

The background is a complex, abstract geometric pattern composed of numerous triangles of various sizes and colors. The colors include shades of orange, yellow, pink, light blue, teal, purple, green, and brown, creating a vibrant and textured effect. The triangles are arranged in a way that they seem to flow and overlap, giving a sense of depth and movement.

Algunas claves para entender la importancia de la Estabilidad macroeconómica

José Antonio Licandro

Esquema de la presentación

1. De qué hablamos cuando decimos “Estabilidad Macroeconómica”
2. Origen moderno de la “inestabilidad Macro”: insolvencia fiscal y financiamiento monetario del déficit.
3. Los problemas que genera la insolvencia fiscal y el financiamiento monetario
4. Las respuestas de política económica para mitigarlos:
 - a. Reglas Fiscales
 - b. Bancos Centrales autónomos con mandato de velar por baja inflación.

Qué se entiende por Estabilidad Macroeconómica

Al menos 2 características:

1. Cuentas del Estado ordenadas, entendido como un resultado fiscal que puede ser deficitario pero financiable en los mercados voluntarios de manera SOSTENIBLE.
2. Estabilidad de precios, entendida como una inflación baja, estable y creíble a lo largo del tiempo (moneda de calidad).

Origen Moderno de la Inestabilidad Macro

1. Hasta la segunda guerra mundial, el sistema monetario internacional había sido el Patrón Oro:
 - a. Cada moneda doméstica era convertible en oro, y como el oro es un bien escaso, la capacidad de emitir dinero estaba limitada por el metal que el país podía acumular, por lo que la inflación era baja. Ello derivaba en que los tipos de cambio dependían del contenido de oro de cada moneda y determinaba implícitamente un régimen de Tipo de Cambio Fijo.
 - b. Los Estados no podían financiarse con emisión de dinero sino con deuda.
2. La excepción ocurría durante las guerras, dado que el Estado tenía necesidades inusuales de gastos no financiables con impuestos o deuda y recurría a la emisión de dinero. Eso llevaba a declarar “temporalmente” la inconvertibilidad de la moneda hasta que la guerra terminara y las cosas volvieran a su cauce, retomando la “convertibilidad” en oro.
3. Luego de la 1ra Guerra países tuvieron problemas para retornar al patrón oro debido a la enorme cuantía de la emisión monetaria que se había realizado. Esto se amplificó y generalizó durante la 2da Guerra, por lo que el Sistema Monetario Internacional entró en crisis.

Origen Moderno de la Inestabilidad Macro

4. Acuerdos de *Bretton Woods*.

a. El único país que tendría moneda convertible en oro sería EEUU y el resto mantendría una relación fija con el USD sin necesidad de mantener oro.

b Se crea el FMI para ayudar a países con problemas fiscales y de balanza de pagos.

c. Se crea el Banco Mundial para ayudar a los países en la reconstrucción de post guerra

Origen Moderno de la Inestabilidad Macro

4. A principios de los 70 colapsa el patrón Oro-dólar:

a. Los bancos centrales pasan a determinar las condiciones monetarias de cada país (todas las monedas son “fiduciarias”).

b. El valor de los tipos de cambio se fija por la oferta y demanda en los mercados (Flotación Cambiaria).

Origen Moderno de la Inestabilidad Macro

5. Muchos países experimentaban déficits fiscales y dificultades para financiarse con deuda, por lo que no resistieron la tentación de financiarse con emisión de dinero de sus bancos centrales.

6. Los excesos monetarios se tradujeron en presiones inflacionarias domésticas y en presiones sobre el valor de las propias monedas respecto del resto (depreciaciones cambiarias).

Problemas que generan la insolvencia fiscal y el financiamiento monetario persistente

1. Los déficits fiscales financiados con emisión y la alta inflación se hicieron endémicos.
2. Muchos países reaccionaron atacando los síntomas, tratando de evitar depreciaciones de su moneda mediante “controles de cambios” para limitar la compra de divisas al banco central y directamente “controlando” precios por la vía administrativa.
3. Los controles de cambios junto con los excesos de gastos fiscales generaron déficits de balanza de pagos que retroalimentaban las presiones anteriores.

Problemas que generan la insolvencia fiscal y el financiamiento monetario persistente

4. Insolvencia fiscal

a. Las tasas de interés que debe pagar suben (riesgo país) y el financiamiento se restringe o pierde, pudiendo llevar a cesación de pagos (default).

b. La subas de tasas y restricciones de financiamiento se trasladan a empresa y familias, complicando la actividad económica privada.

c. Con lo anterior se instala clima de incertidumbre que limita la capacidad de Invertir, crecer y progresar.

Problemas que generan la insolvencia fiscal y el financiamiento monetario persistente

5. La Inflación persistente

- a. destruye las propiedades del dinero (unidad de cuenta, reserva de valor y medio de cambio).
- b. incentiva la sustitución por otra moneda (dolarización)
- c. genera incertidumbre sobre el sistema de precios, lo que reduce el horizonte económico de inversión y socaba la capacidad de crecimiento.
- d. el “impuesto Inflación” lo pagan los más humildes, generando distribución regresiva de ingresos y problemas sociales.

Las respuestas de Política Económica

1. Los países deben encarar *Planes de Estabilización* integrales para volver a disfrutar de una Macroeconomía saludable.
2. Estos ajustes son socialmente costosos:
 - a. A nivel fiscal combinan reducción de gastos y aumentos de impuestos (puja social: quién paga el ajuste?).
 - b. A nivel monetario implica que el banco central deje de financiar al Fisco y tenga capacidad de defender su moneda de ataques especulativos (requiere Reservas

Las respuestas de Política Económica

3. Para darle sostenibilidad en el tiempo se promueven *modificaciones institucionales* relevantes:

a. *Reglas Fiscales*, que tratan de garantizar que el déficit no presiona indebidamente sobre las necesidades de emitir deuda de modo que Deuda/PIB no llegue a niveles de riesgo.

b. *Reglas Monetarias* que garanticen la estabilidad de la moneda:

i. prohibición de financiar al fisco con emisión

ii. Autonomía del bc y mandato explícito de velar por mantener inflación baja.

Las respuestas de Política Económica en Uruguay

Institucionalidad Monetaria

1. El BCU se crea en 1967 pero recién en 1996 se le dota de mandato explícito (Carta Orgánica), prohibiéndole en esencia financiar al fisco.
2. Lo anterior ambientó el éxito en reducir la inflación a 1 dígito (plan de Estabilización 90's), pero a niveles internacionalmente elevados.
3. A pesar de tener mandato para estabilidad de precios, no se le dio autonomía, por lo que los gobiernos de turno han operado quitándole eficacia (inconsistencia temporal)
4. Recién en 2020 el banco encara lo que se conoce como política de Metas de Inflación, que logró llegar a la meta de 4,5%. El gobierno actual decidió mantener la política y se habla de independencia de "facto" no de "jure".

Las respuestas de Política Económica en Uruguay

Institucionalidad Fiscal

1. Hasta 2020 existió una regla que solo le ponía un tope legal al endeudamiento. Pero el fisco, si bien mantuvo acotado el déficit y la deuda/PIB, tuvo una tendencia al alza hasta niveles preocupantes en 2019.
2. En 2020 se crea una Regla Fiscal (en la LUC) con 3 pilares:
 - a. Resultado Fiscal Estructural (ajusta por ciclo económico y factores extraordinarios)
 - b. Gasto fiscal no puede crecer más que el PIB potencial
 - c. Tope de Endeudamiento
3. Se crea un Consejo Fiscal Asesor (CFA) que monitorea los cálculos del gobierno y hace recomendaciones y un Comité Técnico que ayuda al cálculo del PIB potencial, la brecha de PIB y el crecimiento Potencial.

Las respuestas de Política Económica en Uruguay

Institucionalidad Fiscal

4. Los resultados fueron auspiciosos durante 202-2023, pero en el año electoral no se lograron cumplir las metas poniendo de manifiesto debilidades.

5. El nuevo gobierno está proponiendo modificaciones:

- a. Mantener el Resultado Fiscal Estructural como eje
- b. Fijar un Nivel de Deuda Prudente en 65% del PIB en base a cálculos y estimaciones que hizo, por lo que los resultados fiscales deben estar en línea con no sobrepasar.
- c. Eliminar el tope de gasto bajo pretexto de que con los anteriores este tope sobre determina la restricción y complica la comunicación.
- d. Fortalecer el Consejo Fiscal Asesor pasando a ser Consejo Fiscal Autónomo, con algo de presupuesto

Resultados concretos de situación macroeconómica

Frente Inflacionario

1. La Inflación hace más de 2 años que está dentro del rango de tolerancia y actualmente en 4,25%, siendo que la meta es 4,5%

2. Las expectativas se han acercado rápidamente a la meta luego de la decisión del nuevo gobierno de mantener la política de Metas de Inflación del anterior. El indicador sintético que usa el BCU está en 4,95% en el horizonte de la misma (24 meses).

3. Desafíos

a. Apuntar a una meta más ambiciosa, acorde a las prácticas internacionales (3%-3,5%)

b. Completar el marco institucional otorgando independencia de jure al BCU.

Resultados concretos de situación macroeconómica

Frente Fiscal

1. El Presupuesto para 2026-2030 establece un nivel de déficit que se iría reduciendo a partir de 2027 (cuando empezarían a recaudar los nuevos impuestos) porque no hubo menor gasto (se aumentó levemente en realidad)

2. Las proyecciones irían a un déficit cercano a 2,5% del PIB en 2029-30 y el ratio Deuda/PIB llegaría a 62% (muy cerca del nivel de Deuda Prudente de 65%)

3. Desafíos

a. El monto del ajuste depende exclusivamente de que la economía crezca a 2,5% promedio anual (supuesto optimista) y que los nuevos impuestos “rindan” lo previsto.

b. El “timing” hace suponer que cercano al año electoral no habrá mayores presiones de gasto, algo difícil de concebir atendiendo a la historia reciente y a las presiones políticas previsibles del propio partido de