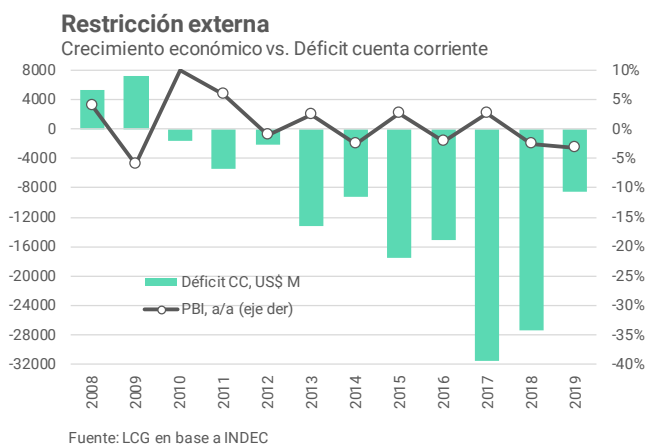


## La distancia a la restricción externa

Equipo LCG

El crecimiento de la economía supone un crecimiento directo de las importaciones. Será por la reducida oferta local o por efecto de la globalización en términos de consumo o una combinación de ambos, pero lo cierto es que la demanda de importaciones aumenta y con ello la necesidad de contar con cada vez más dólares para poder financiarla. Pero en los últimos años la situación se agravó. **Aun cuando la economía se mantuvo estancada existió una necesidad creciente de divisas a partir del mayor componente importado y a raíz del elevado endeudamiento.**



Hoy con la actividad económica por el piso, la deuda en proceso de reestructuración y un agresivo control de cambios, la restricción externa no es uno de los problemas que le urgirá atender al nuevo gobierno cuando asuma. Pero, aún así, no debería perderse de vista que la película es preocupante y la foto es bien distinta a la de 2003 cuando A. Fernández inició su experiencia ejecutiva. En aquella oportunidad, la economía tenía margen para crecer sin chocarse con la restricción externa; por el contrario, había una amplia holgura en este frente.

Desde LCG estimamos que 2019 cerrará con déficit de cuenta corriente de US\$ 8.580 M, equivalente a 1,9% del PBI. Descontando el pago de intereses de la deuda pública, ese déficit se transformaría en un superávit de US\$ 4.000 M. De cara a lo que viene, asumiendo que los intereses serán corridos en el tiempo a partir de la reestructuración de la deuda, **conviene analizar en qué momento la restricción externa se vuelve operativa; es decir, se invierte a negativo el saldo de la cuenta corriente neta del pago de intereses.**

	2017	2018	2019e	2018	2019
	US\$ M	US\$ M	US\$ M	% PBI	% PBI
Balanza comercial	-15.611	-10.149	10.853	-1,9%	2,4%
Bienes*	-5.462	-867	17.015	-0,2%	3,8%
Servicios	-10.149	-9.282	-6.162	-1,7%	-1,4%
Utilidades y dividendos	-8.682	-7.415	-3.848	-1,4%	-0,9%
Intereses	-5.981	-9.323	-12.582	-1,7%	-2,8%
Transferencias	401	1.300	668	0,2%	0,1%
Otros	-1.725	-1.891	-3.677	-0,4%	-0,8%
<b>Saldo Cuenta Corriente</b>	<b>-31.598</b>	<b>-27.479</b>	<b>-8.587</b>	<b>-5,1%</b>	<b>-1,9%</b>
<b>Saldo Cuenta Corriente (sin intereses)</b>	<b>-25.617</b>	<b>-18.156</b>	<b>3.995</b>	<b>-3,4%</b>	<b>0,9%</b>

Fuente: LCG en base a INDEC

\* En la Cuenta Corriente las importaciones se consideran a valor FOB; en el ICA se computan a valor CIF.

Para ello realizamos un simple ejercicio que combina distintos escenarios de crecimiento económico con diferentes elasticidades de importaciones a PBI que reflejarían incentivos/ desincentivos adicionales a aumentar el flujo de compras externas por fuera de la dinámica de la actividad económica. Por ejemplo, un tipo de cambio apreciado como en la Convertibilidad o el establecimiento de DJAI y otros controles para arancelarios entre 2011 y 2015.

Para simplificar, el ejercicio asume que los demás componentes de la cuenta corriente neta de del pago de intereses se mantienen en valores similares a los de este año. Es un supuesto fuerte, pero tiene como único objetivo no ensuciar las conclusiones.

En la tabla adjunta se observa que las alternativas de que la restricción externa no sea limitante durante la gestión de A. Fernández son más bien limitadas. Solo ocurrirían si la economía no crece por encima del 0,5% anual promedio y no existiera el incentivo que genera sobre las mismas un tipo de cambio atrasado. Las demás combinaciones implican que tarde o temprano el sector privado nuevamente estaría consumiendo por encima de sus posibilidades.

**Pero lo más preocupante es que, dados los supuestos del ejercicio, un crecimiento económico de apenas 2% anual vuelve negativa la cuenta corriente privada en un plazo muy corto (2020 o 2021, según el caso), independientemente de la elasticidad que las importaciones tengan al PBI.**

**Años en que tardaría en surgir nuevamente la restricción externa (déficit de la cuenta corriente neta del pago de intereses de la deuda)**

Elasticidad M/ PBI	Crec. a/a prom. próximos 4 años					
	0,5%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	
2,0	4	3	1	1	0	Elast. M/PBI en períodos con control de importaciones (2011-2015: 2,12 promedio en años de crecimiento)
2,5	4	3	1	1	0	
3,0	4	2	1	0	0	Elast. M/PBI histórica (1992-2018: 3,4 promedio)
3,5	4	2	1	0	0	
4,0	3	1	0	0	0	Elast. M/PBI en períodos con TCRM apreciado (1992-2001=4,32 promedio en años de crecimiento)
4,5	3	1	0	0	0	

Fuente: LCG

Con crecimiento económico, la restricción externa se vuelve palpable en un plazo muy corto (2020 o 2021), independientemente de la elasticidad Importaciones a PBI

Asumiendo una elasticidad importaciones a PBI en torno al promedio histórico de los últimos 25 años (3,4), **un crecimiento del 2% anual en los próximos 4 años (2020-2023) redundaría en importaciones adicionales por US\$ 14.500 M en todo ese período. Evitar la restricción externa, financiando esta demanda de dólares con mayores exportaciones demandaría un aumento de estas del 22% acumulado (5% por año). Cubrir el pago de los intereses de la deuda post reestructuración, exigirá un crecimiento de las exportaciones aún mayor.**

Si bien los supuestos del ejercicio son restrictivos, no hay que perder de vista que las condiciones para que vuelva a operar la restricción externa están a la vuelta de la esquina. En este sentido sí se vuelve prioritario alentar políticas con foco en las exportaciones, que a su vez deben enfrentar una demanda externa resentida por la desaceleración del crecimiento mundial en paralelo con un comercio más protegido. Así, **la opción de retomar a una situación de atraso cambiario para dar impulso en el muy corto plazo a la economía no luce como la preferible en este sentido. A priori, la mejora de la competitividad alcanzada post devaluación debería ser percibida como algo sostenible en el tiempo.**