

**Javier Okseniuk***Director Ejecutivo*[j.okseniuk@lcgsa.com.ar](mailto:j.okseniuk@lcgsa.com.ar)**Melisa Sala***Economista senior*[m.sala@lcgsa.com.ar](mailto:m.sala@lcgsa.com.ar)**Lucía Pezzarini***Economista*[l.pezzarini@lcgsa.com.ar](mailto:l.pezzarini@lcgsa.com.ar)

# Inversión, ¡levántate y anda!

## ¿Resurrección del crecimiento sostenido?

Informe mensual Nro. 109

27 de marzo de 2018

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)  
Twitter: @LCGmedia

lcg.

labourcapitalgrowth

## En pocas palabras

- ✓ El esquema conceptual del gobierno concibe que una macro saludable y mejorar el funcionamiento de los distintos mercados, medidas incluidas en el Plan Productivo Nacional, resultan suficientes para el desarrollo económico y social.
- ✓ Consideramos que ese diagnóstico acierta en la agenda a seguir y, en parte, **algunos hitos ya se han logrado**.
- ✓ Pero el “vaso medio vacío” incluye acciones en materia educativa lejos de ser suficientes, ausencia de cambios rutilantes en procesos de producción y comercialización del sector transable, costos de logística e impositivos todavía altos, exportaciones virtualmente estancadas, etc.
- ✓ Comparando con otros países, **el stock de capital resulta insuficiente para sentar las bases de un crecimiento vigoroso y perdurable, y la inversión continúa en niveles relativamente bajos**, concentrada en sectores regulados y que no comercializan con el exterior.
- ✓ Proponemos **3 hipótesis para explicar la falta de vigor en la recuperación**: i) atraso cambiario e incertidumbre sobre los precios relativos; ii) hay que darle tiempo al “reformismo permanente”; y iii) “estancamiento secular *all’ uso nostro*”, que supone restricciones culturales más profundas. i) y ii) sin dudas están afectando, pero nos planteamos el interrogante sobre si la solución a ambas resulta suficiente para despertar la innovación y creación de valor de las empresas, asumiendo riesgos.
- ✓ Como visión optimista, proponemos que la hipótesis de estancamiento secular puede estar vinculada a las otras dos, pero **para armonizarlas se requiere un marco colectivo de acuerdos para así lograr una estabilidad duradera que reduzca factores de riesgo**.

# Escenario base 2018

- Mantenemos nuestra estimación de **crecimiento para este año en 2% anual**
  - El dinamismo del crédito, cierta recuperación en Brasil y proyectos de inversión enfocados en infraestructura, energía renovable, telecomunicaciones y construcción, comandarán el incremento de la demanda agregada.
  - Reducción del déficit público, mayor vigor en las importaciones que en las exportaciones, reducción del salario real, costo de capital en dólares un poco más elevado y sequía, impondrán límites a ese crecimiento.
- La **inflación** estará un escalón más abajo a fin de año (**20-21%**) a pesar de un nuevo ajuste en los precios relativos de servicios públicos y transporte.
  - Como siempre mencionamos, **el proceso desinflacionario será más lento** que el que las autoridades esperaban; pero con sensatez en el manejo de herramientas de política, sin ahogar la actividad económica (tasas altas, tipo de cambio bajo) aunque sin estimularla demasiado, y gestión en acuerdos de salarios y algunos precios, podrán lograrse en el futuro tasas de un dígito.

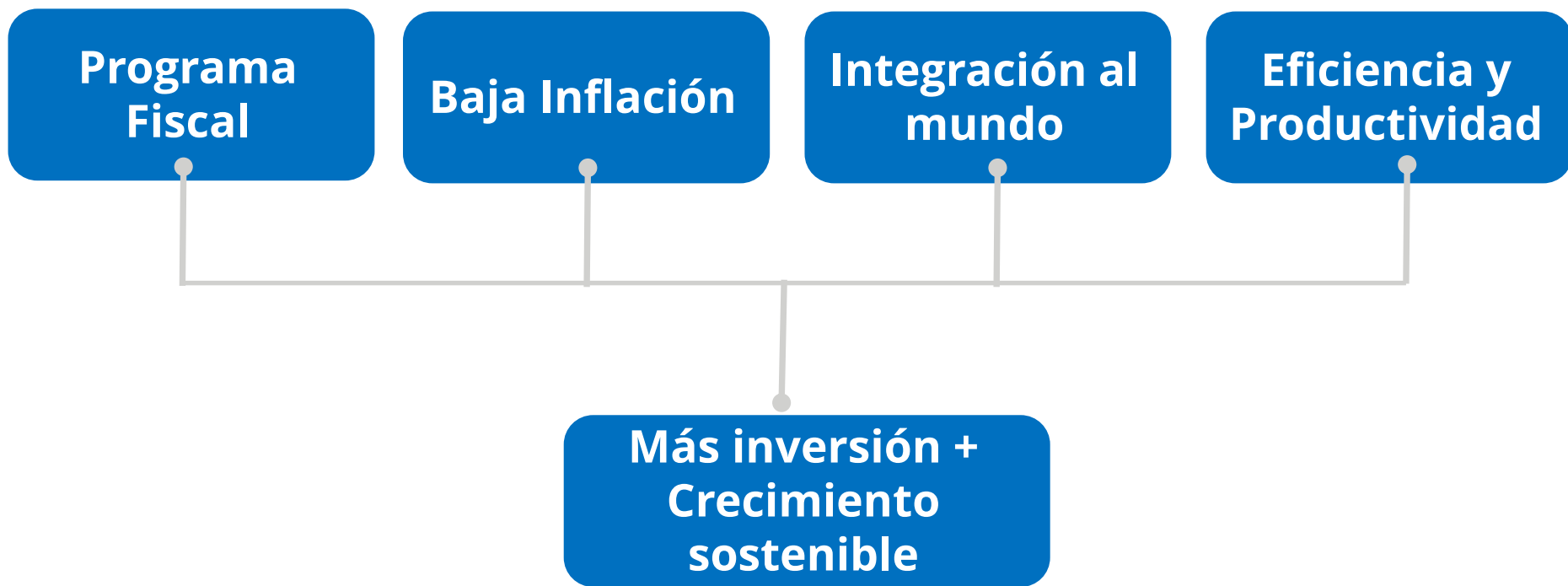
*Sin embargo, en este informe nos preguntamos sobre si están dadas las condiciones para un crecimiento de largo plazo, para un palpable desarrollo económico.*

# Qué implica un “desarrollo económico” sostenido

- Cuando uno analiza episodios de crecimiento sostenido en algunos países, llega rápidamente a la conclusión de que, **al final del recorrido, esos países mostraron un cambio evidente en las relaciones económicas y sociales de su población.**
- Esos cambios fueron **tanto cuantitativos** (cantidad de bienes y servicios que puede producir el sistema económico, mayores ingresos y mejoras en indicadores sociales) **como cualitativos** (relaciones más complejas, cambios en los incentivos y comportamientos, etc).
- Nosotros percibimos que el Gobierno realmente cree que las relaciones económicas en las que se desenvuelven los argentinos están viciadas y siente la necesidad de modificarlas: presión impositiva, burocracia, integración al mundo, relaciones laborales, etc. requieren cambios para generar los incentivos suficientes para estimular el ánimo inversor y la innovación.

# Macro saludable y la apertura como base

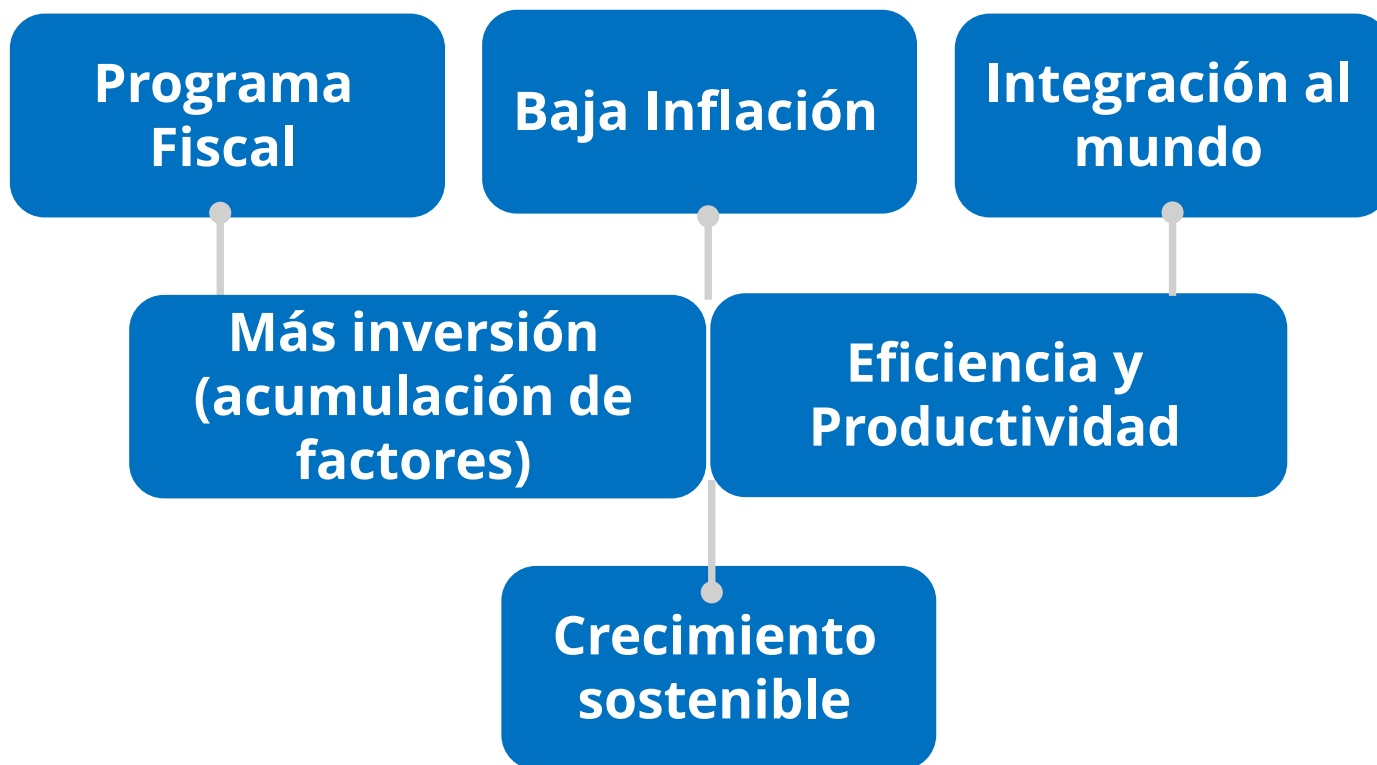
- El Gobierno recientemente ha sintetizado su visión en una presentación en el gabinete ampliado **con las condiciones suficientes para el crecimiento sostenible:**



*Una macroeconomía saludable (cuentas fiscales en orden y baja inflación) más una razonable apertura comercial, conformarían, junto con un evidente aumento de la productividad de los factores productivos, las bases para alcanzar un crecimiento sostenible en los años venideros.*

# Macro saludable y la apertura como base (cont.)

- La última causa (eficiencia y productividad) no parece ser una condición última de crecimiento sino más bien la fuente más inmediata de una mayor producción de bienes y servicios.
  - Más capital y trabajo (acumulación de factores), con incidencia temporal y limitada, y mayor productividad (eficiencia de los factores) son las que permiten, en última instancia, el crecimiento. **En rigor, la jerarquía debería ser:**



# El olvidado Plan Productivo Nacional

- En realidad, ya **en 2016 el Gobierno había definido algunos lineamientos** que nos permitirían salir de la pobreza con un crecimiento sostenido en el largo plazo. Estos lineamientos quedaron enmarcados en lo que se definió y difundió como Plan Productivo Nacional (PPN).
  - No era un verdadero plan en tanto que no estaban definidas fehacientemente las interrelaciones, no había una hoja de ruta o un plan de acción concreto, ni se detallaban los posibles inconvenientes.
- Sin embargo, **acertaba en diagnóstico y no escatimaba sensatez.**
- Aquel PPN definía **8 grandes pilares de intervención:**
  - Reducción del costo del capital.
  - Mejorar el capital humano y la productividad laboral.
  - Plan de infraestructura y energía.
  - Plan de innovación y tecnología.
  - Equidad y eficiencia fiscal.
  - Defensa de la competencia y la transparencia de los mercados.
  - Integración inteligente al mundo.
  - Facilitación administrativa y desburocratización.

# El olvidado Plan Productivo Nacional (cont.)

- La sensatez del PPN estaba en que, más allá de los aspectos puntuales que requiere cada sector económico para su desarrollo futuro, **hay aspectos comunes a todos ellos que aparecen como escollos para un correcto desempeño**: atraso cambiario, presión tributaria, costo del capital, costo de logística e incertidumbre.
- Todos ellos terminan configurando una estructura económica carente de la suficiente cantidad de virtudes como para incentivar la acumulación de capital.



# La ideología oficial del crecimiento

- Como aquel PPN incluye a las bases macroeconómicas aludidas recientemente, sería justo considerar que **el esquema conceptual del crecimiento sostenido del gobierno es este:**



# El vaso medio lleno

- Varios de los puntos del PPN se encararon en estos dos años de gobierno:
  - **Salida de CEPO + arreglo con Holdouts + fin de una etapa anti-mercado**, permitieron una sensible reducción del costo del capital.
  - BCRA manteniendo una ferviente **vocación por reducir los índices de inflación**.
  - Aun bajo serias restricciones fiscales, se está comenzando a encarar una **auspiciosa agenda de obra pública**, ahora más sustentada en el marco de una nueva ley de PPP (proyectos potenciales por unos US\$ 26 MM en los próximos 5 años): tres exitosas licitaciones de energía renovable (4500 MV de potencia), obras viales (red de Autopistas y Rutas Seguras, Expresos Regionales, etc), proyectos hídricos.
  - **El manejo fiscal parece adecuado** en el actual contexto, manteniendo el difícil equilibrio de preservar la red de asistencia social, establecer metas de déficit para una mayor certidumbre sobre sostenibilidad de deuda, reducción de presión tributaria, eliminar fuentes de litigiosidad con algunas provincias, etc. *El frente fiscal tal vez sea hoy la variable que mayor certidumbre arroja a los inversores, aun en quienes de vuelcan hacia una reducción del déficit más rápida.*
  - **Regularización gradual de tarifas de servicios públicos.**
  - **Reforma impositiva con ánimo de retirar gradualmente los desincentivos impositivos** (Ganancias, Contribuciones Patronales, Ingresos Brutos)
  - **Intentos de desburocratización y facilitación administrativa** a través de ley Pyme, ventanilla única, Exporta Simple, etc.
  - **Nueva ley de mercado de capitales y de PPP**, junto con intentos de armar una agenda internacional más amigable con inversores.

# El vaso medio vacío

- Sin embargo, transcurridos dos años persisten cuentas pendientes:
  - **No se advierten inversiones que motiven mejoras sustanciales en los procesos de producción y comercialización del sector transable.**
  - Los planes de capacitación parecen escasos, y **no se registra por el momento un cambio radical en la política educativa** (los últimos resultados de exámenes PISA no pueden compararse por utilizar muestra diferente; en Aprender, mejoras en lengua, estancamiento en matemática). Altos niveles de sobreedad y repitencia.
  - Los **costos de logística siguen elevados** (combustible, salarios, ineficiencias) .
  - Si bien son difíciles de visibilizar, **no se advierte ninguna ola de innovación ni aumentos de I+D**
  - Las **exportaciones continúan virtualmente estancadas**, al tiempo que la dinámica de las importaciones muestran las dificultades para competir también con el exterior.
  - Sobran ejemplos sobre que el **gasto público sigue siendo ineficiente** (compras, etc)

*Como venimos mencionando, el atraso cambiario en un país como Argentina sin dudas está afectando el espíritu inversor en los sectores que comercializan con el exterior.*

***Pero, ¿es todo esto atribuible al atraso cambiario?***

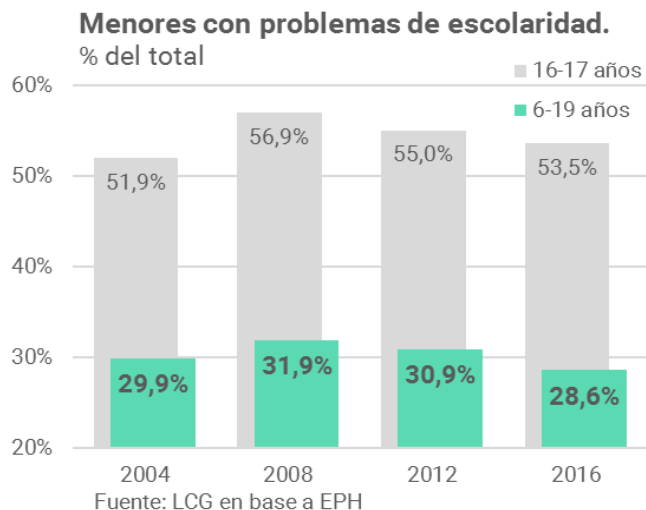
## El vaso medio vacío

- ✓ Educación y capacitación
- ✓ Facilidad para vender productos en el exterior
- ✓ Falta de capital y de inversión
- ✓ Falta de ahorro interno

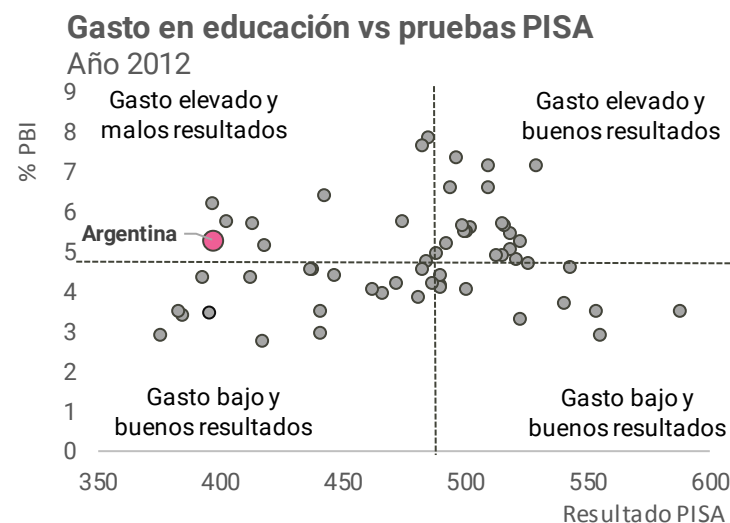
# No se ve ninguna revolución educativa

- Casi un 30% de los chicos en edad escolar tiene problemas de sobreedad o inasistencia.
- La mitad de los chicos entre 15 y 18 años al menos repitió un grado.

En los últimos 12 años, el % de menores con problemas de escolaridad logró reducirse sólo 1pp  
**(de 30% en 2004 a 29% en 2016)**



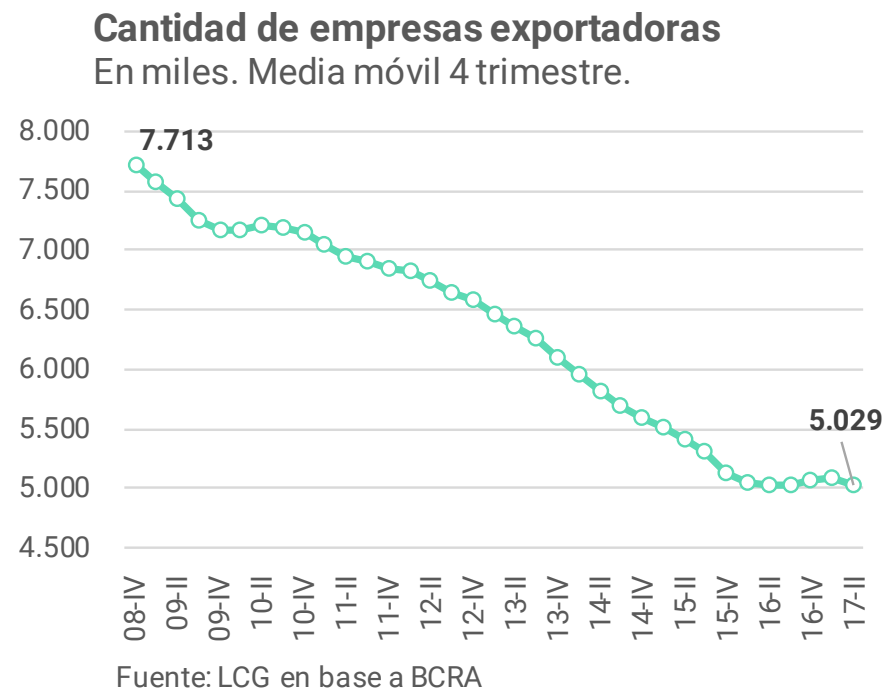
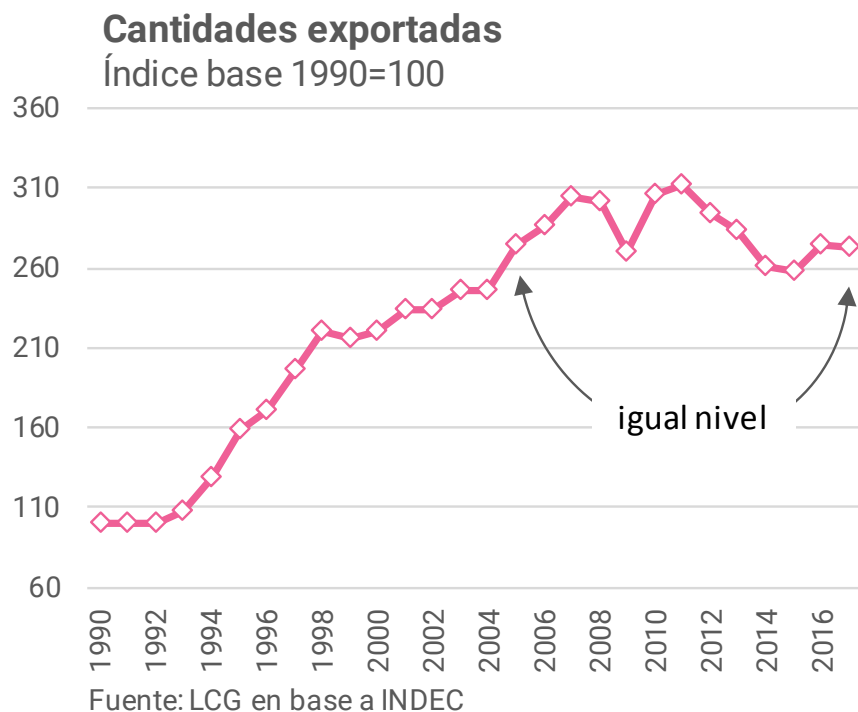
- Argentina se encuentra entre los países con **resultados más magros en términos de educación, aun cuando el presupuesto que destina a su financiamiento está por encima de la media.**



En el informe N° 100 *“Educando (y acompañando) al soberano”*, afirmamos que los problemas educativos son tan profundos y con raíces en la estructura social, que además de cambios fuertes en el ámbito del aula debe existir un acompañamiento fuerte de chicos y adolescentes fuera de ella. Los presupuestos destinados a tutorías siguen siendo ínfimos.

# Nuestra dificultad para vender productos en el exterior

- Las cantidades exportadas igualan los niveles de 10 años atrás.
- Las empresas exportadoras se redujeron 1/3 en los últimos 8 años.



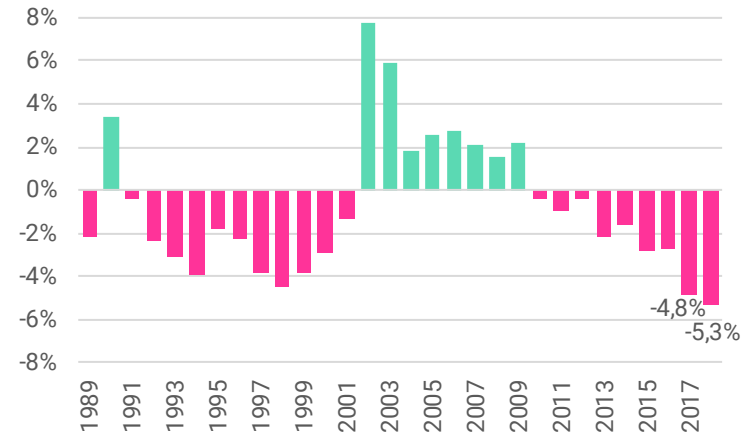
# Nuestro desempeño externo reciente

- **Aumenta desequilibrio en comercio de bienes y servicios, que ya alcanza máximos históricos.**

– *En 2017 la cuenta corrientes cerró con déficit de 4,8% PBI y esperamos un desequilibrio superior para 2018 (piso de 5,3% PBI).*



**Cuenta Corriente**  
% PBI



Fuente: LCG en base a INDEC.

\* 2017 y 2018 estimado

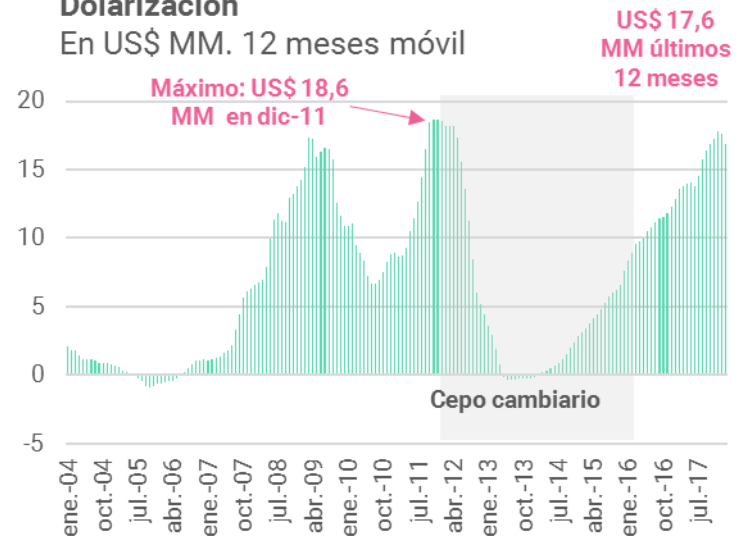
- **Se profundiza la dolarización de las carteras.**

– *Evidencia niveles similares a los precios al cepo cambiario*



**Dolarización**

En US\$ MM. 12 meses móvil



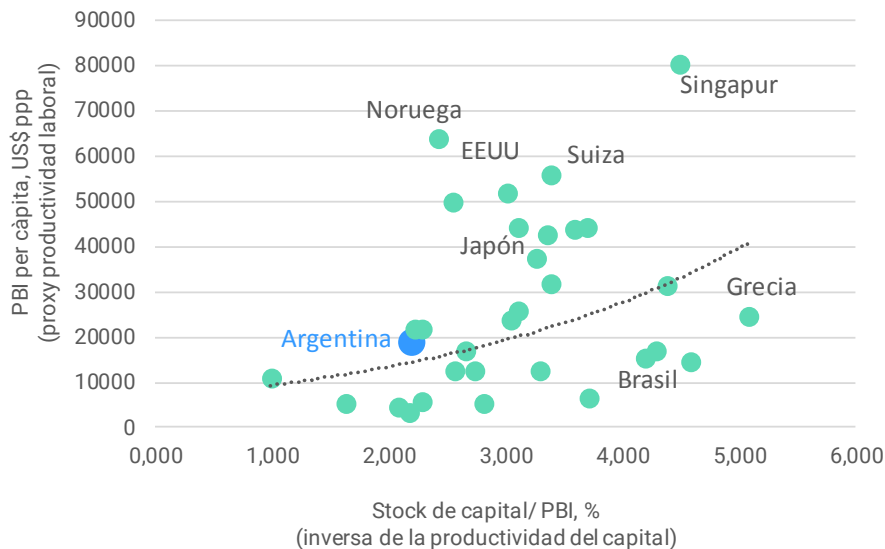
Fuente: LCG en base a BCRA

# Se requiere más capital para el crecimiento

- La Relación Capital-Producto muestra la eficiencia de nuestro stock de capital ( y de nuestra inversión) para producir bienes y servicios.
- La comparación internacional refleja lo obvio: **países con escaso capital, tienen una mayor productividad del mismo (relación capital/producto bajo), y menor productividad laboral (o PBI per cápita), lo que determina salarios relativamente bajos**
  - *Argentina se encuentra dentro de este grupo.*

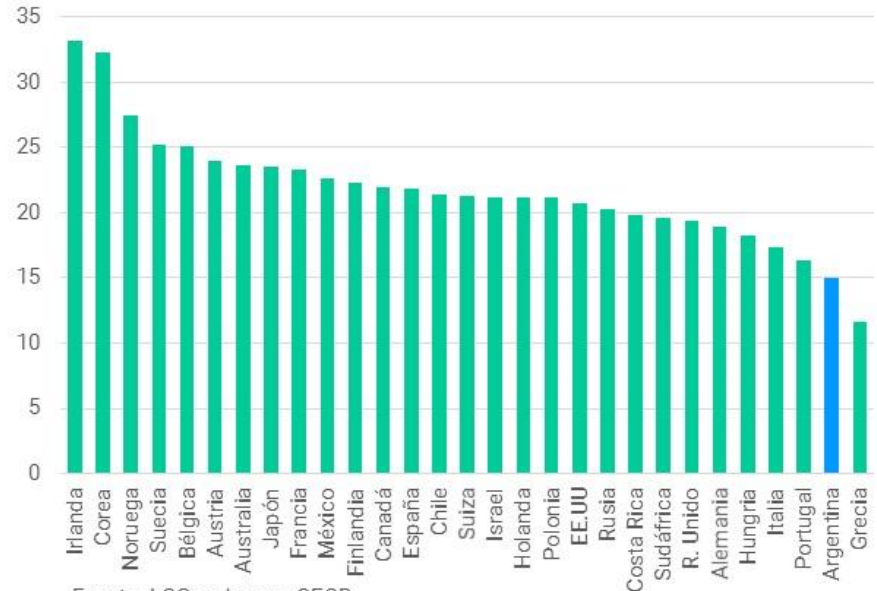
## Relación capital-producto

Inversa de la eficiencia del capital para producir bienes y servicios.



Fuente: LCG en base a WEO y FED

## Inversión % PBI



Fuente: LCG en base a OECD



# Se requiere + capital para el crecimiento (cont.)

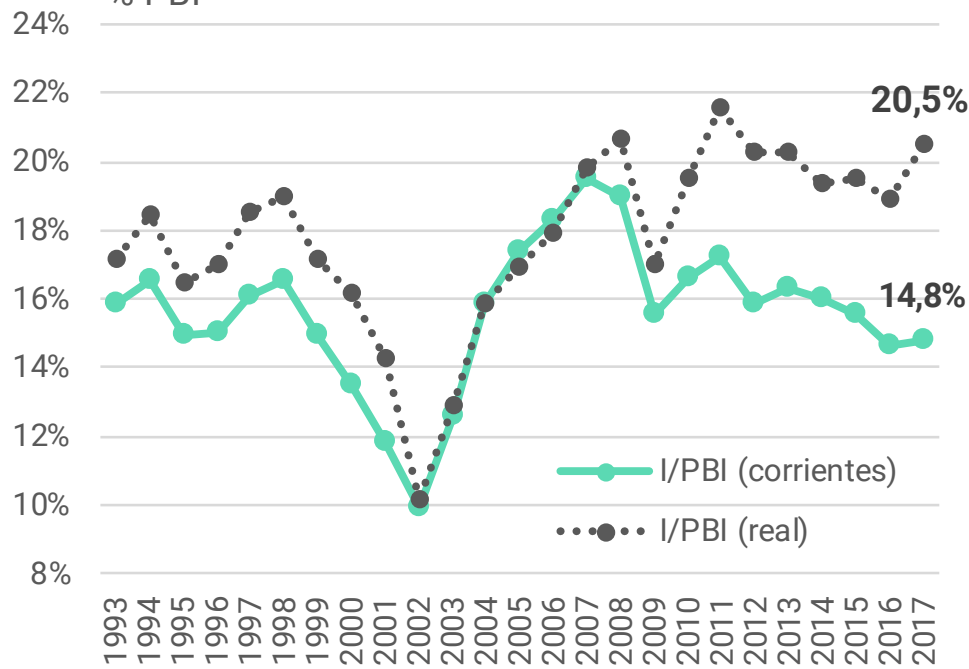
*Argentina cuenta con un stock de capital comparativamente bajo; pareciera que no existe mucho margen para crecer a tasas elevadas con un uso más eficiente de este stock.*

***Incrementarlo (con inversión) es, por ende, ineludible, además que las inversiones suelen estar asociadas también a mejoras en la productividad.***

***La Inversión aumentó significativamente en el 2017, alcanzando nuevamente el 20% del PBI en términos reales. En términos nominales continúa en valores muy bajos.***

## Inversión

% PBI

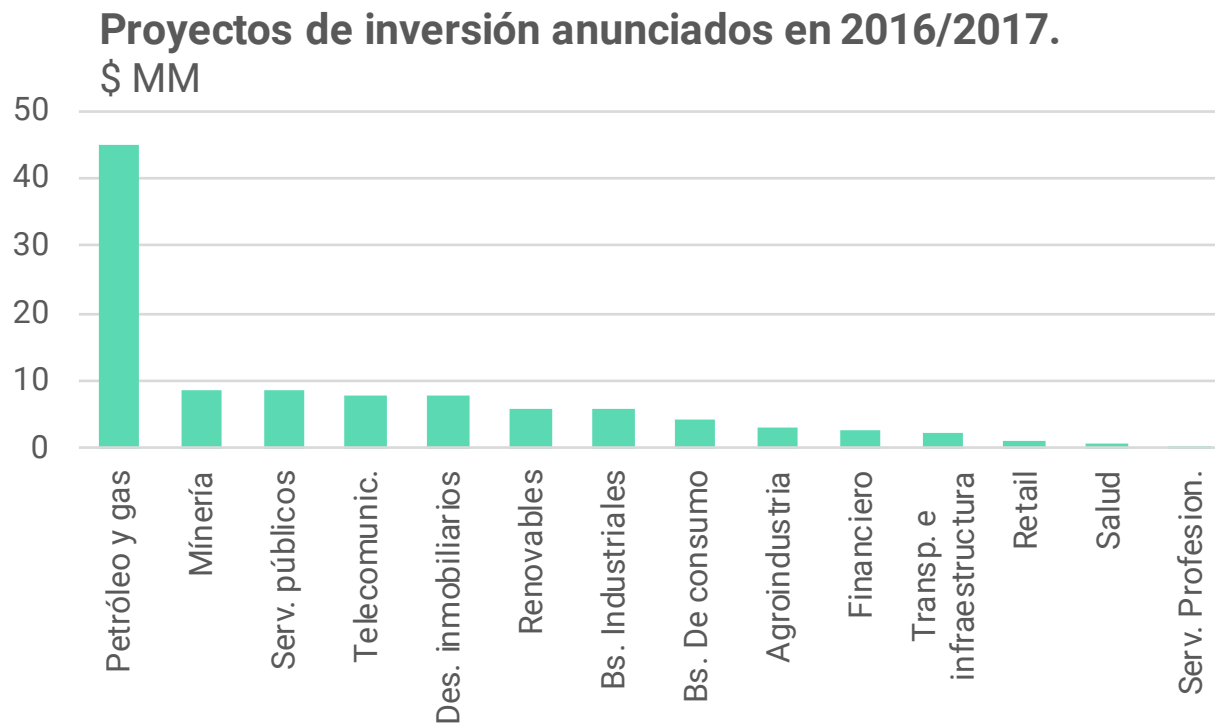


*La disparidad de valores tiene dos motivos: i) la apreciación real del tipo de cambio (la inversión tiene un componente importado mayor que el consumo); ii) los bienes de capital han mostrado a nivel mundial una tendencia a su abaratamiento relativo.*

*Para analizar acumulación de capital en el proceso productivo, conviene mirar el ratio en términos reales; para evaluar eventuales restricciones para el financiamiento interno o externo (a la firma) de los proyectos de inversión, conviene mirarlo en términos nominales.*

# ¿En qué se piensa invertir?

- Los proyectos de inversión anunciados están concentrados en el sector no transable (telecomunicaciones), en construcción y en sectores regulados.

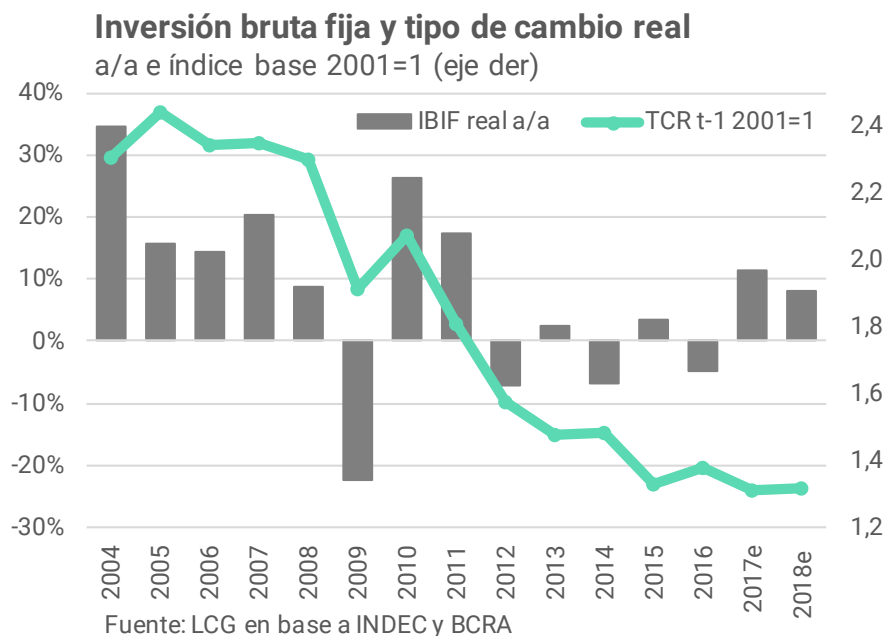


Fuente: LCG en base a Agencia Argentina de Invers. y Comercio Internac.

- Estas inversiones, efectivamente mejoran la competitividad del sector transable. Pero **para colocar más cantidad y más variedad de productos en el exterior, hace falta también iniciativas propias de este sector.**

# Determinantes de la inversión

- **Tipo de cambio que se percibe bajo posterga decisiones de inversión**
- En los últimos años la inversión se ha mostrado volátil en el marco de márgenes de apropiabilidad por parte de las empresas frágiles e inciertos.
- En efecto, **la tendencia de la Inversión acompañó la tendencia del tipo de cambio real**
  - TCR es sinónimo aproximado de márgenes de ganancias de las empresas que comercializan bienes transables.



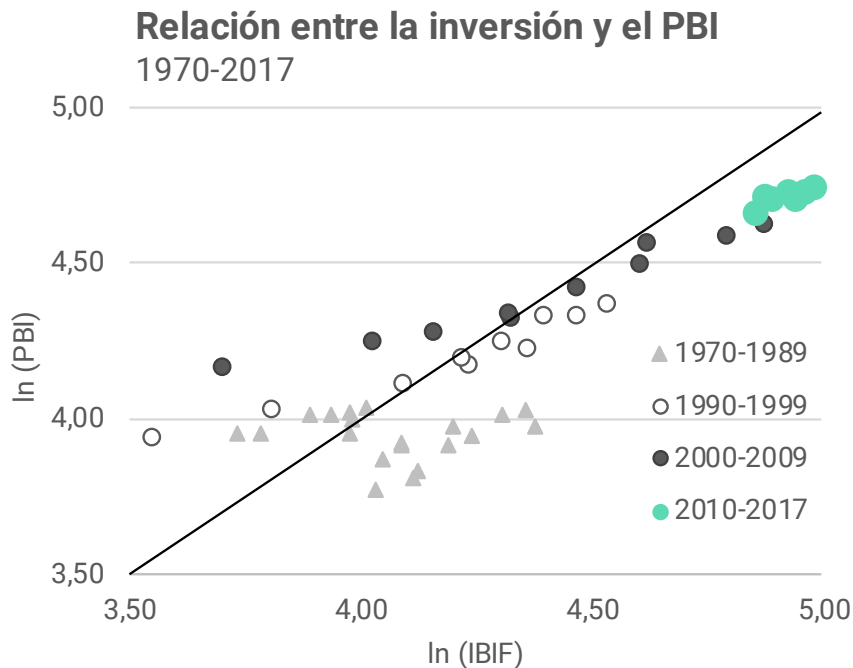
*¿La inversión sobre-reacciona con la apreciación cambiaria?*

*¿Se reduce inversión porque no hay rentabilidad? ¿O porque no hay financiamiento que reemplace los recursos propios?*

*Más sobre esto más adelante...*

# Determinantes de la inversión (cont.)

- En 2016 y 2017 **la elasticidad ingreso de la IBIF promedió 3,3** (por c/ punto de crecimiento económico, la inversión creció 3,3 pp).
  - Desde 2010 promedia 3,0; en los 00s fue 3,5 y en los 90s 3,2
- El **crecimiento económico y el nivel del tipo de cambio del año previo fueron efectivamente factores determinantes de la inversión**. Otras variables como el desempeño brasileño y la evolución del Merval no lo fueron en tal medida.



Source	SS	df	MS			
Model	6718.09776	2	3359.04888	Number of obs =	14	
Residual	254.266199	11	23.115109	F( 2, 11) =	145.32	
Total	6972.36395	13	536.335689	Prob > F	= 0.0000	
				R-squared	= 0.9635	
				Adj R-squared	= 0.9569	
				Root MSE	= 4.8078	

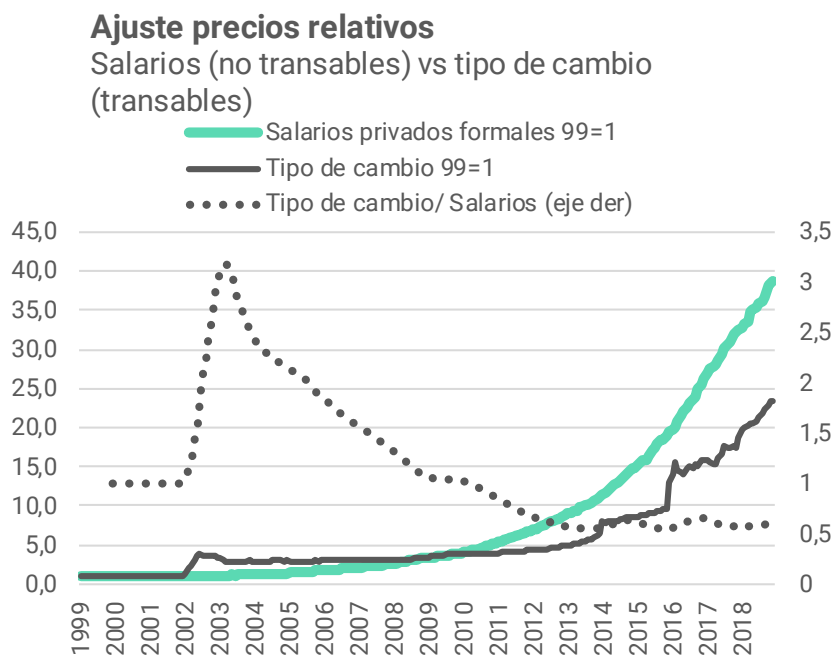
  

i_	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
pbi_	.3270596	.0257688	12.69	0.000	.2703428	.3837763
tcrm_t1	9.997965	4.911456	2.04	0.067	-.8120767	20.80801
_cons	-108.2039	24.57363	-4.40	0.001	-162.2901	-54.11768

Fuente: I.C.G. en base a INDEC.

# Atraso cambiario: un aspecto crucial a resolver

- Debemos volver a recalcar que **un tipo de cambio real más alto significa, en última instancia, un poder adquisitivo del salario menor.**
  - *Una depreciación cambiaria, para que sea efectiva en términos de ganancia de competitividad, debe significar que los precios de bienes y servicios que compiten con el exterior suban más que los costos internos (muchos de los cuales son salarios). Hoy los salarios formales reales están en un nivel récord y deberían adecuarse.*
- **La inflexibilidad de los precios relativos es la madre de todas las batallas.**



Fuente: LCG en base a INDEC, Min. Trabajo

\* privado formal

*Los desafíos son los mismos que en los últimos años:*

***Cómo lograr un reajuste cambiario duradero que permita complementar acciones a favor de una competitividad más estructural, de modo que entre ambas permitan incrementar la inversión y el nivel de exportaciones.***

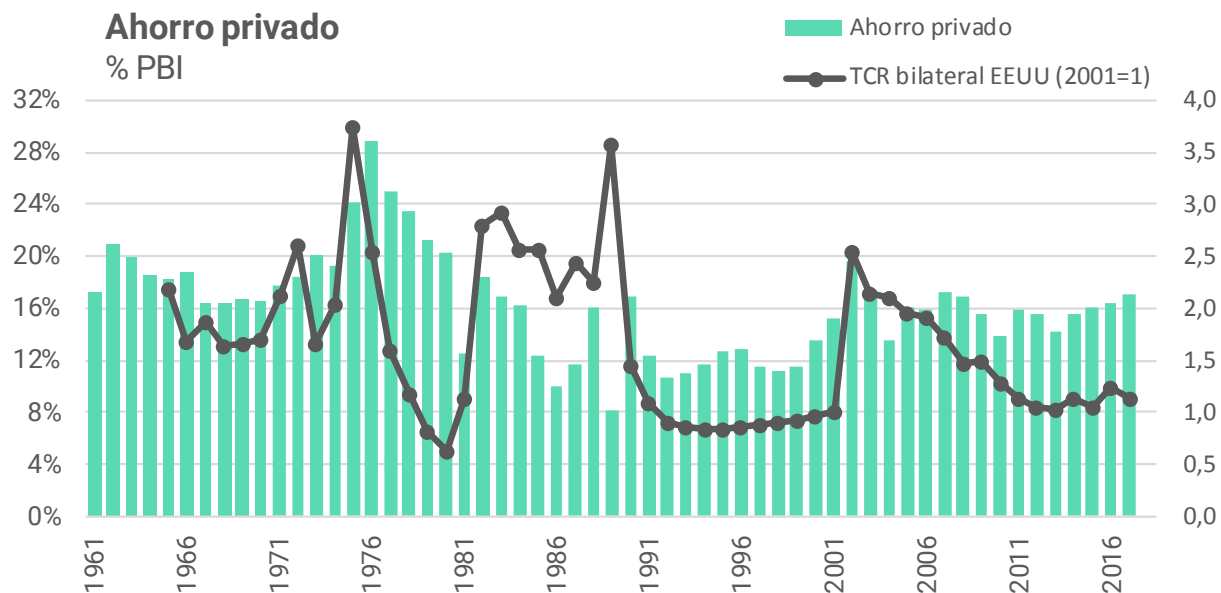
***En este sentido, será crucial todos los esfuerzos en pos de un marco de entendimiento para orientar precios relativos (paritarias, tarifas, etc).***

# Para la inversión, más ahorro, no más consumo

- **Más inversión requiere un mayor ahorro; no mayor consumo.**
  - Mayor consumo estimula inversión, siempre que la rentabilidad esperada sea suficiente como para compensar el riesgo percibido.
- **Años con mayor ahorro asociados a TCR más competitivo**
  - Excepción: Convertibilidad (la percepción de estabilidad cambiaria, compensó la apreciación del tipo de cambio).

*También se requiere un **mercado de capitales** que funcione correctamente, y que pueda canalizar el ahorro en inversión de manera eficiente.*

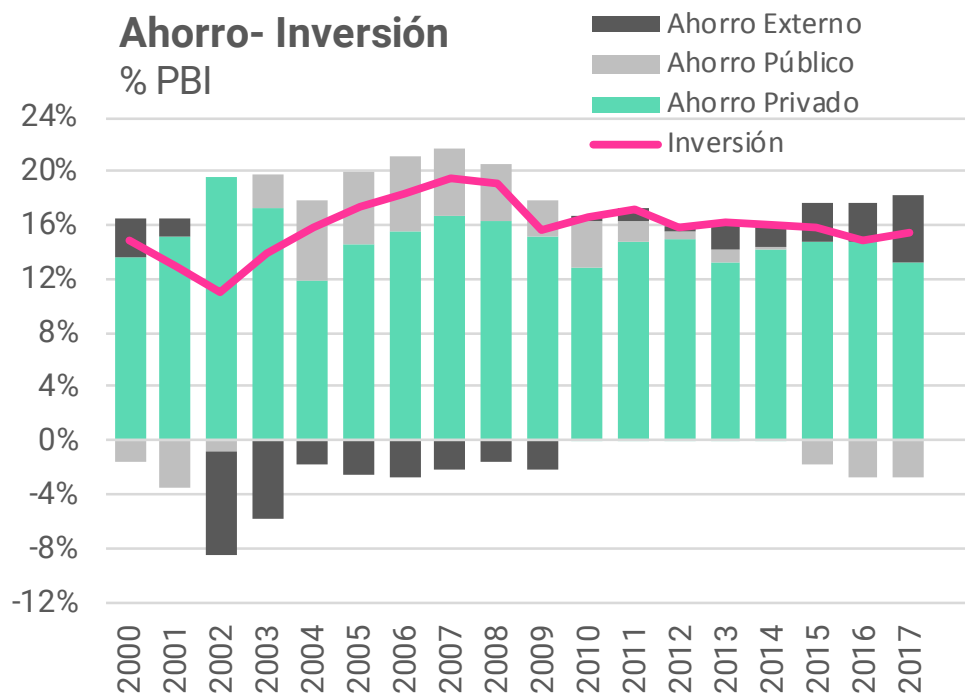
*Un mercado de capitales de más amplitud y calidad permitirá no sólo más capilaridad en fuentes de financiamiento o reducción de costos operativos, sino también más liquidez y **posibilidad de salida de inversiones** menos engorrosas*



Fuente: LCG en base a Indec

# Corolario: si queremos más inversión, necesitamos más ahorro interno (deseable) o más déficit externo (inviabile)

- Actualmente el ahorro interno no alcanza para financiar la inversión (aun en niveles bajos) y cubrir necesidades del sector público
- Mayor dependencia del ahorro externo (**déficit de cuenta corriente**) para garantizar crecimiento



Fuente: LCG en base a Indec

Si quisiéramos una inversión de 20% PBI (hoy en 15%), ¡el déficit de cuenta corriente debería ser 10% PBI!

Deberíamos fomentar las fuentes de ahorro interno como pudieron algunos países asiáticos; en Argentina las tasas de ahorro dependen esencialmente de herramientas cambiarias.

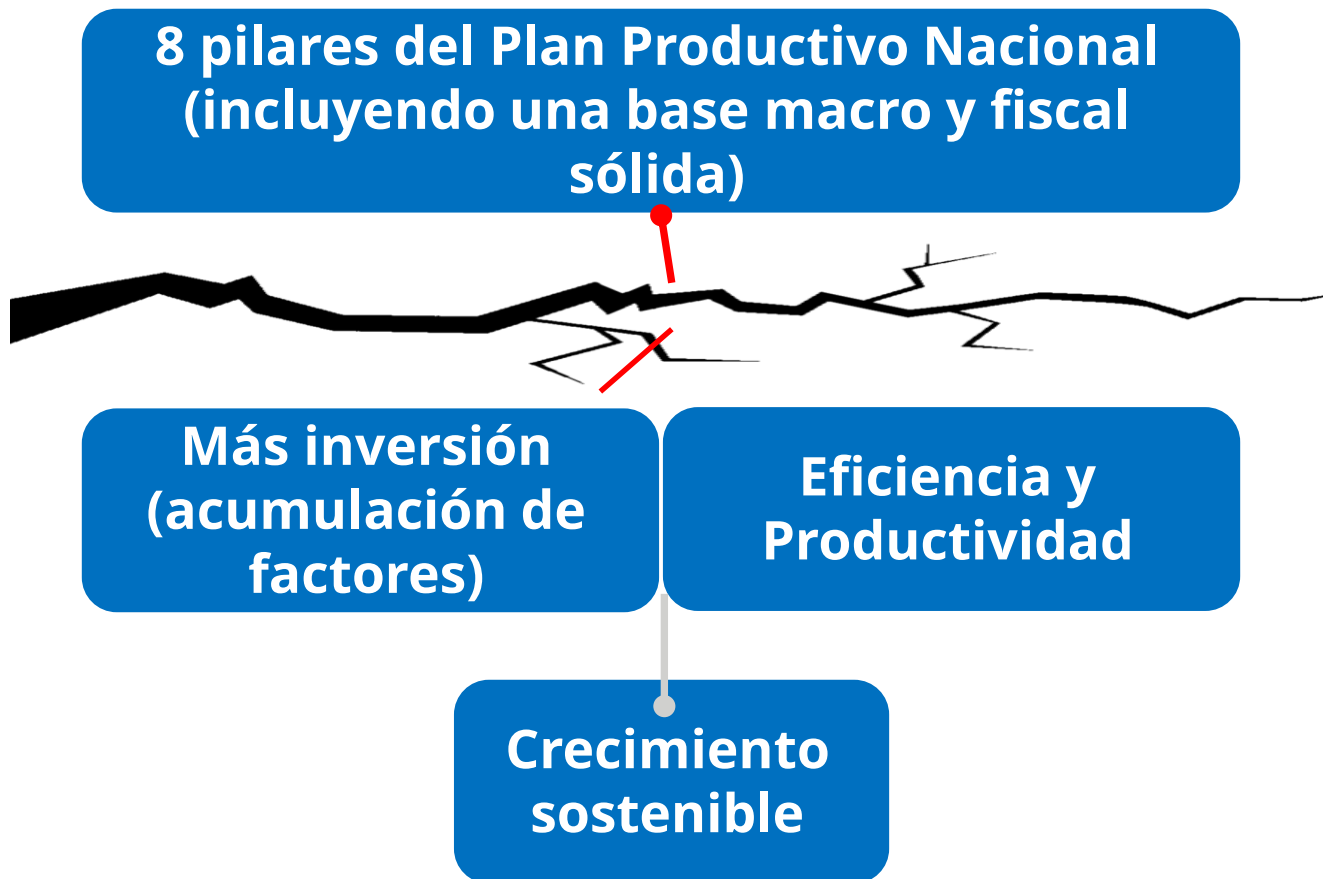
Otra vez: el atraso cambiario en un país como Argentina sin dudas está afectando el espíritu inversor en los sectores que comercializan con el exterior.

Hay dudas sobre si el problema podrá solucionarse recién cuando finalice el proceso desinflacionario.

**Pero, ¿es todo esto atribuible al atraso cambiario?**



# Más allá del atraso, ¿una nueva y terrible grieta?



## Tres hipótesis sobre el dinamismo futuro

- I. **La macro** (el atraso) manda
- II. ***“Too early to tell”***: darle tiempo al reformismo
- III. **Estancamiento Secular Criollo**: restricciones culturales más profundas

# ¿Una nueva y terrible grieta?

## Hipótesis de por qué cuesta crecer

1. El problema, nuevamente, está en la **macroeconomía**. Mucho énfasis en las reformas permanentes, pero se descuida la política cambiaria. El atraso genera un fuerte desequilibrio externo, falta de competitividad y de estímulos para la inversión en transables. La solución sería coyuntural (devaluación) pero dadas las inflexibilidades recurrentes de los precios relativos (percepción de “derechos adquiridos”, “dominancia sindical”), la problemática adquiere tintes estructurales.
2. **“Too early to tell”**. Como en aquella confusa frase de Zhou Enlai, el nuevo camino iniciado hace dos años es todavía muy reciente para mostrar resultados. Todavía corren tiempos de sentar las bases, de allanar el camino, y todavía falta un tramo largo de reducción impositiva, priorización presupuestaria, reformas laborales. El **reformismo permanente** será prolongado y gradual, y al final, se verán resultados. En cambio, si no se profundizara en la agenda de mejoras de logística, relaciones laborales más virtuosas o en la reducción del costo del Estado, el crecimiento será mediocre.
3. Incluso si Argentina se las arreglara para llevar a cabo su agenda de corto y largo plazo, solucionando los desequilibrios externos, incrementando la competitividad cambiaria y estructural de manera permanente, y conformando una estructura económica más amena para el espíritu inversor, no está claro que tengamos “con qué” fabricar productos que puedan ser demandados en el exterior en competencia con bienes y servicios de otros países. Esta hipótesis estremecedora se sustentaría en la falta de escala de las empresas argentinas, en dudas respecto de la capacidad de innovación y sobre la calificación de la mano de obra, y en dudas respecto de las restricciones políticas en un mundo más proteccionista, y podría definir un **“estancamiento secular criollo”** mostrando los desafíos inherentes de encarar un crecimiento “hacia afuera”.

**El paso del tiempo irá alumbrando por cuál de estas hipótesis (o todas) estamos transitando**

# ¿"Estancamiento secular criollo"?

- Aun con la recuperación coyuntural en EEUU y Europa, en el mundo sigue planteándose la hipótesis de un "estancamiento secular".
- Los ánimos inversores están tan bajos (por dificultades en encontrar proyectos nuevos rentables) que se **requiere un nivel de tasas de interés extremadamente bajo para compensar la baja demanda agregada**. Varias posibles causas:
  - *Envejecimiento de la población, en un contexto en donde la población pasiva tiene menores ingresos (p.e. jubilaciones) que la activa.*
  - *Distribución de ingreso más inequitativa y mayor propensión al ahorro de las clases pudientes. El consumo de las clases más bajas se pudo mantener, en realidad, mediante una excesiva intermediación financiera y excesivo apalancamiento.*
  - *Algunos ponen el énfasis (excesivo para nosotros) en los instrumentos financieros, afirmando que la escasez de "activos seguros" (que no pierden valor en las crisis) y la suba en la aversión al riesgo, implican una restricción en el financiamiento de la inversión, afectando el crecimiento.*
  - *Caída de los precios de los bienes de capital que afecta negativamente sobre inversión en esos sectores.*
  - *También estaría incidiendo el aumento de las ganancias empresariales y la reducción de la participación de la masa salarial en el PBI.*
- Esta hipótesis está atrás de los posibles límites a la suba futura de tasas de interés en EEUU y Europa: los bajos estímulos al consumo y la inversión harán innecesario un nivel de tasas demasiado alto.

# ¿"Estancamiento secular criollo"? (cont.)

- ¿Estará Argentina bajo una hipótesis similar? Los procesos de aprendizaje que están asociados a una venta al exterior son complejos. La reducción de empresas exportadoras en estos años implica una destrucción de capacidades y de valor (ver gráfico pág. 14)
- Esta hipótesis, de ser cierta, no estaría sustentada en un bajo gasto público, en una baja emisión de bonos, en una reducción de la masa salarial, o en un elevado ahorro.
- **Podría tener su origen en una percepción demasiado elevada del riesgo (exceso de cautela), la gimnasia histórica para el oportunismo rentístico (siempre se podrá pescar en la pecera), falta de ideas para desarrollo de productos y entrada a nuevos mercados, una nueva ola proteccionista a nivel mundial, falta de escala de muchos emprendimientos, una posición desventajosa en el *governance* de las redes de valor globales, escases de mano de obra calificada, logística interna ineficiente, y raíces culturales que hacen priorizar más la demanda que el esfuerzo.**
- Todo esto se sumaría a aspectos más coyunturales o con incidencia pública más directa: baja rentabilidad en varios sectores, elevado gasto público financiado con impuestos y deuda cara, escaso ahorro interno, etc

*Si fuera el caso, la inversiones en sectores que compiten en el exterior y que podrían redundar en incrementos de la productividad, requerirían un excedente de apropiación elevado. O sea,*

- ***Un tipo de cambio elevado en exceso***
- ***Presión tributaria reducida en exceso***
- ***Costo de capital reducido en exceso***

# Llorones vs. susceptibles

- Inversión+productividad+innovación indispensables para el crecimiento sostenido. Está claro que la intensidad y amplitud de los mismos dependen de los incentivos y oportunidades que se le brindan al inversor.
- **Pero más importante todavía: estos incentivos y oportunidades, además de ser brindados, deben ser percibidos por los agentes**, los cuales a su vez, en su interacción entre ellos, generan nuevas oportunidades...
- **¿Y cómo están percibiendo los agentes estas oportunidades que se supone se están abriendo con el reformismo permanente?**
- **“Llorones” vs “susceptibles”...** Más allá de algunos casos puntuales, da la sensación de que el clima todavía es de incertidumbre y de falta de oportunidades. El contrapunto reciente entre industriales (UIA) y Gobierno, si bien anecdótico, **está mostrando que no se advierte que existan condiciones suficientes que coordinen un espíritu inversor masivo**. Más allá de que estas impresiones estén justificadas o no, debe tomarse nota de esta cuestión.
- En líneas generales, se percibe baja de rentabilidad, incertidumbre en variables clave al armar planes de negocios, baja escala para poder competir.

***Si estas percepciones fueran exageradas, se estaría avalando una hipótesis de estancamiento secular criollo. Sólo se podría encarar un crecimiento hacia afuera (hacia dentro ya tocamos límite) con exceso de rentabilidad. Si no fueran exageradas, hay que mejorar la macro e insistir en la agenda de reformas.***

# La productividad oculta: la del Estado

- Es indudable lo nocivo que puede ser un gasto público tan elevado para encarar una estrategia de desarrollo cuando no permite mejorar la infraestructura ni las capacidades cognitivas y emocionales de las personas.
- **Gran parte de la falta de productividad se gestaría por atender financieramente las evidentes carencias de quienes no producen y no aportan de manera proporcional al valor agregado de la economía.**
- Al comparar los balances de las empresas, rápidamente se detecta **que la presión tributaria, que financia dicho gasto, es un factor cardinal en el deterioro de nuestra rentabilidad relativa;** eso significa menor competitividad, menor producción y menor empleo.
- **Los sobrecostos impositivos se pueden compensar con un peso más barato y salarios con menor poder de compra.** Una devaluación ayudará en algunos sectores (los transables) y no en otros, pero la estrategia cambiaria significará una pérdida en el poder adquisitivo del salario.

**Hasta ahora la baja productividad del Estado deriva en salarios formales más bajos que terminan financiando ingresos no salariales de otros sectores.**

# Los inicios de una nueva ola proteccionista

- Trump ladra y muerde; se retracta en parte, pero luego sigue...
  - *Aranceles en acero y aluminio. México y Canadá, exceptuados. Pausa en UE, Brasil y Argentina*
  - *Fuerte arancel al biodiesel argentino; Europa los había reducido en 2017, pero seguían en niveles altos*
  - *Aranceles de 25% a importaciones chinas valuadas en US\$ 60.000 M, luego de arancel de 30% a lavarropas y paneles solares chinos (en enero).*
- China amenaza con represalias comerciales a EEUU
  - *Arancel para 128 productos cuyas importaciones están valoradas en US\$ 3.000 M, una cifra similar a los daños que provocarán los aranceles que Trump ha impuesto al acero y al aluminio chinos*
  - *Fruta fresca, frutos secos, vino, tubos de acero: 15%. Carne de cerdo, aluminio reciclado: 25%. Soja es primera candidata a futuro arancel (¿oportunidad argentina?)*
- Antes: en Italia ganan los antieuropeos (populistas y nacionalistas); Brexit

***EEUU y China van a empezar a seleccionar mercancías bajo arancel. Pareciera una estrategia de EEUU para forzar negociaciones comerciales.***

***De cualquier modo, estos cruces tienen impacto financiero de corto plazo no sólo por la incertidumbre que genera sino porque China sumó dentro de las amenazas el dejar de comprar Treasuries (con impacto en tasa).***



## Para no caer en el pesimismo:

- I. Inversión reacciona frente a incentivos (cuando existen)
- II. Las tres hipótesis pueden estar relacionadas

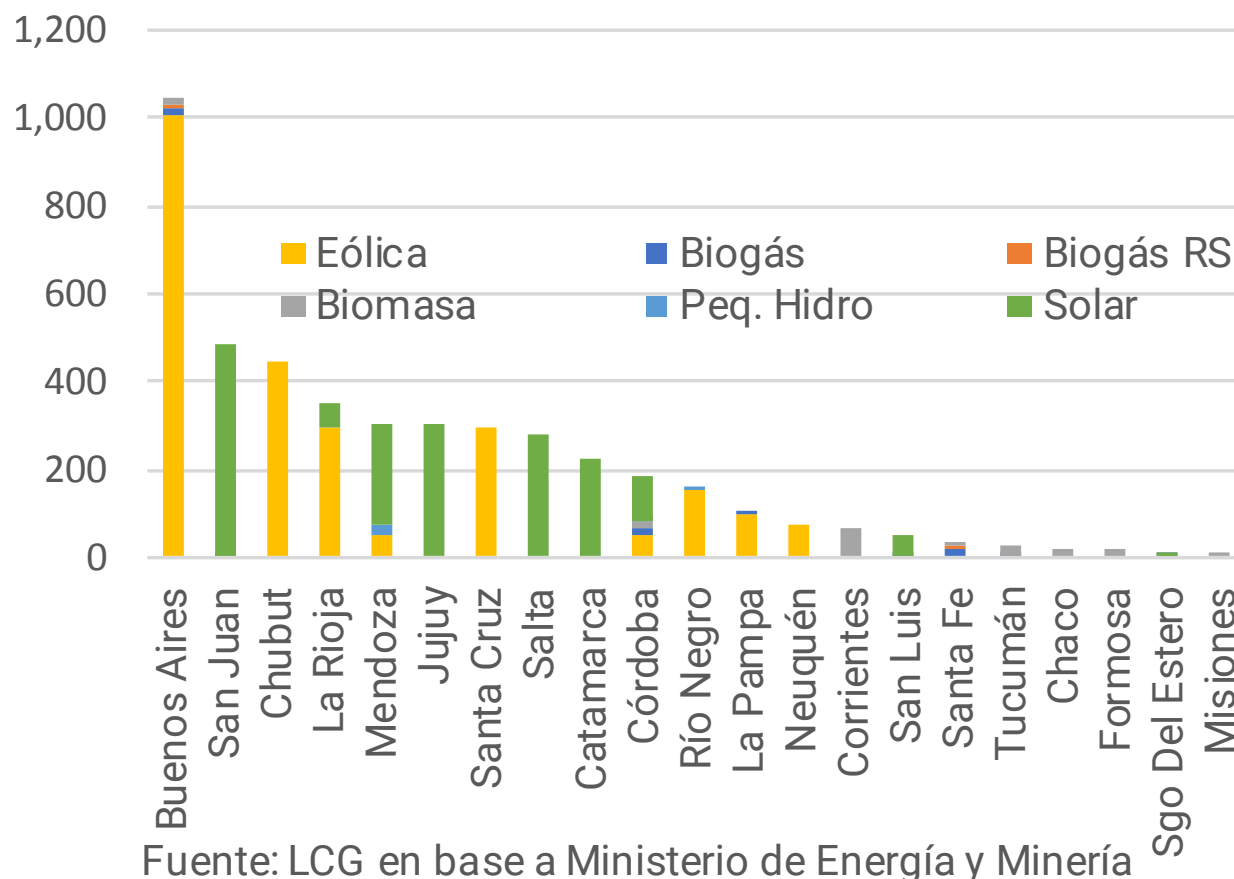
# (I): la inversión realmente está reaccionando frente a incentivos

- En dónde está concentrada la inversión de los últimos años: Activos líquidos de escaso riesgo (bonos); Renovables; Telecomunicaciones; Construcción; Regulados (ver pág 20)
- En **energía renovable** las ofertas de inversión fueron muy altas. En la Ronda 2 se adjudicaron unos 2000 MW de potencia contra los casi 9500 MW ofertados, lográndose un precio promedio de US\$/MWh 51,5 contra los US\$/MWh 61,3 de la Ronda 1.
- Pero... tuvieron un **marco contractual muy generoso** (como la minería en otra época):
  - Precios elevados, devolución anticipada de IVA, amortización acelerada de bienes de capital, arancel cero en algunos casos, contratos a largo plazo dolarizados, sistema complejo de garantías (BM, FODERE), posibilidad de entregar el proyecto al Estado en caso de un evento de incumplimiento
- **De todos modos, sugiere que el esquema de incentivos funciona**
- En **construcción** también los precios relativos arrojan incentivos suficientes para encarar proyectos... pero es un sector que no compite con bienes de afuera.
- ¿Podrán replicarse estos incentivos en sectores menos regulados?
- Persiste la duda sobre si la rentabilidad de los proyectos tiene que ser exagerada para despabilar a la inversión.

# (I): la inversión realmente está reaccionando frente a incentivos

## Inversión Energías Renovables

Proyectos adjudicados RENOVAR (Rondas 1, 1.5 y 2). Potencia en MV



Fuente: LCG en base a Ministerio de Energía y Minería

## (II): las tres hipótesis pueden estar vinculadas

- Aun si el espíritu inversor e innovador se encuentra anegado, bajo los efectos de una modorra, y los comportamientos rentísticos de toda la sociedad están a la orden del día, esto no significa en absoluto que sean permanentes y que no sean la consecuencia de esquemas de incentivos poco adecuados, históricamente prolongados.
- **Romper con la lógica de esos incentivos viejos, e incorporar nuevos que se mantengan en el tiempo, permitirían una nueva interrelación entre los agentes (públicos y privados), cambios de comportamiento, e incentivos suficientes para enfrentar riesgos e incrementar valor.**
- *Un ejemplo: si los comportamientos rentísticos y de excesiva demanda de condiciones y recursos surgieron de nuestra historia repleta de crisis y movimientos macroeconómicos pendulares, solucionando los problemas vigentes manteniendo la estabilidad por varias décadas permitirían romper con los comportamiento rentísticos.*
- **Atacando los problemas de nuestra hipótesis 1, mantener la estabilidad por varios años, e insistiendo en la agenda de la hipótesis 2, podría eliminarse la hipótesis 3.**

***Los cambios culturales indefectiblemente también caen bajo el terreno del gradualismo.***

***Es posible que una parte importante del “reformismo permanente” sea la “estabilidad permanente de la macro”.***

# Oportunidades en varios nichos

- Son varios los sectores y cadenas con potencial para incrementar valor de manera permanente, vendiendo valor agregado cada vez mayor en los mercados internacionales (ver Informe Mensual N°104, *“Hoy, Atraso, igual que ayer como siempre, el diario no hablaba de ti”*).
- Se debe progresar en complejidad en alimentos terminados, marcas propias, controles de canales comerciales y empresas de logística. Articulación entre la base primaria y los servicios técnicos de apoyo a la producción, comercialización, distribución, transporte e industria.
- Aprovechar ventajas en carnes, lácteos, cadena agroindustrial, vinos, exportaciones de servicios, software, servicios informáticos, aeroespacial/satelital, audiovisual, gráfica, bienes culturales, confección, turismo, *packaging*, servicios de logística, química fina o automotriz.

*Objetivo: política apropiada para contribuir a **consolidar una masa crítica de empresarios con espíritu emprendedor y disposición a asumir riesgos**. Una política “industrial y tecnológica” (entendida en sentido amplio) moderna y proactiva que apunte al aumento de la productividad.*

*Armar un programa integral (incluyendo incentivos impositivos, medidas de asistencia técnica y crediticia, capacitación, de acceso a mercados, entre otras) en apoyo al desarrollo empresarial y la creación de nuevas empresas en las diferentes regiones del país, y que promueva agresivamente la innovación en todas sus formas, las inversiones en I+D y la cooperación de las empresas con las universidades.*

# La necesidad de un crecimiento “hacia afuera”<sup>lcg.</sup>

- La mayor parte de las **experiencias exitosas de crecimiento prolongado estuvieron enmarcadas en un contexto de constante aumento en el nivel de exportaciones**, en la mayor parte de los casos con un superávit de cuenta corriente. Todos ellos han incentivado, de diversas maneras, la rentabilidad de empresas exportadoras.
- La propia experiencia argentina ejemplifica la necesidad de tener una base exportadora amplia y creciente de modo de contener el impacto de la restricción externa (balanza de pagos), incluso con elevados términos de intercambio.
- Las principales creadoras de valor y crecimiento son las empresas. A los fines de una estrategia de desarrollo importa la productividad y la innovación.
- **Además de alejar las restricciones externas, un sector transable (especialmente exportador) rentable deriva en una serie de beneficios que incentivan la innovación, el incremento de la productividad, el crecimiento y, en última instancia, el aumento futuro de los salarios de manera sostenida y no ilusoria.**
- La competencia con productos del exterior, bajo ciertas condiciones, propician comportamientos hacia esos objetivos, mayormente a través de procesos de inversión y aprendizaje de algún tipo: tecnología, procesos, marketing, etc.
- **Es un proceso que el Estado debe acompañar regulando eficientemente.**

# Reflexiones finales

- **Es muy temprano para definir qué camino de largo plazo estamos transitando. Pero todavía faltan condiciones para el desarrollo sostenido.**
- **Claramente vemos dificultades de corto: desequilibrio externo + inercia inflacionaria.** Deben corregirse las dos (nuestra opinión sobre la inflación se encuentra en el Informe N°99, *“Desinflando: más dilemas que inconsistencias (por ahora)”*).
- **El reformismo estructural corre riesgo de ser digerido por las especulaciones electorales.**
- **No podemos descartar que, incluso haciendo todo bien** (solucionando dificultades de corto y encarando agenda de productividad del Estado), resulte difícil vender productos (cada vez más complejos) en el exterior (en mercados cada vez más variados). **Pueden afectar falta de escala y de emprendedurismo, cultura rentística, etc.**
- **Desarticular esos valores colectivos nocivos será complejo.** Pero lo será todavía más si no comenzamos una agenda que solucione precios relativos recurrentemente desajustados, la productividad del Estado, la priorización presupuestaria, etc.
- **Nos encontramos frente a un momento bisagra para establecer consensos políticos y sociales sobre el rumbo que debemos tomar.**