Unidad 4: Déficit de Cuenta Corriente (restricción externa)

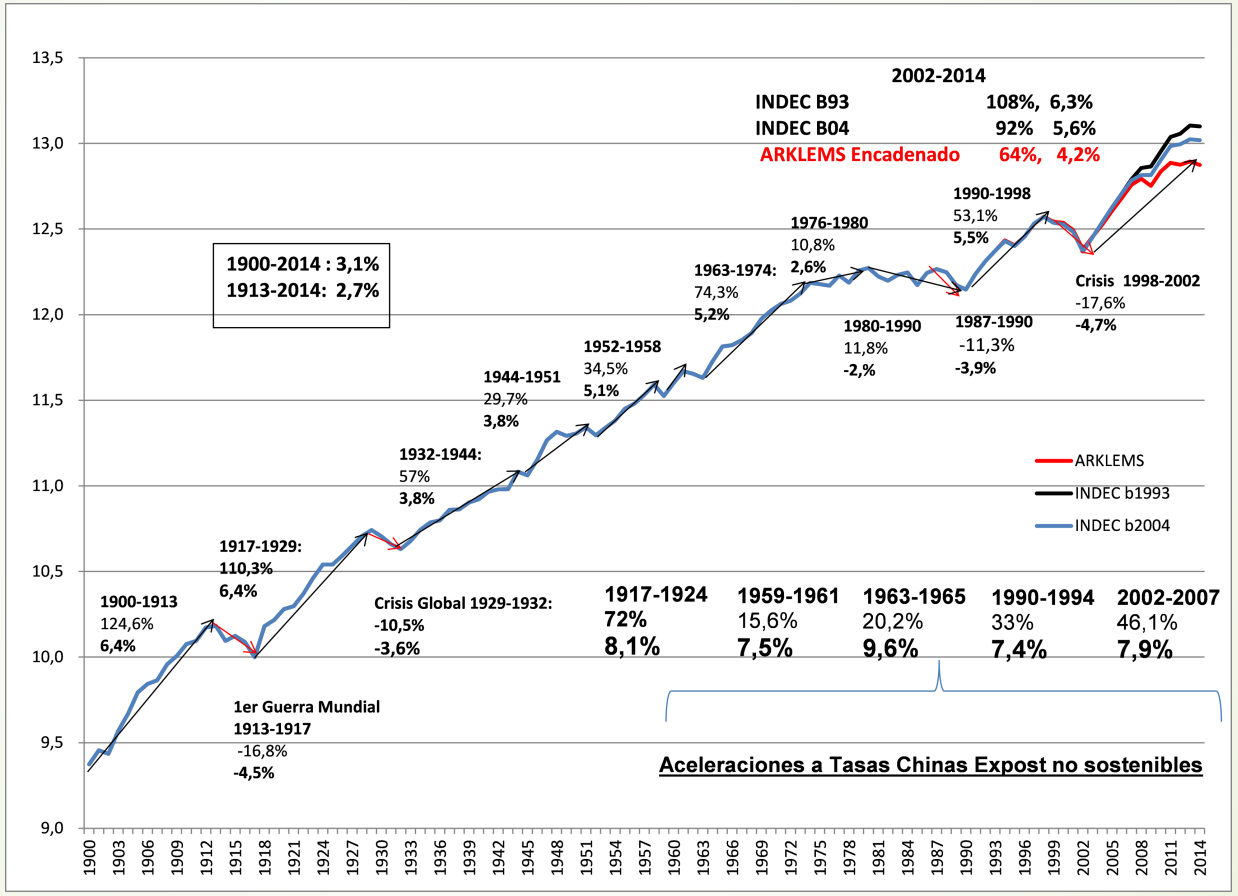
Macroeconomía III – División Schclarek Curutchet

FCE-UNC

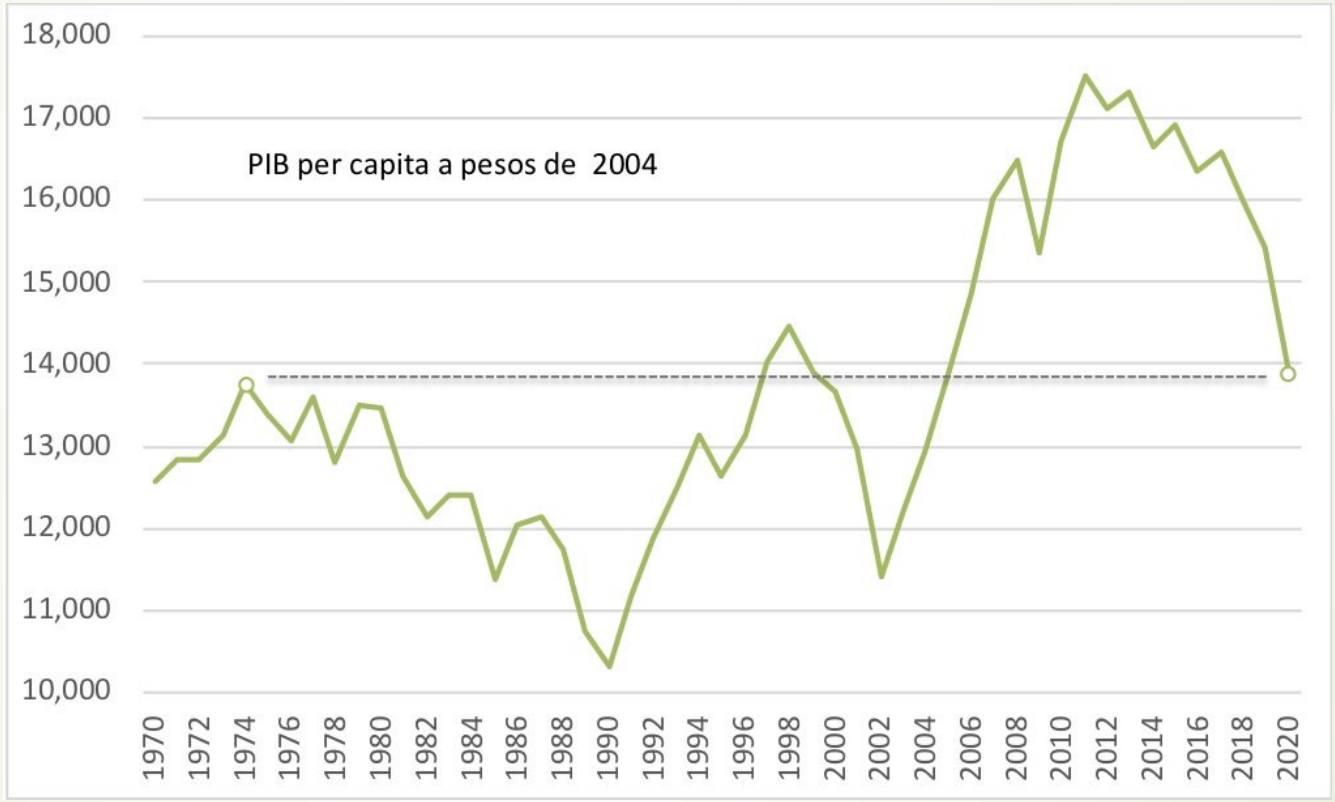
Déficit de Cuenta Corriente (restricción externa)

- Teoría Crecimiento Restringido por la Balanza de Pagos (Ley de Thirlwall)
  - Tema de Largo plazo
- Crisis cambiaria 2018 y 2019 por déficit de cuenta corriente
  - Tema de corto plazo

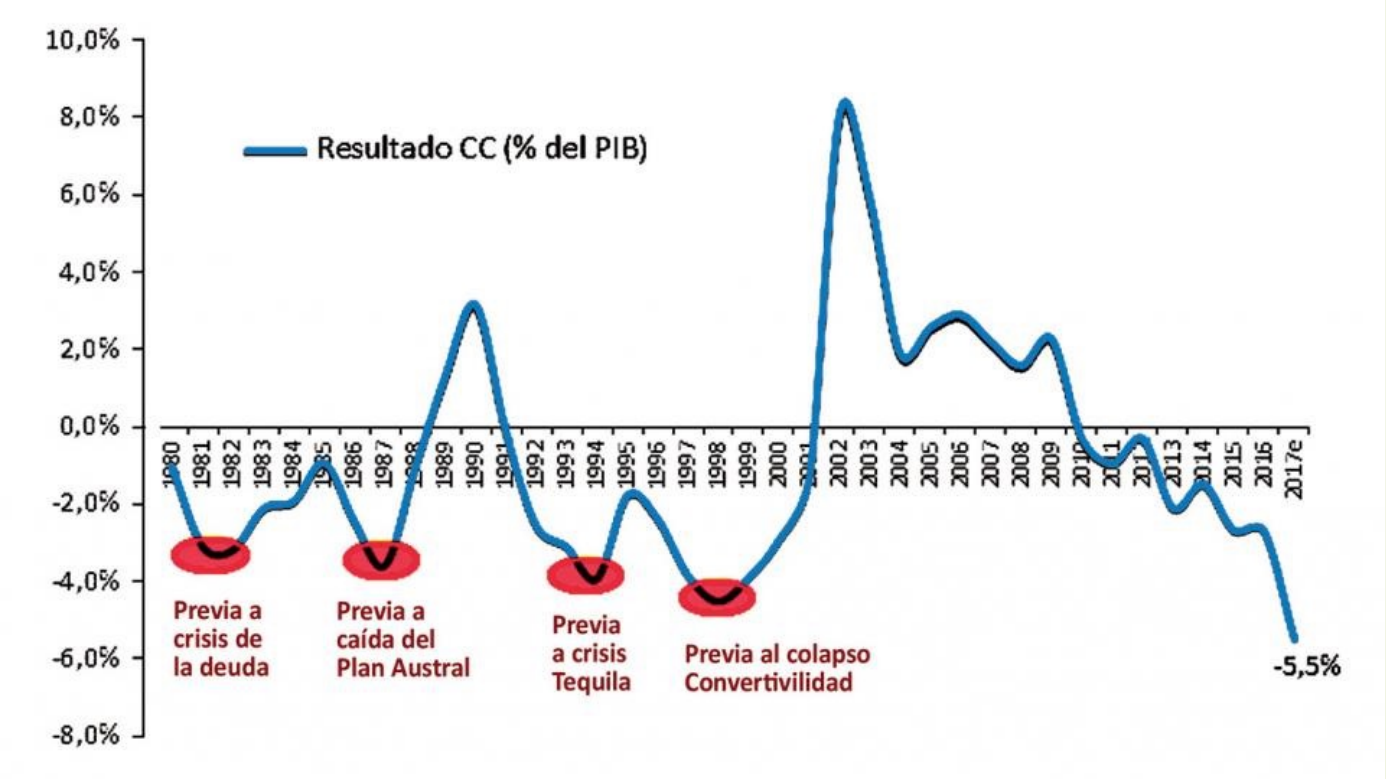
Crecimiento económico en Argentina



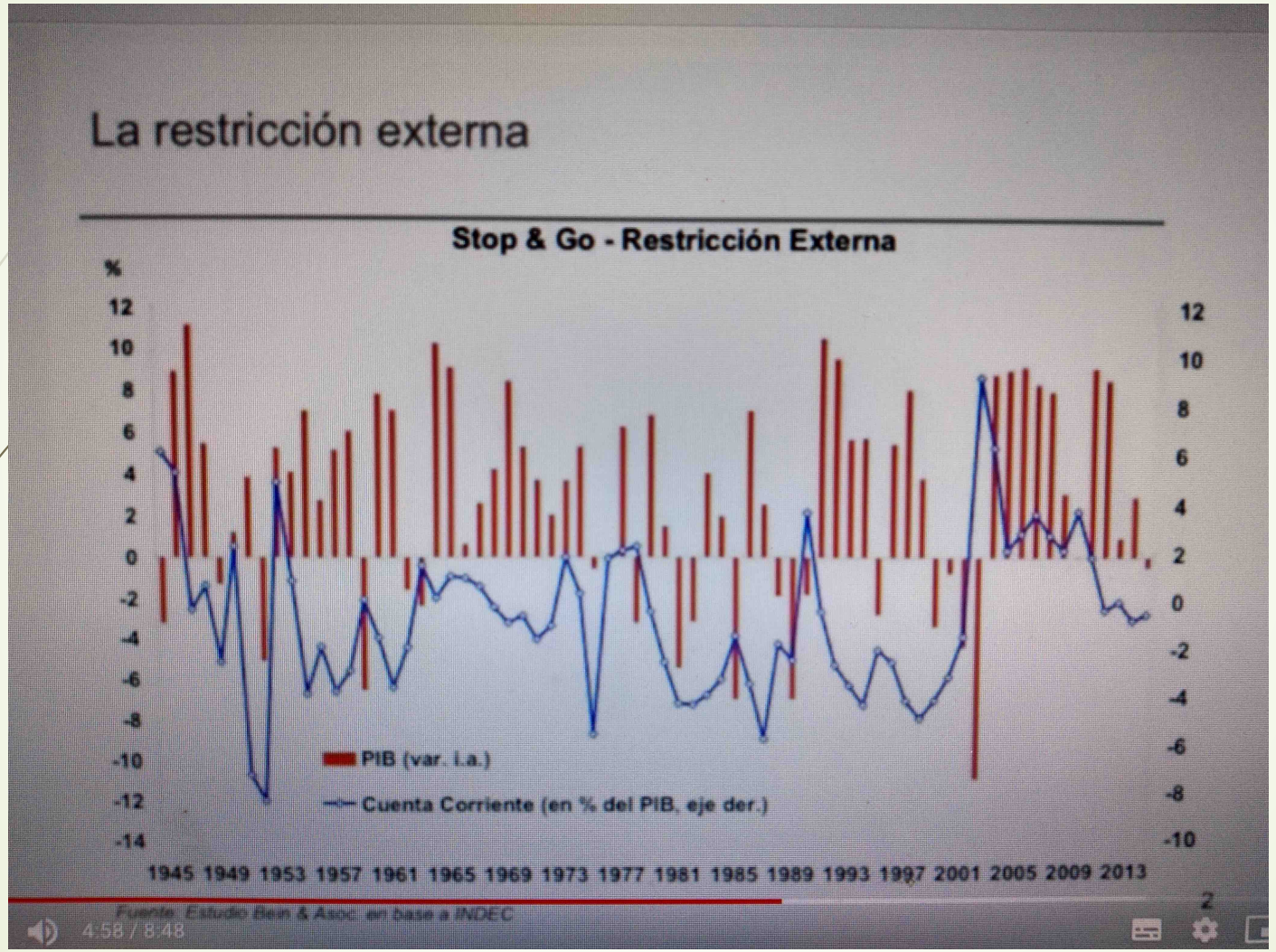
Crecimiento económico en Argentina



Falta de dólares y crisis 1980-2017



Cuenta corriente Argentina 1945-2013



Discusión teórica: ¿es relevante la restricción externa?

- Hipotesis mercado completo (ej. Obstfeld y Rogoff 1996): fluctuaciones cuenta corriente por comportamiento óptimo empresas y familias
  - Deficit CC presente implica agentes planean superavit CC futuro (equilibrio intertemporal)
- Doctrina Lawson:
  - Solo deficit CC generados por deficit fiscal son problemáticos
- Obstfeld (2012) plantea que CC si es relevante y rechaza generalidad de Doctrina Lawson
  -
- Restricción externa: Prebisch (1950), Thirlwall (2011), Edwards (2002), Obstfeld (2012), etc.

Teoría Crecimiento Restringido por la Balanza de Pagos (Ley de Thirlwall)

- A largo plazo no puede haber un déficit comercial ya que desde el exterior nadie está dispuesto a financiar permanentemente el déficit comercial. Esto significa que:

$$\boldsymbol{X = M} \qquad \textbf{(1)}$$

donde *X* son las exportaciones y *M* las importaciones

- Además, para producir se requiere bienes de capital (maquinaria) e insumos (o bienes intermedios) importados

$$\boldsymbol{M = \bar{M} + mY} \textbf{(2)}$$

donde $\bar{M}$ es la importación autónoma (que no depende del ingreso *Y*), *Y* es el nivel de ingreso y *m* es la propensión marginal a importar.

Teoría Crecimiento Restringido por la Balanza de Pagos (Ley de Thirlwall)

Utilizando la ecuación (1) y (2) tenemos que:

$$X = \bar{M} + mY \qquad (3)$$

Por lo que, si despejamos por *Y* obtenemos

$$Y = \frac{(X - \bar{M})}{m} \qquad (4)$$

Si derivamos la ecuación 4 con respecto al tiempo, obtenemos que:

$$\Delta Y = \frac{\Delta X}{m} \qquad (5)$$

Si a la ecuación 5 la multiplicamos por $\frac{X}{Y}$ obtenemos:

$$X\frac{\Delta Y}{Y} = \frac{X}{Y}\frac{\Delta X}{m} \qquad (6)$$

Teoría Crecimiento Restringido por la Balanza de Pagos (Ley de Thirlwall)

De la ecuación 1 sabemos que $X = M$ y de la ecuación 2 sabemos que $m = \frac{\Delta M}{\Delta Y}$, por lo que el lado derecho de la ecuación 6 se puede reescribir como

$$X\frac{\Delta Y}{Y} = \frac{M}{Y}\frac{\Delta Y}{\Delta M}\Delta X \qquad (7)$$

A su vez, despejando X del lado derecho de la ecuación 7 y re-ordenando el lado izquierdo de la ecuación 7, obtenemos

$$\frac{\Delta Y}{Y} = \frac{\Delta X}{X} / \left(\frac{\frac{\Delta M}{M}}{\frac{\Delta Y}{Y}}\right), \quad (8)$$

donde $\pi = \left(\frac{\frac{\Delta M}{M}}{\frac{\Delta Y}{Y}}\right)$ es la elasticidad ingreso de la demanda de importaciones, $y = \frac{\Delta Y}{Y}$ es la tasa de crecimiento del ingreso y $x = \frac{\Delta X}{X}$ es la tasa de crecimiento de las exportaciones.

Teoría Crecimiento Restringido por la Balanza de Pagos (Ley de Thirlwall)

$\pi = \left(\frac{\frac{\Delta M}{M}}{\frac{\Delta Y}{Y}}\right)$: la elasticidad ingreso de la demanda de importaciones (π) se define como el cambio porcentual en la demanda por importaciones ante un cambio porcentual en el ingreso.

Mayores niveles de una elasticidad ingreso implican una sensibilidad mayor de las cantidades importadas ante cambios en el ingreso.

Teoría Crecimiento Restringido por la Balanza de Pagos (Ley de Thirlwall)

Por lo tanto, la ecuación 8 se puede reescribir como

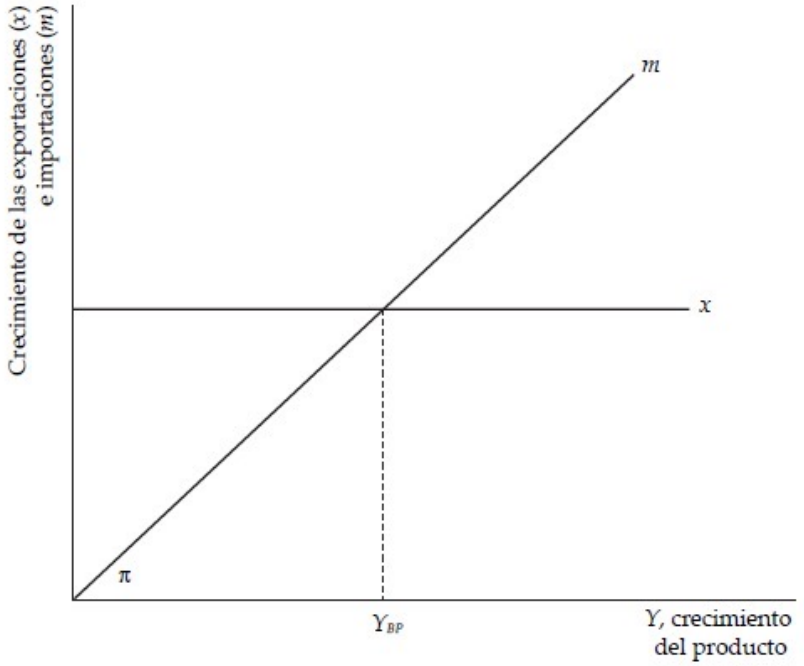
$$y = \frac{x}{\pi} \qquad (9)$$

La tasa de crecimiento de largo plazo de una economía consistente con el equilibrio de la balanza de pagos viene dada por la tasa de crecimiento de las exportaciones dividido por la elasticidad ingreso de la demanda de importaciones.

- Mientras mayor sea la tasa de crecimiento de las exportaciones (x), mayor será la tasa de crecimiento del ingreso (y).
- Mientras menor sea la elasticidad ingreso de la demanda de importaciones (π), mayor será la tasa de crecimiento del ingreso (y).
  - Una menor elasticidad ingreso de la demanda de importaciones (π) significa que la economía requiere menos bienes de capital importados para crecer.

Teoría Crecimiento Restringido por la Balanza de Pagos (Ley de Thirlwall)

Gráfica 1
Determinación de la tasa de crecimiento compatible con el equilibrio de la balanza de pagos



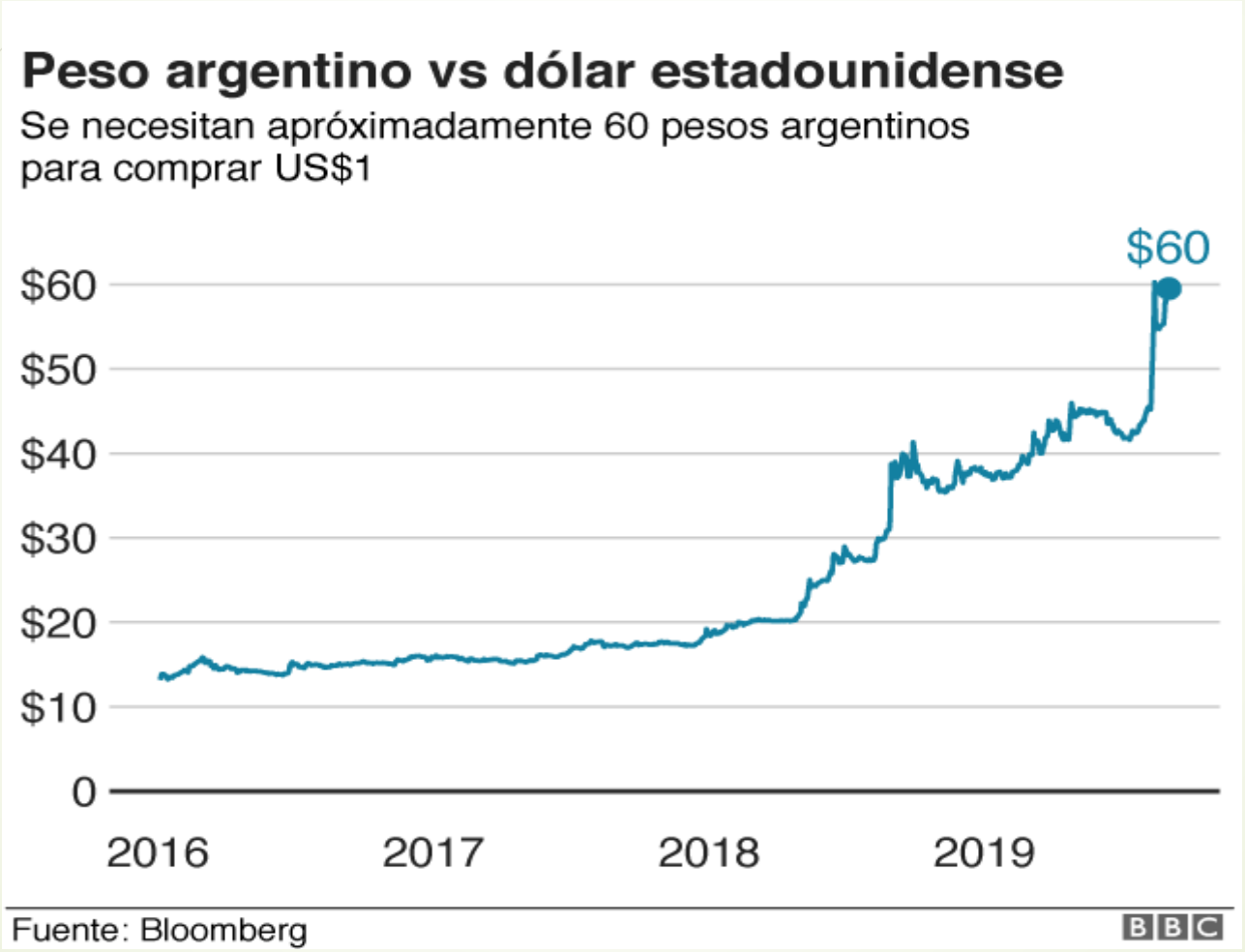
Teoría Crecimiento Restringido por la Balanza de Pagos (Ley de Thirlwall)

- Este modelo es del tipo *export-led growth:* importancia exportaciones por sobre el ahorro ya que para crecer se requieren dólares:
  - Se requieren dólares para financiar inversión en maquinaria e insumos intermedios importados (que no se producen internamente).
  - Aumento exportaciones permite crecimiento más rápido otros componentes de demanda con contenido importado: consumo de bienes importados, turismo exterior, etc. y operaciones financieras con exterior: pago intereses deuda externa, distribución dividendos empresas extranjeras y ahorro en dólares. Sin dólares de exportaciones, la demanda deberá ser restringida para evitar crisis de balanza de pagos y se deben poner "cepos" al ahorro en dólares, etc.

Crisis cambiaria 2018 y 2019 por déficit de cuenta corriente

- Efectos sobre el tipo de cambio y las reservas
- Razones de la crisis cambiaria
  - Profundización del déficit de cuenta corriente
  - Sostenido atraso cambiario
  - Financiamiento déficit cuenta corriente mediante endeudamiento externo
  - Liberalización cuenta capital a fondos externos de corto plazo
  - Tasa de interés domestica, medida en dólares, alta
  - Desencadenamiento corrida cambiaria: suba tasa de interés de EEUU

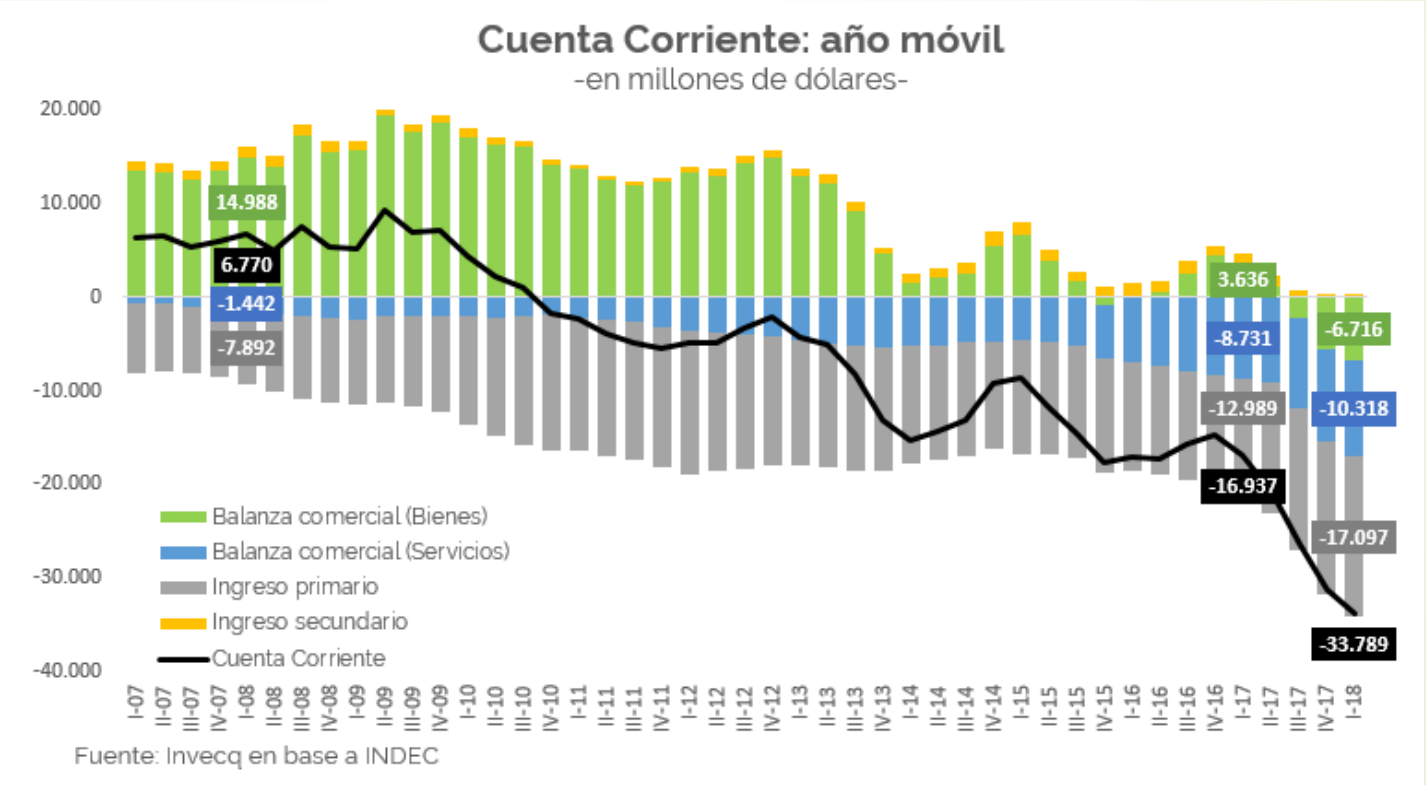
Crisis cambiaria 2018 y 2019 por déficit de cuenta corriente



Crisis cambiaria 2018 y 2019 por déficit de cuenta corriente

Crisis cambiaria 2018 y 2019 por déficit de cuenta corriente

Crisis cambiaria 2018 y 2019 por déficit de cuenta corriente



Fuente: Invecq en base a INDEC

Crisis cambiaria 2018 y 2019 por déficit de cuenta corriente

Crisis cambiaria 2018 y 2019 por déficit de cuenta corriente

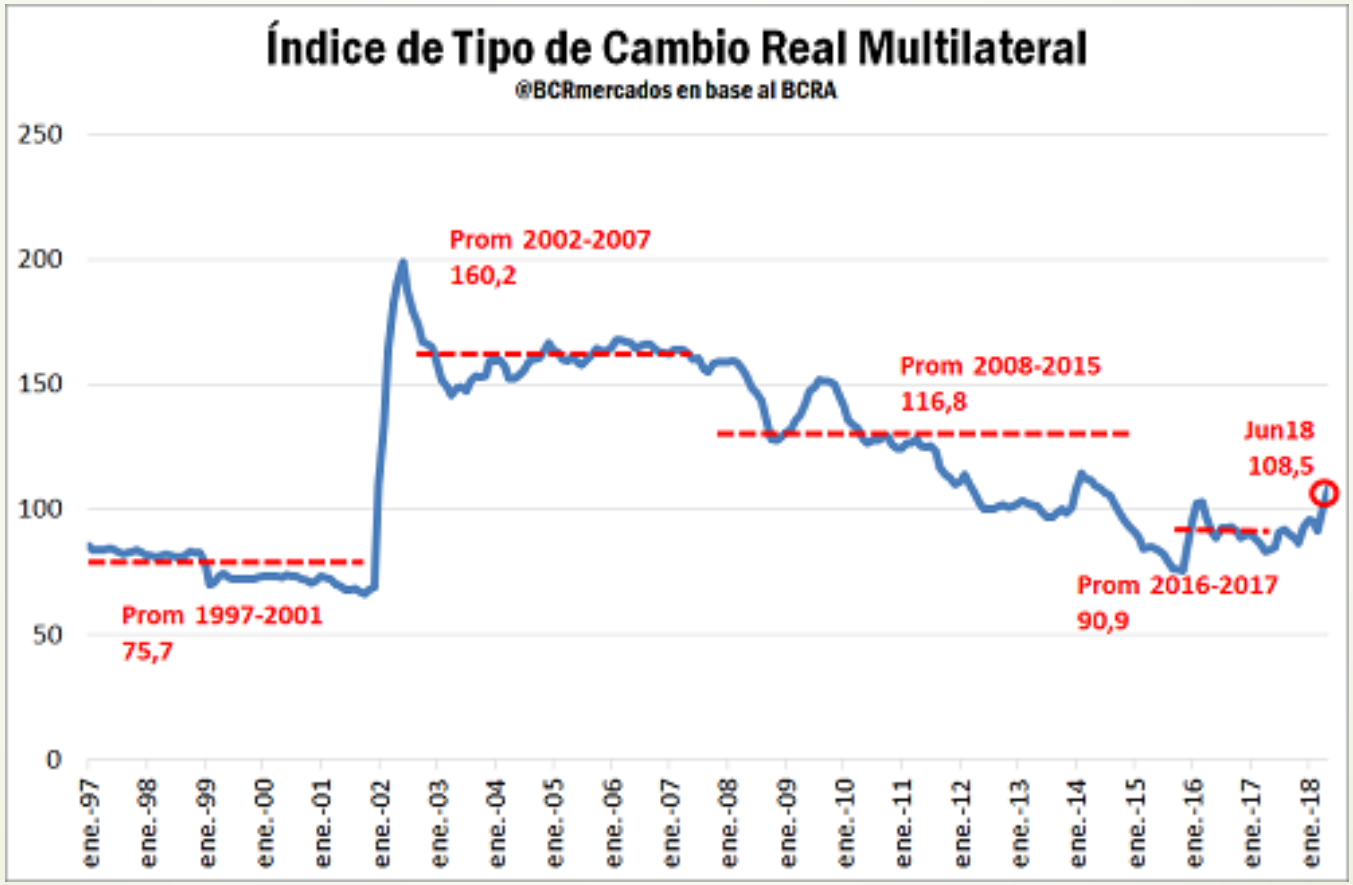
- **Déficit Cuenta Corriente 2017**: USD 30.792 millones (6% del PBI)
  - **Intereses Deuda Pública Externa:** USD 7.970 millones (42% deuda pública es *externa por residencia*)
  - **Utilidades y dividendos:** USD 7.743 millones (62,6% de 500 empresas más grandes de Argentina tienen participación extranjera)
  - **Déficit comercial de bienes:** USD 5.522 millones
  - **Déficit viajes de turismo y negocios:** USD 5.446 millones
  - **Déficit por servicios de transporte:** USD 3.443 millones
  - **Déficit por uso de propiedad intelectual:** USD 2.135 millones

Crisis cambiaria 2018 y 2019 por déficit de cuenta corriente

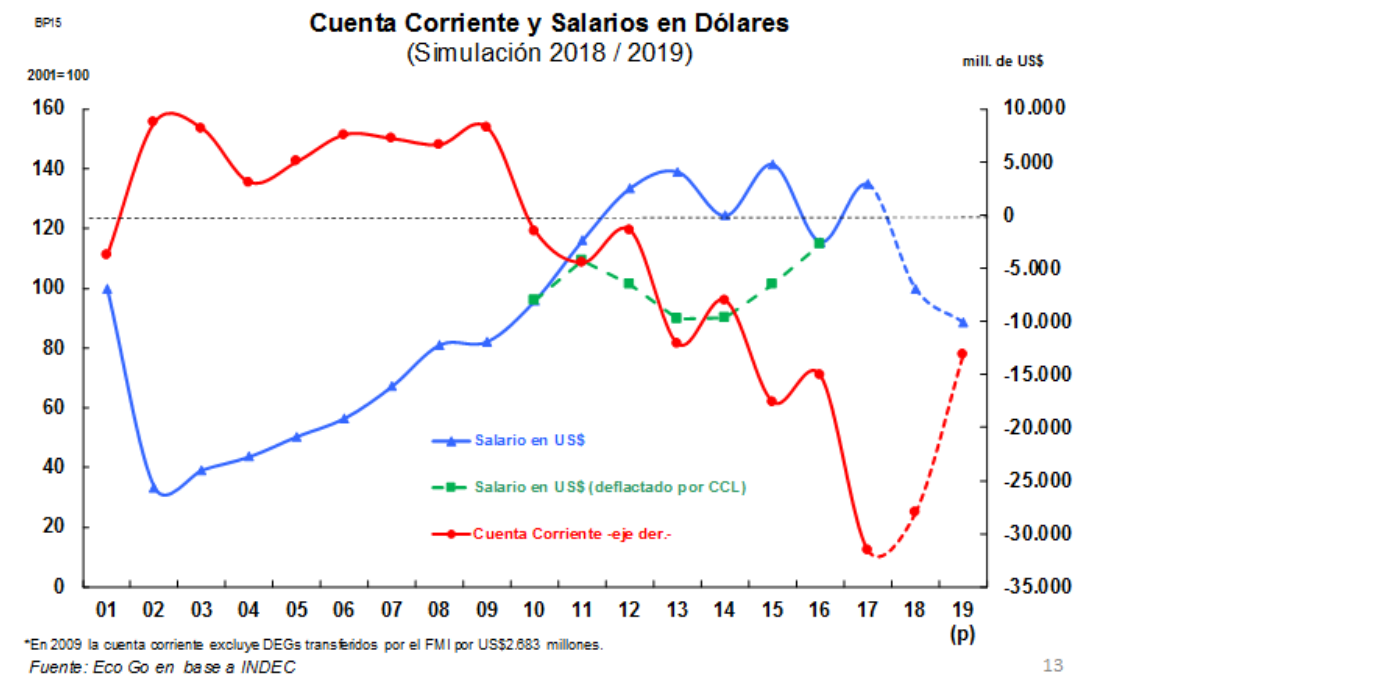
- **Déficit Cuenta Corriente 2017**: USD 30.792 millones (6% del PBI)
- **Adquisición USD sector privado no financiero**: USD 13.801 millones.
- **Necesidad de financiamiento externo:** USD 44.593 millones
  - **Emisión neta deuda pública externa:** USD 33.498 millones
  - **Inversión directa extranjera**: USD 11.095 millones

Crisis cambiaria 2018 y 2019 por déficit de cuenta corriente

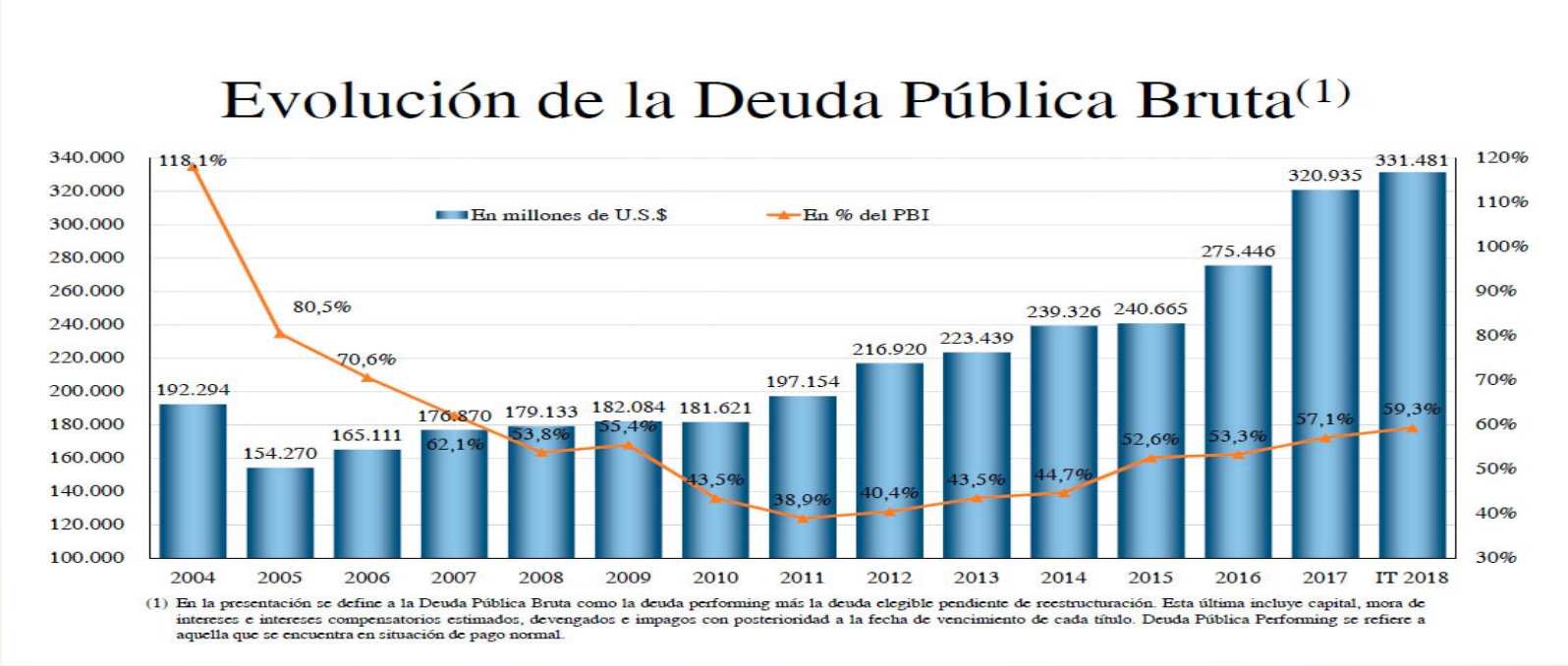
Déficit de cuenta corriente y atraso cambiario (TCR)



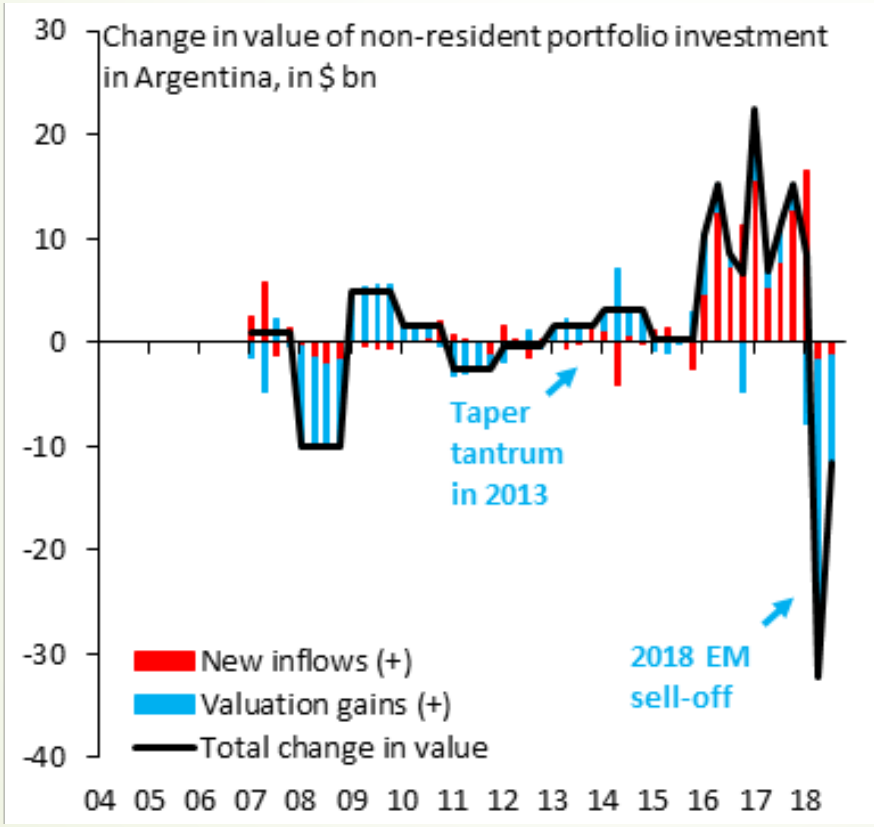
Déficit de cuenta corriente y salarios en dólares



Déficit CC financiado con endeudamiento público externo!

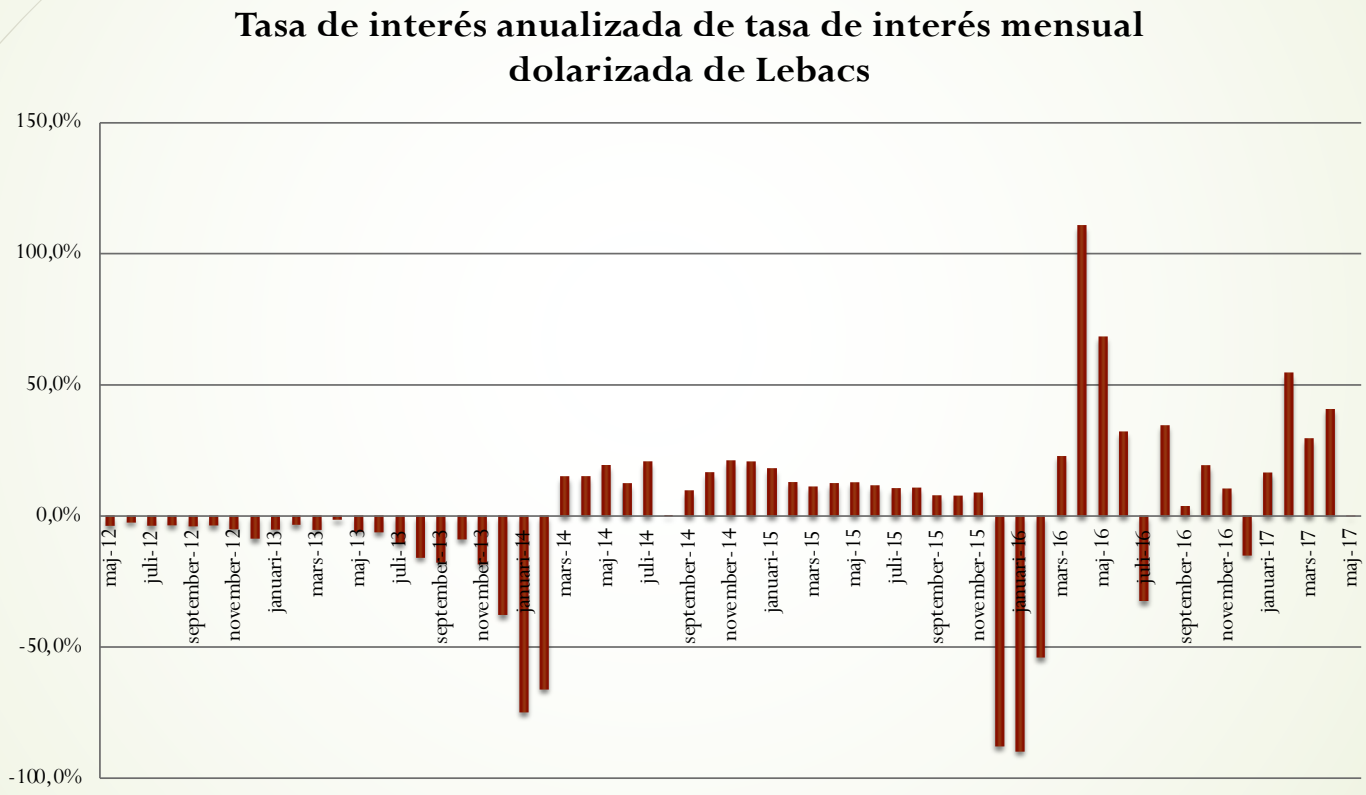


Financiar el déficit de CC con "hot money" es muy arriesgado

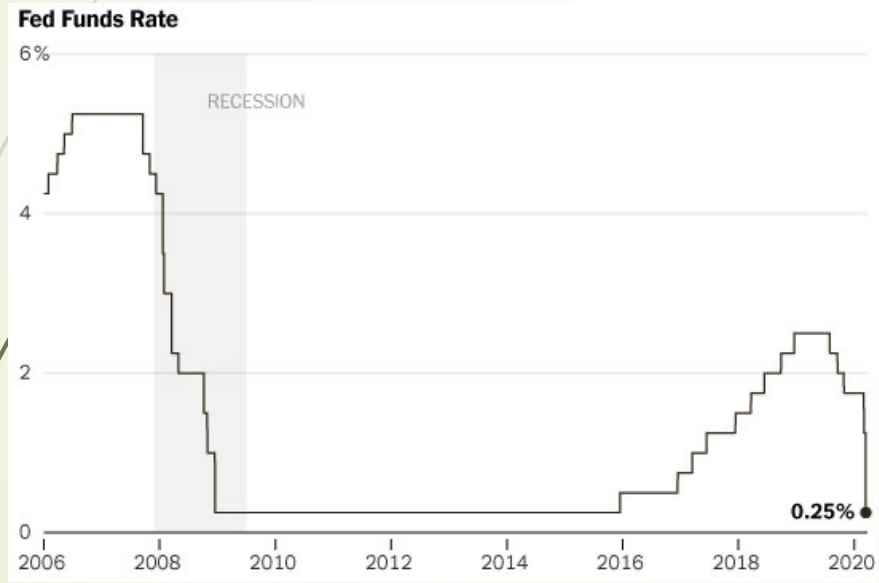


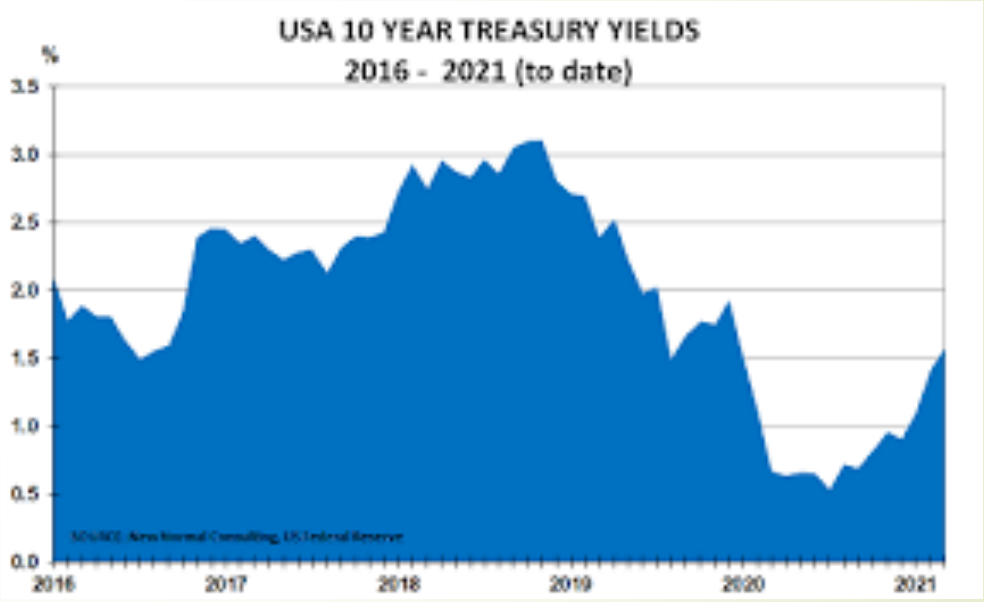
Liberalización de cuenta de capital favoreció la entrada masiva de capitales especulativos de corto plazo en 2016-2017, dejando a la economía extremadamente vulnerable ante el evento de un freno repentino, el cual efectivamente se materializó en 2018

Hot money: Tasas de Intéres Altas en Dólares y Carry Trade.

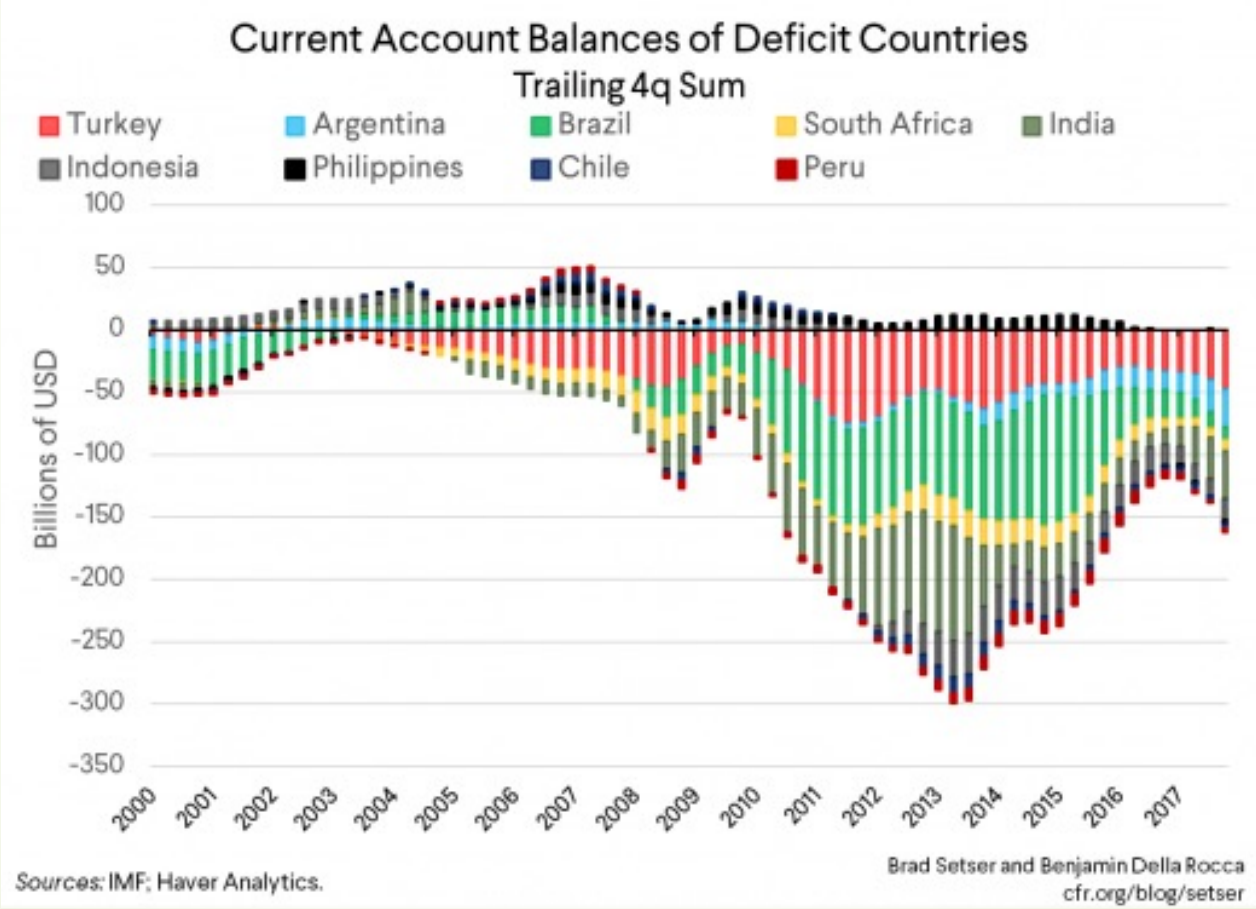


¿Que desencadenó la corrida cambiaria?

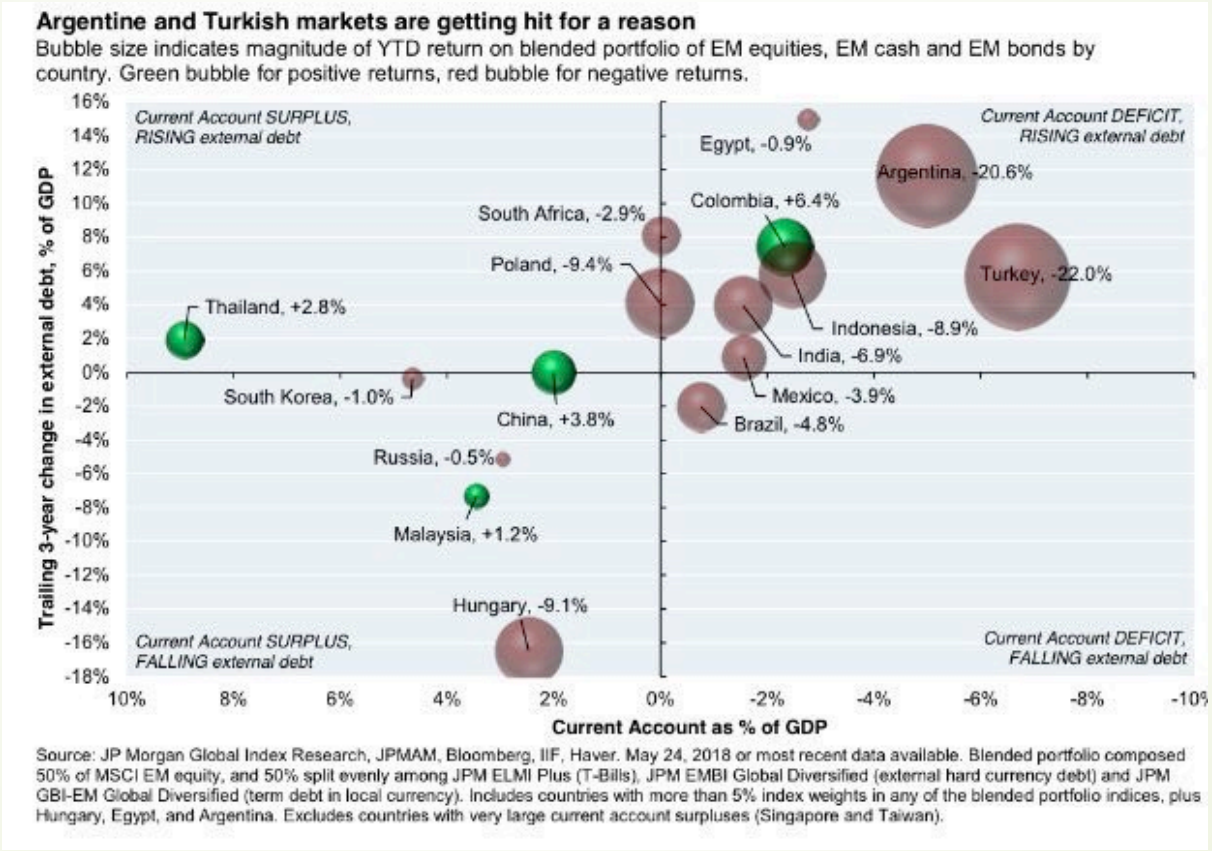




Argentina y Turquía mayor déficit CC 2017

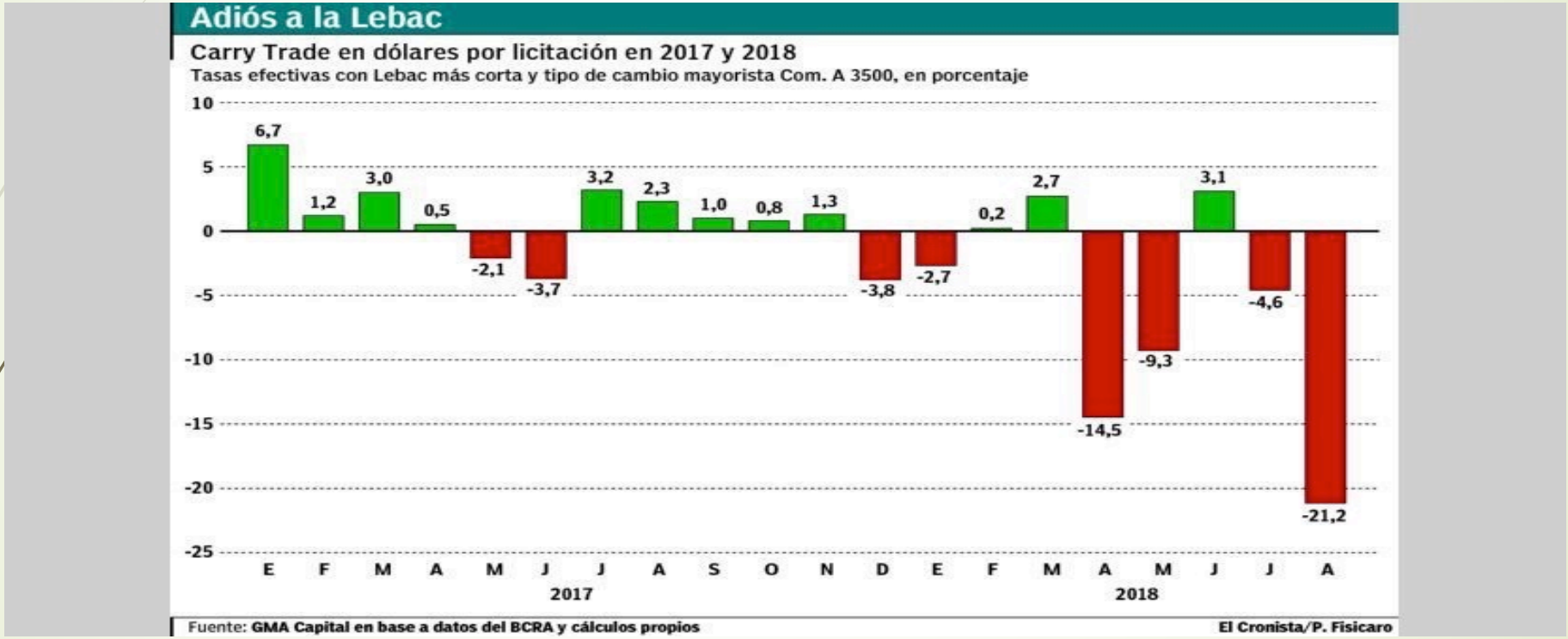


Déficit CC y Deuda Externa: Corrida cambiaria!



Source: JP Morgan Global Index Research, JPMAM, Bloomberg, IIF, Haver. May 24, 2018 or most recent data available. Blended portfolio composed 50% of MSCI EM equity, and 50% split evenly among JPM ELMI Plus (T-Bills), JPM EMBI Global Diversified (external hard currency debt) and JPM GBI-EM Global Diversified (term debt in local currency). Includes countries with more than 5% index weights in any of the blended portfolio indices, plus Hungary, Egypt, and Argentina. Excludes countries with very large current account surpluses (Singapore and Taiwan).

Consecuencias de Tasas de Intéres Altas y Carry Trade:



Conclusión

- Problema: Faltan dólares – Déficit de Cuenta Corriente
- Situación empeora si:
  - Déficit Cuenta Corriente se profundiza
  - Financiamiento Déficit CC con Endeudamiento Externo Público y "hot" money
  - Tasas de Interés Altas, medidas en dólares (carry trade)
  - Atraso cambiario
  - Liberalización cuenta capital
  - Déficit Fiscal
- Solución: Vivir con lo nuestro? No, exportar!

Exportar es la salida