

## EL DEFICIT DE LA CUENTA CORRIENTE Y EL FUTURO DE LA CONVERTIBILIDAD

RODOLFO SANTANGELO GUSTAVO JANSE EDGARDO CENZON (♦)

### Introducción y conclusiones

Durante los siete años de vigencia del plan de convertibilidad, el sector externo ha sido uno de los que debates más intensos y diferentes puntos de vista ha generado. La supuesta falta de instrumentos que el programa tiene torna a este tema más álgido. **En 1998, el déficit de cuenta corriente del balance de pagos será el más alto del pasado reciente, refutando postulados que pretendían darle al citado déficit una característica de transitoriedad hasta que los avances de productividad tomaran competitiva a la economía.**

Este trabajo está dividido en tres secciones. La **primera** resume los resultados más trascendentes del sector en los últimos años. Las exportaciones han dado un primer gran salto tanto cuantitativo como cualitativo respecto a la década del 80. Sin embargo, la evolución del resto de los componentes del sector externo hacen imprescindible un segundo salto. Las importaciones han crecido fenomenalmente y este trabajo postula que **lo seguirán haciendo a tasas superiores al PBI mientras su principal variable explicativa, la tasa de inversión (y no el PBI), así lo haga, cosa que esperamos siga ocurriendo hasta que en Argentina la misma alcance el 30% del PBI.** Dentro de la cuenta de capitales, se analiza su composición entre sector público y sector privado, entre ingresos de tipo financiero versus inversión directa y financiamiento de importaciones.

La **sección dos** analiza un conjunto de conceptos que consideramos no siempre correctamente tratados. En primer lugar, la **vigencia de un sistema monetario de convertibilidad y dolarización** (como el estado de California o Escocia) requiere analizar al sector externo de Argentina a partir de conceptos diferentes a otros regímenes monetarios. Se refuta el concepto de **déficits gemelos**. Se relativiza la efectividad que podrían tener en la práctica

---

♦ CEAL - Centro de Estudios de América Latina.

recomendaciones usuales postuladas desde la ortodoxia y la heterodoxia para revertir el déficit de cuenta corriente, si es que se pretende que continúe el proceso de inversión, crecimiento e ingreso de capitales.

Finalmente en la tercer sección se postulan distintos escenarios posibles del sector externo argentino en los próximos años, dándole mayor probabilidad a uno donde el déficit comercial y en cuenta corriente continúe en estos altos valores nominales, pero donde el crecimiento de la economía y de las exportaciones (de darse) harían que el escenario sea manejable y no explosivo bajo ciertas circunstancias.

### 1. Hechos "estilizados" desde la convertibilidad

Esta sección está dividida en tres bloques que describen rápidamente los principales hechos que queremos resaltar en materia de i. exportaciones, ii. importaciones, balance comercial y en cuenta corriente, y iii. balance de capitales y de pagos.

#### i) El primer salto exportador ya se dio, pero hace falta otro...

En 1980, las exportaciones argentinas ascendieron a US\$ 8.021 M, diez años después apenas habían crecido hasta US\$ 9.579 M. Con este antecedente histórico, nadie hubiera predicho que con un programa que iba a mantener fijo el tipo de cambio por siete años, las exportaciones ascenderían a US\$ 25.472 M en 1997, dos veces y media el valor de 1989. El salto exportador verificado merece el calificativo de sorprendente.

Mientras que entre 1980 y 1989 el crecimiento de las exportaciones fue anémico; a partir de entonces se produjo un salto exportador en dos etapas: la primera fue experimentada en 1990 como consecuencia de varios factores (la fuerte recesión interna, el elevado tipo de cambio real que rigió en 1989 y parte de 1990, el inicio del Mercosur, etc.) y que luego se mantuvo en los niveles amesetados de poco más de US\$ 12.000 M por año en los primeros años del programa de convertibilidad (US\$ 13.118 M en 1994). La segunda etapa se produjo a partir de 1994 cuando fue lanzado el plan Real en Brasil y mejoraron los precios internacionales de muchos bienes agrícolas e industriales, se reafirmó en 1995 por el impacto de la recesión interna y la existencia de un sector privado que comenzaba a usufructuar de los avances de la productividad y la eficiencia de los años anteriores y se consolidó en los dos años posteriores

en un marco de crecimiento económico restablecido.

**En términos cualitativos, también se obtienen buenas conclusiones:** cayó la importancia relativa de las exportaciones primarias mientras que subió las de origen industrial y petróleo. El 80% del salto exportador se explica por mayores volúmenes mientras que solamente el 20% fue efecto precio. Además, desde 1991, las exportaciones están **superando el comportamiento anticíclico** que tuvieron durante la década del 80, cuando solamente crecían en años de recesión interna y se estancaban o caían en los pocos años de crecimiento.

En términos de dependencia, es cierto que Brasil recibe el 30% de las exportaciones argentinas totales pero también es cierto que una importante proporción de las exportaciones a Brasil podrían ser redireccionadas a otros mercados en caso de problemas de demanda en el país vecino. El crecimiento de los principales complejos exportadores ha sido sorprendente. **Hasta 1992, el único complejo cuyas exportaciones superaban los US\$ 3.000 M anuales era el oleaginoso (soja+girasol) y sólo otros dos superaban los US\$ 1.000 M anuales (el cerealero y el petrolero-petroquímico).** En 1997, el complejo líder continúa siendo el oleaginoso seguido, como en 1992, y seis complejos (de los trece existentes) superaron los US\$ 1.000 M.

El modelo exportador argentino es sencillo y en el fondo una apuesta a largo plazo, ya que es una **consecuencia del modelo de crecimiento**. Se inicia en la estabilidad política y macroeconómica como punto de partida, donde el Mercosur aparece como una institución de largo plazo que permite economía de escala en un mercado ampliado. De la estabilidad y el Mercosur, surgen **dos consecuencias principales: la reducción del riesgo país** (solventía fiscal, consolidación de deudas, plan Brady, acuerdos internacionales, cumplimiento de contratos) y **la reducción del costo argentino** (eliminación de derechos de exportación y otros impuestos distorsivos, reducción de impuestos al trabajo, devolución de impuestos y reembolsos, privatizaciones y desregulación). Del menor costo de financiamiento (menor riesgo país) y de los menores costos de producción (mayor eficiencia y competitividad) surgen alicientes a la inversión, en una primera etapa en sectores de bienes no comerciables internacionalmente y en una segunda etapa también en sectores transables.

Recién ahí, luego del aumento de las inversiones para la modernización y el aumento de la capacidad productiva, la economía pasa a un nivel más competitivo y eficiente, a su vez potenciado con la desregulación de

distintos sectores, a partir del cual, como un resultado natural de lo anterior viene el aumento de las exportaciones. O sea, en el modelo argentino, **las exportaciones no son el motor de crecimiento sino casi podríamos decir que constituyen una de las consecuencias del mismo.** Por esto, tiene más las características de una estrategia a largo plazo pero que debe ir mostrando sus frutos paulatinamente y por lo tanto tiene que ser testeada permanentemente.

**ii) Las importaciones también “explotaron”**

Mientras que en la década del 80, rara vez las importaciones superaban los US\$ 7 mil M por año, en 1997 las importaciones totales superaron los US\$ 30 mil M. Cualitativamente es bueno que las importaciones de bienes de capital hayan subido más que el promedio, aun con todas las dudas que puedan surgir respecto a la capacidad de las mismas para generar mayores exportaciones en el futuro. En el corto plazo, mayores importaciones de bienes de capital generan la ventaja de que traen al ingreso de capitales “en el mismo container del barco”, por cuanto la existencia de crédito comercial para financiar importaciones es una de las razones por las cuales mucha de la inversión interna es importada. Como veremos más adelante, curiosamente, el financiamiento de importaciones es un rubro inexistente en las cifras oficiales de la balanza de capitales.

Una de las preocupaciones usuales tiene que ver con la supuesta alta elasticidad de las importaciones respecto al crecimiento del PBI que en los últimos años ha oscilado entre 2,5 y 4. Sin embargo, la relación dista de ser estable y no podemos, a partir de proyecciones del PBI, realizar proyecciones confiables de las importaciones.

Cuadro N° 1

## IMPORTACIONES Y PBI

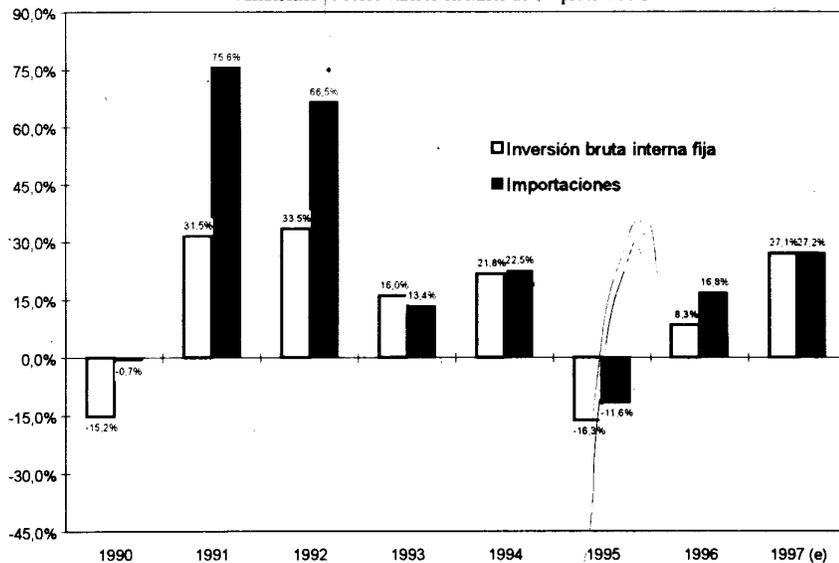
	IMPORTACIONES				PBI		Elasticidad Impo / PBI (*)
	Millones de US\$	Var. %	Miles de \$ de 1986	Var. %	Miles de \$ de 1986	Var. %	
1980	14.118		1.231		10.301		
1981	12.922	-8,5%	1.129	-8,2%	9.743	-5,4%	1,5
1982	7.217	-44,1%	649	-42,6%	9.435	-3,2%	13,5
1983	6.037	-16,4%	604	-6,9%	9.823	4,1%	-1,7
1984	6.086	0,8%	632	4,7%	10.020	2,0%	2,4
1985	5.237	-14,0%	549	-13,1%	9.323	-7,0%	1,9
1986	6.307	20,4%	651	18,7%	9.989	7,1%	2,6
1987	8.076	28,0%	725	11,3%	10.242	2,5%	4,5
1988	7.278	-9,9%	659	-9,1%	10.042	-2,0%	4,7
1989	4.203	-42,3%	550	-16,5%	9.338	-7,0%	2,4
1990	4.077	-3,0%	547	-0,5%	9.213	-1,3%	0,4
1991	8.275	103,0%	960	75,5%	10.180	10,5%	7,2
1992	14.872	79,7%	1.599	66,5%	11.229	10,3%	6,5
1993	16.784	12,9%	1.813	13,4%	11.931	6,3%	2,1
1994	21.590	28,6%	2.221	22,5%	12.948	8,5%	2,6
1995	20.122	-6,8%	1.965	-11,6%	12.355	-4,6%	2,5
1996	23.762	18,1%	2.295	16,8%	12.887	4,3%	3,9
1997	30.420	28,0%	2.919	27,2%	13.969	8,4%	3,2

Intuitivamente, el crecimiento de la tasa de inversión ha sido un mejor explicador de la performance de las importaciones que el crecimiento del PBI: esto queda de manifiesto por la relación que existe entre importaciones e inversión. La misma se nota más claramente desde 1993 con la gran correlación de las tasas de variación de ambas variables. La tasa de inversión viene creciendo a tasas muy superiores al crecimiento del PBI, en parte por los efectos benéficos de la estabilidad y las reformas estructurales pero también por el muy bajo punto de partida de fines de la década del 80. Creemos que a partir de algún momento (probablemente cuando la tasa de inversión, medida a precios constantes de 1986, alcancen un ratio "chileno" del orden del 30% del PBI), inversiones y PBI crecerán a un ritmo más equilibrado.

## Gráfico N° 1

## IMPORTACIONES E INVERSIONES EN LOS '90

Variaciones % sobre valores en Miles de \$ a precios de 1986



Fuente :CEAL, en base a ME y OSP

La implicancia para el largo plazo de esta proposición es que **las importaciones dejarían de crecer a tasas superiores al PBI cuando la inversión haga lo propio. Es decir, cuando la inversión supere el 30% del PBI deberíamos llegar a un escenario a partir del cual PBI, importaciones e inversión crezcan a un ritmo parejo.** Bajo ciertos supuestos simples (crecimiento del PBI del 5%, elasticidad Inversión/PBI del orden de 1,5/ 2 y elasticidad Importaciones/IBI del 1), **la inversión se ubicaría en torno al 30% del PBI hacia el año 2001.** Siguiendo este modelo simple, **las importaciones alcanzarían en ese año aproximadamente US\$ 44/45 mil M.** De esa forma, la responsabilidad de hacer sustentable la brecha externa recaería sobre las exportaciones que a su vez dependen mucho más de decisiones del sector privado que del sector público.

### iii) Balance de capitales y de pagos

Con la única excepción de 1995, entre 1992 y 1997 el ingreso de capitales fue fuertemente positivo, más que compensando el déficit de cuenta corriente y posibilitando un superávit del balance de pagos y un aumento de las reservas internacionales<sup>1</sup>. El año récord fue 1997 con ingresos de capitales por US\$ 16.558 M, mientras que en los restantes cuatro años osciló entre US\$ 9 y 13 mil M por año.

**Cuadro N° 2**

#### INGRESOS DE CAPITAL PUBLICOS Y PRIVADOS

Cifras expresadas en millones de US\$

	1992	1993 (*)	1994	1995	1996	1997 (e)
<b>BALANCE DE CAPITALES</b>	<b>8.976</b>	<b>12.973</b>	<b>11.603</b>	<b>1.249</b>	<b>9.772</b>	<b>16.558</b>
<b>Sector público</b>	<b>1.108</b>	<b>4.303</b>	<b>4.404</b>	<b>7.874</b>	<b>9.580</b>	<b>6.531</b>
Ingresos	5.983	11.657	7.690	13.027	17.047	17.337
BCRA	1.245	1.829	877	2.593	2.246	452
Gobierno Nacional	4.622	8.448	6.101	9.836	13.831	14.912
Gobiernos Locales	37	897	205	477	756	1.731
Empresas y otros	79	483	507	121	214	242
Egresos	-4.875	-7.354	-3.286	-5.153	-7.467	-10.806
BCRA	-1.422	-4.647	-570	-664	-1.397	-1.252
Gobierno Nacional	-2.769	-1.975	-1.630	-3.401	-5.248	-8.417
Gobiernos Locales	-6	-8	-16	-103	-144	-500
Empresas y otros	-678	-724	-1.070	-985	-678	-637
<b>Sector privado</b>	<b>7.868</b>	<b>8.670</b>	<b>7.199</b>	<b>-6.625</b>	<b>192</b>	<b>10.027</b>
<b>VARIACIÓN DE RESERVAS</b>	<b>3.514</b>	<b>5.301</b>	<b>1.486</b>	<b>-1.519</b>	<b>5.965</b>	<b>6.439</b>
Variación de las reservas del BCRA	3.105	4.480	561	-69	3.782	3.062
Variación de encajes	409	821	925	-1.450	2.203	3.377

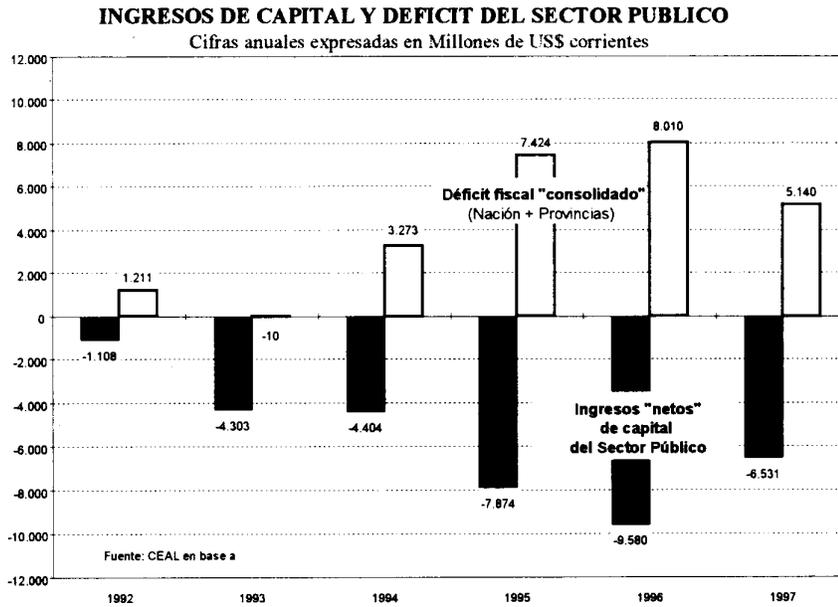
(\*) Excluye la colocación de bonos para la consolidación de deudas en el marco del plan Brady.

Fuente : CEAL en base a datos de ME y OSP.

<sup>1</sup> A diferencia de la presentación oficial, incluimos en el rubro de reservas internacionales la integración realizada por las entidades en la sucursal Nueva York del Deutsche Bank como creemos que corresponde al actual sistema bimonetario. Esta distinción es muy importante dado que el Banco Central viene avanzando en el sentido de autorizarle a los bancos a invertir porciones crecientes de sus requisitos de liquidez en el exterior, lo que afecta la posición de reservas del BCRA pero que no significa nada desde el punto del ingreso de capitales y el balance de pagos.

La primera gran división a realizar es entre ingresos de fondos por parte del Estado y por parte del sector privado. El Estado (nacional y provincial) ingresa fondos (deuda y privatizaciones) no sólo para financiar el déficit fiscal no financiado internamente, sino también para amortizar deuda pública en poder de residentes. Este es un punto importante para tener en cuenta dado que no es claro que el ingreso de capitales público está totalmente ligado al déficit fiscal. Aún si hubiera equilibrio fiscal, el sector público todavía podría estar ingresando fondos (en realidad lo ingresan los inversores) que podrían ser usados para la amortización de deuda en poder de residentes.

Gráfico N° 2



Fuente : CEAL en base a ME y OSP

El sector público ingresó fondos de manera significativa en 1995 y 1996, en medio de la crisis, compensando la salida de capitales privadas durante el efecto tequila. El gráfico muestra que en casi todos los años, el

**sector público ingresó fondos en exceso al déficit fiscal**, mostrando el citado efecto de colocar deuda en el exterior para amortizar deuda en poder de residentes. Este tema adquiere relevancia porque la política financiera argentina tiende a colocar deuda pública en la moneda y mercados que mejor combinación plazo – costo le ofrezca. A diferencia de varios países (Brasil, Chile, etc.) donde el Estado está dispuesto a pagar mayores tasas de interés por vender su deuda interna en moneda local en mercados locales. Normalmente se aprecia que los inversores extranjeros están dispuestos a comprar deuda pública a tasas de interés más bajas o plazos más largos que lo que están dispuestos los inversores locales.

Esto produce que el Estado argentino se financie en el exterior en montos mayores que otros países, **creando la sensación de que Argentina es el país más “dependiente” del ingreso de capitales**, cuando parte de esta realidad es consecuencia de la citada estrategia de captar los fondos más convenientes. Normalmente, la “visión argentina” del problema brasileño por la magnitud y costo de la deuda interna brasileña se contrapone con la “visión internacional” de su no dependencia del ahorro externo.

Por su parte, el sector privado ingresó fondos a altas tasas entre 1992 y 1997, en 1995 fue expulsor neto de fondos y en 1996 fue neutro. Dado que **las cifras oficiales no distinguen qué porción del ingreso de capitales corresponde al financiamiento de importaciones**, hemos intentado estimar este efecto. Nuestras estimaciones preliminares señalan que en 1997 el ingreso de capitales privado se dividió en tres tercios muy similares entre sí: inversión extranjera directa (incluyendo reinversión de utilidades), movimientos financieros (endeudamiento e inversiones de portafolio) y financiamiento de importaciones. Pero es preciso enfatizar que urge una mejora cualitativa muy grande en la provisión y sobretodo interpretación de los orígenes y destinos del ingreso de capitales, sobre todo del sector privado.

## **2. Algunos debates claves**

**Cuatro tópicos que normalmente surgen alrededor del sector externo, y su problemática**, son analizados en esta sección: la relevancia del déficit de cuenta corriente en un esquema de convertibilidad y dolarización, la cuestión de los déficits gemelos (fiscal y comercial), las recomendaciones que

suelen proponerse tanto desde una visión ortodoxa como heterodoxa y las cuestiones ligadas al control de los ingresos de capitales.

**i. El sector externo en un sistema de convertibilidad y dolarización**

Argentina tiene un sistema monetario muy parecido, casi idéntico al de, por ejemplo, los estados de California, Illinois o Florida en los EE.UU. o Gales o Escocia en el Reino Unido. Aunque tiene una moneda propia, la política monetaria no es autónoma porque el peso está legal y financieramente ligado al dólar norteamericano. En la práctica, el sistema es **bimonetario**: el peso y el dólar coexisten casi como una misma moneda y en la medida que la ley de Convertibilidad sea respetada, no existen diferencias prácticas entre el peso y el dólar.

En los Estados Unidos, nadie se preocupa por si un estado tiene superávit o déficit en su cuenta corriente contra otros estados o contra el resto del mundo. No hay siquiera estadísticas que muestren si las exportaciones o importaciones de por ejemplo California hacia Florida u otros estados están subiendo o bajando, si hay superávit o déficit y ni siquiera tienen Bancos Centrales con reservas que chequear.

Muchas de dichas economías, grandes en tamaño, han logrado prosperar sin siquiera preocuparse por la evolución y marcha de sus exportaciones, importaciones, saldo del balance comercial y cuenta corriente. En publicaciones como las Estadísticas Financieras Internacionales o Estadísticas de Dirección del Comercio, ambas del Fondo Monetario Internacional, países como Escocia o Gales ni siquiera figuran. Mucho menos están incluidas las economías de los estados de los EE.UU.. Ninguna calificadora de riesgo se preocupa por estos temas. Esta introducción sirve de marco para preguntarnos por qué deberíamos preocuparnos (como gobierno, como analistas, como inversores) por la evolución de variables de comercio exterior que incluso están arbitrariamente influidas por fronteras políticas que poco o nada tienen que ver con cuestiones económicas.

¿Por qué una venta de una empresa de Buenos Aires enviada a miles de kilómetros, por ejemplo a Salta, no recibe el beneficio de ser considerada una exportación, y en cambio ventas de empresas ubicadas en la mesopotamia a Porto Alegre, de menores distancias, sí reciben dicha atención? El argumento tradicional de que una exportación se cobra en dólares y una venta interna se perfecciona en moneda local pierde sentido en la convertibilidad argentina

donde muchas transacciones se realizan en pesos o en dólares indistintamente. ¿Acaso no sería más lógico diferenciar entre ventas internas y externas por variables económicas y no por fronteras políticas, como por ejemplo el grado de movilidad laboral?

Esta preocupación intelectual gana mayor interés aún en Argentina por razones cuantitativas. En 1997, las exportaciones argentinas de mercaderías y servicios rondaron los US\$ 28,7 mil M y el producto bruto interno fue de US\$ 320 mil M. De esta manera, en dicho año **la relación entre las exportaciones y el PBI fue levemente inferior al 9%**; aun computando los valores a precios constantes de 1986, este coeficiente apenas llega al 14%. ¿Por qué dedicar una excesiva atención a un conjunto de actividades que abarcan una porción pequeña del total producido en nuestro país?

A pesar de la supuesta validez de estas objeciones, **consideramos importante ocuparnos de la evolución de las exportaciones argentinas y el saldo del balance de pagos en cuenta corriente**. No sólo porque los inversores y las calificadoras de riesgo les prestan atención a la hora de tomar decisiones de inversión sino porque la evolución de las exportaciones será una de las señales (no la única pero sí una importante) que muestren el grado de productividad y competitividad de las empresas argentinas.

El análisis del déficit en cuenta corriente generalmente es enfocado desde dos posturas. Por un lado están quienes creen que **el déficit externo es la contrapartida de capitales que ingresan alentados en la confianza en el futuro del país**, iniciando un círculo virtuoso de crecimiento. Desde una visión opuesta, la otra postura es considerar que **un déficit en la cuenta corriente es un síntoma de problemas de competitividad que impide generar mayores exportaciones y que alienta las importaciones**.

Apartándonos de ambas perspectivas y a fin de dar elementos (superadores del anterior debate que consideramos insuficiente) para analizar más objetivamente un desequilibrio externo en un sistema de convertibilidad, elaboramos una propuesta metodológica de índole general que abarca cinco bloques: cuentas nacionales, balance de capitales y de pagos, comercio exterior, situación fiscal y sector bancario.

**a. Cuentas nacionales:** consideramos distinta la gravedad de un déficit en cuenta corriente si coexiste con crecimiento económico que con recesión. En un contexto de **alto crecimiento económico**, suele ocurrir que el ahorro externo

sea necesario para complementar al ahorro interno para financiar los aumentos de la inversión que abren las nuevas oportunidades de negocios. **Muy diferente sería la situación de coexistir un déficit de cuenta corriente con recesión económica**, por ejemplo donde las importaciones no crecen pero las exportaciones muestran una tendencia declinante. Muchos años de la década del 80 fueron ejemplos de estos déficits de cuenta corriente, mientras que los de la década del 90 tuvieron más correlación con el crecimiento.

Adicionalmente, las cuentas nacionales asemejan al déficit externo como la diferencia entre la inversión y el ahorro. Consideramos distinto un exceso de inversión, donde tanto inversión como ahorro estén creciendo aunque el primero a tasas superiores al segundo que una situación de insuficiencia de ahorro, donde ambas variables están estancadas o declinantes. Mucho más preocupante debe ser considerado un déficit de cuenta corriente cuando el origen es un aumento de la inversión que cuando es una disminución del ahorro.

**b. Balance de capitales y de pagos:** un déficit de cuenta corriente debe ser más preocupante cuando está **financiado con pérdida de reservas del Banco Central** que cuando coexiste con aumento de las mismas, lo cual está significando que el ingreso de capitales más que compensa el déficit de cuenta corriente. Mientras los déficits de cuenta corriente de muchos años de la década del 80 coexistieron con períodos de caídas de reservas o con financiamiento involuntario de capitales (tipo atrasos en los servicios de la deuda pública o privada), **a lo largo de la década del 90 los déficits de cuenta corriente coexistieron con aumentos de las reservas y superávits en la cuenta capitales.**

Dentro de la cuenta capitales, consideramos más genuino un ingreso de capitales cuyo destino es el sector privado para financiar un aumento de la inversión que aquel cuyo destino es el sector público para financiar un déficit fiscal. Menos preocupante es cuando el sector público ingresa fondos del exterior para amortizar deuda pública.

En ambos casos, público y privado, suele ser mucho más genuino un ingreso de capitales a plazos largos y a tasas de interés relativamente bajas que cuando los fondos tienen vencimientos relativamente cortos en materia de plazos o cuando ingresan atraídos por tasas de interés exageradamente altas.

Finalmente, consideramos más sustentable una situación donde una participación elevada del ingreso de capitales tiene que ver con inversión directa

y financiamiento de importaciones de bienes de capital que aquellos procesos donde la mayoría de los ingresos tienen que ver con endeudamiento financiero.

**c. Comercio exterior:** un déficit de cuenta corriente, aunque no necesariamente, suele estar combinado con déficits en el balance comercial en donde las importaciones pueden estar creciendo a tasas superiores a las de las exportaciones. En este caso, también creemos que hace falta hacer algunas diferencias. **Mucho menos problemático es un déficit externo cuanto tanto las exportaciones y las importaciones crecen vigorosamente** (aunque las segundas lo hagan más rápidamente que las primeras) y preferentemente a tasas superiores a las del PBI que cuando un déficit coexiste con languidecimiento de las variables de comercio exterior, aunque las exportaciones “languidezcan” a menor ritmo que las importaciones.

Esta condición es prácticamente el dual del ahorro e inversión. **En Argentina, luce razonable proponer que inversión e importaciones por un lado y exportaciones y ahorro interno por el otro están íntimamente ligadas hasta el punto de poder ser consideradas como dos caras de una misma moneda.** Mientras que es muy difícil pensar en aumentos de la inversión que no corran *pari passu* con aumentos de las importaciones, de la misma manera fomentos del ahorro y fomento de las exportaciones pueden ser parte de un mismo proceso económico. En el análisis empírico, hay que prestar mucha atención con no confundir procesos (por ejemplo, creer que está cayendo el ahorro cuando en realidad están cayendo las exportaciones, etc.).

**d. Situación fiscal:** al analizar el ingreso de capitales, sostuvimos la menor conveniencia de que un ingreso de capitales sea consecuencia de la necesidad de financiar un déficit fiscal. Es cierto que una situación de déficit de cuenta corriente que coexiste con déficit fiscal es más vulnerable que una donde las cuentas públicas están equilibradas. En este punto proponemos dar un paso más, sin abandonar este postulado pero insistiendo en la necesidad de **profundizar en los orígenes del déficit fiscal.** Consideramos más problemático un déficit fiscal originado en un aumento del gasto público, como porcentaje del PBI, o de la evasión impositiva que cuando el origen son reformas tributarias que, aun fiscalmente no neutras, caminan en el sentido de disminuir las ineficiencias en la asignación de recursos. El caso extremo de estas reformas es la previsional (volvemos en el capítulo siguiente) donde la creación de un sistema previsional de capitalización da lugar a un déficit fiscal (desahorro

público) automáticamente compensado con un aumento del ahorro privado y sin aumento del gasto agregado.

**e. Sistema bancario:** un déficit de cuenta corriente es más vulnerable cuando coexiste con un sistema bancario débil, con problemas de solvencia e insuficientemente líquido que cuando los indicadores son aceptables. En el caso argentino propiamente dicho, es aconsejable que el crecimiento de los préstamos sea inferior al de los depósitos en la medida que esto sea contrapartida de mayores niveles de liquidez dentro de los activos bancarios.

En síntesis, creemos que más allá del análisis de los números, un **déficit de cuenta corriente que coexiste con crecimiento económico, aumento de la inversión, ingreso de capitales y aumento de las reservas, financiamiento a largo plazo y bajas tasas de interés y alta proporción de inversión directa, con crecimiento del comercio exterior, equilibrio fiscal y sistema bancario sólido es menos vulnerable que cuando coexiste con las situaciones en contrario.**

#### **ii. Déficits gemelos**

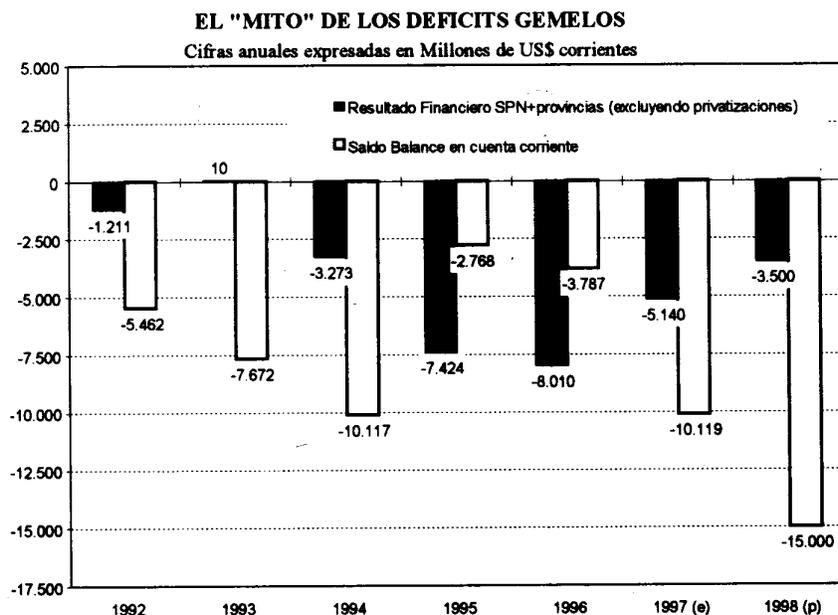
Un **diagnóstico** que suele presentarse desde visiones ortodoxas es la de los **déficits gemelos**, esto es la correlación entre el déficit fiscal y el déficit en cuenta corriente. Simplificadamente, si la identidad macroeconómica establece que el exceso de exportaciones sobre importaciones es igual al exceso del ahorro sobre la inversión, parte de un posible exceso de gasto interno puede ser generado por un déficit fiscal. Esta visión ganó momentum hacia mediados de 1996 - principios de 1997 cuando "casualmente" el déficit fiscal de la Nación se ubicaba en el rango de los \$ 6 mil M y el déficit de cuenta corriente caminaba para ubicarse alrededor de los US\$ 8 mil M.

En primer lugar, debemos hacer algunas aclaraciones obvias. El **déficit fiscal relevante no es sólo aquel que incluye a los gobiernos nacionales y provinciales sino que adicionalmente debe estar financiado externamente.** Un déficit fiscal que es financiado internamente, en términos generales, no produce un aumento del gasto interno agregado sino que a través del crowding out puede llegar hasta dejar inalterado el gasto total.

Con estas aclaraciones se puede ver que **la noción de déficits gemelos que pretende responsabilizar al déficit fiscal como causante del déficit comercial tiene poco que ver con la realidad.** Mientras que 1995 mostró aumentos del déficit fiscal con reducción del déficit de cuenta corriente,

contrariamente en 1997 coincidieron una fuerte reducción del déficit fiscal consolidado, una mayor proporción del déficit financiado internamente a través de instrumentos de deuda "locales" y un aumento del déficit de cuenta corriente. Seguramente ocurrirá otro tanto en 1998.

Gráfico N° 3



Fuente : CEAL en base a ME y OSP.

Sin llevar el argumento a ningún extremo, podría argumentarse que la reducción y convergencia del déficit fiscal a valores más razonables puede haber sido uno de los factores que reestablecieron la confianza en los mercados de capitales, aumentaron los flujos de fondos al país y consecuentemente generaron (o al menos financiaron) el mayor déficit de la cuenta corriente que tuvo su origen fundamentalmente en el aumento de las inversiones del sector privado.

Finalmente, el argumento más importante a los efectos de "poner en su justo lugar" al argumento de los déficits gemelos tiene que ver con el origen del déficit fiscal. En 1997, el déficit fiscal de la Nación ascendió a \$ 4.260 M. **No casualmente, este número de "desahorro público" coincide con el mayor ahorro privado intermediado por las AFJP y que son viejos aportes personales jubilatorios que hasta 1994 ingresaban al Estado y que ahora son ahorrados institucionalmente. Llamar déficit fiscal a una situación básicamente generada por una reforma previsional que crea un régimen privado de capitalización tiene inconvenientes desde por lo menos dos puntos de vista.**

En un sentido intertemporal, porque no es claro que el valor presente del déficit financiero que se verifica inicialmente en el sistema estatal previsional sea necesariamente mayor al valor presente del superávit financiero que deberá registrarse en el futuro cuando el grueso de los beneficiarios previsionales reciba ingresos provenientes de sus ahorros individuales y no de erogaciones del Estado. En un sentido, el intercambio de deuda pública entre colocar más deuda inicialmente a causa del cambio de sistema y por el contrario "cancelar" deuda pública futura originada en los menores compromisos previsionales asumidos para el futuro puede tener, dependiendo de ciertas variables, un impacto positivo o negativo para las finanzas públicas pero no necesariamente es déficit.

Pero aun con una visión cortoplacista, no debe olvidarse que **un déficit fiscal originado en el desvío de fondos desde el Estado hacia las AFJP no genera un aumento del gasto interno ni tampoco un deterioro del déficit de cuenta corriente porque implica la existencia de un desahorro público automáticamente compensado con mayor ahorro privado compulsivo por ley.**

Reconocer, como es obvio, que la política fiscal y su financiamiento pueden producir impactos sobre el saldo de la cuenta corriente del balance de pagos no debe llevar, al menos en el caso argentino reciente, a relacionar de manera lineal a ambos resultados y hablar de déficits gemelos.

### **iii. Recomendaciones ortodoxas y heterodoxas**

Desde una visión ortodoxa, las recomendaciones para reducir o al menos mantener bajo control el déficit de cuenta corriente pasan por instrumentos de índole fiscal y/o monetario. Fiscalmente, se recomiendan medidas contractivas del tipo reducir el gasto público y/o aumentar los

impuestos de manera de reducir el ingreso disponible del sector privado, consecuentemente el gasto interno y el déficit comercial. Esto merece dos comentarios. El primero es que **la necesidad de tomar medidas contractivas es necesario en la medida en que se considere que la economía está "recalentada"**, o sea con una tasa de crecimiento por encima del crecimiento del producto potencial.

Las variaciones coyunturales que presentan indicadores aislados deben ser tomadas con prudencia por el decisor de política económica, quien debe apuntar a basar su accionar sobre la tendencia de un conjunto amplio de indicadores, y no sobre datos puntuales de uno o dos meses.

En segundo lugar, debemos analizar la **efectividad** que tiene el control de la demanda interna como mecanismo de regulación del sector externo. Sin desconocer la importancia de todo intento por mantener resultados fiscales y monetarios conservadores y acordes con la solvencia del Estado y la estabilidad financiera, creemos que la efectividad de las políticas fiscal y monetarias como instrumento de control del saldo de cuenta corriente es muy limitado, salvo que las dosis aplicadas sean muy grandes.

Con un déficit de cuenta corriente estimado en US\$ 15 mil M para 1998, la posibilidad de reducirlo de manera significativa a través del control o reducción del gasto público es prácticamente nula. De manera directa, porque prácticamente nada del gasto público son importaciones o pagos de servicios reales. El único componente importante "externo" en el gasto público son los servicios de la deuda pública en poder de no residentes pero a nadie en su sano juicio se le podría ocurrir un recorte unilateral de los servicios de la deuda pública externa para reducir el déficit de cuenta corriente, aun cuando sería claramente el más efectivo porque generaría una desconfianza tal que expulsaría capitales y daría vuelta casi inmediatamente el saldo de la cuenta corriente.

De manera indirecta, reducciones del gasto por ejemplo en salarios que han demostrado ser política y jurídicamente muy difíciles de implementar tendrían impactos sólo graduales y moderados en la medida que las mismas redujeran el gasto interno en mayor proporción en bienes no comerciables que en comerciables. Esta conclusión se deriva adicionalmente del hecho de que tanto la participación del Estado como del comercio exterior en el PBI es reducida.

Algo similar ocurre con la política tributaria. Un aumento de impuestos sólo estaría llamado a producir un impacto relevante en la cuenta corriente en la medida en que sean impuestos específicos a productos con alta participación en el total de importaciones. Por ejemplo, un aumento a los aranceles de bienes de capital o a los automotores, en la medida que reduzca la demanda por ambos bienes podría producir caídas relevantes del déficit comercial. Por el contrario, no creemos que progresos o medidas graduales en la administración tributaria global (por ejemplo, avances contra la evasión en IVA o en ganancias) puedan generar reducciones del gasto interno relevantes de manera de reducir las importaciones, teniendo en cuenta que una parte importante del gasto de las familias se realiza en bienes no comercializables con el exterior.

El otro instrumento ortodoxo de control de la demanda interna sería un aumento de los requisitos obligatorios de liquidez que los bancos deben invertir fuera del sistema bancario (en el Banco Central o en el exterior). La idea es que para un dado ingreso de capitales y de los depósitos bancarios, el aumento de los requisitos mínimos reduce la capacidad prestable bancaria, la demanda agregada y las importaciones. Sin embargo, **la experiencia de 1997 y 1998 es desalentadora al respecto**. Entre febrero de 1997 y febrero de 1998, el Banco Central subió los requisitos de liquidez en tres puntos porcentuales (del 17 al 20%) a razón de un punto por semestre con un cronograma anunciado con mucha anticipación. Los números muestran que contrariamente a la visión estática, los requisitos de liquidez fueron financiados por las entidades con mayor ingreso de fondos, sin reducir la capacidad prestable y sin ningún impacto siquiera transitoria sobre las tasas de interés.

**Luce que solamente aumentos significativos de los requisitos de liquidez y aplicados de manera sorpresiva, digamos del orden de los cinco puntos podría producir un impacto relevante en la demanda interna, vía menor nivel de actividad**. Sin embargo, en la medida que el aumento de la tasa de interés producido no por un aumento de la incertidumbre sino por decisiones monetarias del Banco Central produjera un aumento del ingreso de capitales, el impacto tendería a ser transitorio y se anularía en el tiempo. El mayor ingreso de capitales podría producirse tanto vía aumento de la tasa de interés pasiva y mayores ingresos de fondos para ser colocados a plazo fijo, por aumento de la tasa de interés activa y mayores ingresos para financiarse a tasas de interés

menores o por aumentos de las tasas de interés del call y mayores ingresos por partes de bancos para cumplir con los requisitos de liquidez sin convalidar el aumento de la tasa de interés de mercado.

Desde un punto de vista heterodoxo, las propuestas varían desde medidas "dentro de la convertibilidad" como otorgar incentivos tributarios (reembolsos, rebajas de impuestos) a las exportaciones hasta lisa y llanamente proponer la salida de la convertibilidad y el aumento del tipo de cambio.

En este campo, también llegamos a conclusiones pesimistas sobre la efectividad potencial de estos instrumentos. Supongamos por ejemplo que se pudiera eliminar los aportes patronales a los sectores exportadores competidores de importaciones y que el costo fiscal de esta medida (del orden de los \$ 1.500 M por año) pueda ser completamente compensada con otras medidas fiscales. Esta "heroica" medida reduciría los costos laborales en no más del 10% y los costos totales (directos e indirectos) en no más del 5%. No creemos que esta mejora de competitividad sea capaz de aumentar las exportaciones industriales en más del 5%, lo cual significaría tan sólo u\$s 300 o 400 M de mayores exportaciones por año. ¿Qué cambiaría con la cuenta corriente? O, sea luce que esta extraordinaria medida, no fácil de instrumentar y que de serlo mejoraría la competitividad de largo plazo de la economía, apenas implicaría un aumento marginal del total de las exportaciones.

A similares conclusiones llegaríamos de cuantificar el impacto de supuestas medidas como el financiamiento a partir del BICE, de cambios de política comercial (subas moderadas de aranceles, antidumping, etc.).

Lo mismo regiría si supusiéramos que la Argentina pudiese recuperar el instrumento cambiario y pasar a un régimen de mayor flexibilidad. Países como Chile y México que permiten una flexibilidad limitada del tipo de cambio y donde los tipos de cambio han subido en los últimos meses (a costa de mayores tasas de interés) se enfrentan con los mismos "problemas" de la cuenta corriente que Argentina. La flexibilidad cambiaria podría ayudar en algunos casos pero claramente está bien lejos de ser "el" instrumento que permite evitar la supuesta vulnerabilidad del sector externo.

Incluso en los casos de las violentas devaluaciones asiáticas de 1997 y 98, los ajustes del sector externo parecen ser mucho más la contracara de la fuga de capitales que del cambio de precios relativos. Ello se ve en el hecho de que la gran parte del cambio de signo del balance comercial se está dando en

esos países por caídas de importaciones que por aumentos de exportaciones.

**Los argumentos presentados en esta sección bajo ninguna manera deben ser leídos como una justificación ni mucho menos una proposición de ausencia de reformas económicas.** Por el contrario, siguen siendo bienvenidas todas aquellas reformas estructurales que promuevan lo que podríamos llamar los **cinco preceptos del crecimiento y el desarrollo**: estabilidad monetaria, mercados libres y competitivos, propiedad privada, estabilidad de las reglas de juego y tasas impositivas bajas consistentes con el equilibrio fiscal.

Sin embargo, esta sección propone e intenta demostrar que los posibles impactos de varios tipos de reformas económicas estructurales y/o de fine tunnings de política económica de corto plazo (tanto desde un punto de vista ortodoxo como heterodoxo), pueden ser, en algunos casos, muy útiles y hasta indispensables para **fortalecer y robustecer una determinada situación económica**. Pero que dado una realidad de ingreso de capitales y crecimiento económico, **la efectividad concreta y cuantitativa de la mayoría de las mismas para revertir, eliminar, controlar y hasta morigerar el déficit de cuenta corriente es en algunos casos nula y en otras muy limitada.**

#### **iv. Controles al ingreso de capitales**

Una cuenta de capitales abierta ofrece importantes beneficios para una economías. Permite que inversores extranjeros aprovechen las elevadas tasas de retorno al capital, aumenta la eficiencia en la provisión de servicios financieros y facilita la diversificación de la cartera de activos de los residentes. Sin embargo, **estos beneficios son a veces oscurecidos por las restricciones y costos que produce una supuesta volatilidad de los capitales de corto plazo.**

Por esto, otra de las recomendaciones que usualmente se presentan para corregir o administrar situaciones de déficits de cuenta corriente es el **control** del ingreso de capitales de corto plazo. Chile es presentado como el ejemplo a seguir, aun cuando muchas veces no sea completamente entendida la política de dicho país en este punto en particular. Repasando los instrumentos concretos que la política económica chilena utiliza al respecto, concluiremos que **las diferencias con el programa de convertibilidad argentino son menores que los que normalmente se creen.**

El Banco Central de Chile ejerce un control sobre el ingreso de capitales a través de **cinco** instrumentos principales: liberalización de las inversiones chilenas en el exterior, intervención en el mercado de cambios en un

marco de política cambiaria intermedia, un encaje (impuesto) que encarece el ingreso de fondos, sobretodo de corto plazo, una política monetaria de esterilización de los incrementos de reservas y controles directos.

En el primer caso, la liberalización de las inversiones chilenas en el exterior, es un instrumento que Argentina ya tiene, donde se ha ido al extremo de que **salvo para las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones, no hay ningún tipo de restricción a la salida de capitales.**

El segundo instrumento también Argentina lo tiene en mayor grado pues mientras el Banco Central de Chile interviene para evitar una excesiva apreciación nominal de la moneda comprando divisas a través de una política cambiaria que permite una revaluación nominal del peso, **en Argentina la intervención es automática al tipo de cambio uno a uno.** Salvo que alguien estuviere postulando que Argentina debería dejar que el tipo de cambio caiga por debajo de uno cuando hay un excesivo ingreso de capitales, en este punto podemos decir que **Argentina ha ido tanto o más lejos que Chile.**

En el tercer instrumento se perciben a priori algunas **diferencias.** En Chile, quienes ingresen fondos al país a un plazo inferior a un año, deben hacerlo a través del sistema bancario quien debe guardar inmovilizado un **encaje no remunerado del 30%.** En palabras de las autoridades chilenas, el objetivo de este encaje no remunerado es igualar el costo del endeudamiento externo al interno, dado que por razones de control macroeconómico y monetario, la tasa de interés interna debió persistentemente ser ubicada por encima de la internacional. **El objetivo del encaje es por lo tanto igualar ambos costos.**

En Argentina, la política macroeconómica funciona diferente. En primer lugar, el nivel de la tasa de interés **no es una variable que las autoridades monetarias tengan interés en fijar o influir:** es el mercado libre el que determina la tasa de interés que equilibra tanto el mercado monetario como el de fondos prestables. Por lo tanto, mal podría pensar en establecerse un impuesto, bajo la figura de un encaje, que reestablezca el equilibrio entre la tasa de interés local y la externa.

El Banco Central sí establece encajes o requisitos mínimos de liquidez pero a diferencia de Chile, son iguales para los depósitos y otros pasivos bancarios en pesos y en dólares y solamente se discrimina en función del plazo. Al igual que Chile, **Argentina desincentiva a los bancos a captar pasivos de**

**corto plazo. El objetivo declarado de la política de altos requisitos de liquidez es de carácter prudencial y regulatorio de la actividad bancaria y no regular el ingreso de capitales (por esto, para eliminar el efecto distorsivo impositivo del encaje, su reemplazo por requisitos mínimos de liquidez desde 1996 implica que las entidades bancarias obtienen un interés por estos activos). Sin embargo, luce que el impacto efectivo de ambos tipos de políticas (en Argentina y en Chile) no es tan diferente como se suele proponer.**

El cuarto instrumento de control en Chile es la esterilización mediante la colocación de deuda interna de eventuales impactos monetarios expansivos de la compra de divisas. Este instrumento es utilizado para evitar efectos inflacionarios de una política monetaria demasiado expansivo en momentos de "excesivos" ingresos de capitales. Este objetivo ganó mayor importancia en Chile dado que la tasa de inflación se ubicó durante varios años muy por encima de la internacional. Las ventajas de esta política en materia de control de la inflación y del tipo de cambio real deben ser comparadas con los costos fiscales que la política de acumulación de reservas y esterilización mediante deuda interna produce y que en Chile supera un punto del PBI.

En Argentina, la política monetaria fue totalmente endógena y nunca el Banco Central realizó operaciones de esterilización salvo mediante la variación de los niveles de encajes, sabiendo que el Banco Central los altera más por cuestiones prudenciales que de control. Puede discutirse si entre 1991 y 1994, cuando la tasa de inflación era superior a la internacional, este instrumento debió o no haber sido utilizado. Pero es claro que desde que la tasa de inflación es inferior a la internacional (ya van cuatro años), el uso de instrumentos de esterilización como mecanismo de control de la inflación y el tipo de cambio real no tiene demasiado sentido.

Finalmente, Chile utiliza controles directos al ingreso de capitales poniendo condiciones mínimas que las empresas locales deben cumplir (calificación de riesgo, etc.) para poder levantar fondos en los mercados internacionales (deuda o venta de acciones y ADR). En Argentina, este tipo de restricciones no existe. Siendo esta si una de las diferencias más concretas entre ambas estrategias, no queda claro que en el nuevo contexto de globalización e internacionalización financiera pudiera ser conveniente y aplicada con éxito.

Esta sección intentó demostrar que las distintas utilidades de instrumentos entre Chile y Argentina tienen impactos menos relevantes que

los que a veces se pretende que existen. Terminamos esta sección haciendo nuestras las palabras de un ex Presidente del Banco Central de Chile en cuanto a su aplicación para la Argentina:

“Sería un error pensar que la economía chilena ha salido casi intacta del reciente episodio de turbulencias financieras sólo por los desincentivos a las entradas de capitales. Las principales fortalezas se encuentran en factores más estructurales, como el alto nivel de ahorro interno y la coherencia en el diseño y ejecución de las políticas fiscal, monetaria, cambiaria y de reservas internacionales. Los encajes y las restricciones a la entrada de capitales que permanecen son importantes en la medida que facilitan dicha coherencia. Ellos son una pieza más de un engranaje internamente coherente”<sup>2</sup>.

### 3. Escenarios futuros posibles para la argentina

Los números de 1998 ya están prácticamente jugados. Salvo imponderables, el PBI crecería alrededor del 6% y las exportaciones (en valores nominales) lo harán al 5%, aunque en volúmenes, a precios constantes, crecerán por encima del PBI. Sin embargo, las importaciones volverán a crecer a una tasa de dos dígitos, al mismo ritmo que la tasa de inversión, de manera que el déficit comercial (computando exportaciones a valor FOB e importaciones a valor CIF) se ubicará en alrededor de US\$ 7 mil M. El déficit de cuenta corriente superaría el 4% del PBI, el valor más alto de la historia argentina. Dado que muy probablemente en 1998 la tasa de desempleo y el déficit fiscal vuelvan a reducirse respecto a los valores del año anterior, claramente el tema del sector externo, el déficit de cuenta corriente y la competitividad de la economía quedarán como los grandes temas del último año del programa de convertibilidad de la gestión Menem.

A priori, podemos pensar en cuatro tipo de escenarios base: el primero sería una convergencia con salida exportadora a la chilena, el segundo sería un “languidecimiento” del déficit externo a la americana, el tercero sería una recesión a la Argentina 1995 y el cuarto sería una explosión a la Tailandia-Indonesia. En esta sección, intentamos explorar bajo qué

---

<sup>2</sup> Ver Zahler, R., op. cit.

condiciones podrían darse cada uno de los escenarios propuestos. Presentamos resultados y ejemplos numéricos concretos a los efectos de darle mayor productividad a los escenarios.

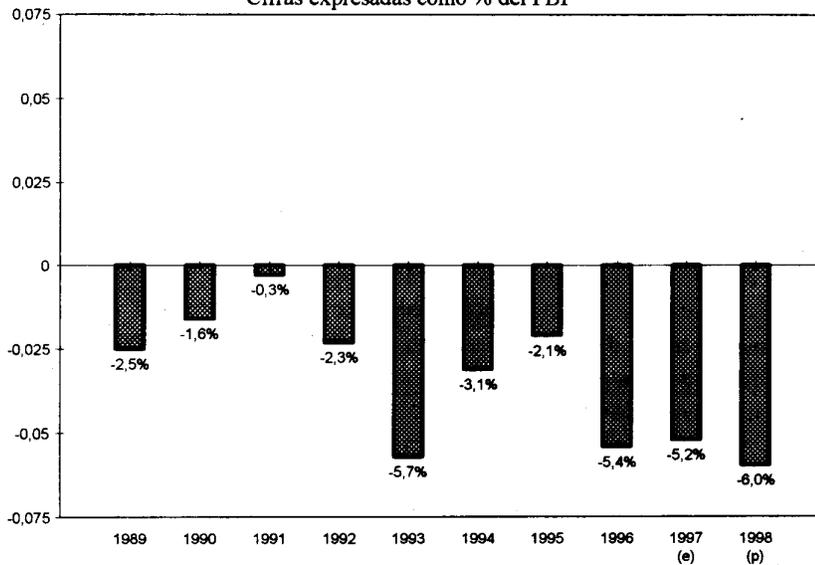
#### Escenario 1: salida exportadora a la chilena

En la última década la economía chilena tuvo un déficit de cuenta corriente promedio del 3,1% del PBI<sup>3</sup>. Esta variable osciló fuertemente, entre el -0,3% del PBI (1991) y el -5,7% (en 1993). Las estimaciones para 1998 apuntan a un déficit de cuenta corriente del orden del 6%, lo que significaría el tercer año consecutivo con este coeficiente por arriba del valor que está tomando en Argentina 1998.

Gráfico N° 4

#### DEFICIT EN CUENTA CORRIENTE DE CHILE

Cifras expresadas como % del PBI



<sup>3</sup> De acuerdo a la reciente revisión de la serie publicada por el Banco Central de Chile.

La característica principal fue que dichas oscilaciones se produjeron en un contexto de **permanente crecimiento económico y tendencia a la revaluación de la moneda**. La tasa de crecimiento promedio ascendió al 6%, hubo poca volatilidad del crecimiento (la mínima tasa fue 3,7% en 1990), la revaluación del peso acumuló 25% entre 1990 y 1997 y fue un hecho permanente hasta la crisis de los países asiáticos de octubre de 1997. O sea, **Chile ha sido capaz de mostrar que puede, en el largo plazo, mantener estable un déficit de cuenta corriente en torno al 3/4% del PBI sin necesidad de caer en recesión ni de devaluar la moneda**.

La clave de esta capacidad fueron los saltos “espasmódicos” de las **exportaciones**. En la última década, las exportaciones crecieron a un ritmo promedio anual del 9,6% aunque no de manera uniforme ni continua sino mediante saltos puntuales que al año siguiente se consolidaban. Nótese que el boom exportador chileno no estuvo exento de años de caídas de las exportaciones (1993 y 1996). Es cierto que los peores años exportadores chilenos y de mayor déficit de cuenta corriente estuvieron asociados con bajos y coyunturales precios del cobre (cuando se intenta calcular el déficit de cuenta corriente de Chile “como si” el precio del cobre hubiera sido constante al valor promedio del periodo, nunca Chile tuvo un déficit superior al 5,1% del PBI). Pero también es cierto que es más fácil explicar esto “ex post” que haberlo justificado “ex durante”.

Volviendo al caso argentino, **el valor que asumirían las importaciones de aquí a tres años, en el año 2001, bajo un supuesto de una tasa de crecimiento promedio del 5% y una tasa de inversión en torno al 30% del PBI, es del orden de US\$ 44/45 mil M, o sea que de ninguna manera esperamos que la convergencia del déficit de cuenta corriente se produzca a partir de un estancamiento de las importaciones**.

De esta manera, para que el déficit de cuenta corriente pueda ubicarse en aproximadamente 3% del PBI (el promedio de la década en Chile), teniendo en cuenta que probablemente la cuenta de servicios reales y financieros continúe siendo deficitaria en aproximadamente US\$ 9/10 mil M por año, las exportaciones en ese año deberían ascender **como mínimo a US\$ 41/41 mil M**. Este escenario implicaría una caída nominal del déficit en cuenta corriente respecto al estimado para 1998.

En Melconian<sup>4</sup> (1997) se presentó un trabajo que estimó una demanda y una oferta potencial de productos argentinos de exportación. Se analizaron los principales complejos exportadores argentinos, los proyectos de inversión en marcha y previstos para el futuro. Bajo ciertos supuestos razonables, se llega a la conclusión de que un buen escenario para las exportaciones argentinas en el 2000/2001 sería entre US\$ 35 y 37 mil M, de manera que muy difícilmente pueda pensarse que para ese año las exportaciones argentinas se ubiquen por encima de los US\$ 40 mil M requeridos para la citada convergencia externa. Otra manera de concluir lo mismo, aunque de muy difícil ocurrencia, es proyectar una tasa de ahorro interno trepando al 27%, de modo que la brecha externa se reduzca al citado 3% del PBI.

Nuestra conclusión es que **la probabilidad de que Argentina muestre en los próximos tres años un escenario óptimo de convergencia del déficit de cuenta corriente al 3% del PBI, en un contexto de crecimiento económico alto y estabilidad cambiaria, es baja.** Esto no quita que de perseverarse en el fortalecimiento y búsqueda de competitividad de la economía, esta convergencia pueda obtenerse con posterioridad al 2001 cuando probablemente el crecimiento de las importaciones y de la tasa de inversión sea mucho más similar al crecimiento del PBI de lo que fue en los años recientes. "Bastará" en esos años con procurar que las exportaciones crezcan a una tasa superior al del PBI para que la convergencia pueda ser posible.

#### **Escenario 2: Persistencia no explosiva a la Estados Unidos**

El segundo ejemplo es la experiencia de los Estados Unidos desde mediados de la década del 80. Con posterioridad al "superdólar" de mediados de la década pasada, el déficit comercial y de cuenta corriente se acercó a los US\$ 160 mil M anuales, lo que significaba más del 3% del PBI y más del 60% de las exportaciones de esos años.

---

<sup>4</sup> Op. cit.

## Cuadro N° 3

## LA EXPERIENCIA DE LOS EE.UU.

	EXPO	IMPO	TB	CC	TB/EXPO	TB/PBI	CC/PBI	Crecimiento
	Miles de Millones de US\$					como % del PBI		PBI
1980	224,3	249,8	-25,5	2,3	-11,4%	-0,9	0,1	-0,3
1981	237,0	265,1	-28,1	5,0	-11,9%	-0,9	0,2	2,5
1982	211,2	247,6	-36,4	-11,4	-17,2%	-1,1	-0,4	-2,1
1983	201,8	268,9	-67,1	-44,0	-33,3%	-1,9	-1,3	4,0
1984	219,9	332,4	-112,5	-99,0	-51,2%	-2,9	-2,5	6,8
1985	215,9	338,1	-122,2	-124,2	-56,6%	-2,9	-3,0	3,7
1986	223,3	368,4	-145,1	-150,9	-65,0%	-3,3	-3,4	3,0
1987	250,2	409,8	-159,6	-166,3	-63,8%	-3,4	-3,5	2,9
1988	320,2	447,2	-127,0	-127,1	-39,7%	-2,5	-2,5	3,8
1989	362,1	477,4	-115,3	-103,8	-31,8%	-2,1	-1,9	3,4
1990	389,3	498,3	-109,0	-92,7	-28,0%	-1,9	-1,6	1,3
1991	416,9	491,0	-74,1	-7,4	-17,8%	-1,3	-0,1	-1,0
1992	440,4	536,5	-96,1	-61,5	-21,8%	-1,5	-1,0	2,7
1993	456,8	589,4	-132,6	-99,9	-29,0%	-2,0	-1,5	2,2
1994	502,5	668,6	-166,1	-134,0	-33,1%	-2,4	-1,9	3,5
1995	795,0	896,0	-101,0	-129,0	-12,7%	-1,4	-1,8	2,0
1996	849,0	960,0	-111,0	-148,0	-13,1%	-1,5	-1,9	2,8
1997 (e)	875,0	1047,0	-172,0	-164,0	-19,7%	-2,1	-2,0	3,8
1998 (p)	860,0	1020,0	-160,0	-192,0	-18,6%	-1,9	-2,3	2,7

Fuente : CEAL.

Fuertes debates surgieron en ese entonces en los Estados Unidos. Fuertes voces de alerta que pronosticaban alguna recesión, debilitamiento del dólar, vuelta de la inflación y hasta la pérdida del dólar como moneda internacional eran comunes en esa época. La misma Reserva Federal de Nueva York<sup>5</sup> se encontraba entre los máximos críticos.

La realidad de la década del 90 muestra 4 años consecutivos alrededor de los US\$ 130/160 mil M por año, caminando por el impacto de la crisis asiática a un mínimo de US\$ 180 mil M en 1998. La moneda estadounidense sigue firme, la inflación está en los mínimos históricos, la economía está en pleno empleo y los avances de productividad son impresionantes. El déficit fiscal se convirtió en equilibrio fiscal antes de lo esperado, borrando dicho

<sup>5</sup> Op. cit.

sea de paso los argumentos tan comunes en aquella época de la existencia de déficits gemelos y de que el alto déficit fiscal generaba vía altas tasas de interés un ingreso de capitales que financiaba ambos desequilibrios.

**La experiencia americana muestra la importancia del crecimiento económico (del PBI y de las exportaciones) como instrumento fundamental para fortalecer y posibilitar el financiamiento de un déficit de cuenta corriente que no desaparece ni explota, que se mantiene elevado en términos nominales pero sin que ello implique una espiralización de los principales ratios económicos..**

Siguiendo los razonamientos anteriores aplicados a la Argentina, el valor de las exportaciones que sería consistente con un escenario de crecimiento económico, donde el déficit de cuenta corriente se mantiene en valores nominales (digamos entre US\$ 16 y 18 mil M por año) pero va cayendo levemente como porcentaje de las exportaciones y del PBI es de aproximadamente US\$ 37 mil M en el 2001.

Creemos que bajo ciertos supuestos simples (precios de exportación en valores promedios y crecimiento económico en Brasil como variables internacionales, rebajas de impuestos y aumento de productividad a ritmos “razonables” como variables locales), este es el escenario que mayor probabilidad tiene para el futuro argentino.

Es un escenario donde el síndrome del déficit externo permanece y sigue vigente aunque tiende a “languidecer” en cuanto a su importancia al disminuir la probabilidad de espiralización y al mostrarse vía crecimiento de las exportaciones que la economía es competitiva.

Es un escenario donde aplicar el análisis de sustentabilidad de un déficit de cuenta corriente que propusimos en la sección 2.1 continúa siendo relevante. Dicho sea de paso, también eliminaría el argumento de los déficits gemelos pues es probable que para ese año Argentina haya podido reequilibrar las cuentas fiscales. Finalmente debemos decir que es un escenario donde tanto la tasa de inversión como la de ahorro crecen respecto a los valores actuales pero donde la actual brecha de exceso de inversión continúa rigiendo.

**Escenario 3: Recesión “correctiva” (aunque no tan fuerte como Argentina 1995)**

Creemos que la recesión argentina de 1995 estuvo ligada mucho más a la percepción de un sistema financiero vulnerable que a un alto déficit

**de cuenta corriente.** La experiencia vivida con posterioridad a la crisis asiática de octubre de 1997, donde el déficit de cuenta corriente era tan alto como en 1994 pero el sistema bancario estaba mucho más robusto, confirma esta presunción.

Aun aceptando este pensamiento que tiende a refutar el argumento de que el alto déficit de cuenta corriente de 1994 fue lo que gatilló la recesión de 1995, **Argentina podría llegar a “necesitar” una recesión (o desaceleración económica) en algún o algunos años futuros (digamos cero de crecimiento económico) si es que por cualquier motivo (externo o interno) las proyecciones de exportaciones que hemos mencionado llegaran a estar erradas, ya sea en el monto o fecha.** Si por algún motivo, las exportaciones argentinas están “condenadas” a crecer a no más del 5% anual en el próximo trienio (sin superar los US\$ 32 mil M en el 2001), probablemente debamos dar paso a este nuevo escenario.

De ser así, es posible que en algún momento sea necesaria una recesión “purgadora”, para **impulsar el “instinto” exportador que los empresarios tienden a perder cuando el mercado interno está firme y adicionalmente para contener aunque más no sea temporariamente a las importaciones. Evitar la espiralización del déficit de cuenta corriente con una temporaria recesión de uno o dos años no es un drama teniendo en cuenta la extraordinaria performance de la década (más aún si se la compara con la década del 80) pero no es claramente un escenario deseable.** La Argentina se encontraría no sólo con menor crecimiento sino con un menor volumen de comercio y un menor déficit comercial en consonancia con un menor ritmo de ingreso de capitales y de crecimiento de la inversión.

**Escenario 4: Devaluación, fuga de capitales e implosión a la Tailandia – Indonesia**

**Este sería claramente el peor escenario:** salida desordenada de la convertibilidad, fuertes devaluaciones y aumentos del tipo de cambio real, fuga de capitales y caída del PBI. Este escenario revertiría el déficit de cuenta corriente aunque muy probablemente con mucho mayor peso por caída de las importaciones (y de la inversión como en la década del 80) que por aumento de las exportaciones.

A nuestro juicio, los **gatillos** de este escenario podrían ser dos (y no muchos más): un descontrol del gasto público corriente (y hasta de la inversión pública

si es en proyectos con muy bajas o nulas tasas de retorno) y del déficit fiscal financiado con endeudamiento de corto plazo y/o un excesivo y descontrolado crecimiento del sistema financiero, tomando pasivos de corto plazo, sin la obligación de mantener normas prudenciales de liquidez y solvencia apropiadas. Bajo esta propuesta (y en ausencia de shocks externos muy graves) luce que una política fiscal prudente (por ejemplo cumplir con el escenario de convergencia fiscal hacia cero de déficit en el 2001, descomprimiendo los vencimientos de deuda pública de corto plazo) y un Banco Central muy estricto en la supervisión del crecimiento bancario (sobre todo de deuda de corto plazo) son condiciones **necesarias y suficientes** para evitar una crisis a la Asia 1997. Por supuesto, que todos los intentos por mejorar la transparencia, profundizar la desregulación y desmonopolización de los mercados, la reducción del gasto público improductivo, la eficientización del gasto social y aumentar la seguridad jurídica son bienvenidas.

Pero sabiendo que determinados problemas requieren de determinados órdenes de prioridad.

**REFERENCIAS**

ANINAT, E. - LARRAÍN, C.: Flujos de capitales: lecciones a partir de la experiencia chilena, Revista de la CEPAL, Diciembre de 1996.

BANCO CENTRAL DE CHILE: Boletines mensuales, varios números.

Centro de Estudios de América Latina (CEAL), América Financiera, varios números.

FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK QUATERLY REVIEW: Economic Consequences of Continued U.S. External Deficits, Winter-Spring 1989.

MELCONIAN, C.: La sostenibilidad del dinamismo exportador argentino y la importancia del Mercosur, Noviembre de 1997.

MILESI-FERRETTI, G. M. - RAZIN, A.: Current-Account sustainability, Princeton Studies in International Finance, Nº 81, October 1996.

SACHS, JEFFREY: The current account and macroeconomic adjustment in the 1970s, Brooking Papers on Economic Activity, 1981.

ZAHLER, ROBERTO: La política macroeconómica de Chile en los años noventa: la visión del Banco Central, CEPAL, Diciembre de 1997.