iban a la Anses y justificar un blanqueo de capitales. **Este programa reparó la historia, pero empeoró el futuro.** Como describimos en el Informe mensual de junio¹, implicó un deterioro de 2% del PBI anuales para la Anses que actualmente ya tiene las cuentas en rojo. Sin embargo, el Gobierno decidió posponer la discusión sobre la sostenibilidad del Sistema Previsional.

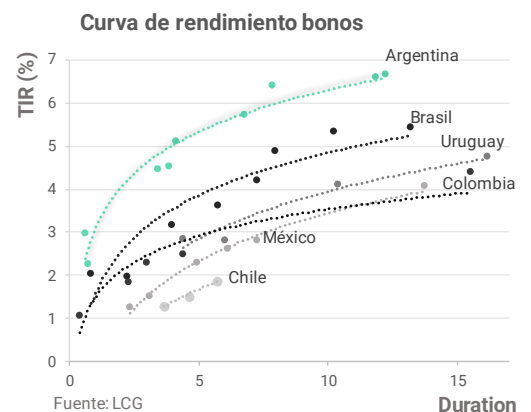
A través del Decreto N° 908/2016 el Gobierno definió la estrategia para el plan de “Cobertura Universal de Salud”. Si bien este fue el título que llevó el DNU, el propósito final fue la devolución de los fondos adeudados a las obras sociales. Para ello se diagramó un esquema para restituirle a los gremios los recursos acumulados en el Fondo Solidario de Redistribución por casi \$ 30 MM². De ese fondo se decidió destinar, por única vez, sólo \$ 8 MM al sistema público para la implementación de la cobertura universal de salud (CUS). La suma representa nada más que

¹ El inevitable camino hacia una nueva reforma previsional.

² Desde la crisis del 2001 los fondos a distribuir a las obras sociales habían quedado fijos en valores nominales mientras que los ingresos fueron creciendo en función de la masa salarial.

0,1% del PBI y luce escasa para solucionar todos los problemas de cobertura de salud de los argentinos. Además, se definió la estrategia del CUS con una lista con 9 finalidades muy generales y sin especificaciones concretas que, al menos hasta ahora, difícilmente permitan eliminar las inequidades que existen en la salud.

Estas reparaciones impactan en las ya debilitadas cuentas fiscales. Por ahora el mercado está más preocupado por la extensión en el tiempo del actual proceso económico que por el abordaje correctivo de la macro y la visión de largo plazo. Los precios de los bonos siguieron subiendo y bajó la tasa de rendimiento. Incluso todavía quedaría cierto margen para que sigan subiendo ya que el rendimiento de los títulos públicos se encuentra por encima de los valores que se observan en otros países de América Latina. Pero en algún momento el mercado se pondrá más exigente ante la postergación fiscal y lo que se puede ganar reduciendo el riesgo argentino, se puede perder si EE.UU. comienza a subir las tasas de interés.



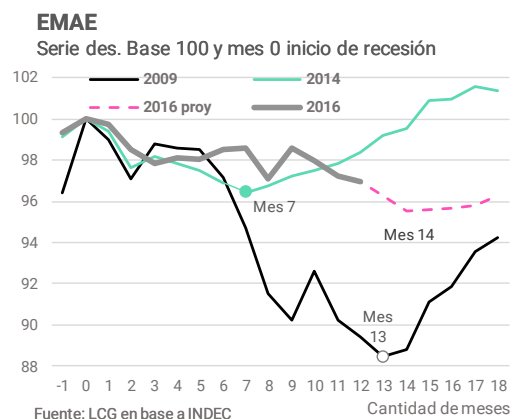
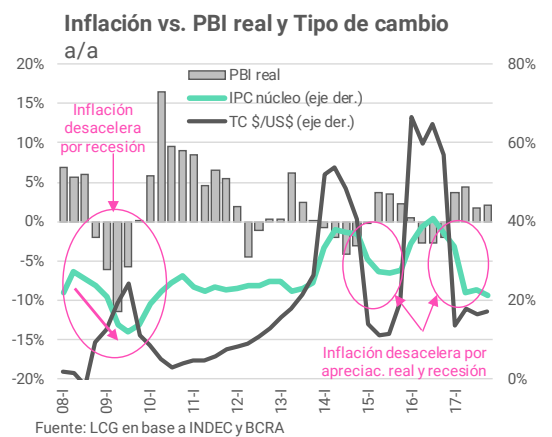
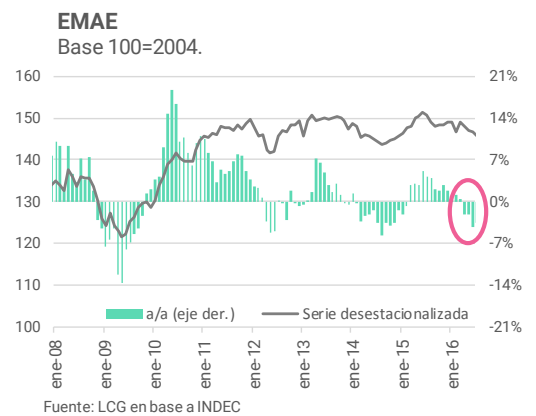
Priorizando el corto, postergando el largo

El balance del primer semestre para el Gobierno ha sido negativo en términos económicos. El deterioro se observa desde una perspectiva cuantitativa en los indicadores y una cualitativa: la sociedad tiene la sensación de que se realizó un fuerte ajuste, pero en realidad terminará siendo un año expansivo fiscalmente y el Estado volcará más recursos en la economía; se incrementaron las tarifas y se trasladó el efecto a los precios de otros bienes, pero los nuevos cuadros tarifarios no terminan de aplicarse (al menos en el caso del gas) y la corrección queda pendiente; finalmente, la lluvia de dólares e inversiones y la recuperación del segundo semestre no se concretan y generan un vacío de expectativas. **Estos resultados negativos, que ahora parecen ser una consecuencia "natural", no estaban contemplados a comienzos de año.**

Recientemente se conoció el Estimador Mensual de la Actividad Económica de junio que tuvo una caída de 4,3% anual -la mayor de los últimos 2 años-. **Pero entendemos que lo peor estaría quedando atrás. Los indicadores del segundo semestre y, sobre todo, los del cuarto trimestre mostrarán mejoras -entendidas como menores variaciones negativas. Esto se dará a partir de una política económica más expansiva** que incluye el incremento de salarios y jubilaciones en términos reales, una política monetaria menos contractiva y una fiscal expansiva (a partir del repunte de la obra pública y el mayor gasto en subsidios, respecto a lo inicialmente esperado).

Asimismo, **la inflación ya comenzó a desacelerar.** Dejando de lado las idas y vueltas generadas por los cambios en las tarifas, la inflación núcleo se ubicará por debajo del 1,5% en los próximos meses **reaccionando a la nueva velocidad de la economía y a la “estabilidad” del tipo de cambio.** Si bien con una desaceleración más violenta, en 2009 quedó evidenciado que cuando la economía se frena la inflación se desacelera. En 2014 la caída de la actividad no se tradujo inicialmente en una desaceleración de los precios por la devaluación del 24% de principios de año. Pero cuando el tipo de cambio se estabilizó (con depreciaciones por debajo de la inflación) la desaceleración de los precios se hizo evidente. Esperamos que algo semejante ocurra en los próximos meses. Absorbido el impacto de la devaluación (y el efecto de segundo orden de las tarifas), **la inflación núcleo empezará a reflejar el freno de la demanda agregada potenciada por una política monetaria muy contractiva.** El año que viene, con un tipo de cambio real atrasado y estable y la política monetaria todavía enfocada en garantizar la baja de la inflación, la dinámica de los precios seguirá en un sendero descendiente, que estimamos se ubicará en torno a 21% a fin de año (25% ia promedio)³.

La mejora en los indicadores se profundizará en 2017. Año en cual vemos a la economía en modo electoral. Como mencionamos en la primera parte este informe, la gobernabilidad de corto plazo es dependiente de la evolución de la economía. **Pero ese crecimiento estará**



³ Estimamos un aumento anual del 60% en las tarifas de gas y electricidad desdoblado en los meses de mayo y noviembre. Conjuntamente, el ajuste de las tarifas aportaría 2 pp de inflación.

apoyado sobre pilares que no son sostenibles en el largo plazo una política fiscal expansiva que derivará en un mayor déficit fiscal que será financiando con **la confianza de los mercados** y mayor **atraso cambiario** que contendrá la inflación y potenciará el consumo de bienes durables por el crecimiento de los salarios en dólares.

Proyecciones macroeconómicas

2016-2017

	2015	2016 e	2017 e
PBI real (a/a)	2,4%	-1,8%	3,0%
PBI nominal (\$ MM)	5.839	8.014	10.129
PBI nominal (US\$ MM)	618	532	582
Consumo privado (a/a)	5,0%	-1,9%	3,0%
Consumo público (a/a)	6,7%	1,2%	3,0%
Inversión (a/a)	5,5%	-1,6%	8,0%
Exportaciones netas (a/a)	-5,7%	2,5%	-4,7%
Inflación (a/a, prom.)	25,1%	37,6%	24,8%
Inflación (a/a, dic.)	26,0%	37,6%	20,9%
Tipo de cambio (\$/US\$, prom.)	9,4	15,1	17,4
Tipo de cambio (\$/US\$, dic.)	13,0	16,3	19,0
TC real multilateral (dic-01=1, prom.)	1,16	1,33	1,23
TC real multilateral (dic-01=1, dic.)	1,33	1,26	1,25
Tasa de interés- Lebac 35 días (% , dic.)	33,0%	25,0%	22,0%
Salarios (a/a, prom.)	32,7%	33,2%	29,0%
Desempleo (% PEA)		8,4%	8,1%
Recaudación (\$ MM)	1.538	1.947	2.406
Recaudación (a/a)	31,5%	26,6%	23,6%
Resultado Primario (\$ MM)	-236,7	-388,4	-586,6
Resultado Primario (% PBI)	-4,1%	-4,8%	-5,8%
Exportaciones (a/a)	-17%	1%	3%
Importaciones (a/a)	-8%	-3%	8%
Cuenta Corriente (% PBI)	-2,6%	-2,6%	-3,3%

Fuente: LCG

El fallo de la Corte como una oportunidad

La fragilidad de los pilares que sustentarán el crecimiento el año que viene se vio afectada aún más por el fallo de la CSJN que retrotrajo el precio de las tarifas de gas a valores previos a los aumentos propuestos por el Gobierno. De esta manera se **afectó la única medida de austeridad fiscal relevante implementada por el Gobierno. Se cometieron algunas torpezas** como no llamar a audiencias públicas, no negociar con la oposición o directamente proponer desde el Congreso el nuevo marco de precios y hasta no haber hecho una simulación de tarifas que evitara la **casuística con aumentos siderales que no estaban en mente y que, en definitiva, fueron los que más pesaron a la hora de las demandas judiciales.**

El impacto fiscal del fallo de la Corte es manejable en el corto plazo. Va a estar entre el 0,2% y 0,8% del PBI. En el peor de los casos -no se logran realizar aumentos de tarifas de luz y gas en todo 2016- es de 0,8% del PBI (\$ 60 MM). Es el ahorro fiscal que pretendía el oficialismo. Y de mínima -asumiendo que desde octubre sólo se recalcula el cuadro de tarifas de gas para los usuarios residenciales con un tope de 300% (100 pp menos que la anterior propuesta) - sería de 0,2% del PBI (\$ 16 MM). Imaginando un punto medio en el cual el Gobierno presenta desde octubre un nuevo cuadro tarifario de electricidad y gas con un tope de 300% de aumento para usuarios residenciales y que se mantienen las subas vigentes para el resto de los sectores, el costo fiscal ascendería a **0,4% del PBI (\$ 30 MM). Es equivalente al efecto que produjo la revisión del PBI nominal⁴.**

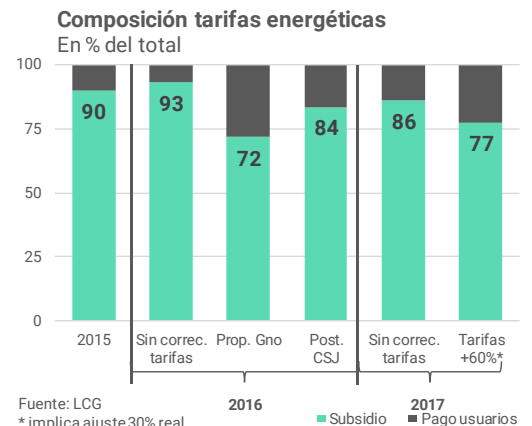
⁴ La revisión de las cuentas nacionales por parte de la nueva administración del INDEC implicó un PBI nominal \$ 600 MM superior al estimado inicialmente (pasó de \$ 7.400 MM a \$ 8.000 MM). Como la meta fiscal se mide en relación al PBI, se puede incrementar el déficit fiscal debido a un mayor PBI nominal.

Esto **no va a afectar el cumplimiento de la meta del 4,8% del PBI de déficit fiscal para 2016**. Parte de ese mayor gasto tendrá que sacrificarse con menos obra pública y parte en dejar de lado la idea de adelantar gastos de 2017 ya que la nueva base del PBI le daba un margen para gastar un poco más sin afectar el cumplimiento de la meta.

Pero **el impacto de postergar el aumento de tarifas se observa en el largo plazo**. A comienzos de este año los subsidios representaban 90% de la facturación de las empresas energéticas. Si no se hubieran aumentado las tarifas, esa participación se habría incrementado a 93%. El Gobierno tenía la intención de finalizar el año con una baja de 20 pp (asumiendo el tope de 400%) que llevaba la relación subsidios / pagos de usuarios a 70/30. Pero se tendrá que contentar con una baja de 9 pp (relación subsidios/ pagos usuarios 84/16) asumiendo que las audiencias públicas no presentan trabas y se aplican cuadros con subas más moderadas desde octubre⁵.

¿Qué pasa si, temiendo que se repita el conflicto social justo en un año electoral, el Gobierno decide no ajustar las tarifas en 2017? El impacto fiscal es muy acotado: un aumento del 50% de las tarifas en 2017 tiene un ahorro fiscal de sólo 0,2% del PBI, lo que podría desmotivar la decisión máxime con el costo político que podría traer aparejado. **El problema es que posponer un año el aumento de tarifas demanda duplicar el esfuerzo en los años siguientes**. Por ejemplo, aplazar un año el aumento de tarifas implica trasladar ese mismo aumento en los próximos 2 años para llegar al mismo gasto en subsidios en porcentaje del PBI.

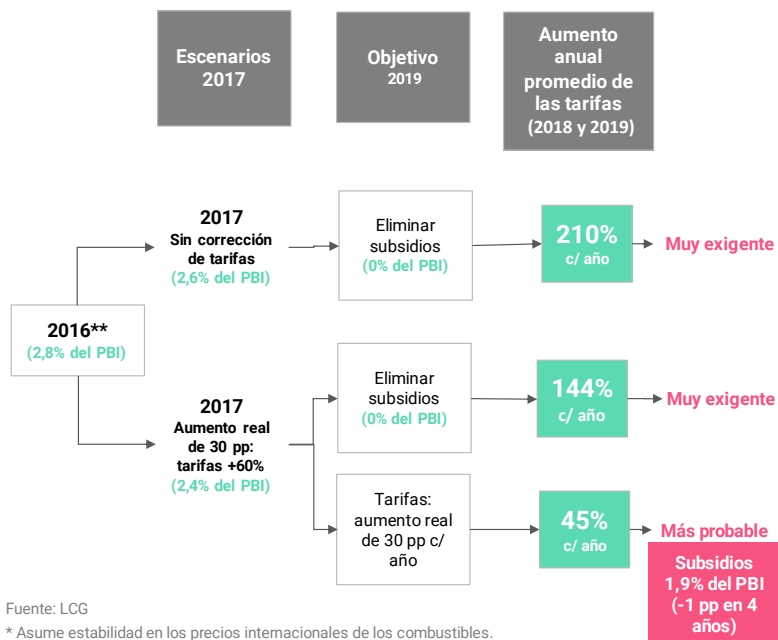
Eliminar los subsidios en sólo 4 años es una tarea ardua que demandará costos en términos políticos y sociales. Para eliminar los subsidios en 2019 se necesita, además de los aumentos de 2016, un incremento de las tarifas del 60% en 2017, del 144% en 2018 y del 144% en 2019 (o de 210% cada año si no se corrigen las tarifas en 2017). **Por eso vemos como positivo definir una estrategia de reducción gradual acompañada por una política energética de largo plazo que sea consistente**. A modo de ejemplo, un ajuste anual de las tarifas de 30 pp por encima de la inflación (lo que, dada nuestras estimaciones,



⁵ El análisis considera un aumento tope del 300%.

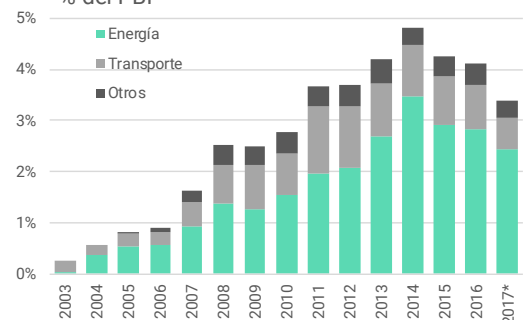
implicaría aumento del 60%, 48% y 41% ia para el próximo trienio) luce más factible de aplicar y permitiría la corrección progresiva del problema. Aun así, en 2019 los subsidios representarían 1,9% del PBI (1 pp menos que en 2015). Además, esto podría resolver algunas incógnitas como, por ejemplo: con los precios internacionales actuales, ¿es preferible importar energía o seguir utilizando reservas? ¿Es necesario eliminar totalmente los subsidios a la energía cuando otros países del mundo también la subsidian? Estas definiciones estratégicas son importantes para darle consistencia a los aumentos de las tarifas y que no terminen siendo sólo una medida fiscal.

Escenarios de reducción/eliminación gradual de los subsidios a la energía Impacto sobre las tarifas*



Por eso el fallo de la CSJ termina abriendo una oportunidad para el Gobierno. Tendrá la excusa para redefinir un nuevo esquema de tarifas que contenga algún componente de actualización automático que permita reducir los subsidios gradualmente y en línea con una visión estratégica de la energía. Una posible solución sería cobrar una tarifa diferencial de manera marginal sobre cada tramo de

Subsidios % del PBI



Fuente: LCG en base a Min. Hacienda
* Asume aumento de tarifas de 30 pp por encima de la inflación (+60% ia)

consumo⁶ e implementar un mecanismo de ajuste de las tarifas en función de la variación de los salarios más algunos puntos de manera de poder ir reduciendo los subsidios energéticos en largo plazo. El primer paso del Gobierno en este sentido ha sido la creación del Consejo Consultivo de la Energía, conformado por referentes en la materia que, además de participar en el desarrollo de políticas energéticas a mediano y largo plazo, darán consenso político⁷ y respaldo técnico para los aumentos.

Si a ello se le adiciona la participación del Congreso y otros actores relevantes (gobernadores, especialistas en la materia, etc.), se podría mostrar como un triunfo institucional, que es otro de los mandatos populares de este Gobierno. Así, este nuevo marco de precios podría recomponer (parcialmente) el impacto que provocó el fallo de la CSJN sobre los *animal spirits* de los inversores sobre uno de los pocos nichos atractivos.

También sería una buena oportunidad para redefinir la política fiscal de largo plazo. **Independientemente del fallo de la CSJN, las metas fiscales para los próximos años eran incumplibles.** Hay dificultades estructurales para reducir el déficit fiscal (herencia + peso del gasto previsional que no se puede achicar en el corto plazo) complementadas con los efectos de las decisiones propias (rebajas de impuestos y PRH jubilados). Además, **nuestra historia demuestra que los ajustes que no se hacen en el primer año de gestión difícilmente se hagan en los próximos.** El año que viene el déficit primario podría seguir creciendo si el Gobierno quiere impulsar la economía con obra pública y/o posponer la corrección de subsidios. **El Presupuesto de 2017 que se enviará al Congreso en los próximos días podría plasmar la política fiscal de largo plazo** y recuperar este importante instrumento que en los últimos años se convirtió sólo en una formalidad que carecía de contenido.

También sería deseable que exista una coordinación entre el objetivo de reducir la inflación y la política fiscal. Para Hacienda sería bueno que la desaceleración de la inflación se haga de forma mucho

⁶ Esto evitaría los sobredimensionar los aumentos por suba de consumo.

⁷ Lo integran referentes alineados al oficialismo, a la UCR y al Frente Renovador.

más progresiva. Y esto responde a una cuestión estrictamente fiscal: **el Gobierno está “largo” en inflación.** Sus ingresos que están “indexados” son mayores a sus gastos: por cada punto de inflación los ingresos crecen \$ 13 MM mientras que los gastos \$ 9 MM. Pero además está el agravante de que esos **ingresos se actualizan por la inflación presente en tanto que la mitad de los gastos se ajustan automáticamente con la inflación pasada** (jubilaciones, pensiones, asignaciones familiares, AUH, etc.). Así, una reducción más acelerada de la dinámica inflacionaria tendría un impacto sensible sobre las cuentas públicas (aproximadamente \$ 5 MM por cada punto de baja de la inflación).

Sector público nacional

Escenarios 2017, en % del PBI

	2016	2017		
		Piloto automático*	Con ajuste de tarifas**	Con ajuste tarifas*** y suba obra pública
Ingresos (sin rentas)	18,3%	17,5%	17,5%	17,5%
Gastos primarios	23,2%	23,6%	22,7%	23,3%
Seguridad Social	10,9%	11,6%	11,6%	11,6%
Jubilaciones	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
Subsidios ANSES	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
PRH	0,0%	0,7%	0,7%	0,7%
Salarios y gastos operativos	4,9%	4,8%	4,8%	4,8%
Discrecional a provincias	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Subsidios	4,1%	4,2%	3,3%	3,4%
Obra pública	0,9%	0,9%	0,9%	1,4%
Resto	1,3%	1,1%	1,1%	1,1%
Resultado primario	-4,8%	-6,1%	-5,2%	-5,8%

Fuente: LCG

* Sin aumento de las tarifas energéticas y de transporte.

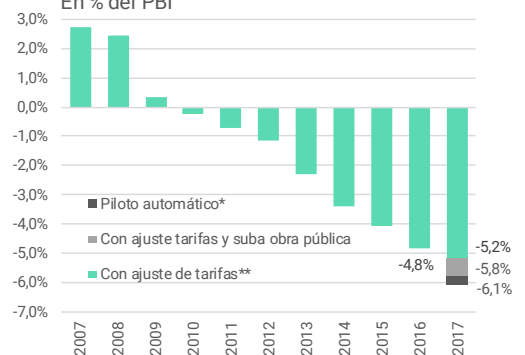
** Asume un aumento nacional promedio de las tarifas energéticas del 100% y del transporte del 50%.

*** Asume un aumento de las tarifas energéticas y de transporte de 30 pp por encima de la inflación (+60% en 2017).

Un mayor deterioro fiscal impactará de lleno sobre las ya abultadas necesidades financieras (5% PBI en 2017). Hasta ahora el perfil amigable del Gobierno y el bajo nivel de endeudamiento heredado fueron suficientes para que los inversores se volcaran por Argentina. Sin embargo, **la no reducción del déficit fiscal irá restando grados de libertad e**

Resultado primario

En % del PBI



Fuente: LCG en base Min. Hacienda

* Sin aumento de las tarifas energéticas y de transporte

** Asume un aumento nacional promedio de las tarifas energéticas del 100% y del transporte del 47%.

implicará estar a cada vez más a merced de las exigencias del mercado (o del BCRA que debería volver a actuar como prestamista de última instancia).

La mejora de la economía garantizaría gobernabilidad, pero sólo en el corto plazo. **Sin correcciones de fondo, se seguirán acumulando inconsistencias y postergando la agenda del largo plazo.** Un crecimiento sostenible exige pensar el presente con una visión estratégica. Para ello es necesario conocer el objetivo y comunicar el sendero que se transitará para alcanzarlo. Con la situación heredada, **encauzar la macro debería ser la meta primaria de este Gobierno. Ser consecuentes con el gradualismo implica asumir que esto demandará tiempo.** Acelerar este proceso cayendo en las tentaciones del pasado - aplicar parches sobre los problemas actuales- sería repetir la historia de postergar eternamente la agenda del largo plazo.

Un país con historia populista en un mundo que se vuelve populista

Como es sabido, la economía argentina se caracteriza por su alta volatilidad. Esa evolución errática del PBI fue, entre otros factores pero principalmente, producto de las inconsistencias de la macroeconomía. **La volatilidad nos acompaña desde que se cuenta con estadísticas económicas:** en los últimos 130 años sólo 4 veces logramos crecer 4 años seguidos a una tasa mayor al 4%. **Y se profundizó en el último tiempo.** En los últimos 40 años Argentina tuvo 17 caídas del PBI (incluyendo 2016) lo que determina un promedio casi de 1 recesión cada 2 años. En todas esas caídas se acumuló una pérdida del PBI de casi el 50%. Cada vez que la economía tuvo una recesión fue en promedio de 3,6% anual.

Desde mediados de la década del '70 el crecimiento argentino no sólo fue volátil sino también bajo. En ese período Argentina apenas duplicó el PBI mientras que Chile los sextuplicó y Brasil lo triplicó. Duplicarlo no llevó 30 años. A Chile 15 y a Brasil 20 años. **Desde 1975 el PBI**

labourcapitalgrowth

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

Evolución PBI Argentina vs EEUU

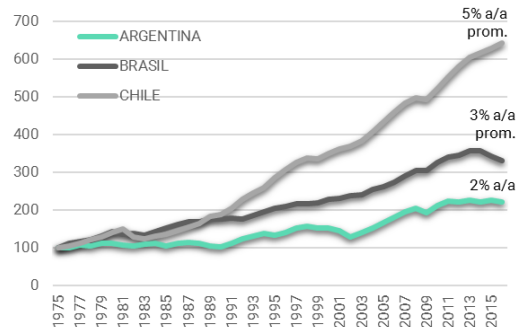
PBI real a/a 1950-2015

	1950-2016		1976-2016	
	ARG.	EEUU	ARG.	EEUU
Crec. a/a promedio	2,5%	3,2%	2,0%	2,8%
Desvío	4,2%	1,8%	4,7%	1,4%
Años en recesión	22	9	17	5
Caída a/a promedio	-3,6%	-0,8%	-3,6%	-1,1%
Caída acumulada	-55%	-7%	-46%	-5%
Años con crecimiento	45	57	24	36
Crec. a/a promedio	5,6%	3,9%	6,1%	3,4%

Fuente: LCG en base a FMI

PBI real

Índice base 1975=100



Fuente: LCG en base a WEO

per cápita argentino creció a una tasa promedio de apenas 0,6% anual. Esto implica que para duplicar los ingresos por habitante se necesitan 113 años.

La volatilidad fue el principal obstáculo que tuvo Argentina. **Impidió construir un país que pensara en el largo plazo. Nos convertimos en un país cortoplacista que generó el siguiente patrón de comportamiento: cada vez que somos cortoplacistas afectamos la economía; cada vez que afectamos la economía afectamos a la sociedad.** Ello determina también que **la sociedad pretende que la política solucione todos sus problemas de inmediato.**

Populismo y urgencias impidieron pensar el largo plazo. **Romper con este patrón tan intrínseco en nuestra idiosincrasia se torna más desafiante en el contexto actual ya que el mundo ahora también se está volviendo más populista.** Sin entrar en demasiado detalle, pero sí para contextualizar, pareciera que está llegando a su fin la etapa de mejora socioeconómica continua. Aunque debe reconocerse que cada caso es diferente, **es innegable que el populismo y las demagogias (los "ismos") están ganando participación en el mundo.** Algunos gobiernan (Rusia, India, Turquía, Hungría, etc.) y otros van ganando participación -algunos de ellos en los parlamentos- (Trump y Sanders en EEUU, Le Penn en Francia, Farage en Inglaterra, Wilder en Holanda, Podemos en España y partidos neo-nazis como Alternativa para Alemania, el partido popular en Dinamarca y Suiza, etc.). **Sus simpatizantes se caracterizan por sentirse decepcionados por la política tradicional. Son los derrotados por la globalización:** económicamente (pérdida de ingresos o empleos) o socialmente (sobresale el crecimiento de la drogadicción, alcoholismo y suicidios).

La necesidad de una visión de largo plazo (para sobreponerse a los problemas de corto)

La novela de las tarifas sirve para representar el cambio de la política en Argentina. A diferencia de la época del kirchnerismo los poderes están más equilibrados. **Hay una nueva distribución del poder (Gobierno Nacional, gobernadores, Corte Suprema, Congreso, etc.). Incluso dentro del Congreso nadie tiene mayoría. Ni oficialismo ni oposición.** El Gobierno sintió el golpe y la frustración de tener que empezar de nuevo con la reducción de subsidios. Pero como mencionamos, puede terminar siendo una oportunidad. **Esta nueva lógica en la distribución del poder en Argentina determina que se tiene que negociar y que el “nestorismo prolijo” tiene sus limitaciones.** Por eso vemos como una actitud de madurez que el Gobierno le dé mayor participación Congreso. Para la oposición también es una responsabilidad ya que la sociedad podrá castigar sus errores.

El otro aprendizaje que deja esta novela es que **toda medida de corto plazo necesita ser consistente con visión de largo plazo.** Por ejemplo, un esquema de subsidios con ajustes reales automáticos y una meta de reducción gradual del gasto en subsidios de mediano plazo es una manera de evitar los cortoplacismos, generar consensos y romper con la volatilidad.

La macro actual todavía presenta desequilibrios. Algunos se fueron generando en el último tiempo del anterior gobierno, pero otros llevan casi 10 años. En la economía como en la construcción **reconstruir lleva más tiempo que destruir.** Por eso se debe ser paciente con los plazos. El punto de partida de este nuevo proceso indica que la reconstrucción debe hacerse de manera gradual.

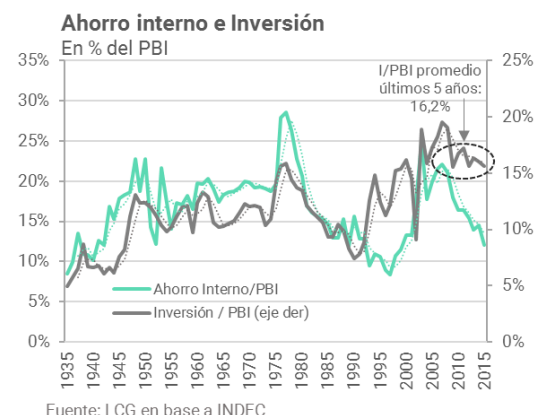
Es necesario volver a un régimen macro sostenible o al menos enderezar el camino de las inconsistencias para que tiendan a converger a una situación de equilibrio. **Este debería ser el objetivo primario de la actual administración.** Ese “modelo” macro deseado debería tener

una **inflación** descendente, estabilización de los precios relativos y un **tipo de cambio** y **tasa de interés** en niveles adecuados. La **inversión** debería crecer más que el consumo y el **desequilibrio fiscal** tender a una situación de normalidad.

Desarrollarse lleva tiempo. Por eso, después de 5 años de estancamiento económico (con acumulación de desequilibrios) e institucional, **éste debería ser un período de recomposición y acomodamiento.** De reformas y de recuperación de instituciones para no repetir los vicios del pasado y sentar las bases para comenzar a transitar un proceso de desarrollo sostenido: 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.**

El progreso económico va a depender exclusivamente del trabajo productivo y la austeridad

Generar un marco macro sostenible no es una tarea sencilla y la cual venimos sistemáticamente desaprobando desde hace (al menos) 50 años. Lamentablemente también hay que decir que **una macro sostenible y saludable es sólo una condición necesaria, pero no suficiente para comenzar un proceso de desarrollo sostenido. Para desarrollarse se necesita tiempo y potenciar los buenos fundamentos: capital, trabajo y productividad. Suponiendo que el Gobierno alcanza ese objetivo, ¿de dónde partimos en educación e infraestructura? La economía argentina exhibe un notable rezago** en com-



paración a los países con mayor grado de desarrollado y más competitivos a nivel internacional. Este atraso relativo se evidencia no sólo en **la dotación de capital físico** sino **también en el capital humano**.

Como mencionáramos en informes anteriores⁸, el nivel de crecimiento per cápita de un país encuentra estrecha vinculación con su tasa de inversión, condicionada esta última por la tasa de ahorro interno de la economía. Tal es así, que en aquellos países con relación inversión/PBI más elevada puede observarse una mayor tasa de crecimiento de PBI sostenida en el largo plazo. **Las sociedades que consumen y no ahorran, no invierten.** La escasez de ahorro e inversión en Argentina no sólo queda en evidencia en la comparación internacional, sino que, al observar la evolución de los datos, se vislumbra un problema que atañe a nuestra economía a lo largo de toda su historia. Las consecuencias de la falta de inversión se reflejan en una serie de indicadores que ponen de manifiesto el atraso en materia de infraestructura.

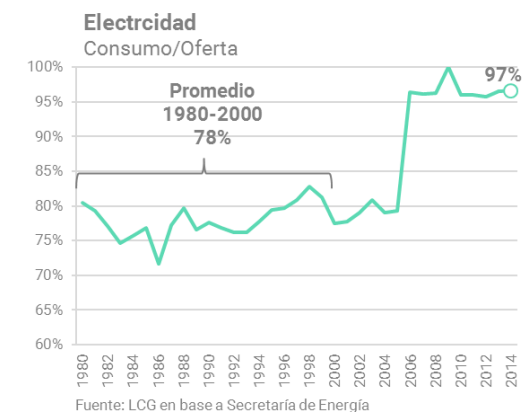
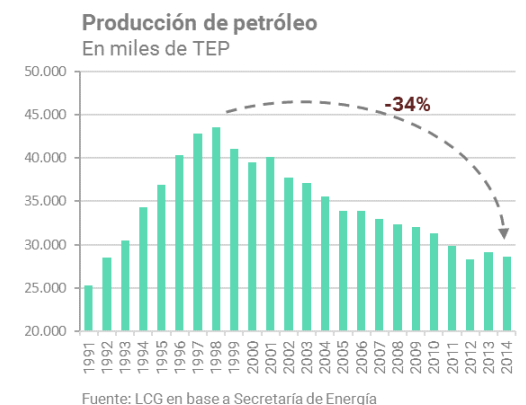
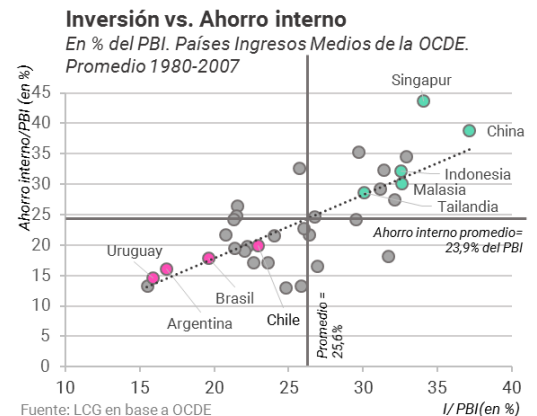
Sin inversión no se puede crecer. La crisis energética de Argentina es un ejemplo cabal de esta situación. **En energía primó la lógica de consumir por encima de las posibilidades.** Se buscó potenciar los ingresos de los trabajadores subsidiando el costo de la energía para incrementar el consumo. El precio dejó de ser una variable de referencia para las empresas y se destruyeron todos los incentivos para invertir e incrementar la producción. La consecuencia natural de esto fue una caída en la producción (34% en el caso del petróleo), incremento de la demanda y saturación (en el caso de la electricidad pasamos de consumir el 80% de la oferta al 100%). Se perdió el autoabastecimiento energético y pasamos de exportar a importar energía. La balanza comercial pasó de un superávit de US\$ 6.000 M en 2006 a un déficit de US\$ 4.700 M en 2015, que sería aún mayor si el precio internacional no se hubiese desplomado⁹. Con el agravante de que aun incrementando las importaciones

⁸ Informe Mensual de Mayo: "La tentación de crecer con endeudamiento (sin reducir el déficit fiscal). El gráfico del actual informe contiene la nueva serie de PBI recientemente publicada.

⁹ El precio de las importaciones de combustibles cayó 39% en 2015.

labourcapitalgrowth

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



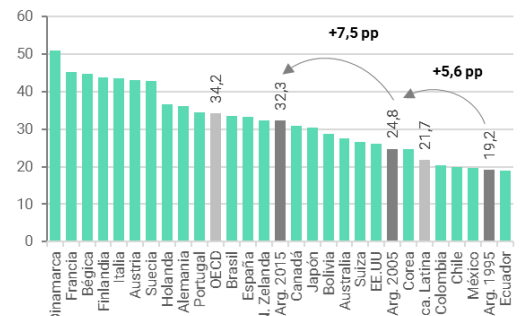
la oferta de energía está limitada porque tampoco se realizaron inversiones suficientes en la distribución. Y por ello, **el crecimiento de la Argentina está limitado a la disponibilidad de energía.**

Además, **sin inversión no se puede competir.** Al igual que la sociedad en su conjunto, el sector público también históricamente consumió por encima de sus posibilidades. De hecho, en los últimos 50 años tuvo déficit corriente en 43 años. Más recientemente, **para financiar su consumo el sector público incrementó fuertemente los impuestos.** En un universo de 56 países, Argentina (32,3%) ocupa la posición 24 dentro de los países con porcentaje de recaudación/PBI y segundo en Latinoamérica después de Brasil (33,4%). Asimismo, se ubica en el 2º puesto de países que más han aumentado la presión tributaria en los últimos 20 años (+13pp). Como resultado de esto, la carga tributaria como porcentaje de las utilidades de las empresas alcanzó al 137% en 2015, ubicando a Argentina en el puesto 1 de 150 países y siendo a su vez el país con mayor incremento de este ratio en las últimas dos décadas. La consecuencia de esto es que **la fuerte carga de impuestos en la Argentina hace que el sector privado sea menos competitivo.**

El sector público no es un generador de valor agregado. Que haya incrementado su participación en la economía implica que ésta se ha vuelto menos competitiva. Otra manera de verlo es que **se necesita un tipo de cambio mayor para compensar esa pérdida de competitividad que implica tener un sector público más grande.** El tipo de cambio real multilateral (TCRM) se ubica en 1,26 (índice base dic-01=1). Si se le adiciona el efecto de la mayor presión tributaria, se reduce a 0,76. Sólo aquellos sectores que se benefician de los precios de intercambio (por ejemplo, el agro) tienen un nivel de competitividad superior al de la Convertibilidad. **El sector público se queda con un beneficio que es extraordinario (términos de intercambio) y no destina esos recursos a mejorar la competitividad del país.**

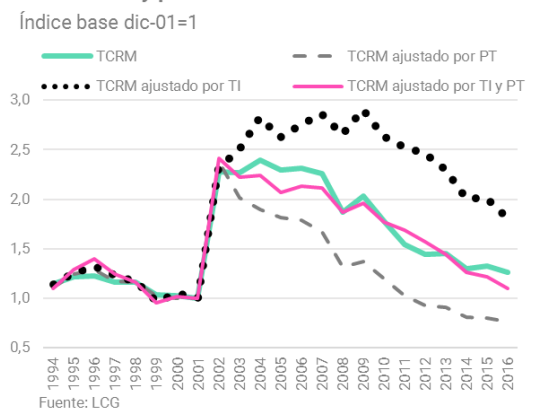
Además de la presión impositiva y el tipo de cambio, **la competitividad también depende de otros factores que afectan los costos de pro-**

Presión tributaria
% del PBI*



Fuente: LCG en base a OECD y Ministerio de Hacienda
* último dato disponible 2013-2014

Tipo de cambio real ajustado por términos de intercambio y presión tributaria

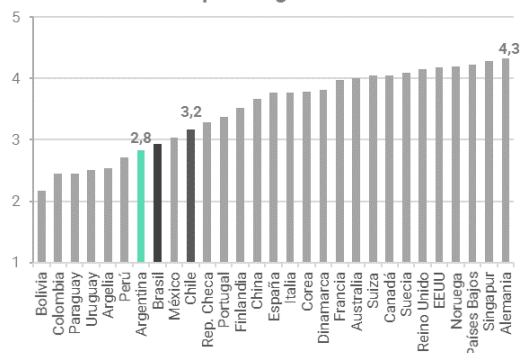


Fuente: LCG

ducción como es el caso de la infraestructura. En este sentido, el Índice de desempeño logístico del Banco Mundial¹⁰ ubica a la Argentina dentro de las posiciones más rezagadas en el ranking mundial, con una valoración de 2,8 puntos en una escala que va desde 1 (muy mala) a 5 (muy buena). Asimismo, otra variable a tener en cuenta son los **altos costos logísticos**, que en Argentina representan entre el 30% y 40% del costo final de los productos; distintamente, en los países desarrollado la incidencia es de apenas el 10%. En cuanto a la extensión de vías férreas en relación a la superficie territorial, Argentina se ubica entre los países con menor disponibilidad, con una proporción 10 veces inferior a la de Alemania y Suiza (países con mayor extensión de líneas) y apenas por encima del resto de los países de la región. Este dato resulta aún más desalentador si se tiene en cuenta que en Argentina la participación de los camiones en el transporte de carga alcanza el 93% del total, siendo este un medio de transporte competitivo únicamente en distancias inferiores a los 300 km.

Sin inversión tampoco se puede prosperar. El crecimiento económico es producto de la conjunción del capital y el trabajo. Las sociedades prosperan cuando los ingresos de los habitantes se incrementan -dejando de lado las cuestiones relacionadas distribución del ingreso-. Y la manera más natural de alcanzar esto es cuando se aumenta la productividad. **Los avances tecnológicos son capaces de potenciar los buenos fundamentos, pero no podrán reemplazarlos. Sólo una visión centrada en lo constitutivo del ser humano puede ser perdurable. Por eso la educación es una pieza clave para el desarrollo de una sociedad. Sin embargo, acá también se observa un retroceso relativo de Argentina.** Por ejemplo, la tasa universitaria- relación entre la población universitaria de 18 a 24 años y la población total de 18 a 24 años- fue de apenas el 19% en 2014, sólo 3 pp superior a la de 2001. En tanto que la tasa de graduación universitaria¹¹ fue menor al 13%, ubicándose en el mismo nivel que una década atrás. Este estancamiento llevó a una ampliación de la brecha no sólo respecto a Europa (de 34%

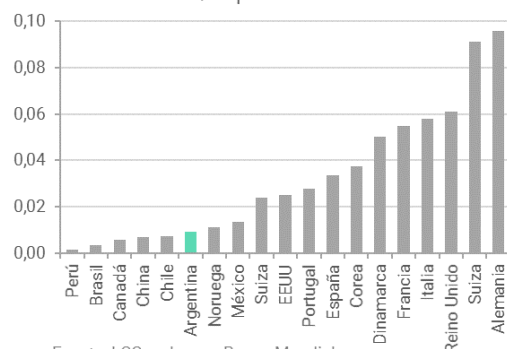
Índice de desempeño logístico



Fuente: LCG en base a Banco Mundial

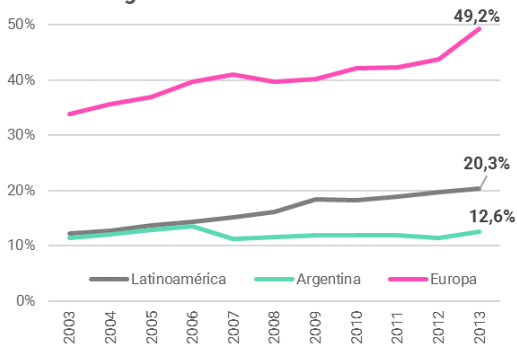
Extensión de vías férreas

Km vías férreas/ superficie total Km2



Fuente: LCG en base a Banco Mundial

Tasa de graduación universitaria



Fuente: LCG en base a UNESCO

¹⁰ Mide el desempeño logístico en materia de logística comercial, clasificando a los países según infraestructura, calidad del servicio, eficiencia del despacho aduanero, entre otros.

¹¹ Número de graduados universitarios como porcentaje del total de la población en edad promedio de obtención de título universitario.

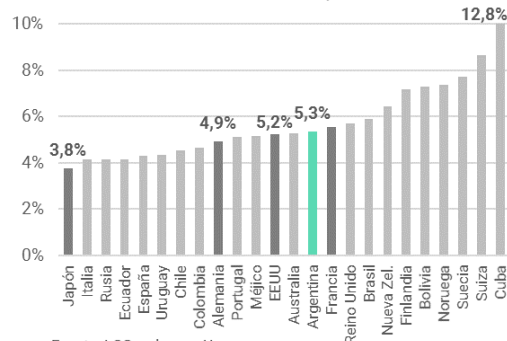
en 2003 a 49% en 2013) sino también respecto a Latinoamérica¹² (de 12% en 2003 a 20% en 2013). Del mismo modo, los resultados de las Pruebas Pisa 2012¹³ muestran que no se trata únicamente de un problema de educación superior y ubican a la Argentina por debajo del promedio de Latinoamérica.

Este retroceso no tiene que ver con falta de financiamiento sino por una mala asignación de los recursos como ocurre en otras asignaturas que involucra al Estado. El gasto en educación en términos del PBI en Argentina (5,3%) se encuentra en niveles similares o superiores a países como Francia (5,5%), EEUU (5,2%), Alemania (4,9%) y Japón (3,8%). **Y la ausencia de una planificación estratégica.** Únicamente el 14% del total (16.350 estudiantes) se egresó de las carreras de Ingeniería y Ciencias Exactas¹⁴, aquellas con vinculación más directa con el desarrollo productivo y tecnológico del país. Teniendo en cuenta esto último, se observa una relación positiva entre el porcentaje de graduados de las carreras de Ingenierías y Ciencias Exactas y el nivel de PBI per cápita. En el extremo superior se encuentra Alemania, donde este porcentaje alcanzan el 35%, 20 pp por encima de Argentina y cuyo PBI per cápita supera en más de 2 veces el de Argentina. Por otra parte, la cantidad de investigadores dedicados a la Investigación y Desarrollo (I+D), otro indicador a tener en cuenta para medir el grado de instrucción de capital humano, arroja resultados similares: los países desarrollados los que cuentan con la mayor proporción de científicos en relación al total de la población. En el extremo superior se encuentran Finlandia y Dinamarca cuya dotación de investigadores es 6 veces mayor que en Argentina.

El desafío que tenemos por delante es ser una sociedad moderna, sin pobreza. Para eso se necesita tener un horizonte despejado. La macro actual presenta desequilibrios. Muchos de los cuales no se van a poder corregir en el corto plazo. Una de las condiciones necesarias para evitar caer nuevamente en la montaña rusa **es reencauzar los fundamentos macro.** Este debería ser el **objetivo primario del actual Go-**

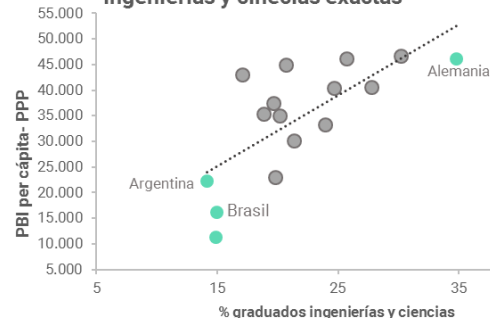
Gasto público en educación

Como % del PBI. Último dato disponible.



Fuente: LCG en base a Unesco

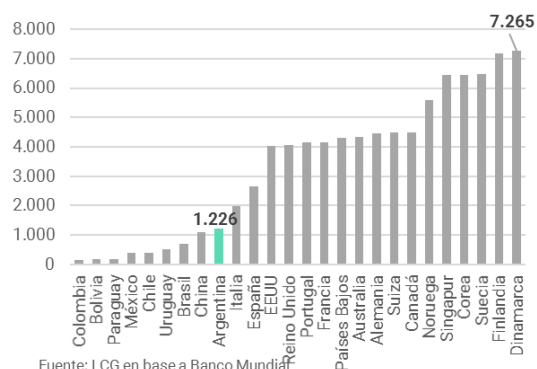
PBI per cápita y % de graduados de ingenierías y ciencias exactas



Fuente: LCG en base a Banco Mundial

Investigadores I+D

Por cada millón de habitantes



Fuente: LCG en base a Banco Mundial

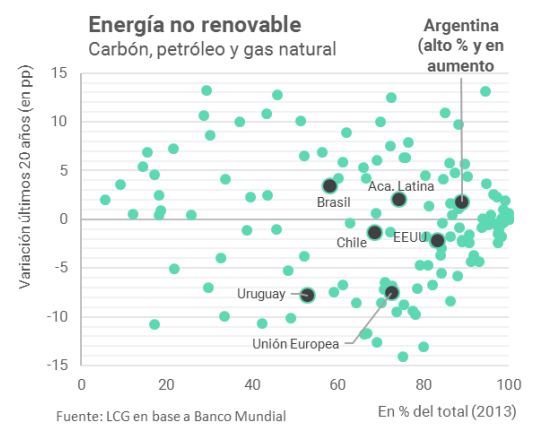
12 Promedio de Brasil, Chile, Colombia y Venezuela.

13 Últimos disponibles.

14 Biología, Matemática, Física, Química, Informática y Estadística.

bierno. También hay que tener en cuenta que no todos los desequilibrios se van a poder corregir en 4 años. Por eso entendemos que es importante poder realizar una priorización y fijar objetivos de largo plazo para saber a dónde y cómo queremos llegar. **Sin embargo, hay que considerar que una macro sin inconsistencia es una condición necesaria pero no suficiente. Para crecer sostenidamente se necesitan potenciar los factores de la producción (más capital físico y humano). Y aquí vimos que tenemos dificultades estructurales.**

Salir de esta trampa del corto plazo nos va a permitir poder empezar a discutir los **desafíos del futuro** que el resto del mundo está discutiendo y no nos son ajenos. Como el **medio ambiente** y la energía sustentable¹⁵. El **envejecimiento poblacional** y los sistemas previsionales. El impacto del **avance tecnológico y la creación de empleo** en un país como el nuestro en el cual incorpora rápidamente tecnología y tiene mano de obra poco calificada y sustituible (por ejemplo, carga de combustible en estaciones de servicios, recolección manual de residuos, peajes, transporte público, etc.). Que se complejiza ante el deterioro en los indicadores educativos. Y el **rol del Estado** para cubrir las necesidades básicas y sostener la demanda agregada ante la pérdida de ingresos de los trabajadores.



Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.

¹⁵ En los últimos 20 años la participación de combustibles fósiles aumentó 2 pp (89%) mientras que la de energías renovables se redujo 2,3 pp (sólo el 5% del total). El uso de energía renovable en Uruguay representa el 15% del total y en Brasil el 13%.