

¿Es posible un rebote de la economía en 2016?

Informe Mensual Marzo

Lunes 30 de marzo de 2015

labourcapitalgrowth

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

Editorial

Luego del “alquiler” de dólares (*swap* con el Banco de China, financiamiento del Banco de Francia, atrasos en el pago de deuda reestructurada), el Gobierno logró tonificar las reservas y parece enfocado en conseguir vía emisión de deuda – Griesa mediante- los dólares necesarios para profundizar el atraso cambiario y llegar sin sobresaltos cambiarios a diciembre. Sin embargo, difícilmente podrá evitar una nueva caída del PBI en 2015.

Con respecto al 2016, parece existir cierto optimismo exagerado con respecto a la posibilidad de un rebote significativo de la economía, que sería la consecuencia natural de la mera implementación de un programa económico consistente que restablezca la confianza y permita un ingreso masivo de capitales desde el exterior.

Ahora bien, cuando se realiza un rápido inventario de los desequilibrios que acumuló la macroeconomía luego de doce años de gestión kirchnerista, el panorama deja de lucir tan promisorio: atraso cambiario, alta inflación, escasez de reservas, cepo cambiario, trabas a las importaciones y a los giros de Utilidades y dividendos al exterior, conflicto abierto con los *holdouts*, déficit fiscal creciente financiado con emisión monetaria, presión tributaria en niveles récord, abultado déficit energético, etc. Por si ello no fuera suficiente, se combina con un escenario internacional mucho menos favorable que en el pasado: apreciación del dólar, caída en el precio de los *commodities*, recesión y devaluación en nuestro principal socio comercial (Brasil) y desaceleración de la economía china.

Teniendo en cuenta semejante legado en materia económica, el Informe analiza en detalle cuál será el contexto macro que deberá enfrentar el próximo gobierno, qué cabe esperar en materia de actividad económica para el 2016 y si el respaldo

en las urnas resultará una base política suficiente para implementar la agenda antipática que requiere la economía.

La magnitud de los desequilibrios acumulados

Desde distintos sectores políticos se viene planteando la posibilidad de que la actividad económica tenga un rebote significativo en 2016, que sería la consecuencia de la mera implementación de un programa económico consistente que restablezca la confianza y permita un ingreso masivo de capitales desde el exterior. Si bien resulta lógico que en tiempos de campaña los candidatos presidenciales no ahorren en promesas, lo que no deja de llamar la atención es que este optimismo desmedido también sea compartido por parte de los analistas económicos.

Ahora bien, **cuando se realiza un rápido inventario de los desequilibrios que acumuló la macroeconomía luego de doce años de gestión kirchnerista, el panorama deja de lucir tan promisorio:** atraso cambiario, alta inflación, escasez de reservas, cepo cambiario, trabas a las importaciones y a los giros de Utilidades y dividendos al exterior, conflicto abierto con los *holdouts*, déficit fiscal creciente financiado con emisión monetaria, presión tributaria en niveles récord, abultado déficit energético, etc. Por si ello no fuera suficiente, **se combina con un escenario internacional mucho menos favorable que en el pasado:** apreciación del dólar, caída en el precio de los *commodities*, recesión y devaluación en nuestro principal socio comercial (Brasil) y desaceleración de la economía china. De hecho, **nuestro Índice de Condiciones Externas¹ muestra que la situación actual es comparable a la existente en el peor momento de la crisis financiera a principios de 2009.**

¹ Es un índice que promedia la tasa de crecimiento del PBI de Brasil, el nivel del Real brasileño, la tasa de crecimiento de la producción industrial en China, la tasa de los bonos del Tesoro norteamericano a 10 años y el precio de la soja.

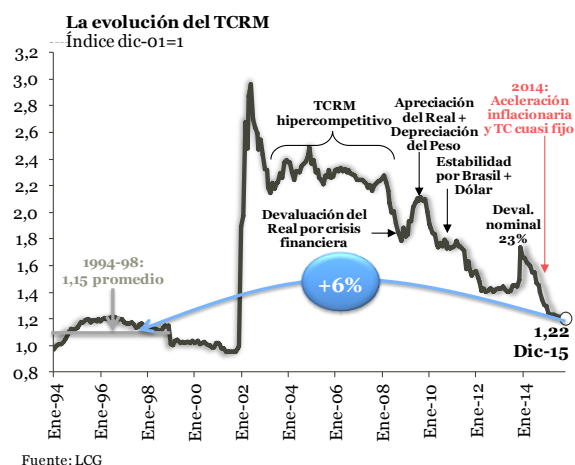


Teniendo en cuenta semejante legado en materia económica, vale la pena analizar en detalle cuál será el contexto macro que deberá enfrentar el próximo gobierno, qué cabe esperar en materia de actividad económica para el 2016 y si el respaldo en las urnas resultará una base política suficiente para implementar las correcciones que requiere la economía.

Sin dudas, **el atraso cambiario con el que la economía argentina llegará a diciembre de 2015 será uno de los principales problemas que el próximo Gobierno deberá enfrentar apenas asuma.** Teniendo en cuenta los efectos colaterales que trajo aparejado el salto devaluatorio de ene-14 y la salida de Fábrega del Banco Central, **ha quedado bien claro que el principal objetivo del kirchnerismo es llegar a dic-15 sin sufrir nuevos episodios de *stress* cambiario.** Para ello, la estrategia es combinar la utilización de distintos mecanismos para “alquilar” de dólares (*swap* con China, financiamiento de corto plazo del Banco de Francia, atrasos en los pagos de la deuda reestructurada) con la emisión de deuda en dólares con legislación local para obtener los fondos necesarios para pagar el vencimiento del Boden 15 en octubre y tonificar las reservas internacionales. Más allá de la reciente decisión de Griesa de autorizar al Citibank a realizar los pagos puntuales de marzo y junio de bonos en dólares reestructurados bajo legislación local, **lo cierto es que la posibilidad de realizar una emisión de deuda en dólares bajo legislación local en el exterior sigue siendo una tarea compleja.**

La política de microdevaluaciones del tipo de cambio oficial en un contexto de derrumbe del Real brasileño y fortalecimiento del dólar ha impactado directamente sobre la competitividad de la economía: el Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM) se apreció un 21% ia y se encuentra sólo 30% por encima del mínimo de dic-01. ¿Cuál podría ser la magnitud del atraso cambiario cuando asuma el próximo gobierno? Siendo relativamente

optimistas con los supuestos², el TCRM cerraría el año apenas 22% por encima del valor existente al momento del colapso de la Convertibilidad, valor que resultaría aun más bajo si el Real brasileño se mantiene en los niveles actuales. El valor de 1,22 del TCRM (base dic-01=1) hacia dic-15 se ubicaría apenas 6% por encima del promedio del período 1994-98 (previo a la devaluación del Real de ene-99). Si bien la definición de un valor de TCRM de “equilibrio” es una tarea extremadamente compleja por la cantidad de variables que la afectan (productividad de la mano de obra, precios internacionales, acceso al crédito y a las importaciones, presión tributaria, infraestructura productiva, dinámica inflacionaria, estabilidad macroeconómica, etc), **no hay ninguna duda que un valor apenas 22% superior al del mínimo histórico existente al final de la Convertibilidad resulta insostenible y requiere de controles a las importaciones para evitar un desequilibrio comercial de magnitud.**



Así, creemos que **el próximo Gobierno no tendrá otra alternativa que iniciar su mandato con una corrección cambiaria significativa.** Un sencillo cálculo permite cuantificar la magnitud del atraso hacia dic-15: de acuerdo a nuestros supuestos en materia de depreciación e inflación, **si el nuevo Gobierno quisiera retornar al TCRM existente en el 1T-11** (justo antes de que se inicie el salto en la dolarización de carteras que culminó con el cepo cambiario pocos meses después)³ **requeriría convalidar un salto devaluatorio de nada menos que del 43%.** Obviamente, se trata solamente de un cálculo teórico y muy difícilmente el nuevo gobierno esté dispuesto a iniciar su gestión con

Dic-15: Corrección cambiaria necesaria para recuperar niveles de competitividad previos

Para recuperar un TCRM de ...	El TCN debe ser	Depreciación desde \$/US\$ 10,26
2001=1	Período	\$/US\$ Var %
2,26	2006/07	19,11 86%
2,01	Dic-09	16,96 65%
1,74	1T-11= Ene-14	14,71 43%
1,45	2012/13	12,23 19%

Fuente: LCG en base estimaciones propias

² Se asume una variación del 20% ia en el tipo de cambio oficial (\$/US\$ 10,26 a fin de 2015), una inflación del 27% dic/dic, una estabilización del Real en R\$/US\$ 3, y una relación US\$/€ de 1 hacia dic-15.

³ En aquel momento el TCRM mostró un valor de 1,74 (dic-01=1), curiosamente el mismo nivel que generó el salto devaluatorio de ene-14 y cuya ganancia de competitividad se evaporó completamente 9 meses después como consecuencia de la aceleración inflacionaria.

semejante corrección del tipo de cambio, pero está claro que **deberá enfrentar una situación muy compleja en materia de atraso cambiario.**

El problema asociado a corregir un TCR excesivamente apreciado impacta directamente sobre otro de los desequilibrios que deberá solucionar el próximo presidente: una dinámica inflacionaria que se mantiene elevada (pese a la desaceleración de los últimos meses), **y que requerirá de forma ineludible la implementación de un plan antiinflacionario integral.** De forma similar a lo sucedido en 2010-11 (cuando la depreciación del tipo de cambio corrió bien por detrás de la inflación)⁴, **el kirchnerismo se ha vuelto a enamorar del atraso cambiario para “disciplinar” a la inflación.** Los resultados de esta estrategia ya están a la vista: en términos anualizados, la variación promedio de los últimos 6 meses se encuentra por debajo del 25%. El problema es que esta desaceleración resulta sostenible sólo en el corto plazo, ya que se explica únicamente por la cuasi fijación del tipo de cambio y está reprimida por el congelamiento de las tarifas de servicios públicos. Por cierto, después de la reducción de subsidios al agua y al gas implementada el año pasado, no cabe esperar nuevas correcciones para el último año de mandato.

Así, **el nuevo gobierno iniciará su mandato con una inflación corriendo algo por encima del 25%, y tendrá la muy difícil tarea de compatibilizar el anuncio de un plan antiinflacionario con la necesidad de corregir el profundo atraso cambiario que heredará.** Los desatinos que cometió el kirchnerismo en materia de política antiinflacionaria dejan un amplio margen para coordinar las expectativas inflacionarias y tratar de actuar sobre su componente inercial: por ejemplo con un Ban-



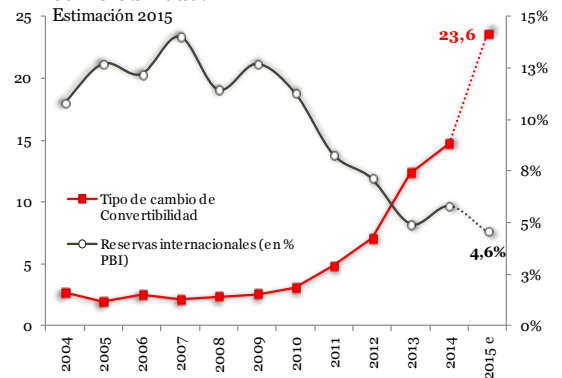
⁴ En aquel período, la inflación promedió un 24% anual mientras que el tipo de cambio se depreció apenas al 5% cada año.

co Central que se comprometa con metas inflacionarias creíbles, normalizando el INDEC, convocando a empresas y trabajadores para acordar precios y salarios, comprometiéndose a moderar del ritmo de emisión para financiar al Tesoro, etc. **Pero dada la magnitud de la corrección requerida en el tipo de cambio y la inevitable suba en las tarifas para moderar el gasto en subsidios, muy difícilmente el nuevo gobierno podrá quitarle presión a la dinámica inflacionaria en el primer año de mandato.**

Otros problemas que deberá enfrentar la próxima administración se vinculan con la escasez de reservas internacionales y el desmantelamiento progresivo de los distintos cepos que afectan a la economía y traban el crecimiento económico. Siendo optimistas y asumiendo que el kirchnerismo logra emitir deuda por US\$ 5.000 M y canjear el vencimiento del Boden 15, **las reservas brutas cerrarían el año en US\$ 26.500 M: dicho monto representa el 4,6% del PBI, y resultaría el más bajo en 28 años** (1 pp por debajo del promedio vigente durante la presidencia de Alfonsín y similar al existente en el colapso de la Convertibilidad). De forma similar, implica un “tipo de cambio de convertibilidad” (al cual se igualan la base monetaria y las reservas) de nada menos que \$/US\$ 23,60. Obviamente, se trata de un mero ejercicio teórico que es un resabio del régimen de Convertibilidad, pero sirve para ilustrar el acelerado proceso de pérdida de reservas que sufrió el país en los últimos años (a contramano de lo que sucedió en el resto de la región) en paralelo al aumento sostenido de la base monetaria.

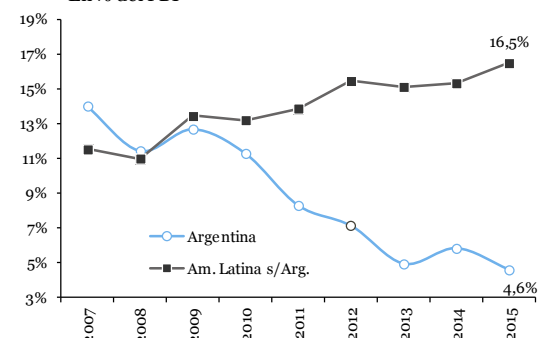
Ahora bien, **si se descuentan los distintos maquillajes que engrosan artificialmente las reservas** (swap con China, financiamiento de corto plazo del Banco de Francia, atrasos en pagos de la deuda reestructurada, deuda flotante con empresas importadoras), **las reservas netas repre-**

Reservas internacionales y tipo de cambio de convertibilidad.
Estimación 2015



Fuente: LCG

Reservas internacionales
En % del PBI

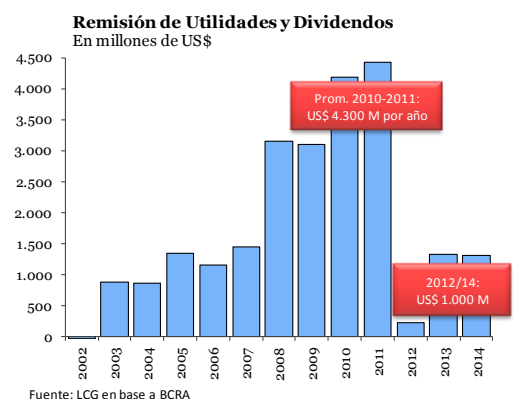
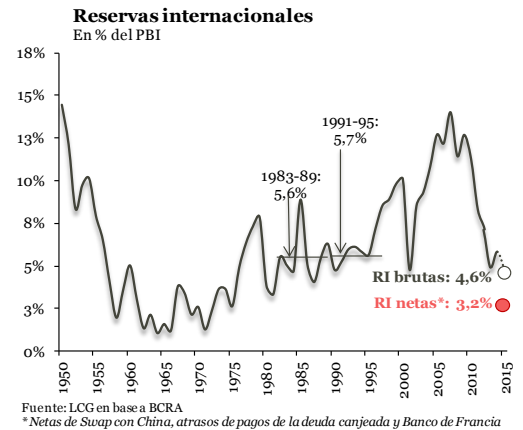


Fuente: LCG en base BCRA y Latin Focus

sentarían apenas el 3,2% del PBI hacia dic-15 (el valor más bajo desde 1981). Con semejante nivel de reservas, el nuevo gobierno deberá correr contra-reloj para conseguir divisas (ya sea en los mercados financieros, promoviendo el ingreso de capitales privados del exterior o bien con algún préstamo de los Organismos Internacionales de Crédito) para disipar rápidamente la incertidumbre cambiaria. Pero en el mientras tanto no tendrá otra alternativa que mantener los cepos cambiarios. La posibilidad de conseguir dólares en los mercados financieros internacionales dependerá crucialmente de lo que suceda con los *holdouts* y, como mencionamos más adelante, la resolución de este conflicto no luce nada sencilla.

Con respecto a los cepos, los más dañinos para la actividad económica son las trabas a las importaciones (especialmente en el caso de insumos industriales y bienes de capital) y las restricciones al giro de Utilidades y Dividendos (UyD) al exterior, que impactan directamente sobre las decisiones de inversión de las grandes empresas. Distintamente, las restricciones para acceder a dólares tienen un mayor impacto sobre la discusión mediática, pero sus efectos sobre la actividad económica se acotan esencialmente al sector inmobiliario⁵. En los dos primeros casos, el relajamiento parcial de los controles es una condición necesaria para que la economía vuelva a crecer, pero el *timing* dependerá crucialmente de la disponibilidad de dólares (para evitar poner presión sobre las reservas) y de la corrección del atraso cambiario. Es importante destacar que en lo referido al giro de UyD, no sólo se debe normalizar a futuro sino también el monto acumulado a partir de la implementación del cepo: aun cuando la devaluación los licuó parcialmente, los valores efectivamente girados en el período 2012-14 promediaron casi US\$ 1.000 M anua-

⁵ Por cierto, no debe soslayarse el impacto de la flexibilización parcial del cepo sobre las reservas: en lo que va de 2015 se fueron por este canal US\$ 1.300 M (esta cifra representa el 10% de las importaciones de los últimos tres meses).



les, apenas el 22% de lo transferido en el último año normal (US\$ 4.400 M en 2011).

En el caso de las compras para atesoramiento, el levantamiento del cepo demorará más tiempo (contrariamente a las expresiones de los candidatos presidenciales de la oposición) y sólo se podrá llevar a cabo cuando deje de resultar atractiva la compra de dólares para atesoramiento como inversión financiera (o, dicho en otros términos, cuando se corrija la distorsión en materia de atraso cambiario).

Las chances de que el nuevo Gobierno pueda conseguir dólares para relajar los controles cambiarios dependerá crucialmente de lo que suceda en el litigio con los *holdouts*. En este sentido, la solución luce menos compleja desde el lado económico que desde lo político. Aun en el caso de asumir el peor escenario (el fallo de Griesa se generaliza a todos los *holdouts*), de máxima el monto potencial ascendería a US\$ 22.700 M. Si bien se trata de un valor significativo (aproximadamente el 90% de las reservas “netas” existentes en el BCRA), lo cierto es que desde una perspectiva económica luce manejable: representa el 4% del PBI, la deuda que flota en el mercado aumentaría a sólo el 15,7% del PBI (un ratio muy bajo, tanto en términos históricos como al comparar actualmente con otros países), podría cancelarse con la emisión de nueva deuda de largo plazo como sucedió en el acuerdo con Repsol y el perfil de vencimientos no se modificaría sustancialmente. Por cierto, la baja en los rendimientos de la deuda argentina (como la que tuvo lugar en los últimos meses y se espera que se profundice con el recambio presidencial) mejoran automáticamente el valor de la oferta.

Desde el lado político, el panorama luce bastante más complejo: para poder cerrar un acuerdo con los *holdouts* resultará necesario pasar por el Congreso, ya que deben modificarse tanto la Ley de Pago Soberano aprobada en septiembre pasado como la Ley 26.886 de sep-

Stock de deuda pública no ingresada al canje*
En millones de US\$

	Capital	En % del total	Total s/ fallo Griesa**
Legislación local	103	2%	
Pesos	103	2%	
Legislación extranjera	6.536	98%	22.709
Dólar	3.974	60%	13.929
<i>NML Capital</i>	428	6%	1.500
Euro	2.505	38%	8.780
Yen	35	1%	
Otro	22	0%	
Total	6.640	100%	22.709

Fuente: LCG en base a Mecon

* No reconoce intereses moratorios ni punitivos

** Valores estimados a Jun-14

"Solución" Repsol para holdouts*

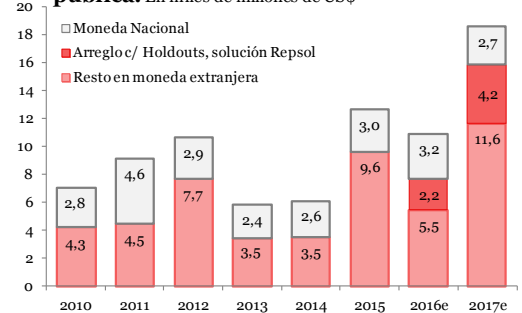
Por US\$ 6.536 M nominal de deuda defaultada

	US\$ VN
Discount 2033	7.226
Bonar X 2017	2.064
Bonar 2024	13.419
Emisión de deuda en US\$	22.709

Fuente: LCG

* Emisión de deuda con una estructura similar a la acordada con Repsol: Bonar 2024 (59%); Bonar X 2017 (9%) y Discount 2033 (32%).

Vencimientos netos* de la deuda pública. En miles de millones de US\$



Fuente: LCG en base a Sec. Finanzas

* Netos de Organismos internacionales e Intra sector público

13⁶. Tratándose de un tema sensible en el cual la mayoría de la población no ve con buenos ojos un acuerdo (de hecho, CFK mejoró su imagen pública cuando decidió entrar en *default*) y con un Congreso que a partir de diciembre estará caracterizado por la fragmentación, **resultará complejo que el próximo gobierno pueda aprobar rápidamente estas modificaciones.** En el mismo sentido, también se demorará el acuerdo si el nuevo gobierno endurece su posición para mejorar los términos de un eventual acuerdo, mitigando el costo político asociado.

Otra fuente de dólares podría ser el ingreso de capitales privados una vez que se anuncie un plan macroeconómico consistente, se corrija –al menos parcialmente- el atraso cambiario y se cierre la brecha cambiaria. El atractivo parece evidente: aprovechar los bajos precios de los activos en la Argentina (tanto reales como financieros) y adelantar el posicionamiento en Argentina dado el esperado proceso de normalización macroeconómica y restablecimiento de la confianza. **Si bien a priori resulta esperable un ingreso de capitales privados, tampoco se debe dar por sentado ni sobreestimar su magnitud:** se tratará de una economía que acumulará cuatro años con crecimiento nulo, que todavía tendrá dificultades en materia de atraso cambiario, con grandes desequilibrios acumulados, y su principal socio comercial en recesión y con un Real depreciado.

En el mientras tanto, el nuevo gobierno podrá apelar a una rápida asistencia financiera de los Organismos Multilaterales (esencialmente vía créditos del FMI) **para conseguir los dólares necesarios para aflojar el cepo a las importaciones y los giros de Utilida-**

⁶ Esta ley modificó parcialmente la Ley Cerrojo de 2005 para permitir la reapertura del Canje, y debe modificarse su artículo 2º ya que establece que “*los términos y condiciones financieros que se ofrezcan no podrán ser mejores que los ofrecidos a los acreedores en la reestructuración de deuda dispuesta por el Decreto N° 563/10*”.

des y dividendos, pero está claro que se trata de una alternativa que tampoco está exenta de costos políticos domésticos.

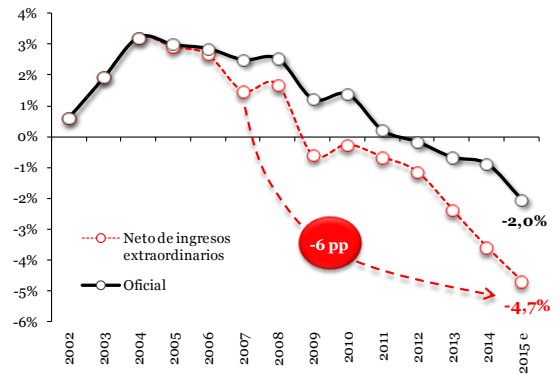
Otro gran desequilibrio de la macro argentina se vincula al frente fiscal y, consecuentemente, al monetario. En los últimos años se produjo un acelerado proceso de deterioro fiscal que fue crecientemente financiado con emisión monetaria: **el déficit primario neto de ingresos extraordinarios** (cuasifiscal del BCRA y rentas del FGS de la ANSES) **representará el 4,7% del PBI en 2015**, lo que implica **un deterioro de nada menos que 6,2 pp desde que CFK asumió la presidencia**⁷. Sin acceso al financiamiento, el Gobierno no tuvo otra alternativa que cubrir el desequilibrio de las cuentas fiscales con emisión monetaria: **en 2014 representó el 3,7% del PBI**. Teniendo en cuenta que la implementación de un plan antiinflacionario resulta indispensable para la normalización de la economía, el próximo gobierno deberá reducir la asistencia monetaria para financiar el desequilibrio fiscal. Obviamente, **el retorno a los mercados voluntarios de crédito permitiría que la reducción del desequilibrio pueda hacerse de forma gradual y no mediante shocks**.

Ahora bien, **al analizar la posición fiscal que le tocará heredar al nuevo gobierno, es evidente que la reducción genuina del déficit fiscal** (vía mayores ingresos o menores gastos) **no será nada sencilla de implementar y requerirá de un enfoque gradual**. Por el lado de los ingresos, **la presión tributaria nacional se encuentra –por lejos– en máximos históricos absolutos**: estimamos que en 2015 representará el 28% del PBI, casi el doble que el promedio de la Convertibilidad⁸. **Y con dos agra-**

⁷ En 2007 el resultado primario neto de extraordinarios fue del 1,6% del PBI.

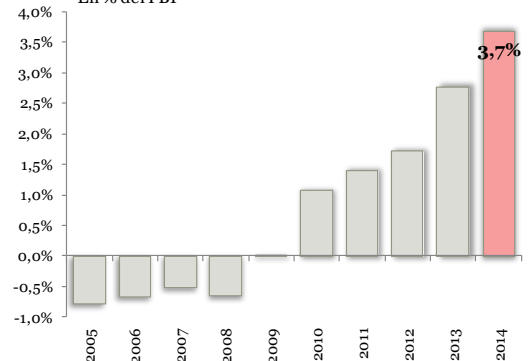
⁸ A los precios actuales, esos 13,5 pp de diferencia representan ingresos adicionales por \$ 730.000 M al año con respecto al promedio de la Convertibilidad.

Resultado primario
En % del PBI



Fuente: LCG en base a Sec. Hacienda

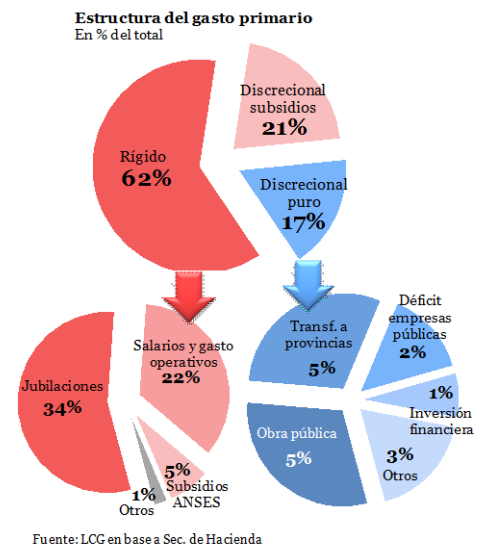
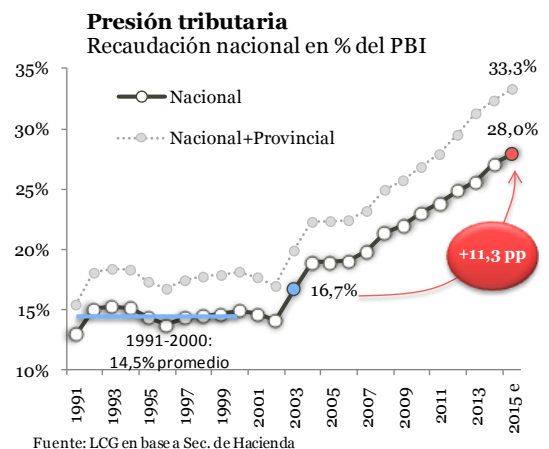
Asistencia financiera del BCRA al Tesoro
En % del PBI



Fuente: LCG en base a BCRA

vantes adicionales: 1) en los últimos años las provincias también aumentaron sensiblemente la presión tributaria local (reduciendo aun más el margen para mayores subas a nivel nacional)⁹, y 2) existen fuertes demandas latentes tendientes a la reducción de la carga tributaria (por ejemplo, en el caso del Impuesto a las Ganancias para la IV Categoría, o bien vinculadas a la reducción de las alícuotas de los derechos de exportación ante la caída de precios internacionales de los *commodities*)¹⁰.

Desde los egresos, el panorama no es mucho más favorable. Por lo pronto, el 62% del gasto primario del Gobierno Nacional es esencialmente automático (jubilaciones, salarios públicos, subsidios ANSES, etc), que aun en los casos que no tienen mecanismos de ajuste automático su crecimiento difícilmente podrá ser muy distinto al de la inflación¹¹. El resto se divide entre el gasto discrecional en subsidios (21% del total) y el gasto discrecional puro (17% del total), siendo sus principales rubros la obra pública nacional (5% del total), las transferencias discrecionales a las provincias (corrientes y de capital, 5% del total), la inversión financiera (esencialmente el Plan Procrear, 1,2% del gasto total), y otros (principalmente el déficit operativo de empresas públicas que es el 2% del total). Teniendo en cuenta el déficit estructural en materia de infraestructura



⁹ Dado que en los últimos años el Gobierno Nacional financió el aumento del gasto público con recursos no coparticipables (aportes previsionales *post* estatización de AFJP y superávit ANSES, uso de reservas internacionales, impuesto inflacionario, etc), las provincias se vieron obligadas a subir la presión tributaria local de forma de obtener ingresos propios para poder seguirle el ritmo al Gobierno Nacional en materia de incremento del gasto.

¹⁰ Por caso, la recaudación de derechos de exportación del agro representó 1,3% del PBI en 2014 y el total de lo recaudado por Ganancias IV Categoría el 1,0% del PBI. Cada punto porcentual de reducción en los derechos de exportación del sector agropecuario representa, a los precios actuales, menores ingresos por US\$ 200 M.

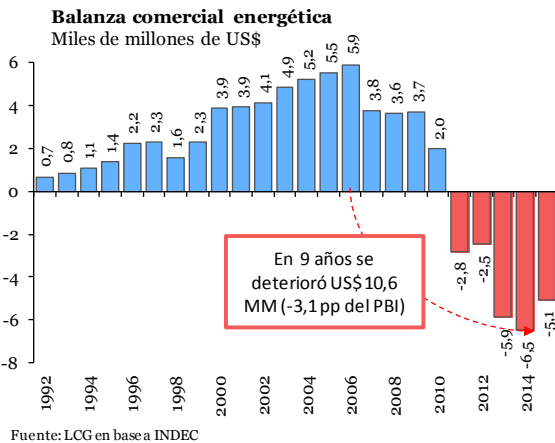
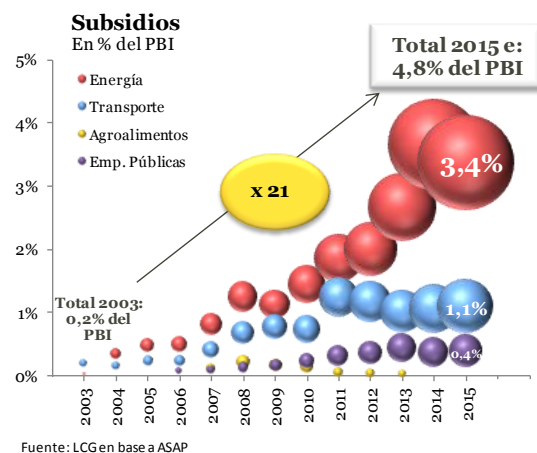
¹¹ Por ejemplo, las jubilaciones se actualizan automáticamente en función de la Ley de Movilidad Previsional.

productiva, más allá de promover una mayor eficiencia difícilmente se podrá achicar demasiado en términos reales la parte destinada a obra pública (nacional más transferencias de capital a las provincias). Así, **la moderación del frente fiscal requiere ineludiblemente de un reformulación integral del esquema de subsidios (21% del total)**, más lo que se pueda recortar en transferencias corrientes a las provincias (1,7% del total, que funciona como elemento disciplinador de los gobernadores) y en el déficit de las empresas públicas. **A esta estructura del gasto debe adicionarse los mayores gastos que el kichnerismo comprometa en el último año de gestión¹².**

Otra complicación adicional para el próximo gobierno será la de compatibilizar el plan antiinflacionario no sólo con una corrección de magnitud en el tipo de cambio sino también con una suba de las tarifas de servicios públicos. Obviamente, la disponibilidad de crédito externo puede moderar el *timing* para la reducción de los subsidios, pero dada la magnitud del desequilibrio fiscal el reordenamiento deberá iniciarse en el primer año de mandato.

Por último, el notable deterioro de la balanza energética (pasó de un superávit de US\$ 6.000 M en 2006 a un déficit estimado en US\$ 5.000 M para el 2015) **no podrá ser revertido en el corto plazo. Además, con la caída en el precio internacional del petróleo inevitablemente se resiente el ritmo de explotación de Vaca Muerta.**

¹² Por lo pronto, los últimos anuncios del gobierno comprometen mayores gastos a futuro: suba del 50% en el monto del subsidio del Plan Progresar, mayor cobertura (el límite de ingreso familiar para acceder al programa se eleva de 1 a 3 veces el Salario Mínimo Vital y Móvil, se reconoce como grupo familiar autónomo a los jóvenes con hijos y a las empleadas domésticas, etc), que conjuntamente implican \$ 11.000 M en 2015. En el mismo sentido, el anuncio de la rebaja segmentada de las retenciones a la soja implica menores ingresos por \$ 2.500 M.



Obviamente, la normalización de la macro, la disponibilidad de financiamiento (público y privado) y el desmantelamiento progresivo de las regulaciones que limitan el potencial del sector privado en determinados sectores (trabas a las importaciones, controles a la exportación, incertidumbre macro, etc) deberían ser suficientes para que la economía vuelva a crecer después de cuatro años de estancamiento. Pero dada la magnitud de los desequilibrios acumulados, no resulta factible que la economía pueda rebotar fuertemente en 2016 sino que esperamos un crecimiento moderado entre el 2% y 3%. Y no debe soslayarse el desafío político que implica para el próximo gobierno la agenda de normalización económica dada la conformación parlamentaria.

Agenda antipática y atomización parlamentaria

Teniendo en cuenta las medidas antipáticas que el próximo gobierno deberá implementar para enfrentar los desequilibrios acumulados y normalizar la macro, cabe preguntarse cuál será el margen de maniobra político disponible. Dado el escenario relativamente equilibrado para la primera vuelta (una elección de tercios, que es cuando se eligen los diputados y senadores), parece inevitable que el próximo gobierno deberá enfrentar un Congreso con una representación fragmentada.

Ahora bien, ¿cabe esperar el mismo escenario si gana alguno de los candidatos peronistas (Scioli-Randazzo, o Massa) que si el triunfo corresponde a Macri? A juzgar por el comportamiento pasado del justicia-

labourcapitalgrowth

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

lismo, la respuesta es negativa: **en otras ocasiones donde la interna peronista se terminó dirimiendo en las urnas, en su enorme mayoría el peronismo terminó unificándose detrás del candidato presidencial que triunfa en las elecciones.** Sucedió en 1989 con Menem, en 2003 con Kirchner (que terminó de saldarse en 2005 cuando derrotó al duhaldismo en la provincia de Buenos Aires), y en menor medida con CFK en 2011 luego de la escisión del denominado peronismo federal.

Así, **tanto en un escenario donde triunfa el – supuesto- candidato oficialista (Scioli-Randazzo) como si triunfa Massa, las mayorías parlamentarias no parecen un obstáculo relevante para la gestión del próximo gobierno.** Dependiendo de cómo se defina el armado de las listas a legisladores nacionales, el kirchnerismo duro retendrá un peso parlamentario que, eventualmente, podrá cuestionar los giros económicos del próximo gobierno, **pero es de esperar que el grueso de la representación parlamentaria del PJ se encolumne detrás del liderazgo que surja en las urnas.**

El panorama luce bastante distinto si el nuevo presidente termina siendo Macri. Más allá del indudable impacto político que implica el acuerdo electoral del PRO con el radicalismo y la Coalición Cívica a nivel nacional (que le brinda a Macri una estructura nacional de la cual carecía e impacta directamente sobre el heterogéneo armado electoral de Massa¹³), **en términos parlamentarios está muy lejos de garantizar un manejo cómodo de las Cámaras.**

¹³ La manifestación más clara del impacto del acuerdo PRO-UCR es el drenaje de aliados que ha empezado a sufrir Massa tanto a nivel nacional (Reutemann en Santa Fe y Quiroga en Neuquén, que terminaron cerrando con Macri) como en la provincia de Buenos Aires (Gustavo Posse volvió al PRO, Martín Insaurralde terminó definiéndose por Scioli, el intendente de Escobar volvió al FpV, Jesús Cariglino está en duda, etc).

Planteando escenarios electorales específicos por provincia consistentes con una elección relativamente pareja entre los tres candidatos presidenciales a nivel nacional¹⁴, se observa que **Macri quedaría muy lejos del quórum propio en ambas cámaras. Aun siendo optimistas y asumiendo que todos los diputados de la UCR y la Coalición Cívica que fueron elegidos en 2013 y mantienen su cargo apoyan el PRO, Macri contaría en la Cámara con un bloque ampliado de 94 diputados: 37% del total de Diputados y 35 por debajo de los 129 necesarios para el quórum propio.** Aun cuando es factible que también pueda sumar a algunos de los 14 diputados de partidos provinciales (en los últimos años jugaron sistemáticamente con el kirchnerismo pero tradicionalmente apoyan al Gobierno Nacional), **inevitablemente requerirá de la negociación con el justicialismo.**

En Senadores el panorama sería aun más complejo: utilizando el mismo criterio, **el bloque ampliado PRO-UCR dispondría de apenas 21 senadores sobre un total de 72 (29%), y 16 menos de los necesarios para el quórum propio.** Aun en el caso de poder incorporar a todos los senadores de partidos provinciales, el bloque ampliado de Macri en el Senado representaría la segunda minoría por detrás del FpV¹⁵.

A la debilidad parlamentaria que tendría Macri en caso de llegar a la presidencia, se le suma un agravante adicional: derrotado en las urnas, el justicialismo carecería de un liderazgo claro, lo que complicaría aún más

¹⁴ Por caso, nuestra proyección asume que los 24 senadores de las 8 provincias que renuevan los senadores elegidos en 2009 (Catamarca, Chubut, Córdoba, Corrientes, La Pampa, Mendoza, Santa Fe y Tucumán se distribuyen de la siguiente forma: 13 senadores para el armado PRO-UCR, 7 para el FpV, 3 para el Frente Renovador-Peronismo Federal y 1 para el Socialismo.

¹⁵ Aun cuando las circunstancias son completamente distintas, vale destacar que durante la presidencia de De La Rúa, la Alianza dispuso de un bloque propio de 124 diputados y 26 senadores.

Simulando la Cámara de Diputados post dic-15

Bloques	Diputados	En % del total
Oficialismo	101	39%
<i>FPV</i>	87	34%
<i>Aliados Provinciales</i>	14	5%
PRO ampliado (UCR + PRO)	94	37%
Frente Renovador	45	18%
Socialismo, Gen y otros	12	5%
Izquierda	5	2%
Total	257	100%

Fuente: LCG elaboración propia

Simulando la Cámara de Senadores post dic-15

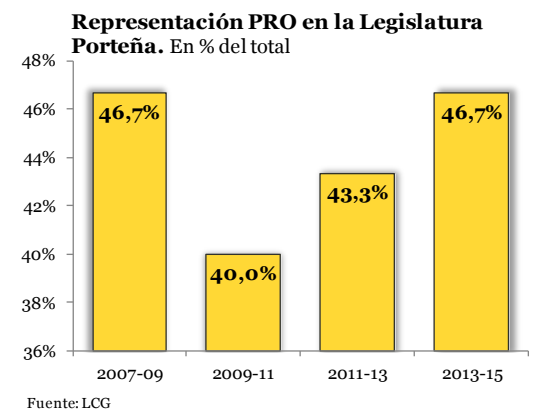
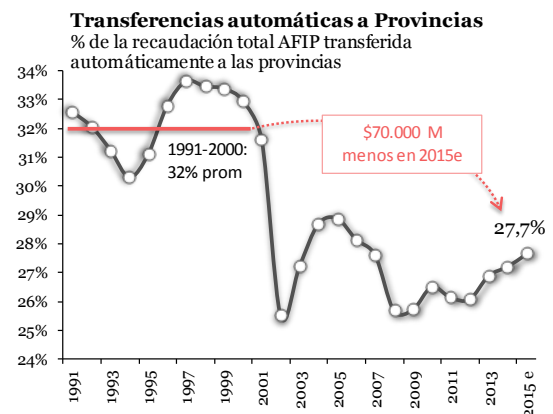
Bloques	Senadores	En % del total
Oficialismo	39	54%
<i>FPV</i>	32	44%
<i>Aliados Provinciales</i>	7	10%
PRO ampliado (UCR + PRO)	21	29%
Frente Renovador	9	13%
Socialismo, Gen y otros	3	4%
Total	72	100%

Fuente: LCG elaboración propia.

las negociaciones legislativas del nuevo gobierno con la principal fuerza de oposición. Y con el bloque residual del kirchnerismo duro realizando una oposición inflexible a las modificaciones económicas.

Desde la perspectiva de Macri se pueden plantear dos aspectos que pueden atenuar esta problemática: el primero es el fenomenal proceso de centralización de los recursos en manos del Gobierno Nacional que tuvo lugar desde 2002, como así también el hecho de que el PRO no tuvo mayores trabas legislativas en la CABA pese a no haber contado nunca con mayoría propia. Con respecto a lo primero, debe mencionarse que la caída de la participación de las transferencias automáticas a las provincias como participación en el total de la recaudación (de un promedio del 32% en la Convertibilidad a un estimado de 27,7% en 2015) implica una caja “discrecional” de \$ 70.000 M que puede ser utilizada para disciplinar políticamente a las provincias, sólo que en el caso de Macri implicaría dar marcha atrás en la promesa electoral de una mayor federalización de los recursos. En el segundo caso, la diferencia es esencialmente un tema de magnitud: la brecha con respecto al quórum propio fue mucho más acotada (osciló entre 2 y 6 legisladores), y la facilidad para lograr acuerdos parlamentarios con la oposición es mucho más sencilla que a nivel nacional.

Obviamente, **esto no implica que la cuestión parlamentaria será un escollo insalvable para un eventual gobierno del PRO**. Sólo se está remarcando la “cintura política” que deberá mostrar el próximo gobierno para lograr la aprobación de la agenda políticamente antipática indispensable para la normalización de la economía. Teniendo en cuenta el excesivo optimismo que parece existir con respecto a la “confianza” como condición necesaria y suficiente para el rebote de la economía, **vale la pena puntualizar los limitantes económicos y políticos que deberá enfrentar el próximo gobierno**. Máxime frente a una sociedad que,



pese a venir de algunos años de estancamiento económico, parece estar a la espera de un nuevo ciclo de bonanza del consumo.

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.