



Desequilibrios macroeconómicos insostenibles

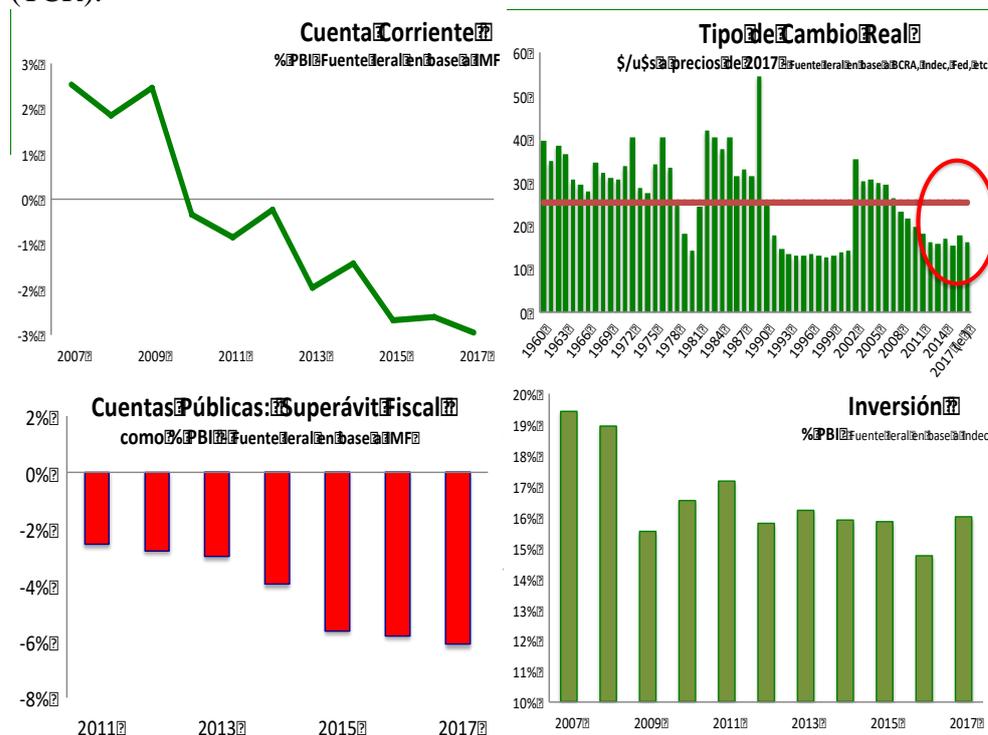
¿Tienen solución?

Gustavo Reyes – Economista Jefe IERAL

Junio 2017

El panorama de corto plazo de la economía de nuestro país ha mejorado en los últimos tiempos: la actividad económica de a poco comienza a reactivarse y la tasa de inflación, que se había acelerado en los meses de marzo y abril, en mayo volvió a descender a los niveles de fines del 2016 y principios de este año.

Esta relativa mejora aún no se ve acompañada por el panorama de mediano plazo que continúa mostrando importantes desequilibrios no sostenibles en el tiempo. Estos desequilibrios están relacionados con la evolución de los déficits del Sector Público y de la Cuenta Corriente y por los bajos niveles de Inversión y del Tipo de Cambio Real (TCR).



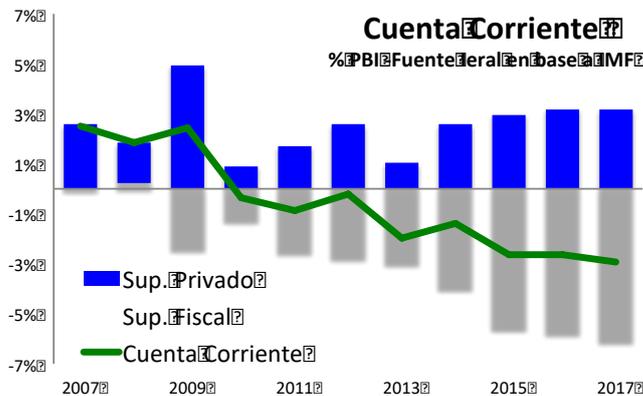
La inestabilidad de mediano plazo de dichas dinámicas está dada por los siguientes motivos:

- Un desequilibrio casi inalterado de las Cuentas Fiscales en los últimos 3 años implica que el gobierno permanentemente necesita aumentar su deuda para financiar dicho desfasaje. Esto claramente tiene un límite y la historia de nuestro país se ha encargado de demostrarlo en numerosas oportunidades.
- Un déficit creciente en la Cuenta Corriente, implica que la economía cada año gasta más allá de sus ingresos y por lo tanto, está aumentando su deuda neta con el resto del mundo, lo cual tampoco puede mantenerse en el mediano plazo.
- Los bajos niveles de inversión representan una fuerte e insalvable restricción para el crecimiento de la economía en el mediano plazo. Una economía con muy baja expansión económica de mediano plazo resulta inestable porque complica muchísimo, no sólo la reducción de los elevados niveles de pobreza, sino también el proceso de endeudamiento comentado anteriormente.

- Por último, un valor muy bajo del TCR sin una importante contrapartida de mejora en la productividad se traduce en una economía muy poco competitiva donde se generan problemas de crecimiento y procesos de endeudamientos que resultan insostenibles en el mediano plazo.

Estos desequilibrios no son independientes entre sí sino que hay importantes relaciones de causalidad que hacen que los mismos puedan retroalimentarse.

Por un lado, gran parte del bajo valor del TCR se explica por el déficit de Cuenta Corriente. La contrapartida de este déficit, son los dólares que entran al país para financiar dicho desequilibrio y esta mayor oferta de divisas, afecta negativamente al TCR. A su vez, el desbalance en las Cuentas Fiscales es uno de los causantes del déficit de Cuenta Corriente ya que es financiado por este desequilibrio y por el superávit del Sector Privado de la economía. Por último, la existencia del superávit en el Sector Privado se produce gracias al bajo nivel de inversión, que si bien permite financiar casi la mitad de los desequilibrios fiscales, le impone a la economía una “condena” de bajo crecimiento en el mediano plazo que también termina desestabilizando la economía.



Objetivos macroeconómicos en el mediano plazo y las dinámicas inestables:

A riesgo de simplificar demasiado el análisis, entre los objetivos macroeconómicos más importantes del gobierno pueden destacarse los siguientes: alcanzar un crecimiento sostenido de la economía en el mediano plazo (cercando al 3.5% anual), realizar un ajuste gradual en los desequilibrios fiscales y reducir la inflación.

Teniendo en cuenta los desequilibrios mencionados anteriormente, analicemos rápidamente las implicancias que tienen estos objetivos.

- Alcanzar un crecimiento sostenido del 3.5% de la economía en el mediano plazo requiere aumentar en casi 2 puntos del PBI los actuales niveles de inversión. Un mayor nivel de inversión requiere financiamiento y esto puede deteriorar aún más el desequilibrio de la cuenta corriente y por consiguiente la dinámica del TCR.
- Mientras más gradualmente se implemente el ajuste de las cuentas fiscales, mayor es la necesidad de endeudamiento y por lo tanto, mayores los impactos sobre los desequilibrios de la Cuenta Corriente y sobre el TCR.
- La estrategia elegida por el Banco Central (BCRA) en su lucha contra la inflación implica que para bajar la misma, la Autoridad Monetaria debe mantener una tasa de interés lo suficientemente elevada para reducir las expectativas de inflación de acuerdo a la meta de inflación fijada. Si bien esta estrategia ha comenzado a darle resultados,

también tiene otros importantes impactos macroeconómicos. Mientras más elevada es la tasa de interés respecto de la tasa de internacional (ajustada por riesgo país), más se incentiva la entrada de capitales de corto plazo y esto afecta negativamente tanto a la Cuenta Corriente como al TCR.

¿Cómo se pasa del círculo vicioso al virtuoso para comenzar a cerrarse los desequilibrios?

Como se mencionó anteriormente para que la economía crezca en forma sostenida es necesario que la Inversión continúe expandiéndose. La única forma que esto no gatille un mayor déficit en Cuenta Corriente es que el mismo comience a ser compensado por una caída en el desequilibrio fiscal del gobierno.

Un aumento de la Inversión (sobre todo en sectores no transables) compensado con una reducción mayor del déficit fiscal (vía caída en la participación del Gasto Público en la economía) podrían permitir una cierta recuperación tanto del déficit de Cuenta Corriente como del TCR.

Por otro lado, en la medida que el BCRA logre reducir las expectativas inflacionarias a los niveles de la Meta de Inflación, la Autoridad Monetaria va poder empezar a bajar las tasas de interés y a desincentivar la Entrada de Capitales de corto plazo (que deterioran el déficit de Cuenta Corriente y el TCR).

De esta forma, la corrección de los actuales desequilibrios dependen fundamentalmente de la dinámica tanto la Inversión como de la reversión del desequilibrio Fiscal y del éxito de la Política del BCRA. De acá a las elecciones, difícilmente se vean importantes avances en todos estos frentes. No obstante, la dinámica durante los primeros 6 meses del 2018 debería mostrar el comienzo de una reversión en la mayoría de los desequilibrios.

Por último, en el proceso de corrección de los desequilibrios, el contexto Financiero Internacional también jugará un importante rol ya que, en la medida que nuestro país continúe requiriendo financiamiento externo, las condiciones de liquidez internacionales tendrán una importantísima relevancia.