

## Financiamiento de la Cuenta Corriente: la variable clave de la economía de Argentina

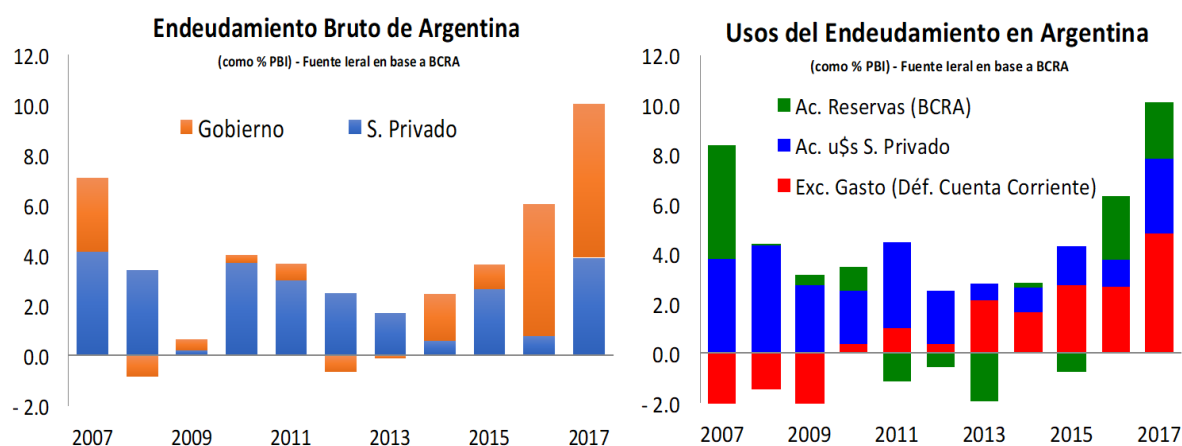
*Gustavo Reyes – Economista Jefe IERAL*  
*Abril de 2018*

En los últimos meses, las principales inquietudes económicas en el ámbito empresarial han estado centradas primero en la dinámica del dólar (fin del 2017 y principios del 2018) y luego, en la aceleración de la inflación fruto del ajuste en el precio de la divisa y de las tarifas públicas<sup>1</sup>. Si bien la evolución de estos datos económicos son muy relevantes, dado el actual contexto económico interno e internacional<sup>2</sup>, la variable clave para que la economía de Argentina no tenga sobresaltos es el financiamiento de la cuenta corriente. La evolución de dicha variable determina en gran medida no sólo gran parte de la dinámica de las variables financieras sino también, la de las inversiones y las posibilidades de crecimiento de la economía.

La cuenta corriente es la diferencia entre lo que produce un país y su nivel de gasto. En 2017, nuestro país registró un resultado negativo de 4.8% del PBI indicando que el gasto excedió al nivel de producción en dicha cuantía. El financiamiento de este “gap” (déficit de cuenta corriente) provino del endeudamiento con el resto del mundo.

### Endeudamiento bruto y neto con el resto del mundo

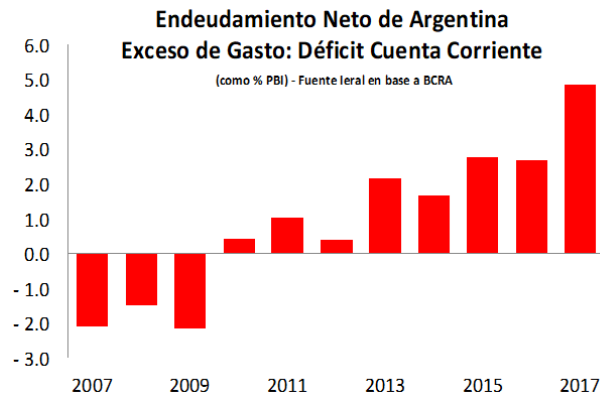
Como puede observarse en el siguiente gráfico el endeudamiento bruto de Argentina con el resto del mundo durante 2017 ascendió aproximadamente a 10 puntos del PBI de los cuales casi el 40% financió al Sector Privado y el restante al Gobierno. Esta importante cantidad de recursos no solamente cubrió el exceso de gasto que tuvo la economía (4.8 puntos del PBI – déficit de cuenta corriente), sino que también permitió que el Sector Privado acumule divisas externas (3 puntos del PBI) y que el Banco Central aumente el stock de reservas internacionales (2.3 puntos del PBI).



<sup>1</sup> “La inflación repuntó, pero no es seguro que provoque nuevos cambios de política”, Editorial del Informe de Coyuntura del IERAL, Año 27, Nro. 1108, 27 de Marzo de 2018, [http://www.ieral.org/images\\_db/noticias\\_archivos/3775-Informe%20de%20Coyuntura.pdf](http://www.ieral.org/images_db/noticias_archivos/3775-Informe%20de%20Coyuntura.pdf)

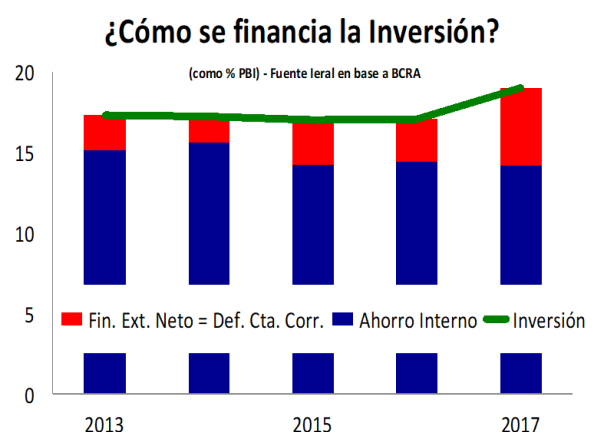
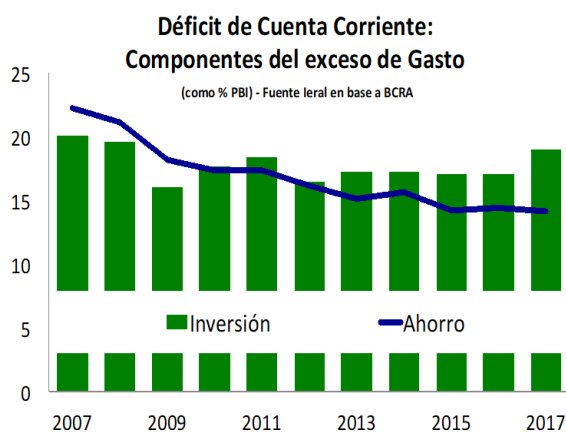
<sup>2</sup> Ajuste gradual del déficit fiscal y aumento en las tasas de interés internacionales respectivamente.

Los aumentos tanto en las tenencias de divisas por parte del Sector Privado como de las Reservas en el Banco Central constituyen un incremento de los activos externos del país en su conjunto. Por lo tanto, el incremento en la deuda neta de toda la economía está dado exclusivamente por el financiamiento del déficit de cuenta corriente (exceso de gasto).



### ¿A dónde fueron los fondos del endeudamiento neto con el resto del mundo?

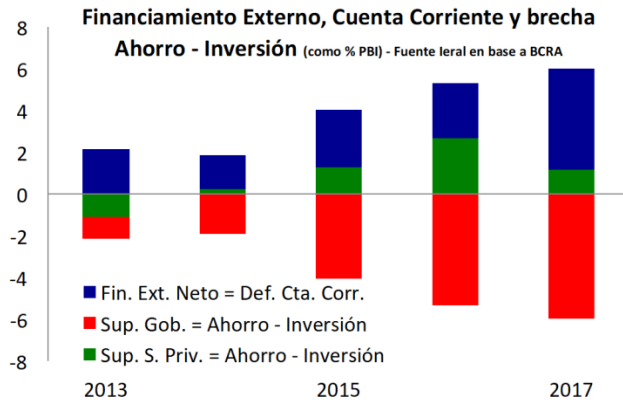
El exceso de gasto en una economía se produce cuando el nivel de Ahorro Interno resulta insuficiente para financiar la Inversión. Cuando esto sucede, en la Cuenta Corriente se genera un déficit. Durante 2017, en la Argentina el 75% de la Inversión se financió mediante Ahorro Interno y el restante 25% a través del déficit en Cuenta Corriente (Ahorro Externo).



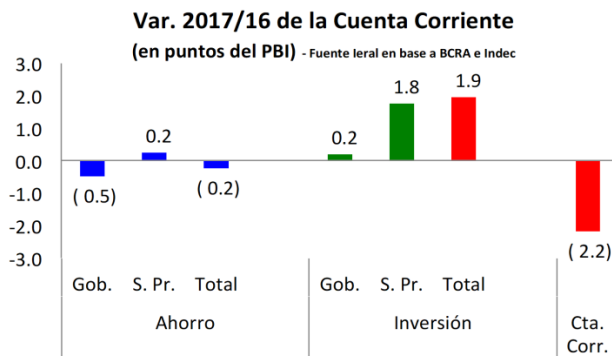
La brecha entre la Inversión y el Ahorro Interno (déficit en Cuenta Corriente) puede desagregarse para analizar cuánto corresponde al Sector Privado y cuánto al Gobierno (esta última brecha es conocida como el déficit Fiscal<sup>3</sup>). De esta forma, el déficit fiscal de Argentina durante 2017 fue financiado en casi un 80% por el déficit en Cuenta

<sup>3</sup> El déficit Fiscal es la diferencia entre la Inversión Pública y el Ahorro del Gobierno.

Corriente mientras que el restante 20% provino del superávit del Sector Privado (Ahorro menos Inversión de este sector).



La evolución tanto de la Inversión Pública como Privada junto a los niveles de Ahorro de ambos sectores determinaron que en 2017 se produjera un aumento del déficit de Cuenta Corriente de casi 2.2 puntos anuales del PBI (pasó del 2.7% del PBI en 2016 al 4.8%). El aumento del déficit de las cuentas externas se explica por una expansión de la Inversión tanto Pública como Privada (aunque la dinámica de este último sector fue claramente más importante) y por una caída del nivel de Ahorro del Sector Público ya que el del Sector Privado aumentó levemente.



### ¿Por qué esta tan importante el financiamiento de la cuenta corriente?

Las razones de la importancia del financiamiento de la Cuenta Corriente son varias y están expuestas en los números presentados anteriormente para la economía de Argentina durante 2017.

- Dado que el déficit de Cuenta Corriente en dicho año ayudó a financiar a casi el 80% del déficit fiscal, de no haber existido financiamiento solamente la combinación de las siguientes tres opciones hubiera resultado posible:
  - 1) El gobierno hubiera tenido que reducir más rápidamente el déficit fiscal con lo cual seguramente el ajuste tarifario debería haber sido mayor y con éste también el nivel de inflación.

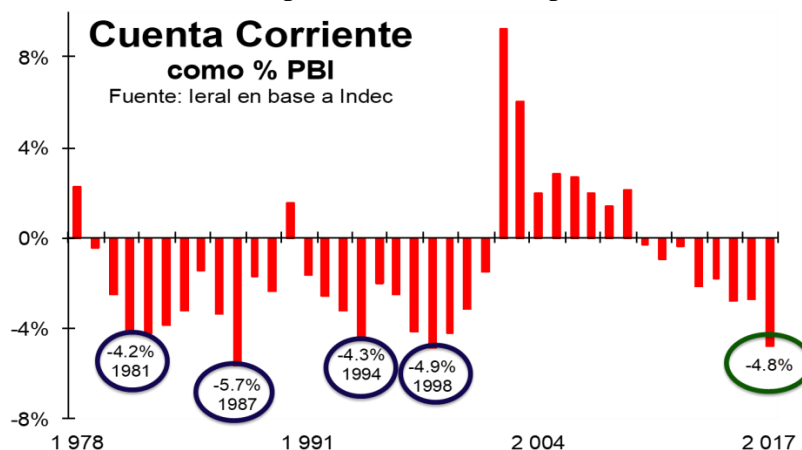
- 2) El porcentaje del déficit fiscal financiado a través del Sector Privado debería haber sido más alto y por lo tanto, menores hubieran sido los recursos que este sector destinó al Consumo y a la Inversión.
  - 3) El porcentaje del déficit fiscal financiado mediante emisión monetaria hubiera resultado mayor y por lo tanto, el proceso inflacionario debería haber sido aún más intenso.
- Dado que el déficit de cuenta corriente en dicho año ayudó a financiar a casi el 25% del total de la Inversión, de no haber estado este financiamiento, las inversiones hubieran sido claramente inferiores y con ello las posibilidades de crecimiento económico.

### ¿Cuáles son los riesgos de un déficit en Cuenta Corriente?

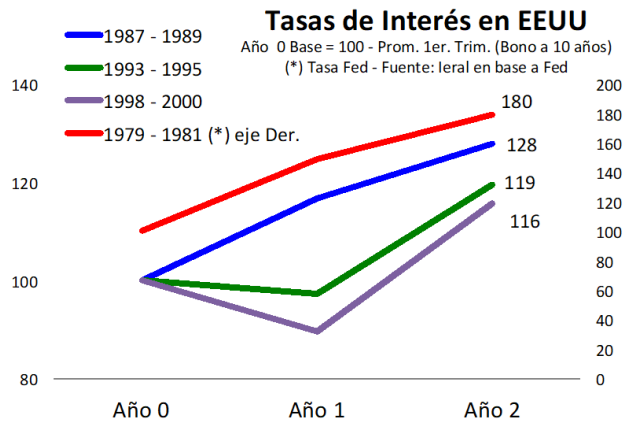
Como se analizó anteriormente, el déficit en Cuenta Corriente si bien permite por un lado, suavizar el ajuste fiscal al Gobierno y por otro lado, que la economía cuente con un mayor nivel de Inversión; el problema del déficit de Cuenta Corriente es que implica un mayor endeudamiento neto con el resto del mundo y una alta dependencia de estos fondos en la medida que se mantengan los desequilibrios de la economía (en las cuentas públicas y/o en la brecha Ahorro Interno e Inversión).

La historia reciente muestra que la economía de Argentina ha tenido grandes problemas después de haber registrado importantes déficits de Cuenta Corriente:

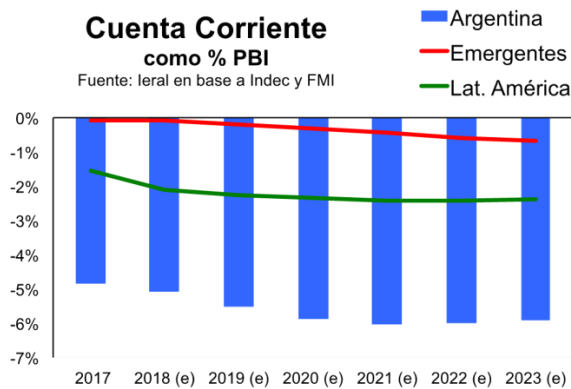
- el déficit de 1981 coincidió con el estallido de la Tablita de Martínez de Hoz,
- el déficit de 1987 fue previo a la Hiperinflación de 1989,
- el déficit de 1994 fue previo al Efecto Tequila en 1995,
- el déficit de 1998 fue previo a la caída del plan de Convertibilidad en 2001.



Un hecho estilizado importante es que dichos eventos han coincidido con aumentos en las tasas de interés de los Estados Unidos. Al subir el costo del financiamiento en el mundo, los fondos disponibles para los mercados emergentes se vuelven más escasos haciendo más difícil sostener los desequilibrios de gastos en estas economías e induciendo a un ajuste forzoso en las mismas (mayor inflación y caída en el gasto agregado).



Las necesidades actuales de mayor Inversión que tiene Argentina junto al ajuste gradual propuesto por el Gobierno para sus cuentas públicas hacen que las proyecciones del Fondo Monetario Internacional<sup>4</sup> para el déficit de Cuenta Corriente de nuestro país se mantengan en niveles muy superiores al promedio de los países emergentes y al de América Latina.



Si bien, como muestra la historia de nuestro país, estos desequilibrios en un contexto de suba de tasas de interés en el mundo, representan un claro riesgo para la economía, la composición de los desequilibrios atenúa dicho riesgo.

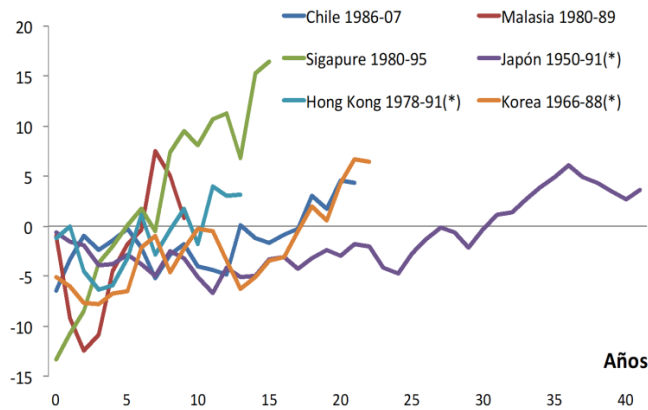
En la medida que el desequilibrio de Cuenta Corriente se explique cada vez en menor cuantía por el déficit público y más por la brecha Inversión – Ahorro del sector privado, las posibilidades de cerrar dichos desequilibrios a través de mayor crecimiento son más altas y el riesgo de falta de financiamiento de la Cuenta Corriente se reduce aunque claramente no desaparece. Se pueden citar numerosos casos de países con elevados déficit de Cuenta Corriente a lo largo de varios años que no solamente no sufrieron crisis sino que lograron expandir sus economías en forma sostenida durante muchos años.

<sup>4</sup> World Economic Outlook, April 2018, [www.imf.org](http://www.imf.org)



### Cuenta Corriente (% PBI) en países de alto crecimiento

Fuente: Ieral en base a IMF y PWT - (\*) Balanza Comercial



### Conclusiones

Como se explicó anteriormente las necesidades de incrementar el actualmente bajo nivel de Inversiones junto al ajuste gradual de las cuentas fiscales probablemente mantendrán elevado el déficit de Cuenta Corriente de nuestro país. En un escenario donde las tasas de interés en el mundo comienza a subir, la necesidad de mantener el financiamiento de la Cuenta Corriente sin dudas representa un riesgo. En la medida que las tasas de interés en el mundo no suban abruptamente y que la composición del déficit de Cuenta Corriente dependa cada vez menos del desequilibrio fiscal y cada vez mas de los aumentos en la Inversión, las posibilidades mantener una economía con inflación decreciente y con crecimiento económico claramente aumentan.