

Sostenibilidad del Déficit de Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos

Cátedra de Economía Internacional

Profesor: Alberto M. Díaz Caferatta

Alumno: Carrizo, Marcos M.¹

Resumen

La mayoría de los países en desarrollo han sufrido alguna vez las consecuencias de los desequilibrios externos, y la economía argentina no escapa a este problema. La exposición de un modelo de solvencia intertemporal del déficit de cuenta corriente nos permite aplicarlo para cifras de la economía argentina. Los resultados preliminares permiten observar que para el período 1993-2001 Argentina no ha logrado mantener una senda de endeudamiento sostenible, lo que puede explicar una de las causas que hicieron estallar la crisis cambiaria-financiera de fines de 2001.

Clasificación JEL: F34, F37.

Palabras Clave: Sostenibilidad del Déficit de Cuenta Corriente, Deuda Externa, Argentina.

¹ Legajo: 200141856/6 – E-mail: maxcarrizo@gmail.com

1) Introducción

La mayoría de los países en desarrollo han sufrido alguna vez las consecuencias de los desequilibrios externos, los cuales, en una primera etapa, generalmente se reflejan en elevados déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos². Dado que estos déficit se traducen en un mayor nivel de endeudamiento externo, eventualmente podrían conducir a problemas en la atención de su servicio. Aún más, en muchos casos, sin que los países experimenten problemas de deuda externa, los elevados desbalances en la cuenta corriente pueden generar dificultades temporales de liquidez externa e incertidumbre entre los agentes económicos, lo cual puede desatar un desajuste macroeconómico, especialmente cuando se presentan shocks externos o internos. Similar a muchos de los países en desarrollo, tradicionalmente Argentina ha experimentado elevados y variables déficit en su cuenta corriente, particularmente cuando ha contado con recursos externos para su financiamiento.

Específicamente, un caso de insostenibilidad es aquel en el cual la continuación de las políticas actuales eventualmente llevará a la necesidad de cambiarlas drásticamente, o, en caso contrario, a generar una crisis. Krugman (1992), por su parte, argumenta que en una situación de equilibrio de la cuenta corriente, el nivel de endeudamiento será sostenible en el mediano plazo y la economía estará en capacidad de generar los recursos suficientes para atender el servicio de dicha deuda³ y, además, experimentar crecimiento en términos reales. En tal caso se dice que el endeudamiento será convergente en el mediano plazo.

Inquietados por la creciente deuda externa que ha acumulado Argentina desde mediados de la década de 1970 (Cortés Conde, 2005) y la reciente crisis cambiaria-financiera de fines del 2001 (Cortés Conde, 2003) hemos decidido tratar el tema de solvencia externa apoyados en algún modelo teórico que nos permita extraer algunas conclusiones interesantes al respecto. Nuestro objetivo es determinar el nivel de déficit de cuenta corriente (como porcentaje del PIB) consistente con un nivel dado de endeudamiento o, alternativamente, cuál es el nivel de endeudamiento sostenible dado un nivel de déficit de cuenta corriente.

Para ello hemos expuesto un modelo de solvencia intertemporal, que nos permite establecer una relación entre el déficit (superávit) de balanza comercial y el nivel de endeudamiento y las variables que la afectan, a saber, la tasa de crecimiento de la economía, la tasa de interés internacional y los cambios del tipo de cambio real (a este último lo omitimos debido a que nos enfocamos en la década anterior a la crisis de 2001, en que regía la ley de convertibilidad)

Este artículo se divide en cuatro partes: en la segunda se analizan algunos aspectos teóricos, que incluyen conceptos básicos, la especificación del modelo y causas de los desequilibrios; en la tercera se incorpora una breve aplicación preliminar del modelo presentado a fin de caracterizar los déficit de la cuenta corriente de la economía argentina para el período 1993-2001, y así aproximar la “brecha” entre el nivel de deuda sostenible y el efectivamente observado. Finalmente, la cuarta parte se reserva para exponer las principales conclusiones.

2) Modelo de Solvencia Intertemporal

El concepto de solvencia intertemporal está relacionado a la capacidad de endeudamiento de una economía y la posibilidad de llevar a cabo el pago en el futuro.

² El origen de estos desbalances pueden ser atribuidos a múltiples razones, entre otras, escasez de ahorro interno, políticas macroeconómicas expansivas, distorsiones en sus sistemas financieros, deterioro en los términos internacionales de intercambio y reducción de aranceles.

³ Véase, Krugman y Obstfeld (1994).

Desde una perspectiva intertemporal, enfatiza el rol del crecimiento económico y la tasa internacional de interés en la evolución de la deuda externa. Se caracteriza por aquella situación en la cual el país como un todo y cada unidad económica individual, incluyendo el gobierno, actúa de conformidad con sus restricciones presupuestarias intertemporales.

La literatura económica presenta diferentes enfoques que intentan explicar las principales causas que originan los desequilibrios de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos. Dentro de esta gama de propuestas encontramos un modelo adecuado que permite cuantificar el nivel del déficit sostenible, que se fundamenta en el concepto de solvencia intertemporal, incorporando como variables explicativas el crecimiento económico, la tasa real de interés internacional y el saldo de la deuda externa. Teóricamente estos modelos se basan, entre otros supuestos⁴, en un agente representativo que posee una función de utilidad intertemporal aditiva⁵ que depende del consumo de bienes en cada período, cuyo nivel se guía por la hipótesis del ingreso permanente.

Considerando que el equilibrio de la cuenta corriente es importante como indicador de la posición externa, ello no significa necesariamente que los déficits sean indeseables *per se*. Al constituir una fuente adicional de ahorro para la economía, puede ser de gran utilidad para aumentar la capacidad productiva o financiar el consumo en ciertos períodos. La situación en la cual no sería una decisión acertada de contar con un elevado déficit en Cuenta Corriente, es cuando su origen se debe a un persistente consumo elevado, ya sea como resultado de una política gubernamental o de un mal funcionamiento de la economía.

Los siguientes ejemplos justifican la conveniencia de contar con déficit en la cuenta corriente, ya sean permanentes o transitorios, siempre y cuando sean sostenibles:

- (1) Si los préstamos se invierten en actividades rentables que permitan generar recursos suficientes para cubrir el pago de intereses y el principal;
- (2) Cuando se presenta una afluencia de capitales externos, especialmente de inversión directa;
- (3) Si el país experimenta una caída temporal en la producción nacional;
- (4) Cuando se reducen los niveles de protección mediante la disminución de las barreras arancelarias y no arancelarias.

El modelo de optimización dinámica (intertemporal) postula que los desequilibrios externos son el reflejo de choques transitorios de oferta o demanda, ya que en esas condiciones el sector externo actúa como amortiguador para suavizar la evolución del consumo y de esta forma alcanzar el máximo bienestar. Por esa razón, estos choques afectan el ahorro interno, pero no el consumo (como ya mencionamos, el consumo se determina por el ingreso permanente). Adicionalmente, se considera que este enfoque puede ser útil para explicar los movimientos de la cuenta corriente como consecuencia del ciclo económico.

La especificación del modelo parte de la siguiente identidad de la cuenta corriente de la balanza de pagos:

$$B_t - B_{t-1} = (Y_t - C_t - G_t - I_t) + r_t^* B_{t-1} \quad (1)$$

donde B_t es el saldo de la deuda externa expresada en bienes externos para el período t ; Y_t corresponde al PIB real del período t , C_t es el consumo privado, G_t es el gasto

⁴ Para un análisis detallado remitimos al lector a Obstfeld y Rogoff, 1996, "Foundations of International Macroeconomics". MIT Press. Cambridge. MA.

⁵ La propuesta de la literatura es del tipo:

$$U = \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t u(c_t)$$

Donde β es el factor de descuento subjetivo intertemporal y que representa a $1/(1+\rho)$, siendo ρ , la tasa subjetiva de descuento; $u(c_t)$ es la utilidad otorgada por el consumo en el momento t .

corriente del gobierno, donde se ha supuesto que mantiene su restricción presupuestaria balanceada en cada momento ($G_t = T_t$) y por ello es indistinto colocar gastos en lugar de impuestos; I_t es la inversión total (privada y pública). Por último tenemos a r_t^* que representa la tasa de interés real internacional. En el análisis consideraremos que no hay variación en los precios domésticos y el tipo de cambio nominal será igual a uno ($e_t = 1$). Reordenando la ecuación (1) de tal forma que la cuenta corriente sea igual a la diferencia entre el ahorro total de la economía y la inversión total, y luego dividiendo ambos lados por el PIB real, Y_t , y acomodando términos, obtenemos la siguiente expresión:

$$(B_t/Y_t) - (B_{t-1}/Y_{t-1})(Y_{t-1}/Y_t) = (Y_t - C_t - G_t - I_t)/Y_t + r_t^* (B_{t-1}/Y_{t-1})(Y_{t-1}/Y_t) \quad (2)$$

Definiendo $b_t = B_t/Y_t$; $q_t = (Y_t - C_t - G_t - I_t)/Y_t$; y reemplazando en (2), podemos representarla como:

$$b_t - b_{t-1}(Y_{t-1}/Y_t) = -q_t + r_t^* b_{t-1}(Y_{t-1}/Y_t) \quad (3)$$

Pero como (Y_{t-1}/Y_t) es igual a uno más la tasa de crecimiento del producto en términos reales, representada como:

$$Y_t/Y_{t-1} = 1 + \gamma_t \quad (4)$$

Remplazando en (3) y restando la deuda en términos reales en ambos miembros obtenemos

$$b_t - b_{t-1} \equiv \Delta b_t = -q_t + [(r_t^* - \gamma_t)/(1 + \gamma_t)] b_{t-1} \quad (5)$$

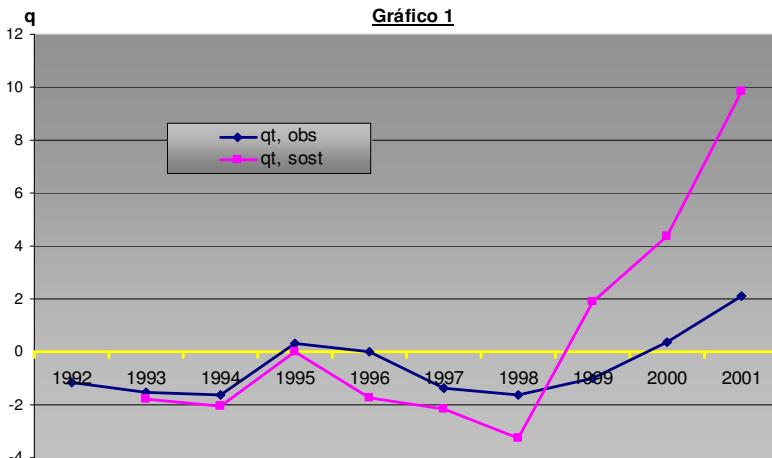
Donde b_t son los pasivos externos como proporción del PIB en términos reales (B_t/Y_t), q_t es la proporción de la cuenta comercial a PIB real, γ_t es la tasa de crecimiento de la economía interna en el momento t y por último r_t^* es la tasa real de interés internacional. En esta expresión los cambios en la razón de deuda externa a PIB (Δb_t) están explicados por los desequilibrios comerciales (q_t) y por un factor dinámico de deuda, proporcional a $(r_t^* - \gamma_t)b_{t-1}$. Este último término se incrementa con el aumento de la tasa real de interés mundial y decrece con la tasa de crecimiento de la economía.

De la ecuación (5) se desprende que si se decidiera mantener constante la razón de deuda externa a PIB, en presencia de crecimiento económico permanente aún inferior a la tasa de interés internacional, los déficit en cuenta corriente pueden ser consistentes con una situación de solvencia, ello siempre y cuando se acompañen de superávit comerciales ($q_t > 0$). Sin embargo, si la economía experimenta un estancamiento ($\gamma_t = 0$), la cuenta corriente debe estar equilibrada para que el saldo de la deuda/PIB se mantenga constante. En este caso, un país que es deudor externo en el largo plazo tendrá que generar un superávit comercial igual a $-r_t^* b_{t-1}$ para poder honrar los intereses de esa deuda.

3) Aplicación

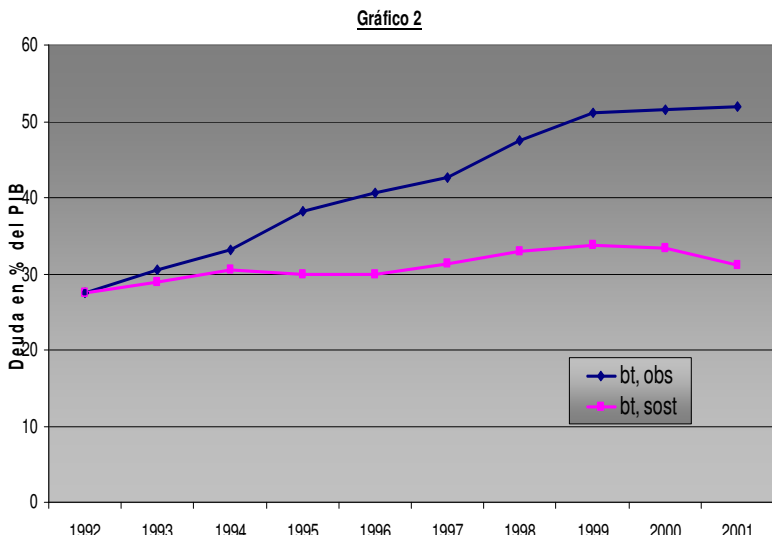
Haciendo uso de la ecuación (5) hemos estimado el nivel de balanza comercial sostenible para Argentina para el período 1993-2001 considerando como dado el nivel de deuda (todas las variables expresadas en porcentaje del PIB)^{6 y 7}.

En el Gráfico 1 se observa que hasta el año 1998 se podría decir que no hubo graves problemas de balanza comercial, sin embargo a partir de ese año se ve el notable crecimiento que tendría que haber experimentado (e incluso pasar de ser deficitaria a superavitaria). Como se observa el ratio Balanza Comercial/PIB efectivo no se condujo en una senda sostenible y, a pesar de que a partir del año 2000 es superavitaria, la “brecha” se amplía cada vez más. Como hemos mencionado, la continuación de las políticas tomadas hasta ese momento eventualmente llevaría a la necesidad de cambiarlas drásticamente, o, en caso contrario, a generar una crisis. Esto fue lo que sucedió hacia fines de 2001 y terminó con la crisis cambiaria-financiera, seguida por la fuerte devaluación del Peso Argentino a comienzos de 2002.



Fuente: elaboración propia en base a CEPAL sobre la base de cifras oficiales.

Alternativamente, en el Gráfico 2 se representa el nivel de deuda (como porcentaje del PIB) efectivamente observado y el nivel sostenible dado el resultado de balanza comercial observado. Como vemos, aquí ya se observa que para todo el período analizado la “brecha de endeudamiento”⁸ ha sido cada vez mayor, fortaleciendo el resultado anterior de que la situación se hacía cada vez más insostenible y que eventualmente se desataría una crisis.



Fuente: elaboración propia en base a CEPAL sobre la base de cifras oficiales.

⁶ Se trata de un resultado preliminar que nos permite aproximar el modelo planteado para el caso de Argentina. Los autores consideran que en un próximo trabajo habría que enfocar los esfuerzos en el refinamiento de las estadísticas disponibles.

⁷ Las series estadísticas se encuentran disponibles en el apéndice.

⁸ Definida como la diferencia entre la deuda efectiva y el nivel sostenible proyectado.

4) Conclusión

El objetivo del trabajo ha sido determinar el nivel de déficit de cuenta corriente (como porcentaje del PIB) consistente con un nivel dado de endeudamiento o, alternativamente, cuál es el nivel de endeudamiento sostenible dado un nivel de déficit de cuenta corriente.

Para ello, se ha expuesto un modelo de solvencia intertemporal, que nos permite establecer una relación entre el déficit (superávit) de balanza comercial y el nivel de endeudamiento, así como las variables que la afectan: la tasa de crecimiento de la economía y la tasa de interés internacional.

Aplicando el modelo para datos de Argentina, los resultados preliminares arrojan que durante los años en que rigió la ley de convertibilidad (1993-2001) la deuda externa Argentina (privada y pública) ha sido insostenible y que además la “brecha de endeudamiento” ha ido creciendo cada vez más. Esto nos permite explicar una de las causas que contribuyeron a que se desate la crisis de 2001 y el consiguiente colapso de la convertibilidad.

Apéndice

Datos para la elaboración de Gráfico 1

Año	qt	γ	r*	bt, obs	Δb	bt, sost
1992	-1,1526	0,103	-	27,4		27,4
1993	-1,5473	0,063	0,113	30,5	1,4931	28,893
1994	-1,6446	0,058	0,081	33,2	1,611	30,50
1995	0,326	-0,028	0,119	38,2	-0,5747	29,93
1996	0,01797	0,055	0,074	40,6	-0,0121	29,92
1997	-1,37176	0,081	0,08	42,7	1,3717	31,289
1998	-1,653	0,039	0,076	47,5	1,604	32,89
1999	-1,0259	-0,0338	0,08	51,2	0,831	33,72
2000	0,3732	-0,00788	0,083	51,5	-0,467	33,257
2001	2,087	-0,0441	0,0148	52	-2,064	31,193

Datos para la elaboración de Gráfico 2

Año	qt, obs	γ	r*	bt	Δb	qt, sost
1992	-1,153	0,103		27,4	-	
1993	-1,547	0,063	0,113	30,5	3,1	-1,811
1994	-1,645	0,058	0,081	33,2	2,7	-2,037
1995	0,326	-0,028	0,119	38,2	5	0,021
1996	0,018	0,055	0,074	40,6	2,4	-1,712
1997	-1,372	0,081	0,08	42,7	2,1	-2,138
1998	-1,653	0,039	0,076	47,5	4,8	-3,279
1999	-1,026	-0,034	0,08	51,2	3,7	1,898
2000	0,373	-0,008	0,083	51,5	0,3	4,391
2001	2,087	-0,044	0,148	52	0,5	9,849

Fuente: elaboración propia en base a CEPAL sobre la base de cifras oficiales.

Nota: La tasa de interés real internacional corresponde a la tasa de interés equivalente en moneda extranjera (tasa de interés pasiva deflactada por la variación del tipo de cambio)

Referencias

- **Cortés Conde, Roberto**, 2003. “La Crisis Argentina De 2001-2002”. *Cuadernos de economía*, dic. 2003, vol.40, no.121, p.762-767.
- **Cortés Conde, Roberto**, 2005. “La Economía Política de la Argentina en el siglo XX”. Edhasa.
- **Krugman, Paul**, 1992. “Exchanges Rates and The Balance of Payments”. In *Currencies and Crisis*. The MIT Press. Cambridge, Massachusetts.
- **Krugman, P. y Obsfeld, M.**, 1994 “Economía Internacional: Teoría y Política”. Mc. Graw Hill, 2da. Edición.
- **Obstfeld y Rogoff**, 1996, “Foundations of International Macroeconomics”. MIT Press. Cambridge. MA.
- **Zuñigas Falla; N., Azofeifa, A. G.; Kikut A. C.** 1997. “Sostenibilidad del Déficit en Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos de Costa Rica”. Banco Central de Costa Rica. Noviembre, 1997.