

# Análisis de la Cuenta Corriente estructural argentina y sus determinantes

Agosto de 2022

# Índice

- Mensajes Principales
- Cuenta Corriente del Balance de Pagos: una mirada de largo plazo
- Análisis de los determinantes de la Cuenta Corriente estructural
- Tipo de cambio consistente con el resultado de Cuenta Corriente estructural
- Sostenibilidad de la deuda externa
- Conclusiones

# Mensajes principales



## Cuenta Corriente estructural

En el presente trabajo estimamos econométricamente el resultado de cuenta corriente estructural para Argentina. **Se concluye que la Cuenta Corriente argentina exhibe un déficit estructural de mediano plazo que oscilaría entre 2,1 y 2,8% del PIB.**



## Principales determinantes

**Los principales determinantes del resultado estructural son:** los flujos de deuda privada, el balance fiscal y los factores comerciales (términos de intercambio). **La inversión tiene un bajo impacto en la cuenta corriente estructural,** dado que los niveles de inversión domésticos son relativamente bajos.



## IED y endeudamiento

**La inversión extranjera directa (IED) ha sido usualmente insuficiente para financiar los déficits de la Cuenta Corriente,** lugar que fue ocupado por el endeudamiento (del sector público en primer lugar, pero también del sector privado) fundamentalmente durante la última década. La elevada emisión monetaria para financiar al Tesoro ante la imposibilidad de acceso a los mercados de deuda y escasez de reservas internacionales son determinantes de las presiones devaluatorias.



## Cepo cambiario

Se estima que **en los periodos de controles de capitales y restricciones cambiarias el resultado de cuenta corriente estructural es 1% del PIB más superavitario** (asumiendo lo demás constante). Esto se explica no sólo por los obstáculos para girar dividendos e importaciones, sino también porque desalienta el ingreso de capitales e inversiones externas, lo que limita las fuentes de financiamiento de potenciales déficits..

## Mensajes principales



### Tipo de cambio

El tipo de cambio real multilateral está hoy 20% más apreciado que su media histórica, pero cuando se lo corrige en función de los elevados términos de intercambio actuales, esa conclusión se relativiza, ya que el tipo de cambio corregido estaría 18% más devaluado que el nivel de su media de largo plazo.



### Cuenta corriente estructural y tipo de cambio

El resultado de cuenta corriente actual y proyectado para los próximos años es más superavitario que el resultado estructural estimado de mediano plazo. Por lo tanto, de acuerdo a esta métrica, la cuenta corriente no requiere de una depreciación del tipo de cambio para alinearse a sus valores estructurales.



### Brecha cambiaria

Sin embargo, la brecha superior al 100% entre el tipo de cambio oficial y las paridades alternativas que nacen por la existencia de controles cambiarios hoy es un reflejo de las presiones devaluatorias que hay en la economía. De este análisis se desprende que el origen de esas presiones no es fundamentalmente comercial, sino que sus causas se encuentran en el desequilibrio fiscal-monetario vigente y presiones desde el punto de vista financiero (por ejemplo, demanda de divisas de los agentes para ahorro).



### Elasticidad de la cuenta corriente

Estimamos la elasticidad de largo plazo de la cuenta corriente ante variaciones del tipo de cambio en base a una ecuación de cointegración. Un 1% de depreciación del tipo de cambio real se traduce en una mejora del resultado de cuenta corriente (medido en porcentaje del PIB) de 1,6%. Por ejemplo, en el caso de una depreciación del tipo de cambio real de 10%, esto incrementaría un superávit de cuenta corriente de 1% del PIB a 1,16% del PIB.

## Mensajes principales



### Flexibilización del cepo

En caso de flexibilizarse el cepo cambiario y la compra de divisas por parte del público, la demanda de dólares por formación de activos externos podría alcanzar un 4% del PIB (promedio desde 2007 para los años sin cepo).



### Tipo de cambio de equilibrio

Dado nuestro escenario macroeconómico base, el resultado de cuenta corriente estructural y la elasticidad de la cuenta corriente ante variaciones del tipo de cambio, si el gobierno define flexibilizar el cepo en 2024, **estimamos que sería necesaria una devaluación de 40% del tipo de cambio real oficial para equilibrar la cuenta corriente proyectada para 2024** con su valor estructural y a su vez afrontar el aumento de la formación de activos externos.



### Sostenibilidad de la deuda externa

El déficit de cuenta corriente estructural estimado en el presente trabajo es sostenible en términos de la evolución resultante de la deuda externa. Sin embargo, la trayectoria de la deuda luce **poco robusta ante shocks cambiarios**, ya que devaluaciones reales superiores al 20% llevarían el stock de deuda a valores por encima de los usualmente recomendados para garantizar su sostenibilidad.

# Cuenta Corriente del Balance de Pagos: una mirada de largo plazo

# La Cuenta Corriente del balance de pagos: algunos conceptos introductorios

1

El Balance de Pagos (BP) resume de forma sistemática las **transacciones económicas entre residentes y no residentes**, desagregándolas entre Cuenta Corriente y la Cuenta “Capital y Financiera”. **La Cuenta Corriente incluye el saldo comercial de bienes y servicios, los pagos de intereses, utilidades y dividendos y las transferencias corrientes.** Los movimientos de capitales se reflejan en la cuenta financiera.

3

Si un déficit en Cuenta Corriente se debe a un exceso de **consumo doméstico** (falta de ahorro interno), este podría tornarse insostenible, pero si se debe a un aumento de la **inversión en el país**, ello podría gatillar un aumento del nivel de actividad que genere la capacidad de pago futura para el financiamiento de dicho déficit actual. En el segundo caso, estaríamos ante un déficit de la Cuenta Corriente probablemente más sostenible en el largo plazo.

2

**La Cuenta Corriente se puede interpretar como el ahorro/ desahorro externo de una economía**, es decir, el endeudamiento neto de una economía con respecto al resto del mundo. **Un déficit de Cuenta Corriente implica que el país consume más de lo que produce** y que el ahorro externo está financiando el exceso de gasto doméstico.

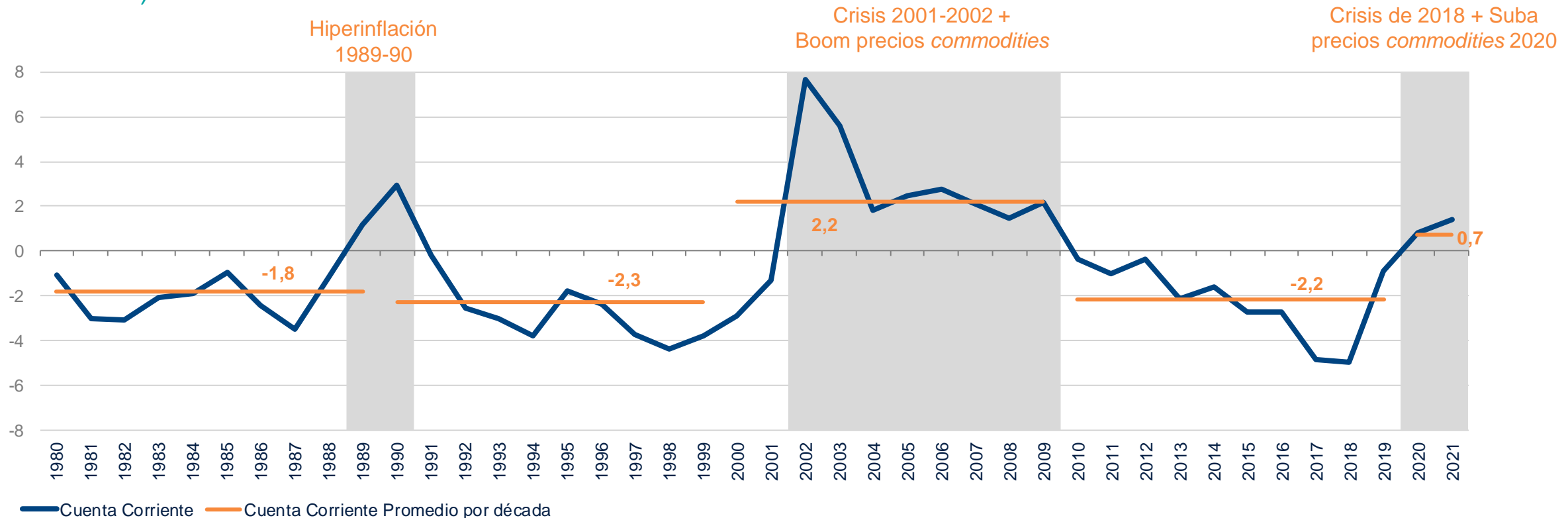
4

El carácter intertemporal de la Cuenta Corriente es lo que lleva a plantearnos si ese **déficit es sostenible en el tiempo** (si el país es o no solvente a futuro). Un déficit por Cuenta Corriente genera un aumento de pasivos externos de la economía y deteriora la solvencia del país. **En Argentina**, durante las últimas cuatro décadas **la Cuenta Corriente ha sido mayormente deficitaria.**

# La Cuenta Corriente del balance de pagos de Argentina fue deficitaria en 30 de los últimos 42 años, con la excepción de 3 episodios de superávit

## RESULTADO DE CUENTA CORRIENTE EN ARGENTINA: 1980 – 2021

(% DEL PIB)



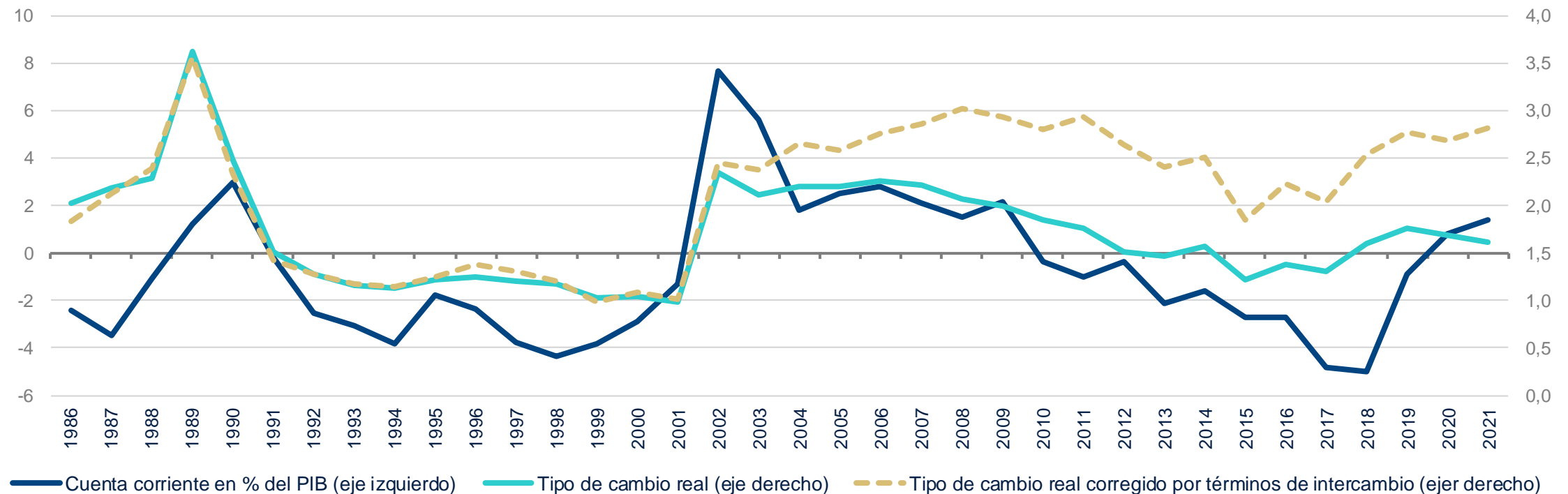
Fuente: BBVA Research e INDEC. Nota: Las áreas sombreadas marcan los períodos de superávit de Cuenta Corriente.

Los 3 episodios de superávit de Cuenta Corriente fueron: 1) un período breve tras la hiperinflación de 1989, 2) 2002-2009: tras la crisis de 2001 y se mantuvo después gracias al *boom* de precio de los *commodities*; 3) luego de la crisis cambiaria de 2018, que posteriormente se vio reforzado por la mejora de los términos de intercambio desde 2020.



## En general, los superávits se generaron inicialmente por una crisis cambiaria, en la que se corregía abruptamente el tipo de cambio real

### CUENTA CORRIENTE (% PIB) Y TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL (OBSERVADO Y CORREGIDO POR TÉRMINOS DE INTERCAMBIO) (BASE DIC. 2001 = 1)

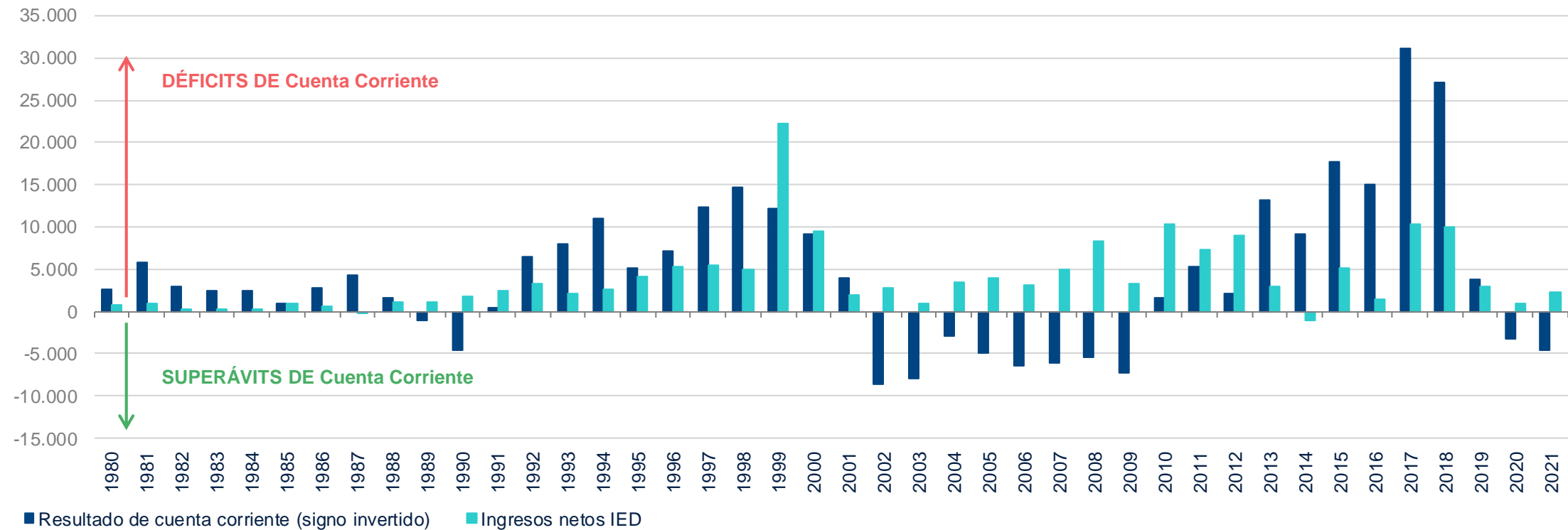


Fuente: BBVA Research, BCRA e INDEC.

Las 3 grandes reversiones del saldo de Cuenta Corriente (desde déficit a superávit) se dieron en el marco de fuertes crisis cambiarias (1989, 2001 y 2018) y su sostenimiento posterior (en el caso de 2002-09 y en el presente), se explicó por mejoras sustanciales en los términos de intercambio.

# Los recurrentes déficits de Cuenta Corriente pocas veces han sido financiados por inversión extranjera directa

## RESULTADO EN CUENTA CORRIENTE (CC)\* E INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA (IED)\*\* (EN MILLONES DE USD)



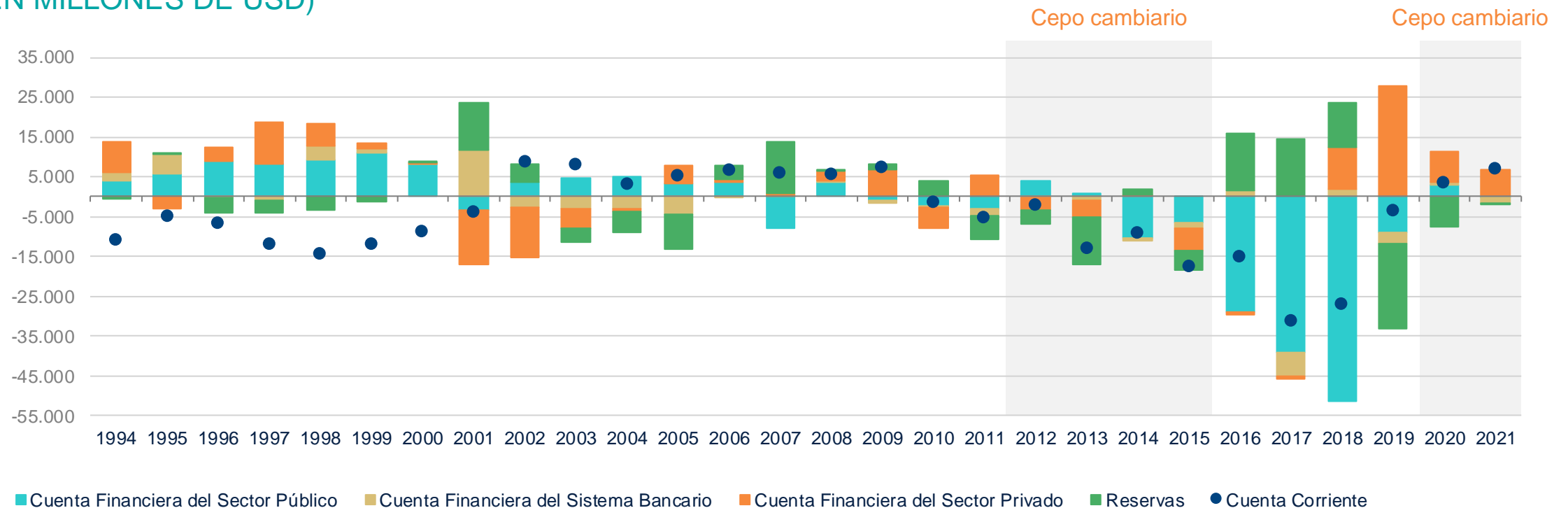
Fuente: BBVA Research, CEPAL e INDEC.

\* Resultado de la Cuenta Corriente con signo negativo indica superávit.

\*\* IED excluye reinversión de utilidades en períodos de cepo cambiario (2011-2015 y 2019-2021).

# La principal fuente de financiamiento durante la última década ha sido el endeudamiento del sector público, con muy baja penetración de IED

## FINANCIAMIENTO DE LA CUENTA CORRIENTE ARGENTINA (EN MILLONES DE USD)



Fuente: BBVA Research e INDEC.

La financiación del déficit en Cuenta Corriente con endeudamiento público en lugar de inversiones genuinas vuelve la dinámica externa muy vulnerable a vaivenes en el contexto global (e.g., suba de tasas de interés internacionales, cambios en la aversión al riesgo). Esto fue uno de los detonantes del reciente episodio de crisis de 2018.

# Análisis de los determinantes de la Cuenta Corriente estructural

# Metodología del análisis de la Cuenta Corriente estructural



El análisis se basa en la medición econométrica del impacto de varios factores estructurales sobre la Cuenta Corriente.

Tales factores incluyen tendencias demográficas, inversión, balance fiscal y restricciones cambiarias, entre otros.



El modelo es estimado sobre un panel de datos para 87 países entre 1980 y 2021.

La base fue construida a partir de la información del FMI, del Banco Mundial, de Naciones Unidas, de la OECD y institutos de estadísticas nacionales.



En el presente trabajo refinamos la información disponible para Argentina, mejorando las fuentes de información y la precisión de los datos.

# Especificación del modelo econométrico



Cada variable explicativa se descompone en tres frecuencias de oscilación: **largo**, **mediano** y **corto** plazo.



Se asume que los factores de mediano y largo plazo representan el **componente estructural**, mientras que el factor de corto plazo asocia el **componente cíclico**.

$$CC_{it} = X_i' \beta_{LT} + (X_{it}^{MA5y} - X_i)' \beta_{MT} + (X_{it} - X_{it}^{MA5y})' \beta_{ST} + Z_{it}' \varphi_{CYC} + \delta_i + \mu_{it}$$

$CC_{it}$

Cuenta Corriente observada como proporción del PIB

$X_{it}^{MA5y} - X_i$

Desvío de mediano plazo entre sus variables explicativas y sus valores de largo plazo

$X_{it} - X_{it}^{MA5y}$

Desvío entre sus variables explicativas y sus valores de mediano plazo

$X_i$

Promedio histórico de cada variable observada

$Z_{it}$

Vector de variables explicativas cíclicas



$\beta_{LT}$   $\beta_{MT}$

Valores ajustados de la Cuenta Corriente estructural

Estos coeficientes son reestimados utilizando modelos bayesianos de series de tiempo

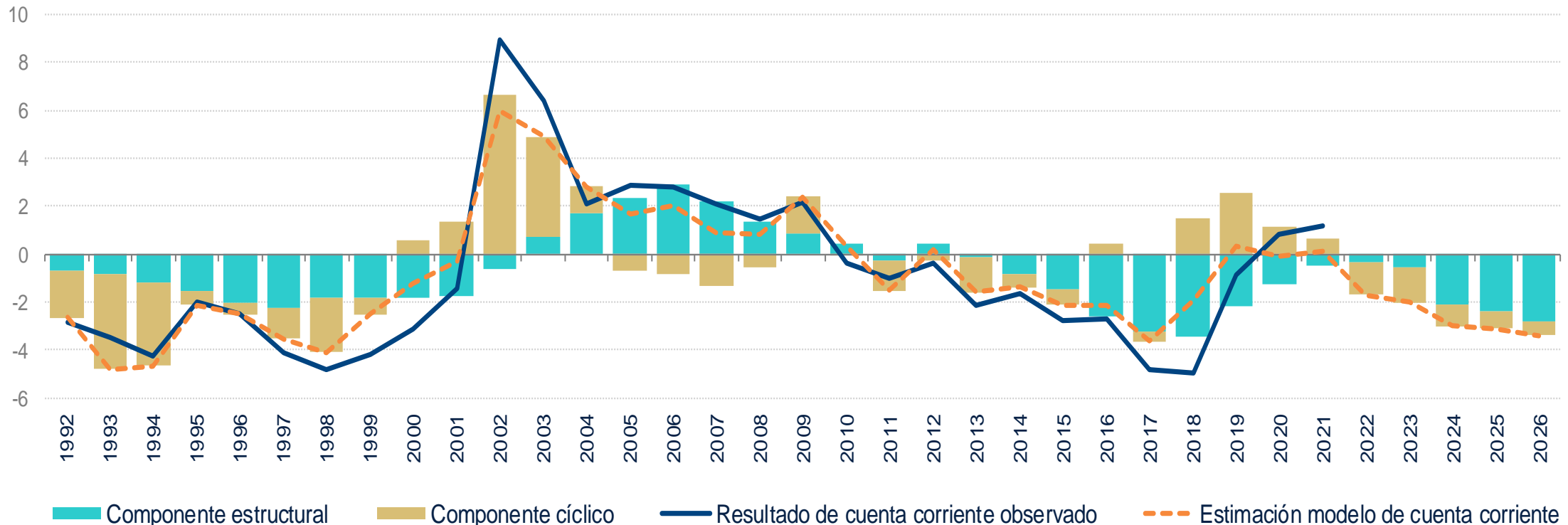
# El ahorro interno, los precios internacionales, la dinámica del comercio exterior y la disciplina fiscal son determinantes para la Cuenta Corriente



# Resultados: la Cuenta Corriente argentina exhibe un déficit estructural de mediano plazo que oscilaría entre 2,1 y 2,8% del PIB

## CUENTA CORRIENTE: COMPONENTE CÍCLICO Y ESTRUCTURAL

(% DEL PIB)



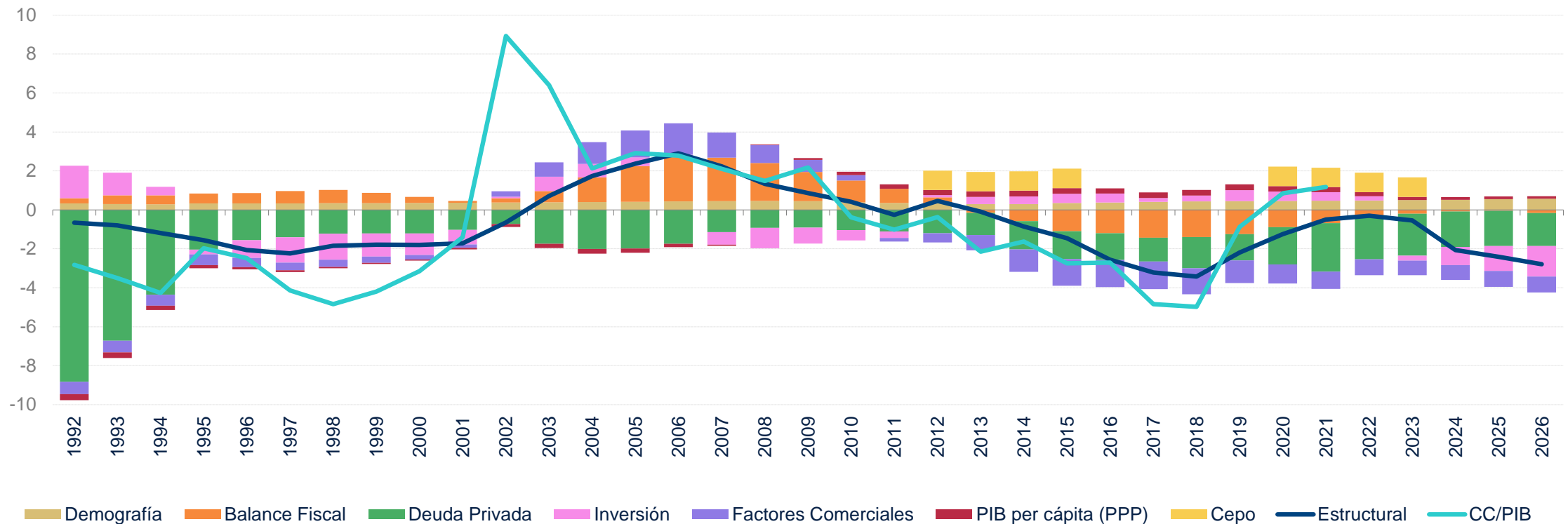
Fuente: BBVA Research, Ministerio de Economía e INDEC.

Los superávits de Cuenta Corriente de 2001-03 y 2018-21 estuvieron explicados principalmente por determinantes cíclicos, derivados de los episodios de crisis vividos esos años. En cambio, para explicar el superávit entre los años 2004-08 primó el componente estructural, impulsado por los altos términos de intercambio (también se observa esa mejora estructural en 2019-21).



# El ejercicio descompone el resultado de la Cuenta Corriente estructural en siete factores explicativos para el periodo 1992-2026

## DESCOMPOSICIÓN POR CONTRIBUCIÓN DEL DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE ESTRUCTURAL (COMO % DEL PIB)



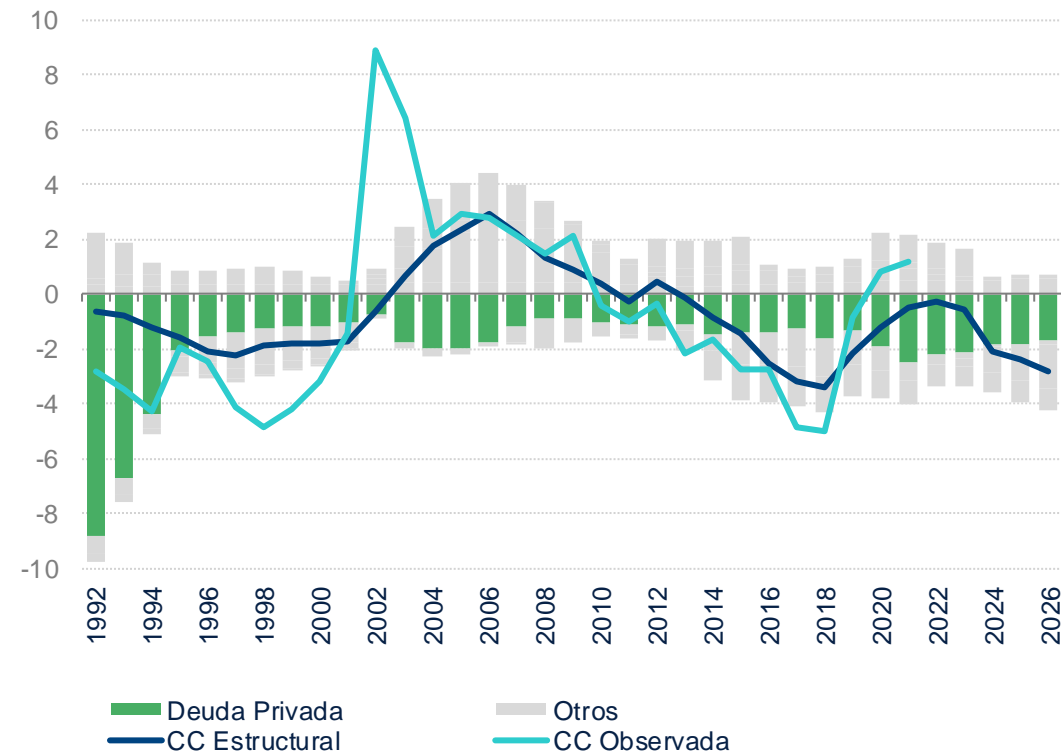
## Durante 1992-2021 la Cuenta Corriente estructural fue explicada en mayor medida por cuatro factores



A diferencia de lo que ocurre en otros países, la demografía y la inversión muestran un peso relativo menor entre los determinantes de la Cuenta Corriente estructural

# La deuda privada es el factor con mayor poder explicativo del déficit estructural, superando por momentos el 80% del déficit

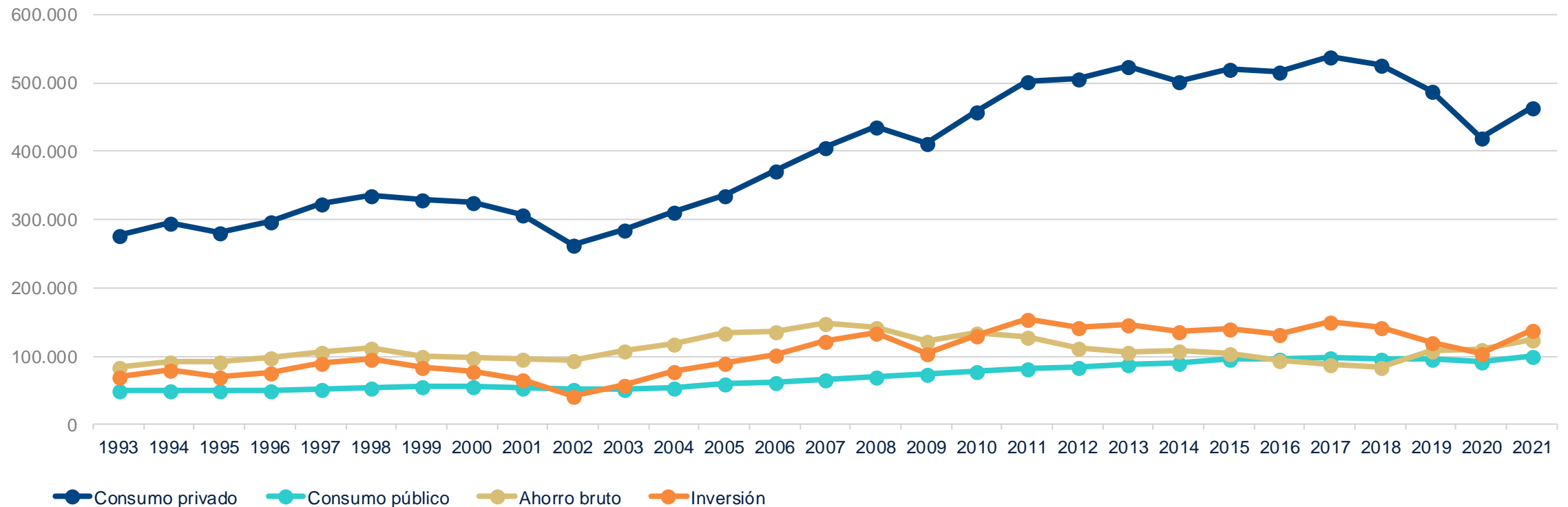
## CONTRIBUCIÓN DE LA DEUDA PRIVADA AL RESULTADO ESTRUCTURAL DE CUENTA CORRIENTE (EN % DEL PIB)



- Históricamente, el endeudamiento privado fue el componente que más peso relativo ha tenido dentro de los de signo negativo en la Cuenta Corriente estructural de Argentina.
- Tanto en el primer quinquenio de la década de 1990 como en el de la década de 2000 su contribución para explicar el déficit ha sido dominante.
- La persistente falta de ahorro interno llevó a que Argentina hiciera uso del ahorro externo para financiar los desequilibrios (excesos de gastos sobre ingresos) durante las últimas tres décadas.
- Esta insuficiencia del ahorro doméstico se explica un elevado nivel de consumo en detrimento de la inversión (bajo ahorro privado), por los sostenidos déficits del sector público y por la decisión de residentes de transferir ahorros al exterior ante la inestabilidad macroeconómica local.

# El PIB argentino ha tenido una composición históricamente alta de consumo, tanto público como privado...

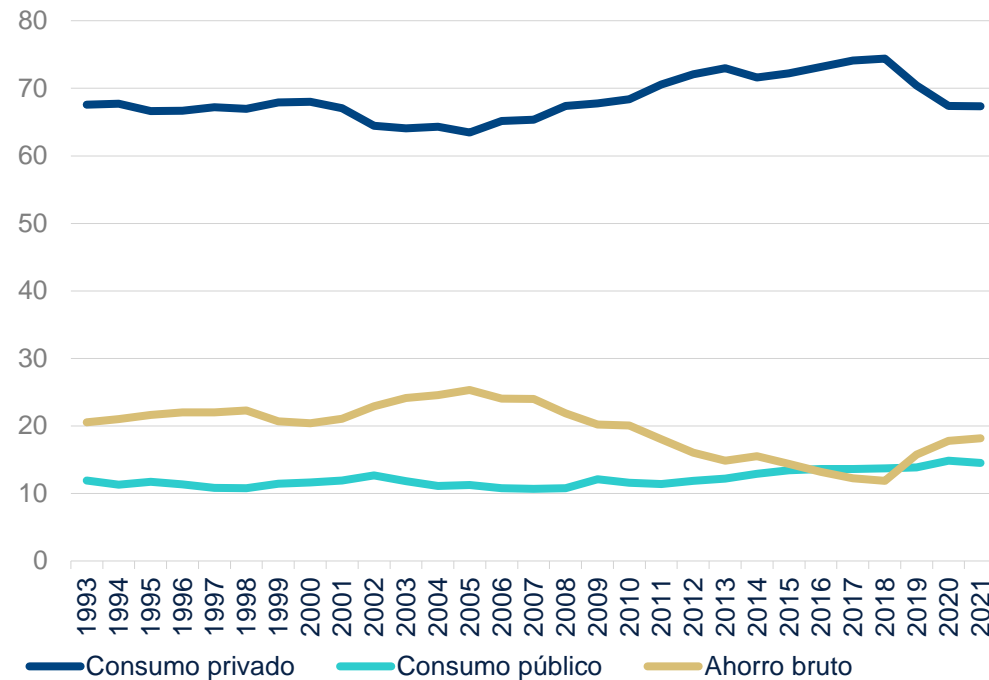
## EVOLUCIÓN DE CONSUMO DOMÉSTICO, INVERSIÓN Y AHORRO BRUTO EN ARGENTINA (EN MILLONES DE ARS DE 2004)



Fuente: BBVA Research e INDEC.

## ...en detrimento de los niveles de inversión en el país

### CONSUMO Y AHORRO DOMÉSTICOS (COMO % DEL PIB; ARS CONSTANTES DE 2004)

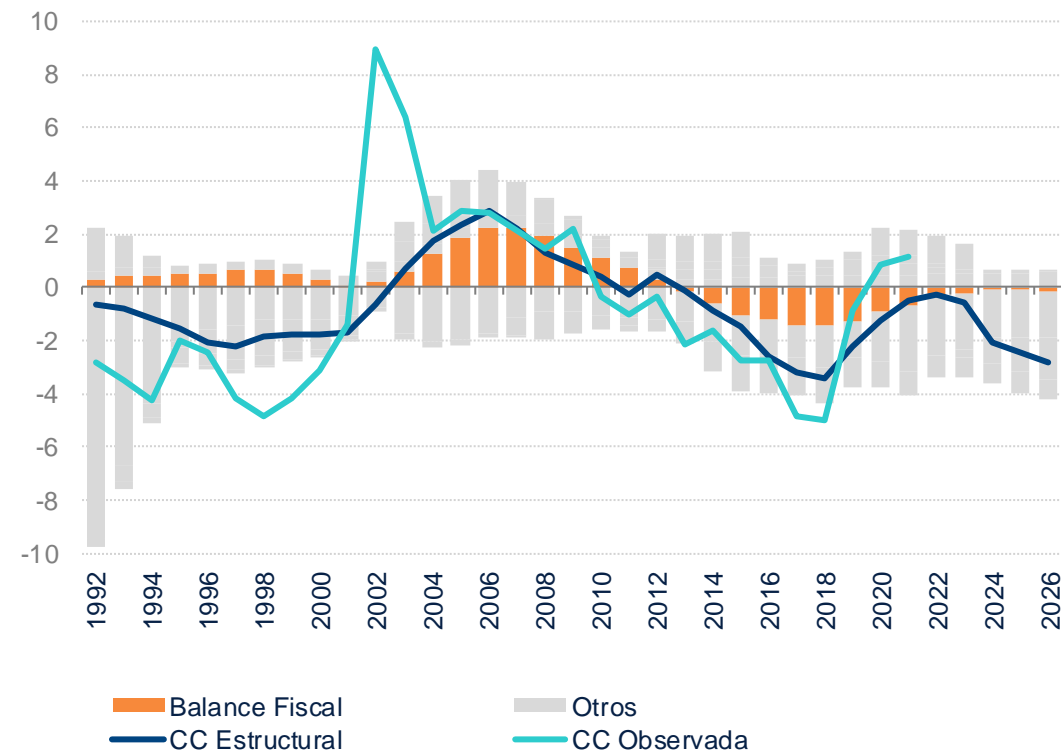


Fuente: BBVA Research e INDEC.

- En los últimos 30 años, el consumo privado representó, en promedio, 68% del PIB, alcanzando un máximo de 74,4% en 2018.
- En el mismo lapso, el consumo público ha tenido una tendencia creciente que se acelera a partir de 2009 y que sólo se vio interrumpida durante la crisis de 2001-2002 y entre 2017-2020.
- Como consecuencia, el exiguó ahorro bruto interno mostró en el mismo período 14 años de contracciones interanuales concentradas en el decenio 2008-2018. Su promedio histórico no supera el 20%.
- El mayor peso relativo de la deuda privada por encima de la inversión como determinante de la Cuenta Corriente estructural es un factor de insostenibilidad de los desequilibrios a mediano plazo.

# Los vaivenes del resultado fiscal explican una parte importante de la evolución de la Cuenta Corriente estructural desde 2003

## CONTRIBUCIÓN DEL BALANCE FISCAL AL RESULTADO ESTRUCTURAL DE CUENTA CORRIENTE (EN % DEL PIB)

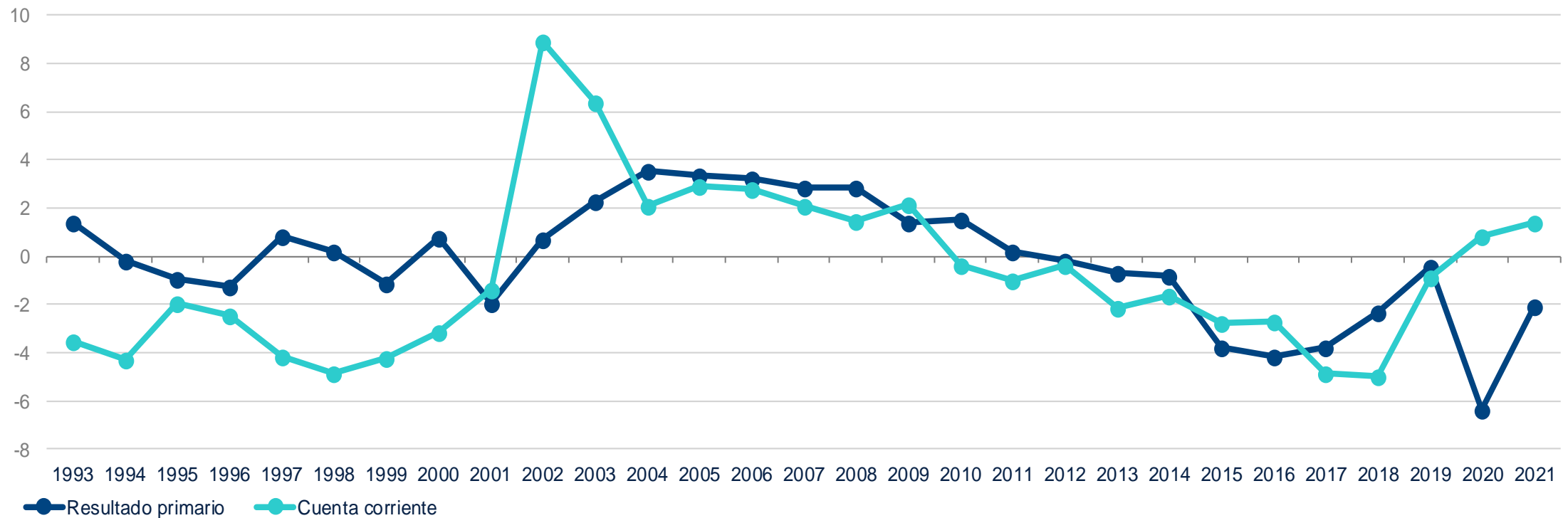


Fuente: BBVA Research, Ministerio de Economía e INDEC.

- Uno de los determinantes principales de la demanda doméstica en el país ha sido el comportamiento del resultado fiscal.
- Tras la crisis de 2001, entre 2002 y 2010 hubo superávits fiscales primarios que contribuyeron a sostener el superávit de Cuenta Corriente.
- El deterioro progresivo de las cuentas fiscales es una de las razones principales detrás del déficit de Cuenta Corriente que se fue profundizando desde 2010 hasta 2018.
- El crecimiento del gasto público en los años 2000 derivó en la erosión del superávit primario y, luego, en sucesivos déficits fiscales que debieron ser financiados con endeudamiento (ahorro externo).
- De cara al futuro, un ordenamiento de las cuentas fiscales será crucial para garantizar la sostenibilidad de la balanza de pagos y de la deuda externa.

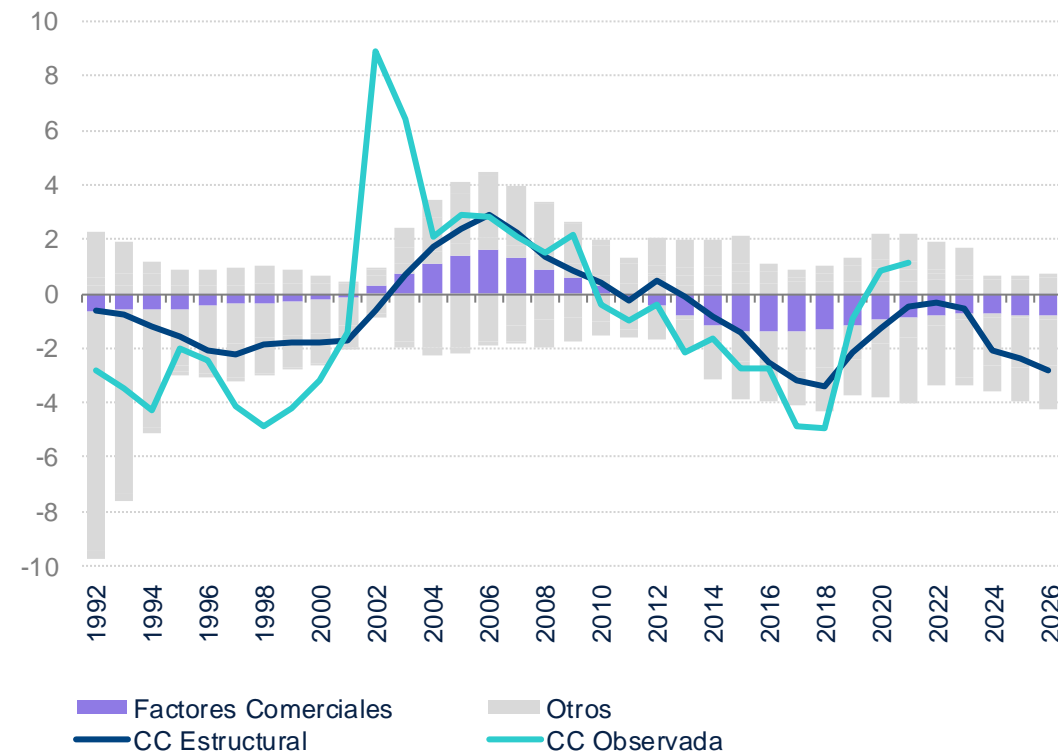
# En los años 2000 existió una correlación muy significativa entre la evolución de la Cuenta Corriente y las cuentas fiscales

## RESULTADO FISCAL PRIMARIO Y SALDO DE CUENTA CORRIENTE (EN % DEL PIB)



# Los términos de intercambio y el comercio exterior son otros determinantes cruciales del resultado de Cuenta Corriente estructural

## CONTRIBUCIÓN DE LOS FACTORES COMERCIALES AL RESULTADO ESTRUCTURAL DE CUENTA CORRIENTE (EN % DEL PIB)



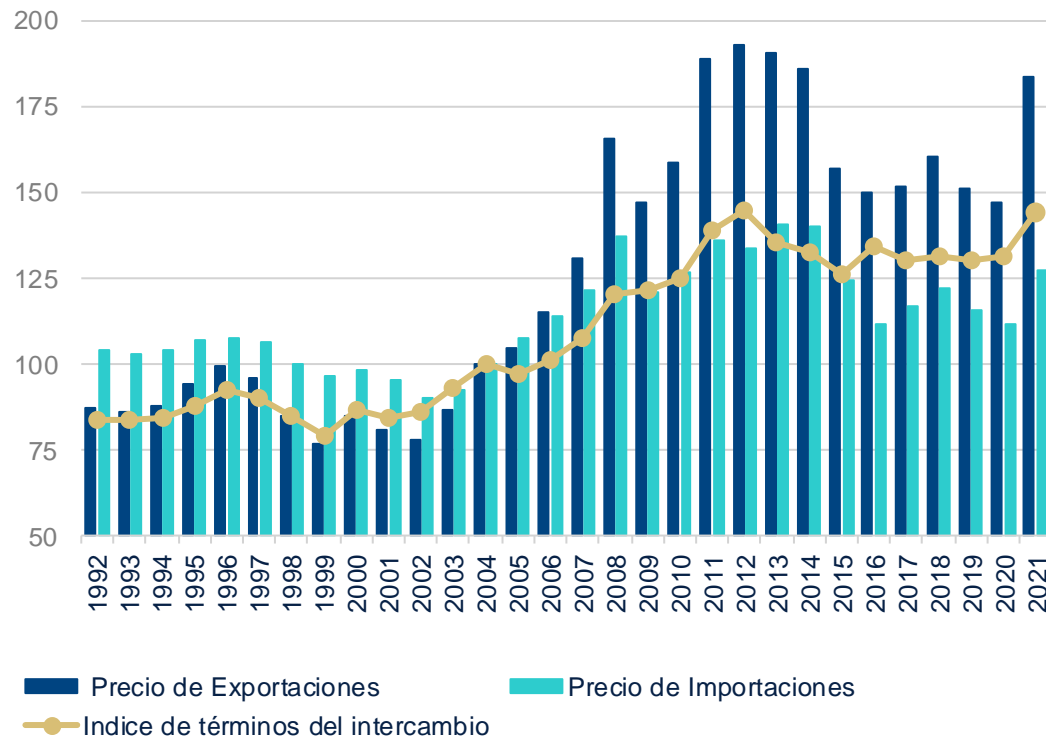
Fuente: BBVA Research, Ministerio de Economía e INDEC.

- Las variaciones de los factores comerciales se deben a cambios en la apertura comercial y a los vaivenes en los términos de intercambio (TI), principalmente afectados por los precios de *commodities*.
- Durante el régimen de Convertibilidad (década de 1990), el comercio fue deficitario. Esto se revirtió tras la crisis de 2001, cuando se conjugó una intensa caída del PIB con una fuerte devaluación del peso (lo cual colapsó las importaciones).
- Desde 2002, los TI mejoraron sustancialmente para el país, impulsando las exportaciones, lo cual permitió sostener superávits de Cuenta Corriente hasta 2009.
- A partir de 2011, el signo volvió a revertirse y los factores comerciales impactaron en forma deficitaria sobre el resultado estructural.
- Desde 2018, el impacto negativo estructural del factor comercial disminuyó por la crisis cambiaria de 2018 y la mejora de los TI desde 2020.



## Desde 2002, los términos de intercambio de Argentina mejoraron en forma sustancial, contribuyendo positivamente al balance comercial pero...

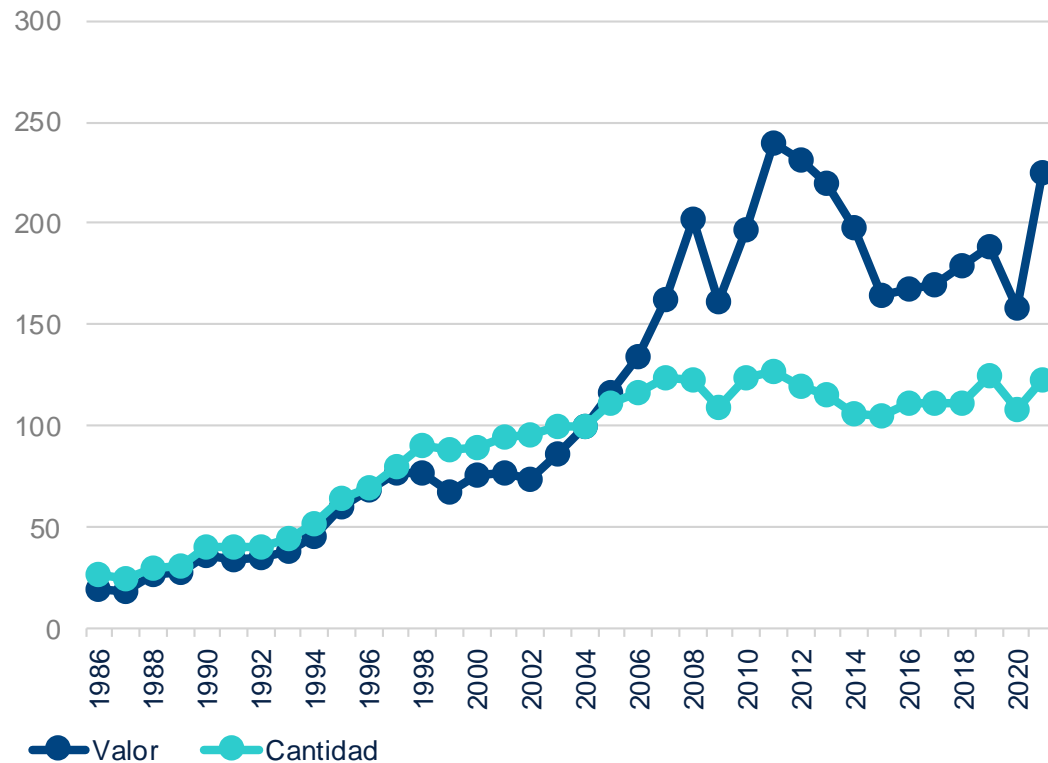
### PRECIOS DE EXPORTACIÓN, IMPORTACIÓN Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO (BASE 2004 = 100)



- Los términos de intercambio de Argentina crecieron 68% entre 2002 y 2012. Fundamentalmente, el precio de la soja alcanzó valores nunca antes vistos.
- Esta mejora permitió que Argentina lograra exportaciones récord que permitieron saldos comerciales que promediaron los USD 12.000 millones al año durante el período de referencia, a pesar del crecimiento de las importaciones.
- Este aporte del comercio fue determinante para mantener en el tiempo (hasta el año 2009) los superávits de Cuenta Corriente que habían sido generados inicialmente por la crisis de 2001.

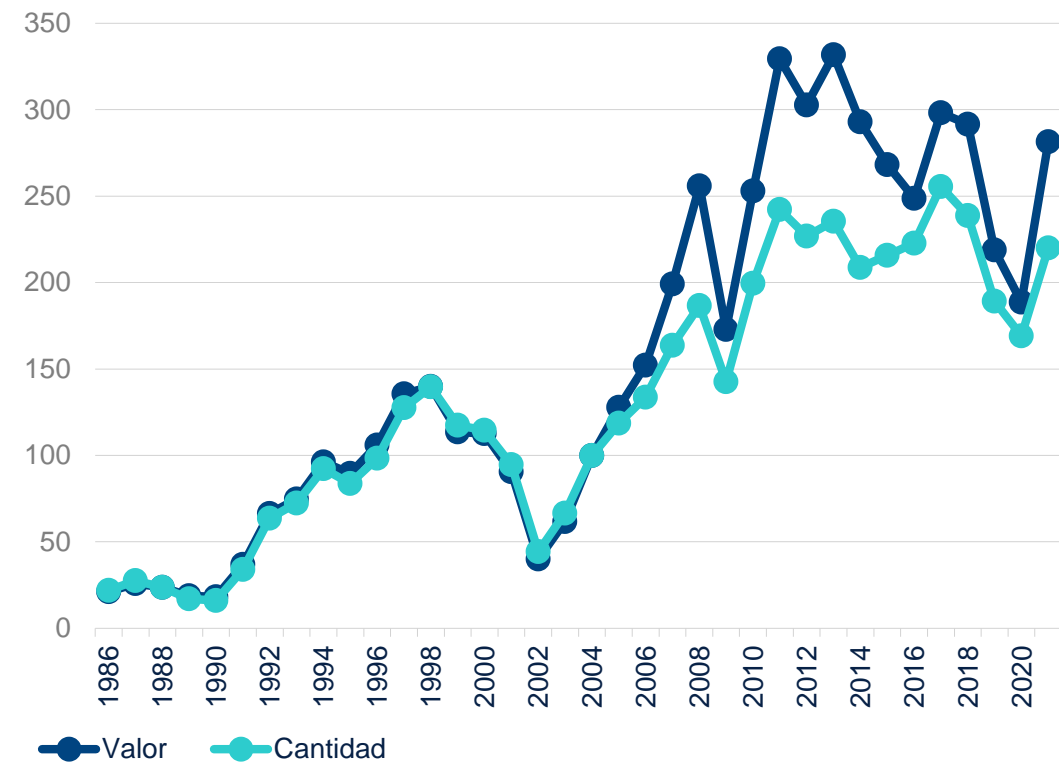
## ...existe un problema latente detrás del balance comercial argentino: desde 2007 las exportaciones no crecen en cantidad, sólo por precio

### EXPORTACIONES ARGENTINAS DE BIENES (VALOR Y CANTIDAD, INDICES BASE 2004=100)



Fuente: BBVA Research e INDEC.

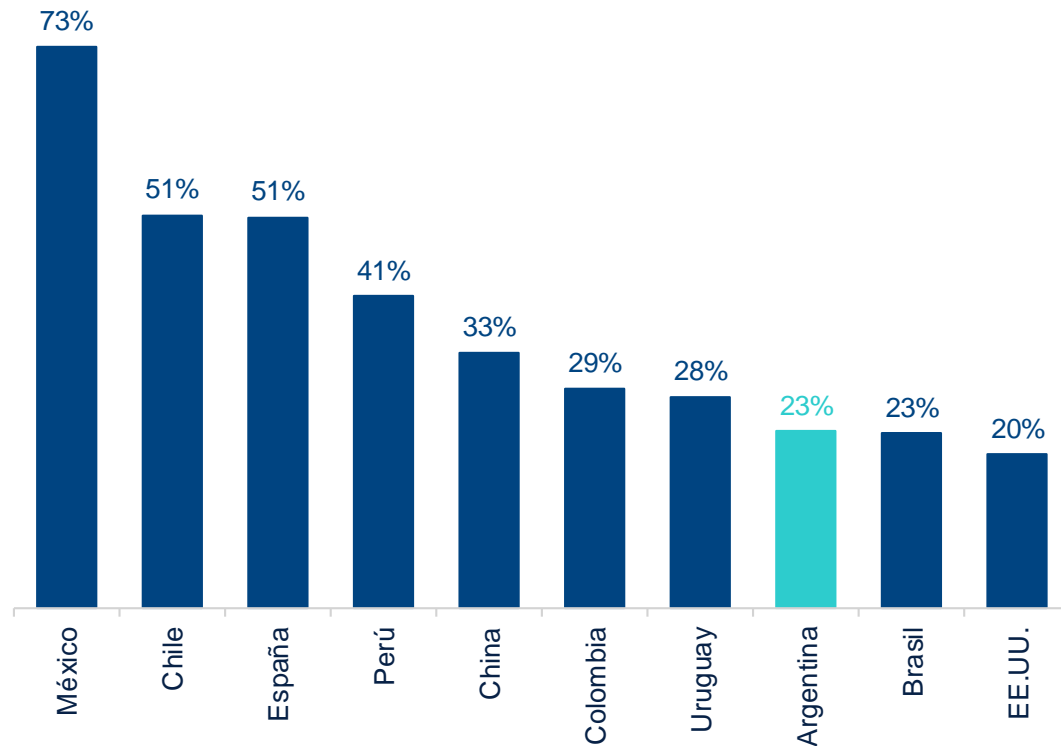
### IMPORTACIONES ARGENTINAS DE BIENES (VALOR Y CANTIDAD, INDICES BASE 2004=100)



Fuente: BBVA Research e INDEC.

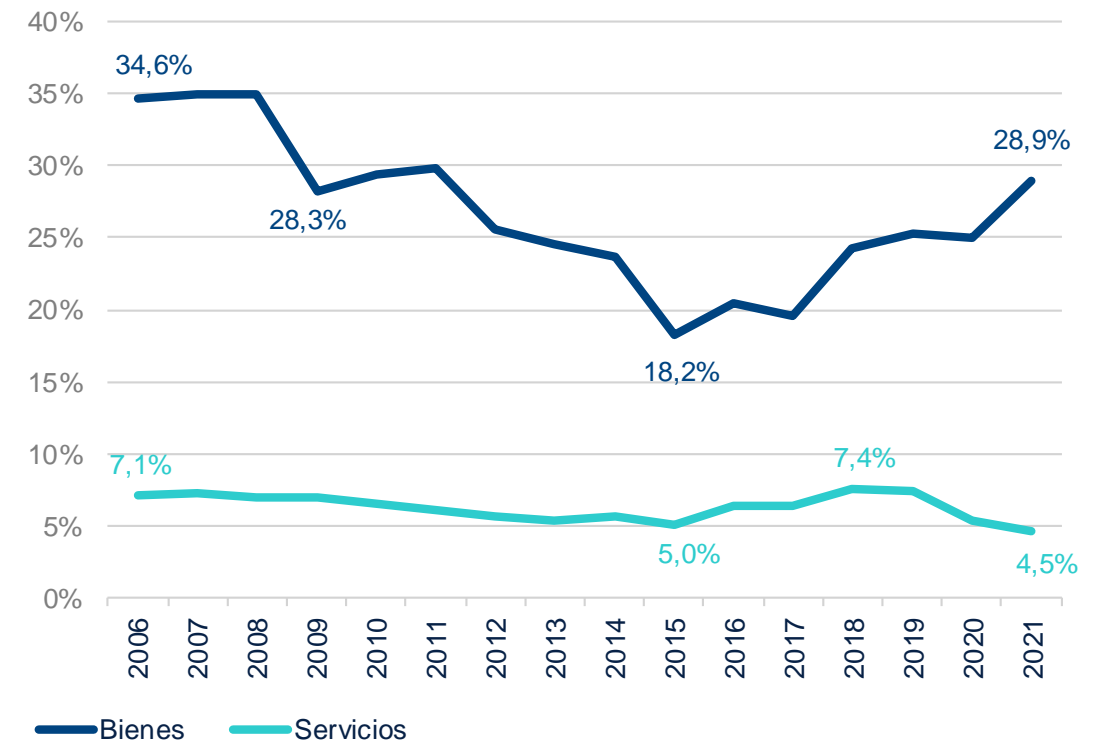
# Durante los últimos años Argentina se caracterizó por mantener una baja apertura comercial, a pesar de un reciente aumento en el segmento bienes

**APERTURA COMERCIAL (BIENES), PROM. 2015-2021**  
(EXPORTACIONES + IMPORTACIONES) / PIB, EN %



Fuente: BBVA Research , OMC y FMI.

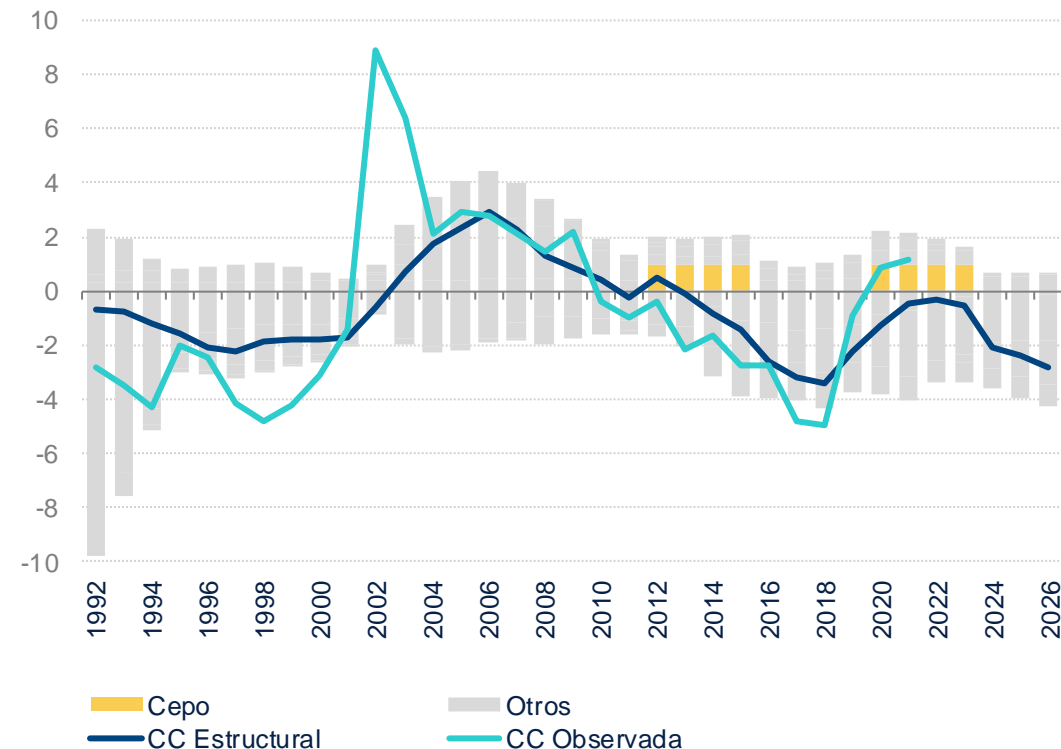
**APERTURA COMERCIAL: BIENES Y SERVICIOS**  
(EXPORTACIONES + IMPORTACIONES) / PIB, EN %



Fuente: BBVA Research e INDEC.

# Cepo cambiario: en los años que hubo restricciones cambiarias, la Cuenta Corriente estructural mejora 1% del PIB en promedio

## IMPACTO DEL CEPO CAMBIARIO SOBRE EL RESULTADO ESTRUCTURAL DE CUENTA CORRIENTE (EN % DEL PIB)

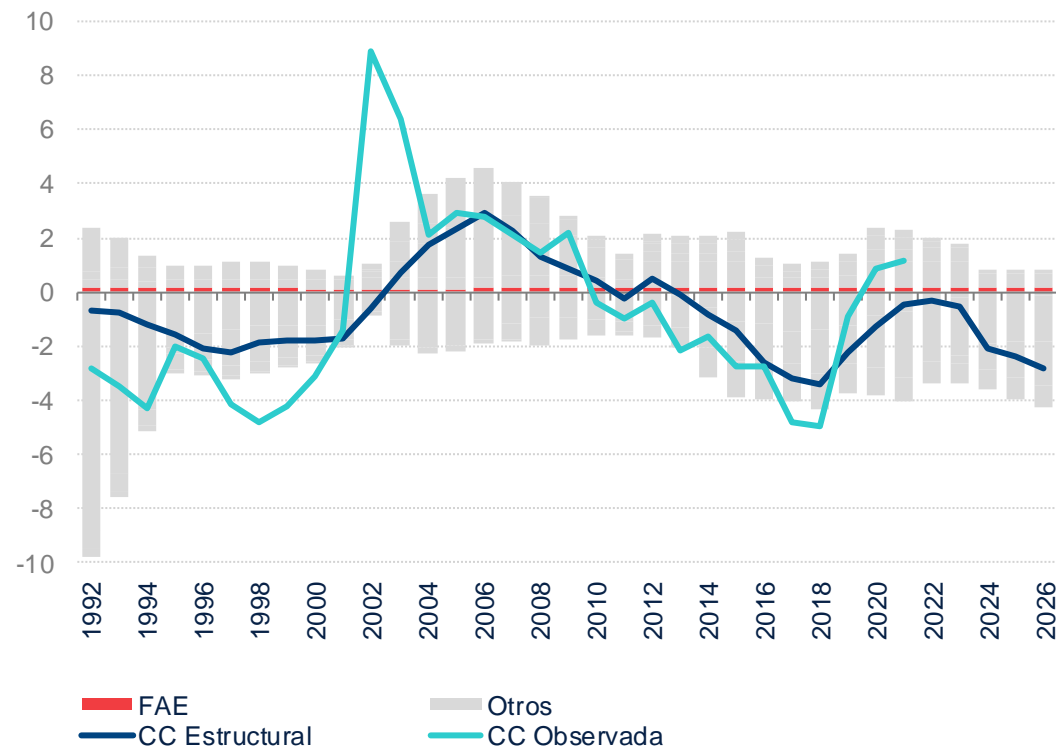


Fuente: BBVA Research, Ministerio de Economía e INDEC.

- Las restricciones de acceso al mercado de cambios (comúnmente denominadas “cepo”), han sido instaladas entre 2011 y 2015 y desde 2019 al día de hoy, con el fin de intentar de evitar o frenar las devaluaciones del tipo de cambio, en un marco de insuficientes reservas para defender una paridad determinada.
- En los períodos en los que prevalecen esas restricciones cambiarias, los flujos de capitales se reducen significativamente, eliminando las fuentes de financiamiento de la Cuenta Corriente, forzando la necesidad de un mayor superávit, a lo que se suman los controles sobre las importaciones y al giro de dividendos (de mayor o menor intensidad según el período en cuestión).
- Una eventual flexibilización del cepo en 2024, implicaría un deterioro de la Cuenta Corriente estructural en torno a 1% del PIB.

# La formación de activos externos no explicó un rol relevante en la determinación de la Cuenta Corriente estructural

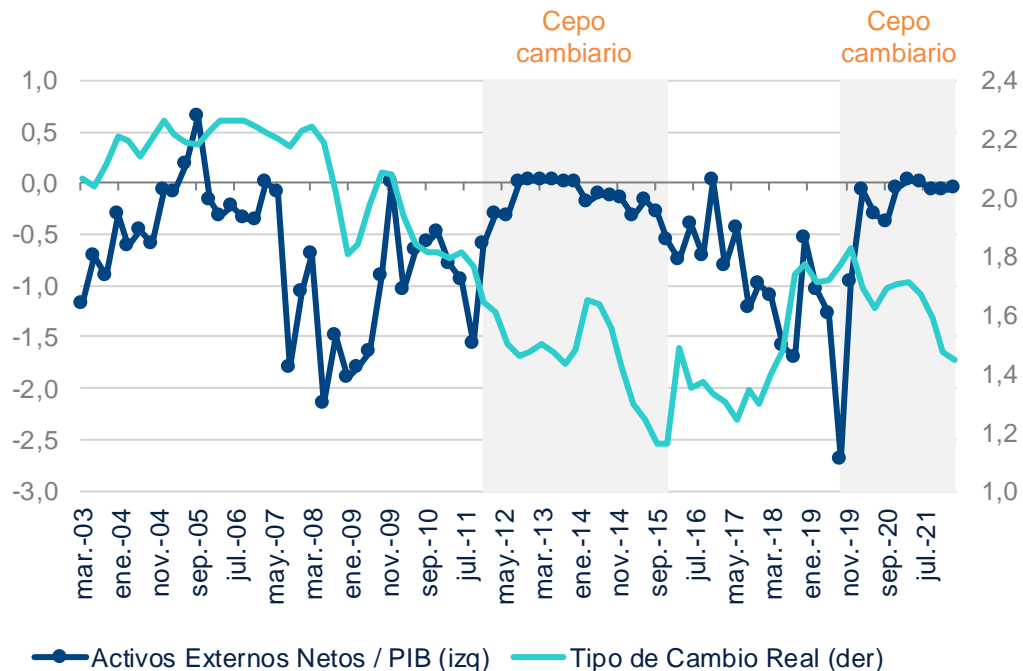
## IMPACTO DE LA FAE SOBRE EL RESULTADO ESTRUCTURAL DE CUENTA CORRIENTE (EN % DEL PIB)



- La formación de activos externos (FAE) por parte de los argentinos (ahorros en moneda extranjera o giros de divisas al exterior) **no resultaron ser un factor relevante** a la hora de explicar la evolución de la Cuenta Corriente estructural.
- Este resultado puede estar explicado por los **fuertes vaivenes** que tuvo esa variable durante los años en cuestión.

# La formación de activos externos tuvo un comportamiento muy volátil debido a la sucesiva introducción de restricciones cambiarias en el país

## FORMACION DE ACTIVOS EXTERNOS NETOS (% DEL PIB) Y TIPO DE CAMBIO REAL (BASE DIC-01=1)



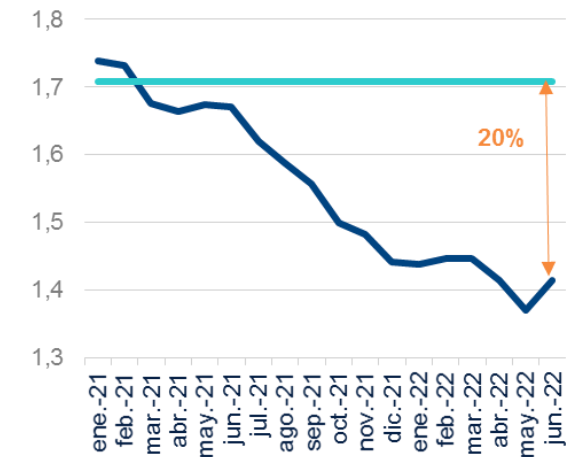
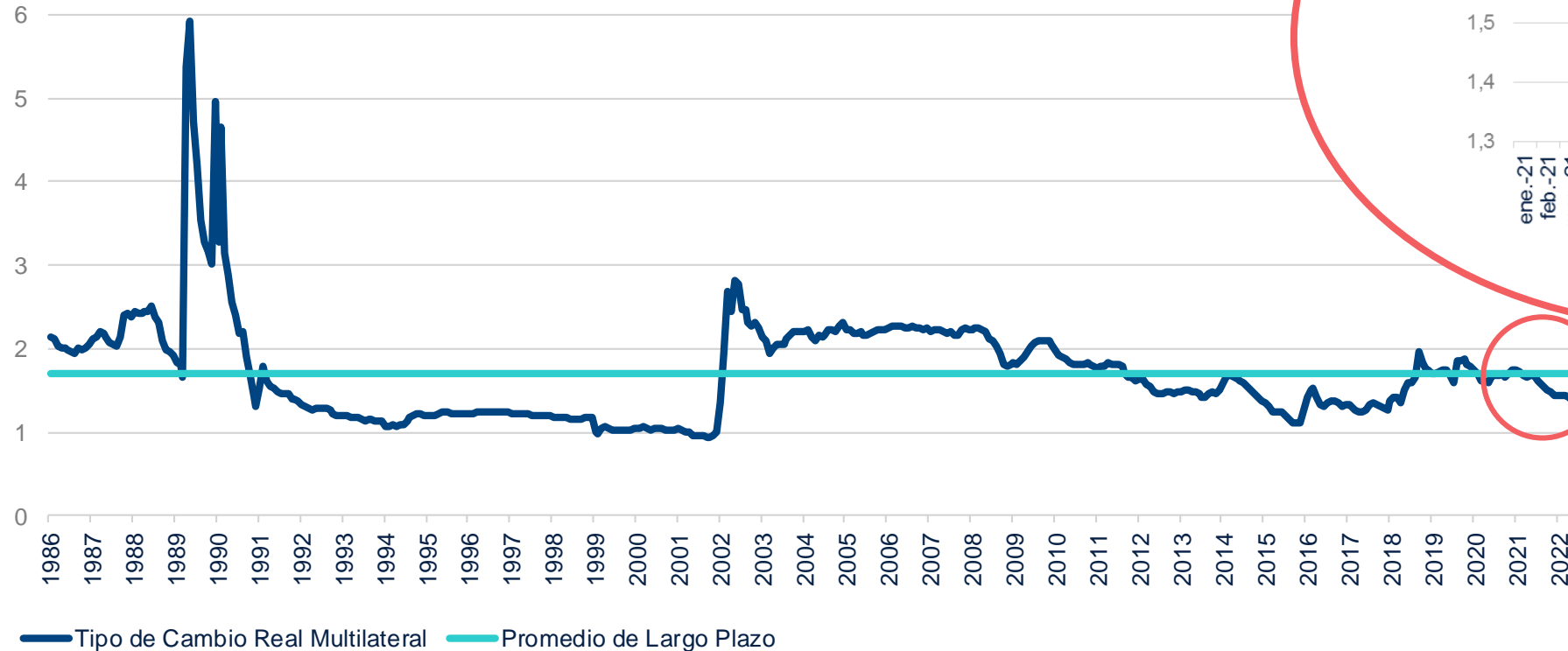
Fuente: BBVA Research, BCRA e INDEC.

- Los argentinos suelen ahorrar en moneda extranjera (“formación de activos externos”) por la trayectoria volátil de la economía, al ritmo de sucesivas devaluaciones y alta inflación.
- En la última década los gobiernos hicieron frente a esta salida de divisas con cepos y múltiples restricciones cambiarias. Desde 2019 que el país tiene crecientes controles cambiarios.
- Una flexibilización de las restricciones (por ejemplo, por parte de un nuevo gobierno en 2024) deberá afrontar entonces **no sólo un deterioro de la Cuenta Corriente** (de 1% del PIB aprox. según nuestras estimaciones) sino también una **significativa demanda de divisas** por ese motivo.

# Tipo de cambio consistente con el resultado de Cuenta Corriente estructural

# El Tipo de Cambio Real (TCR) multilateral se encuentra actualmente un 20% apreciado respecto de su promedio de largo plazo

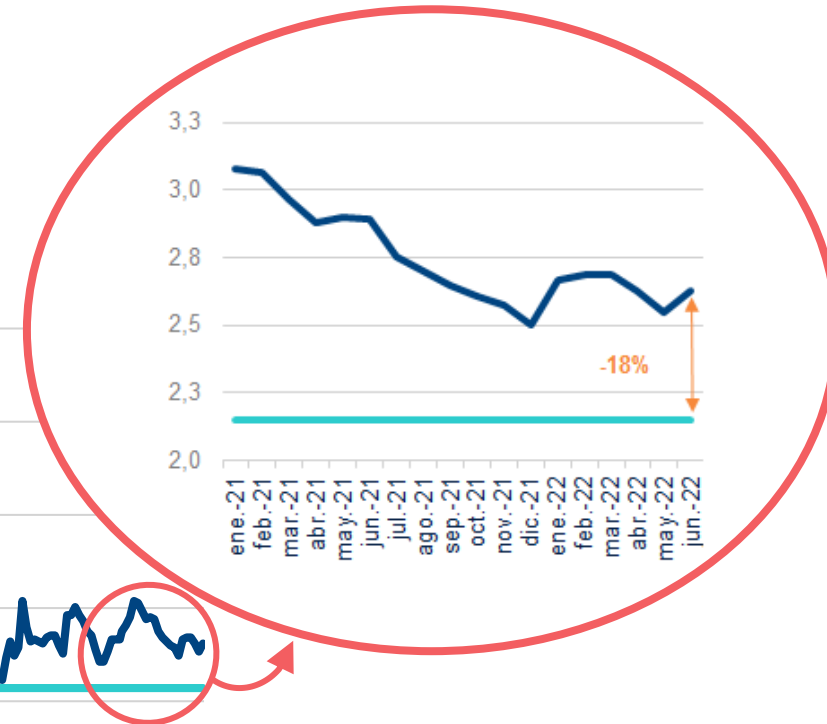
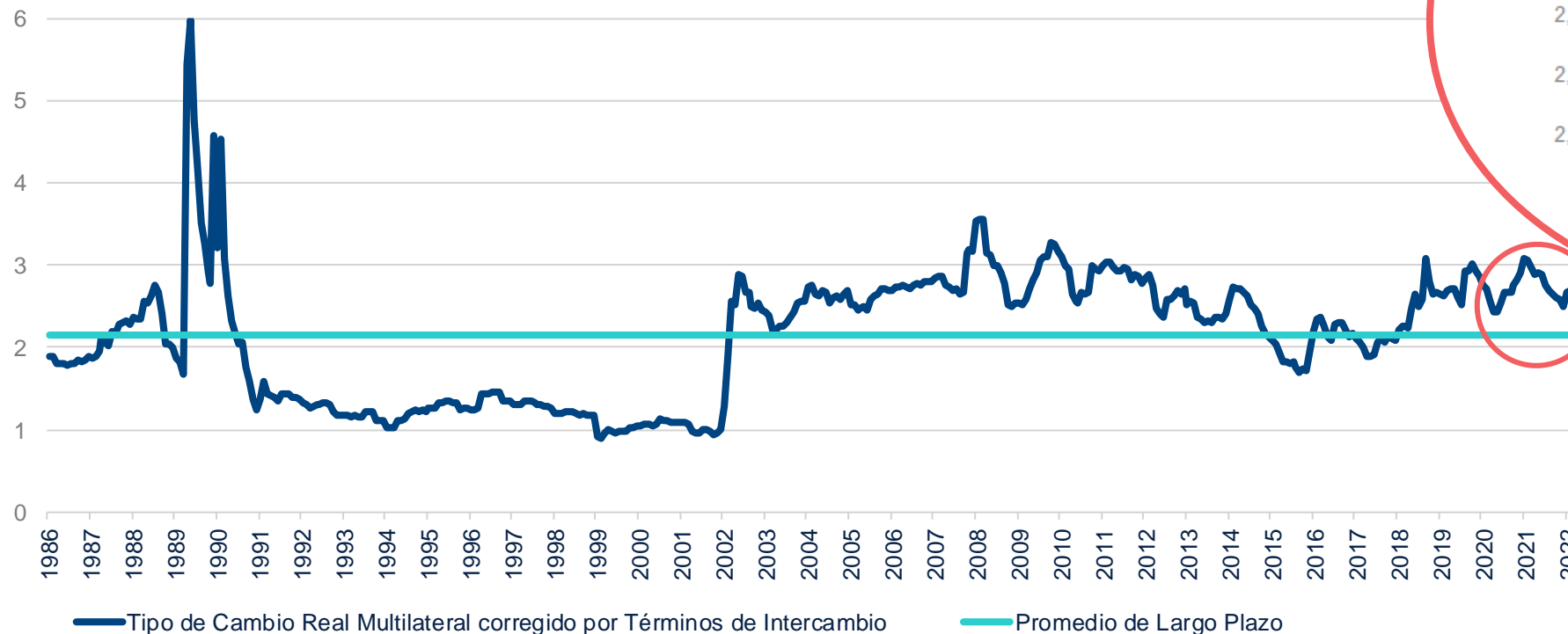
## TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL (BASE DIC-01=1)





# Sin embargo, corregido por los Términos de Intercambio (TI), el tipo de cambio real se encuentra un 18% por encima del promedio de largo plazo

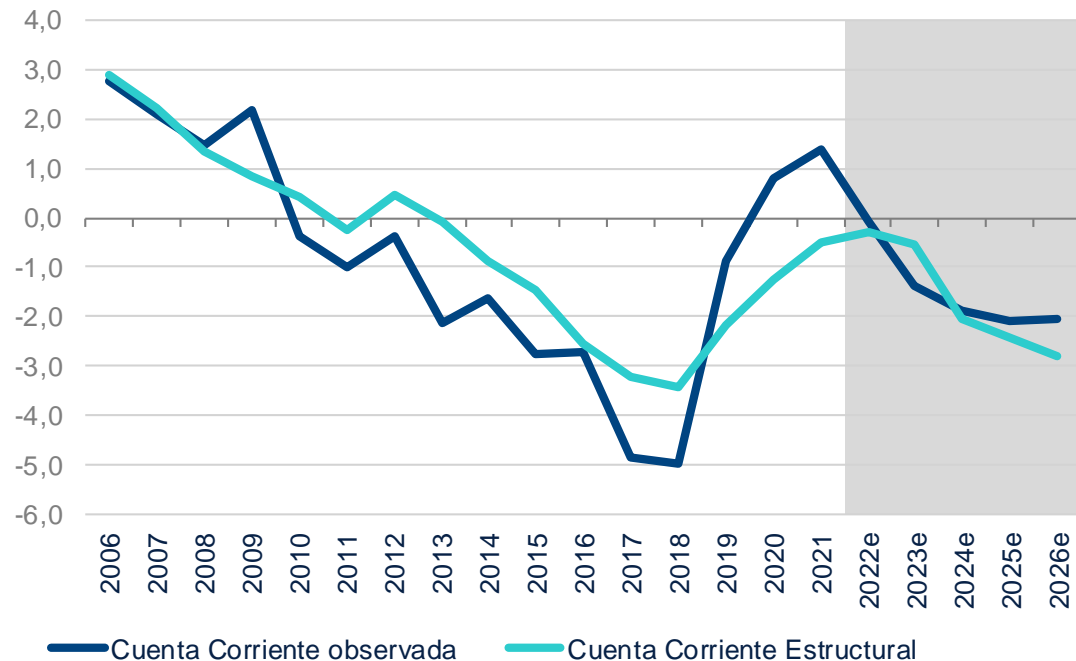
## TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL AJUSTADO POR TERMINOS DE INTERCAMBIO\* (BASE DIC-01=1)



\*Nota: Para hacer la corrección, se normaliza la serie de TI por el valor de dic-01 y luego se ajusta el tipo de cambio real por el movimiento de los TI.

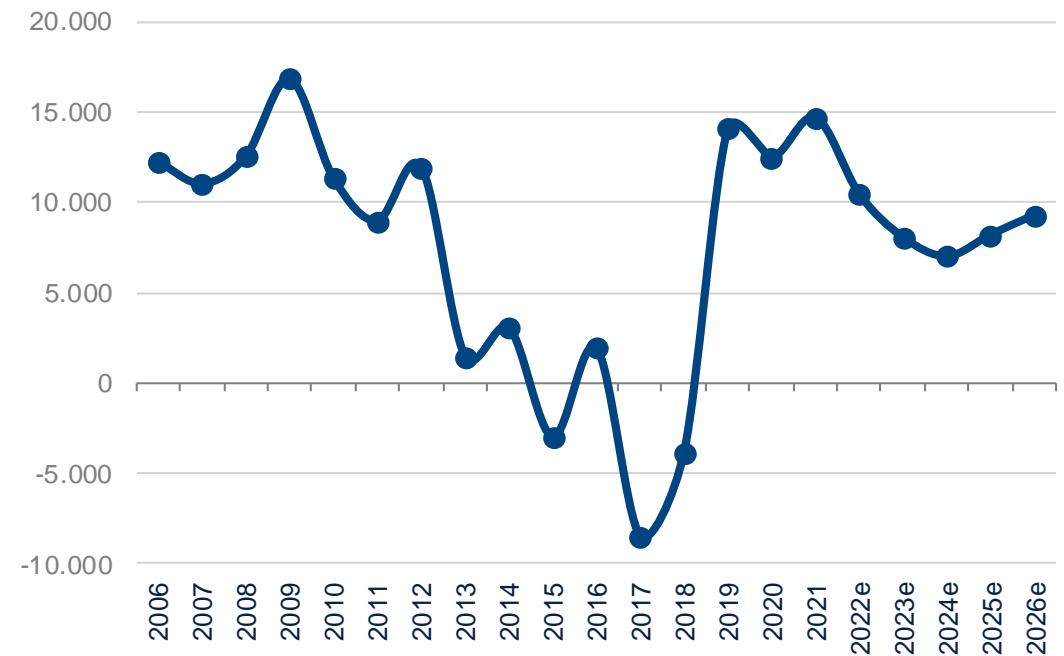
# La Cuenta Corriente se encuentra hoy en valores superiores a lo que indica su resultado estructural y el balance comercial es superavitario

## CUENTA CORRIENTE: OBSERVADA Y ESTRUCTURAL (EN % PIB)



Fuente: BBVA Research e INDEC.

## SALDO DE LA BALANZA COMERCIAL DE BIENES (EN MILLONES DE DOLARES)

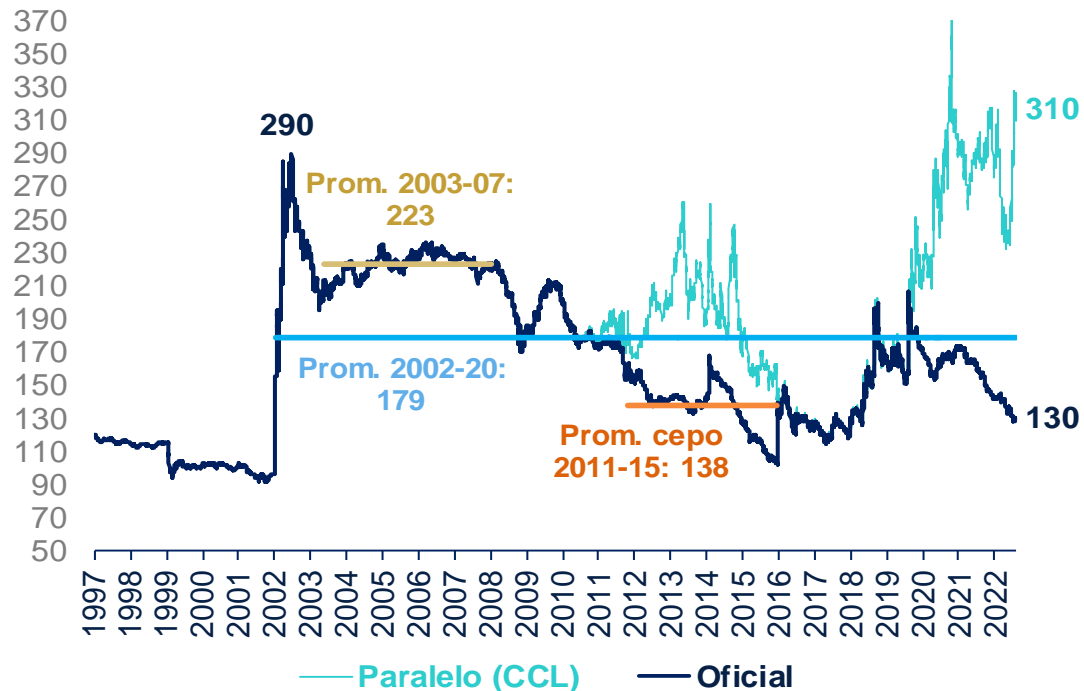


Fuente: BBVA Research e INDEC

Por lo tanto, desde una perspectiva estrictamente comercial y basándonos en que el resultado de Cuenta Corriente hoy es más superavitario que el resultado estructural, esto indicaría que no hace falta una depreciación del tipo de cambio para que la Cuenta Corriente observada se alinee con su valor estructural de largo plazo.

# Las tensiones actuales que existen sobre el tipo de cambio tienen entonces una motivación más financiera que comercial...

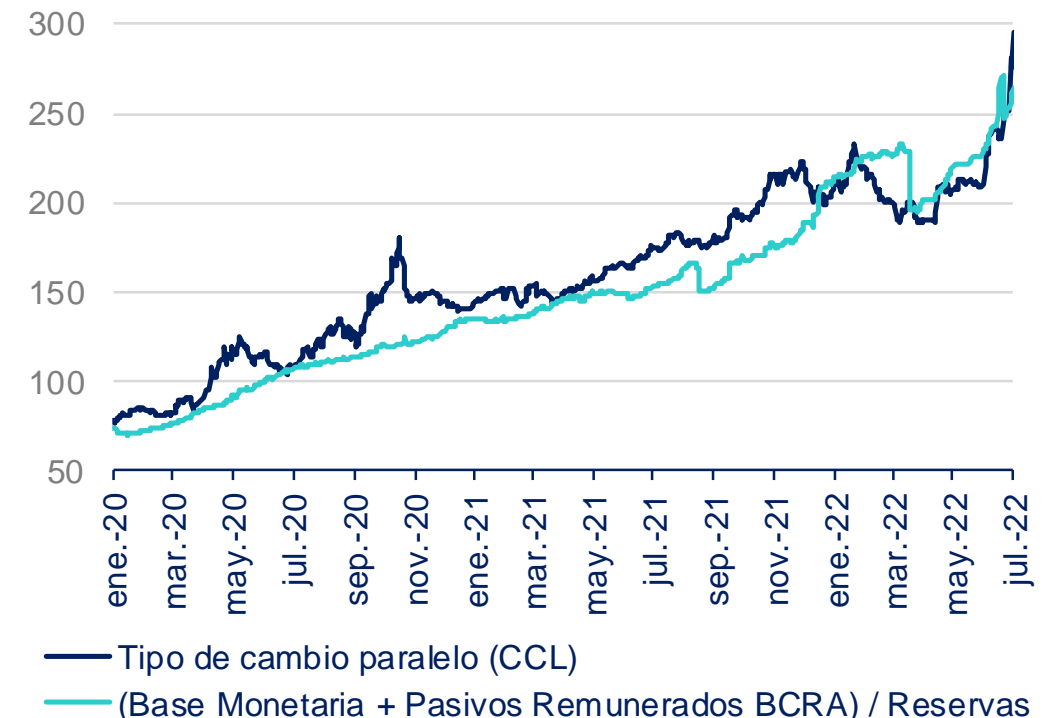
## TIPO DE CAMBIO REAL OFICIAL Y PARALELO (PESOS POR DÓLAR, A PRECIOS DE HOY)



Fuente: BBVA Research y BCRA.

El cepo cambiario causa el surgimiento de tipos de cambio paralelos, que reflejan las presiones cambiarias latentes en la economía. La brecha cambiaria hoy supera el 100%.

## TIPO DE CAMBIO PARALELO Y RATIO DE CONVERTIBILIDAD (PESOS POR DÓLAR)

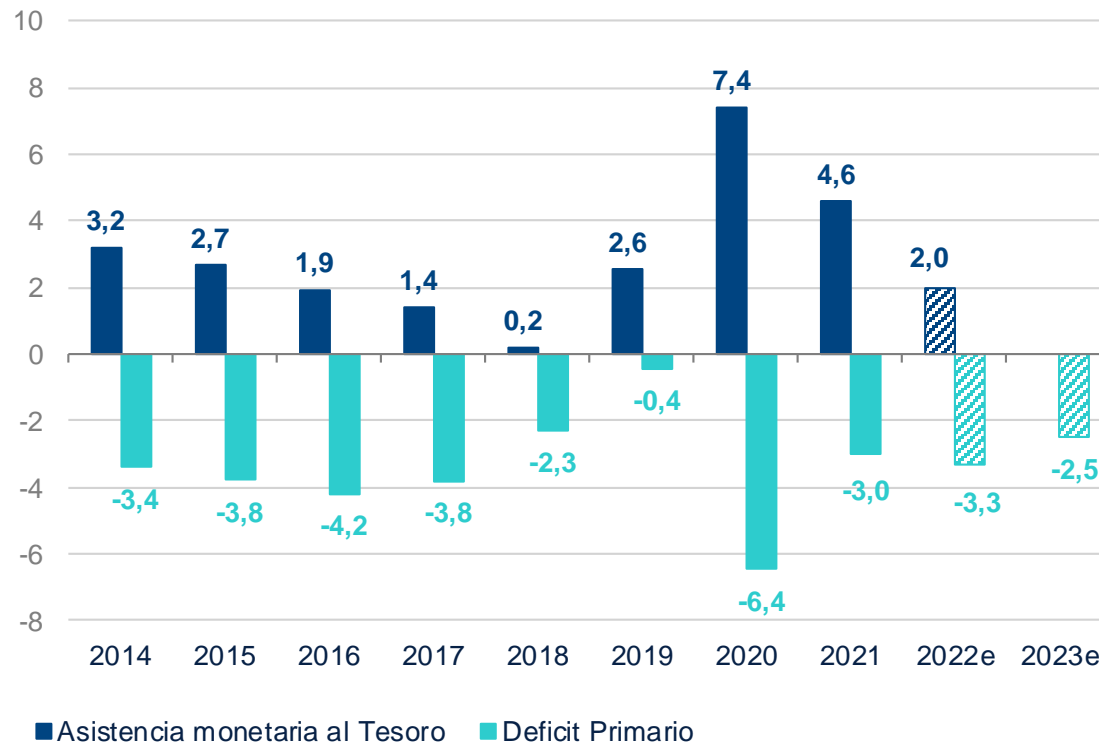


Fuente: BBVA Research y BCRA.

Los tipos de cambio paralelos guardan una estrecha relación con los niveles de inyección monetaria del gobierno en la economía y el nivel de reservas internacionales.

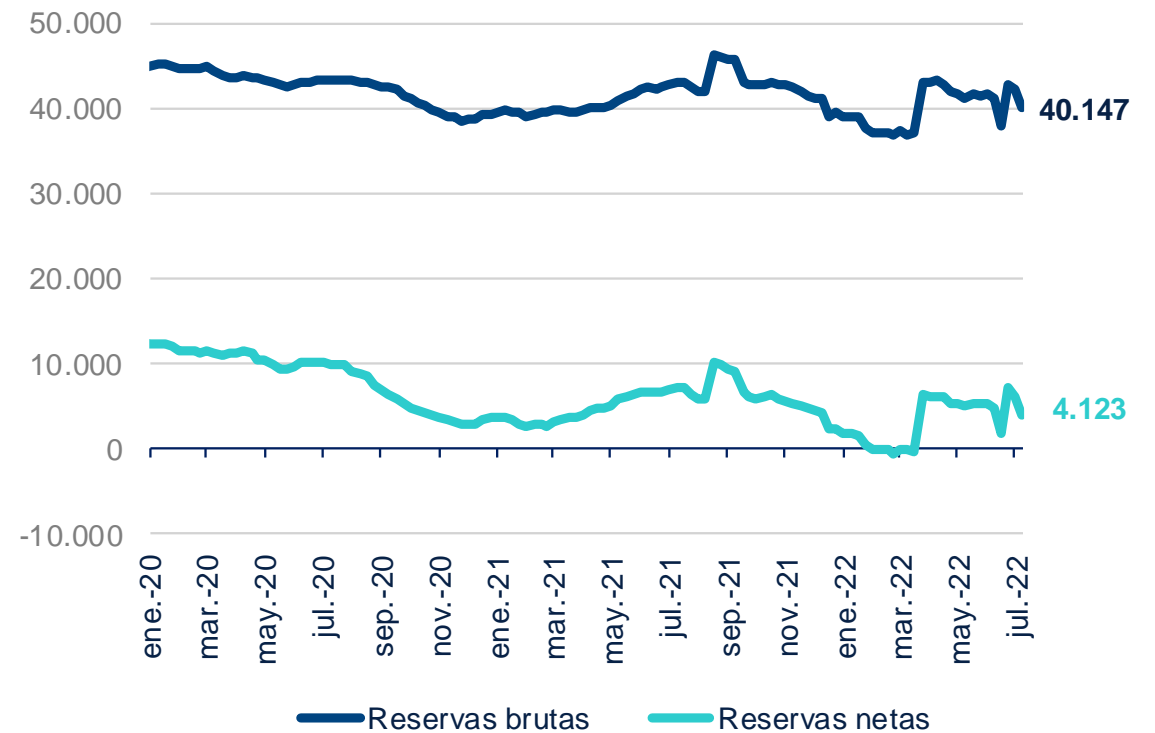
## ... originada por un contexto que conjuga una abultada inyección de pesos para financiar déficit fiscal con reservas internacionales muy escasas

### DÉFICIT FISCAL PRIMARIO Y ASISTENCIA MONETARIA AL FISCO (EN % PIB)



Fuente: BBVA Research. Ministerio de Economía y BCRA

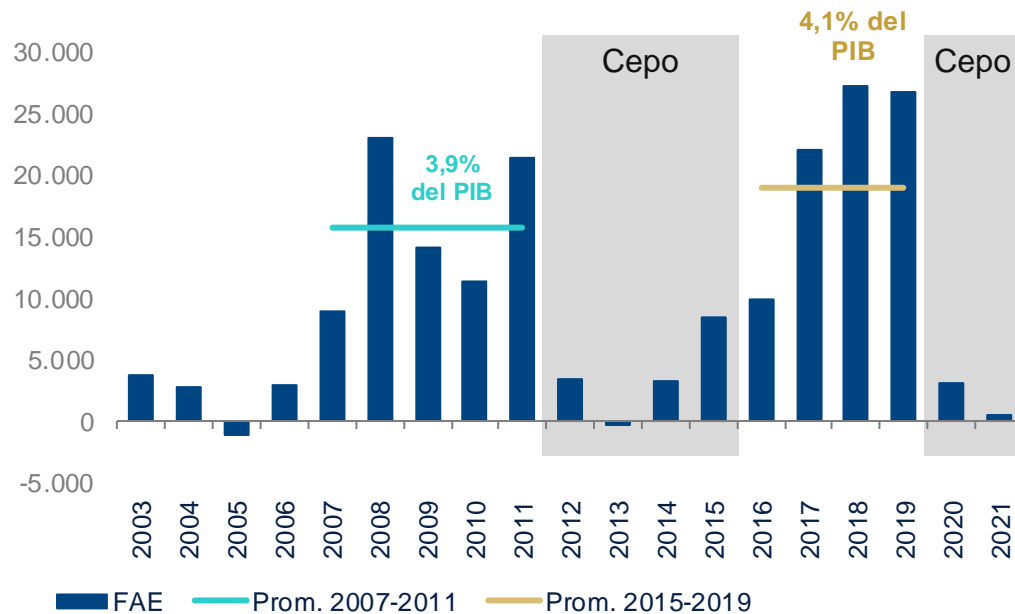
### RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS Y NETAS (EN MILLONES DE USD)



Fuente: BBVA Research y BCRA. Nota: Las reservas netas son el resultado de restarle a las brutas los pasivos de corto plazo en moneda extranjera del BCRA:

# Por eso, existen presiones monetarias que empujarían al tipo de cambio oficial a devaluarse en caso de flexibilizarse los controles cambiarios

## FORMACION DE ACTIVOS EXTERNOS NETOS (FAE) \* (EN MILLONES DE USD)



\*En signo invertido (un signo positivo indica salida de divisas)

Fuente: BBVA Research y BCRA

## BRECHA ESTIMADA ENTRE CC ESTRUCTURAL VS CC PROYECTADA + FAE (EN % DEL PIB)

1	Cuenta Corriente Estructural 2024 (sin cepo)	<b>-2,1%</b>
2	Cuenta Corriente Proyectada 2024	<b>-1,9%</b>
3	FAE Prom. 2007-21 (sin cepo y sin componente estructural)	<b>-4,0%</b>
4	CC Proyectada + FAE sin cepo (2+3)	<b>-5,9%</b>
<b>Brecha (4-1)</b>		<b>-3,8%</b>

Fuente: BBVA Research, INDEC y BCRA

En períodos sin cepo, la FAE promedió el 4% del PIB entre 2007-11 y 2016-19. Una nueva flexibilización cambiaria en 2024 deberá afrontar un aumento de la demanda de divisas por este motivo.

Bajo nuestro escenario base, la suma entre la CC proyectada y la salida por FAE sumaría -5,9% del PIB, por encima del resultado estructural de -2,1% del PIB. Ello indica que sería necesaria una corrección del TCR para equilibrar ambos valores.

## Corrección del TCR necesaria para equilibrar la Cuenta Corriente y FAE proyectadas con el resultado de Cuenta Corriente estructural



1,6

En base a la estimación de una relación de cointegración entre resultados de Cuenta Corriente, tipo de cambio real, PIB doméstico y PIB global, hallamos que **la elasticidad de largo plazo de la CC/PIB ante cambios del tipo de cambio real sería de 1,6.**



40%

Por ende, para reducir esa brecha de 3,8% del PIB entre Cuenta Corriente observada + FAE y la Cuenta Corriente estructural, **el tipo de cambio real debería devaluarse 40%** (es decir, un salto del tipo de cambio nominal por encima de la inflación que produzca esa mejora en términos reales).



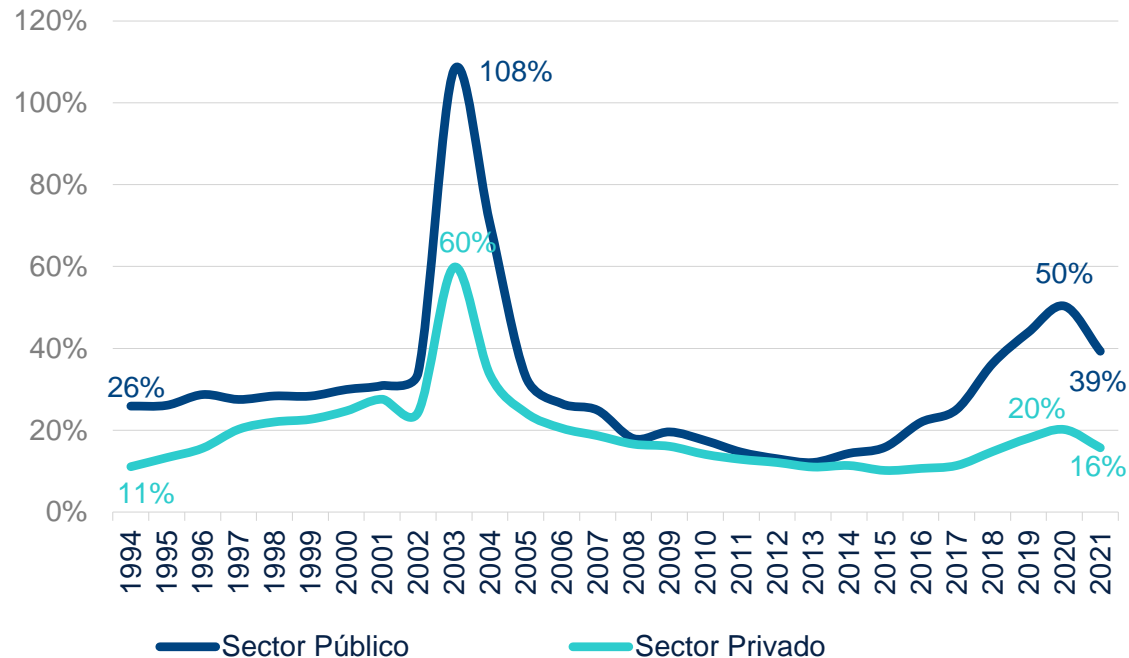
2013

**Este resultado contempla unos términos de intercambio que bajan respecto de los valores de hoy pero permanecen altos (a niveles de 2013),** por lo que un deterioro superior de los mismos (lo cual no es poco probable, ante el escenario de suba de tasas de EE.UU.) implicaría la necesidad de una mayor depreciación real.

# Sostenibilidad de la deuda externa

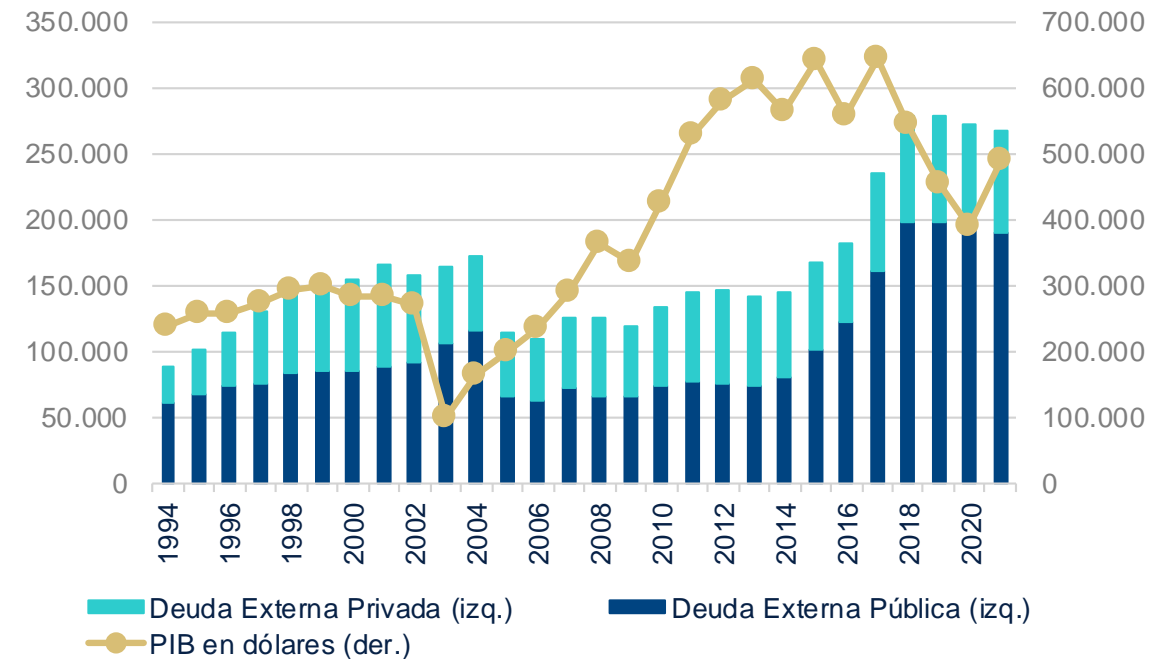
# La deuda externa ha crecido sustancialmente desde 2013 y alcanzó un máximo en 2020

## DEUDA EXTERNA POR SECTOR (EN % PIB)



Fuente: BBVA Research e INDEC

## DEUDA EXTERNA POR SECTOR Y PIB NOMINAL (EN MILLONES DE USD)



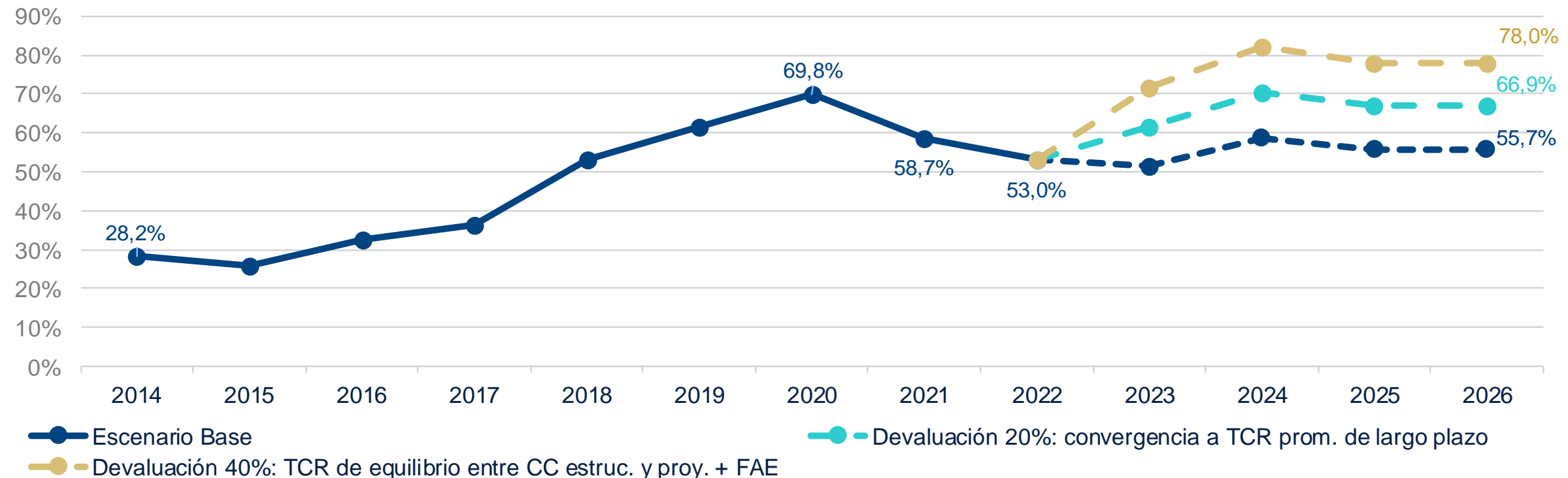
Fuente: BBVA Research e INDEC

Tras alcanzar un pico en 2020, la deuda externa comenzó a bajar gracias al superávit de cuenta corriente y cierta apreciación del tipo de cambio real.



# Bajo nuestro escenario macro base y dada la evolución proyectada del resultado de CC estructural, la deuda externa/PIB se mantendría estable

## ESCENARIOS DE DEUDA EXTERNA ANTE SALTOS CAMBIARIOS (EN % DEL PIB)



Fuente: BBVA Research, BCRA e INDEC

Però la sostenibilidad de la deuda no luce robusta ante shocks cambiarios. Si el TCR se devalúa 20% (hacia su promedio de largo plazo), la deuda externa superaría el 65% del PIB en 2024. Si se devalúa 40% (equilibrio entre la CC estructural y la proyectada + FAE), la deuda superaría el 70%. La cota máxima prudencial para la deuda externa argentina suele fijarse en 60% del PIB.

# Conclusiones

# Principales conclusiones



El resultado de cuenta corriente estructural de Argentina se estima en un **déficit que oscilaría entre 2,1 y 2,8%** del PIB a mediano plazo.



Los principales determinantes de este resultado estructural son **la deuda privada, el balance fiscal y los factores comerciales** (explicados fundamentalmente por los términos de intercambio).



El **bajo ratio de Inversión a PIB** en el caso argentino hace que esta variable haya tenido bajo impacto como determinante de la cuenta corriente estructural, en comparación con otros países.



El cepo cambiario agrega una **distorsión del orden del 1% del PIB** sobre la cuenta corriente estructural. Impulsa un resultado más superavitario, por las restricciones al pago de dividendos e importaciones y porque desalienta los ingresos de capitales e inversiones.



**La formación de activos externos resultó tener un impacto bajo** sobre la cuenta corriente estructural en nuestro modelo. Probablemente esto se deba a la volatilidad de esa variable tras sucesivos años con cepos cambiarios y múltiples controles de capital.



Nuestra previsión de cuenta corriente para el mediano plazo se encuentra **por encima de las proyecciones que surgen de nuestro modelo de cuenta corriente estructural.**

# Principales conclusiones



La cuenta corriente hoy en día es más **superavitaria** que el resultado estructural estimado. Desde una perspectiva estrictamente **comercial** eso indicaría que **no sería necesaria una depreciación** del tipo de cambio oficial para alinear la cuenta corriente observada con la estimación estructural.



Sin embargo, la actual **brecha mayor al 100%** entre el tipo de cambio oficial y las paridades alternativas **sugieren que existen presiones devaluatorias sobre el tipo de cambio oficial.**



La elevada emisión monetaria para financiar al Tesoro, en un marco de múltiples restricciones cambiarias, cierre de mercados de capitales y escasez de reservas del Banco Central determinan que las **presiones devaluatorias tengan un origen más de índole financiero** que comercial.



**El tipo de cambio real multilateral se encuentra 20% más apreciado que su media histórica** (últimos 42 años). Este suele ser uno de los varios indicadores que se utilizan para evaluar el nivel de desalineamiento del tipo de cambio respecto de su valor de equilibrio.



Al corregir por **factores comerciales** como los términos de intercambio, el tipo de cambio real multilateral estaría un **18% más depreciado respecto de su media histórica.**



Ante una **flexibilización** del cepo cambiario y de las compras de moneda extranjera para ahorro, **la salida de divisas por Formación de Activos Externos podría alcanzar 4% del PIB** (promedio desde 2007 para los años sin cepo).

# Principales conclusiones



Si un nuevo gobierno flexibiliza el cepo (2024), computamos que **el TCR debería depreciarse 40% para equiparar la cuenta corriente proyectada y la FAE con sus niveles estructurales**. El paso siguiente será estimar un modelo detallado de los determinantes del TCR de equilibrio para refinar este resultado.



Hallamos una **relación de cointegración** de largo plazo entre cuenta corriente, tipo de cambio real, el PIB doméstico y el PIB global.



La cuenta corriente medida en porcentaje del PIB exhibe una **elasticidad con respecto al tipo de cambio real de 1,6**. Por ejemplo, una depreciación del tipo de cambio real de 10% incrementaría un superávit de cuenta corriente de 1% del PIB a 1,16% del PIB.



Bajo nuestro escenario macroeconómico base, **el resultado de cuenta corriente estructural de largo plazo no gatillaría problemas de sostenibilidad de la deuda externa**.



Sin embargo, **la trayectoria de la deuda externa no es robusta ante shocks cambiarios**.



Una **devaluación del TCR de 20%** (media histórica) empujaría la deuda externa por encima de 65% del PIB, mientras que **una devaluación de 40%** (equilibrio entre CC estructural y la observada + FAE sin cepo) provocaría un salto inmediato en la deuda externa a 70% del PIB.

# Análisis de la Cuenta Corriente estructural argentina y sus determinantes

Agosto de 2022