

# Sector externo de Argentina

¿Es sostenible financiar el déficit en  
cuenta corriente con endeudamiento?

Diciembre 2017

## Índice

- 01** La Cuenta Corriente y su financiamiento
- 02** Indicadores de vulnerabilidad
- 03** Financiamiento de la Cuenta Corriente ¿es sostenible?
- 04** Posibles riesgos a mediano plazo

## Mensajes clave

El déficit de cuenta corriente seguirá creciendo los próximos años, pero podría ser sostenible si se produce un círculo virtuoso de reducción del déficit fiscal y aumento de la IED a mediano plazo

- ◆ El déficit de cuenta corriente se está agravando rápidamente por el deterioro de la balanza comercial, lo cual alimenta temores de una salida traumática como ha ocurrido en el pasado
- ◆ El déficit se explica por una insuficiencia de ahorro interno para financiar los niveles de inversión necesarios para garantizar el crecimiento, combinado con un déficit fiscal que se cubre con endeudamiento externo desde el año 2016
- ◆ Algunos indicadores de vulnerabilidad externa muestran cierta fragilidad; sin embargo Argentina cuenta actualmente con un relativamente bajo nivel de endeudamiento lo cual está permitiendo financiar la transición tomando deuda en los mercados a tasas razonables, durante la fase ascendente del ciclo económico y con un contexto político favorable
- ◆ **En un escenario de suave crecimiento económico con corrección gradual del déficit fiscal como el que hoy está en marcha y con la IED creciendo hasta niveles similares a países de la región, el déficit externo podría ser financiado a mediano plazo sin que el endeudamiento externo se desborde y evitando una de las cíclicas crisis externas que ha sufrido Argentina**

# 01

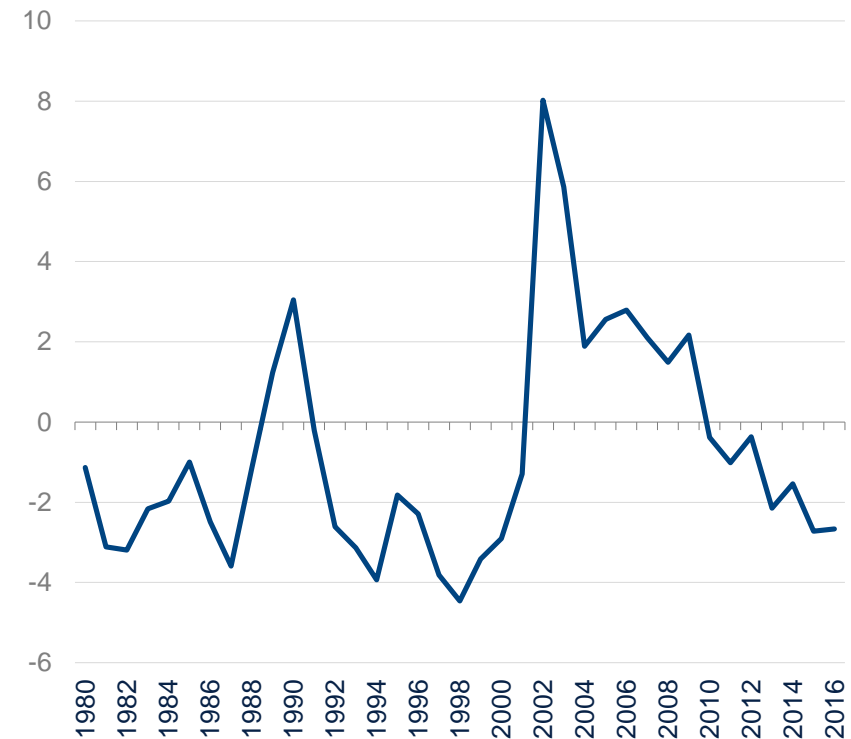
## La Cuenta Corriente y su financiamiento

# Históricamente la cuenta corriente argentina ha mostrado déficits recurrentes y solo en contadas excepciones hubo superávit

Ante la insuficiencia de ahorro doméstico, el exceso de gasto se ha financiado con ahorro externo

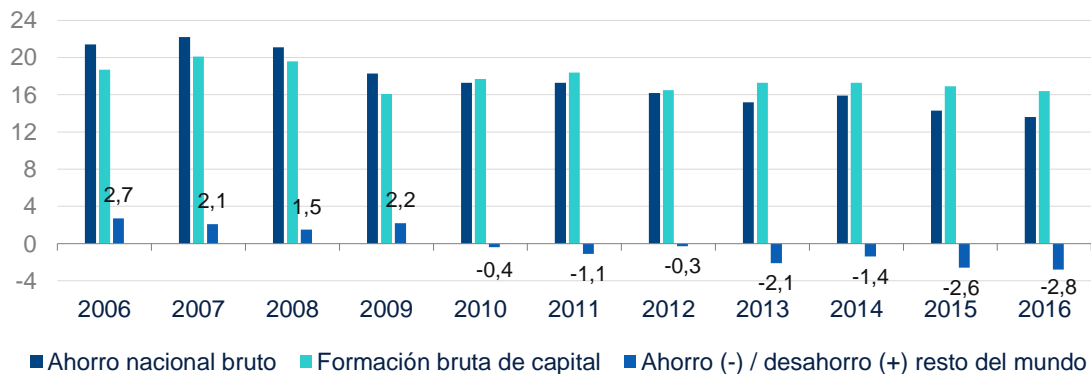
- ◆ Las contadas ocasiones en que se generó superávit externo se debió a la salida traumática de una crisis. La más destacable fue la salida de la Convertibilidad en donde se conjugaron la **fuerte caída del PIB** y **devaluación del peso** que provocaron una drástica caída de las importaciones mientras que los buenos precios de commodities comenzaban a favorecer las exportaciones
- ◆ A pesar de haber incurrido en un **default soberano**, que determinó el cese de pagos de la deuda, los intereses continuaron devengándose en la Cuenta Corriente con su contrapartida “Atrasos” en la cuenta financiera, haciendo que el superávit en cuenta corriente “base caja” fuese mayor

**Cuenta Corriente argentina**  
(como % del PIB)

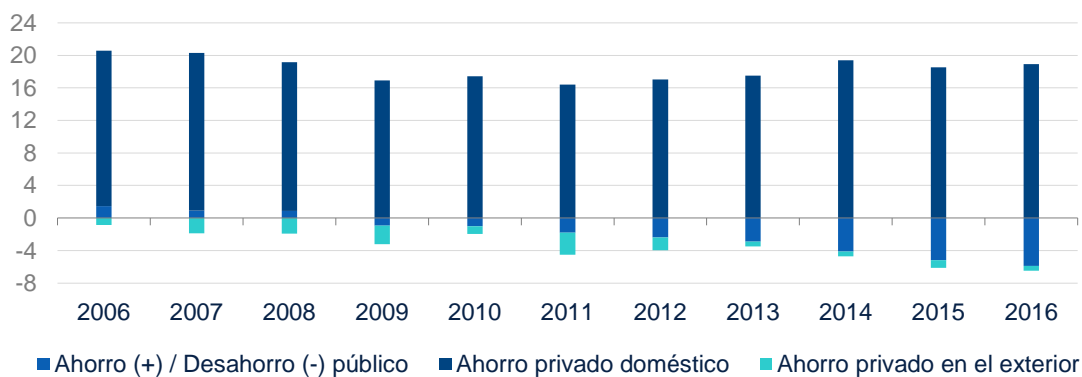


# Déficit público y preferencia por el ahorro fuera del país de los privados...

## Ahorro e inversión (%PIB)



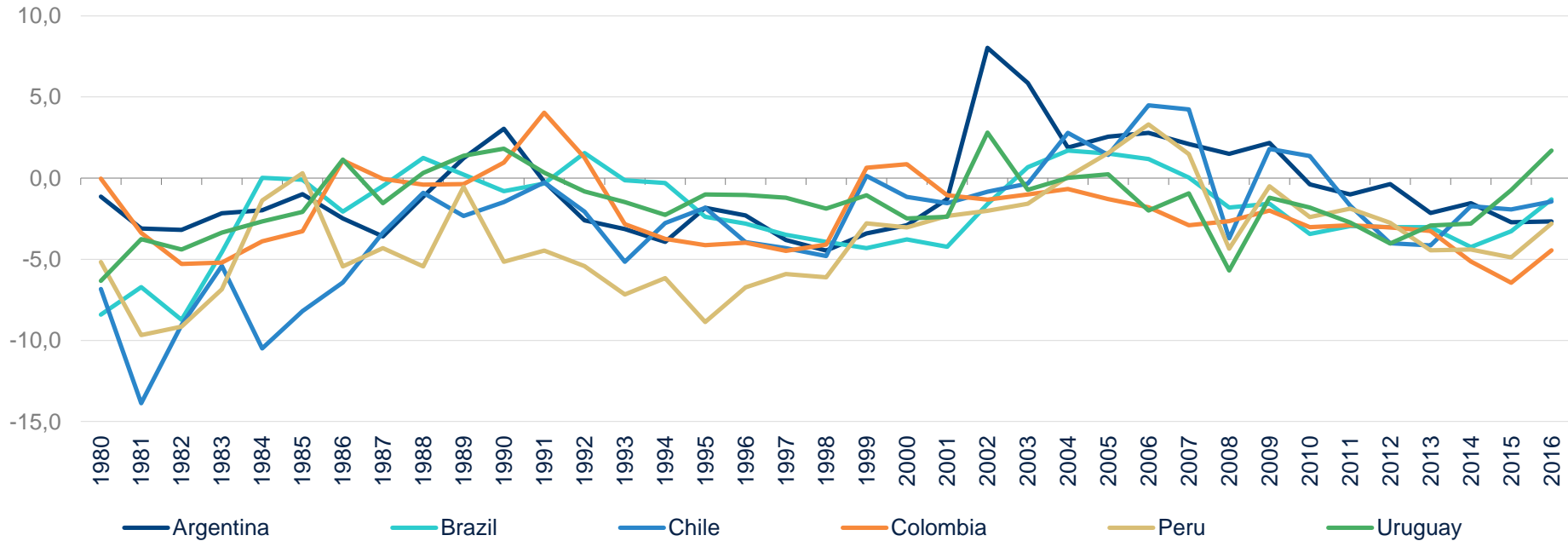
## Ahorro público y privado (% PIB)



- ◆ Argentina tiene una cuenta corriente deficitaria porque necesita del ahorro del resto del mundo por la insuficiencia del ahorro doméstico para financiar la formación de capital
- ◆ Esta insuficiencia del ahorro doméstico se explica por el bajo ahorro privado y por el déficit o desahorro del sector público. La decisión de residentes de fugar ahorros al exterior también reduce la disponibilidad de financiamiento local

# La región siguió el mismo patrón: un exceso de gasto que provocó recurrentes déficits en cuenta corriente

## Cuenta corriente de los países de la Región (como % del PIB)

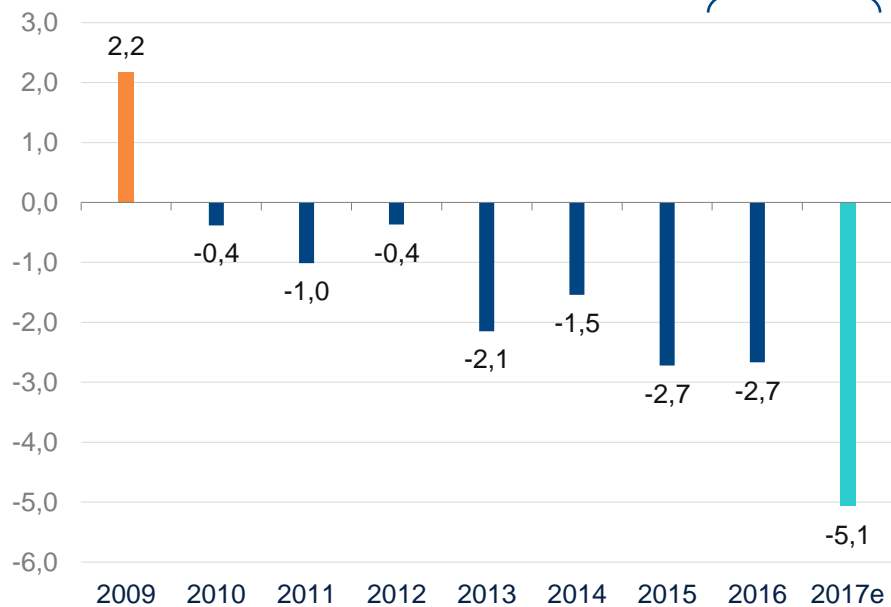


Fuente: BBVA Research sobre datos de FMI

En los '80/'90s los niveles de endeudamiento del sector público para financiar estos déficits se tornaron insostenibles, lo que determinó la crisis más seria de América Latina obligando a muchos de los países a refinanciar su deuda a través del "Plan Brady". En la siguiente década, las cuentas corrientes resultaron menos deficitarias gracias al ciclo positivo de *commodities*

# El financiamiento de la cuenta corriente en el período reciente

**Déficit en Cuenta Corriente**  
(como % del PIB)



El déficit de la cuenta corriente se financió de dos formas distintas en las últimas décadas:

- 1) Con entradas de capital que se registran por la cuenta financiera y aumentan el **endeudamiento** del país como ha ocurrido desde 2016.
- 2) Con uso de **reservas internacionales acumulados** del Banco Central, como ocurrió entre 2010 y 2015 por las restricciones financieras prevalecientes



# Nuestro escenario prevé que el déficit de cuenta corriente seguirá deteriorándose en los próximos años

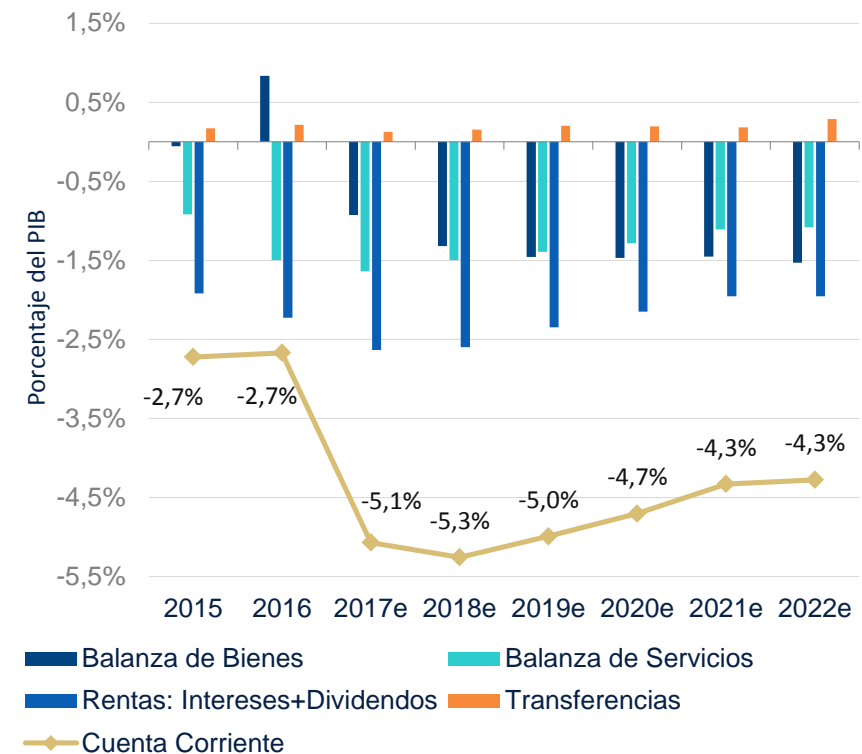
## Principales supuestos de nuestro escenario base

- ◆ Sin mejoras adicionales en los términos de intercambio y escaso dinamismo de las exportaciones el déficit comercial continuará incrementándose
- ◆ Las perspectivas de un tipo de cambio real relativamente apreciado no permite un mayor dinamismo en las exportaciones, principalmente de los servicios (v.g. Turismo)
- ◆ En un contexto de crecimiento de la actividad económica las importaciones se están recomponiendo rápidamente luego de varios años de estar reprimidas
- ◆ En el mediano plazo mantenemos un escenario relativamente optimista, suponiendo que la elasticidad/importaciones se reduce hacia los promedios históricos en la medida que aumente la oferta local y se reduzca el desequilibrio energético

# La permanencia del déficit en cuenta corriente conlleva mayor financiamiento externo

- ◆ Con una cuenta corriente deficitaria, superior a 5 puntos del PIB, y con un aún elevado déficit fiscal, el endeudamiento externo seguirá creciendo en los próximos años
- ◆ Si bien Argentina parte de un nivel de endeudamiento bajo en términos relativos, el interrogante es si el aumento de deuda externa para financiar la transición hacia la mayor solvencia fiscal y externa no será explosivo

**Escenario de Cuenta corriente y componentes**  
(como % del PIB)



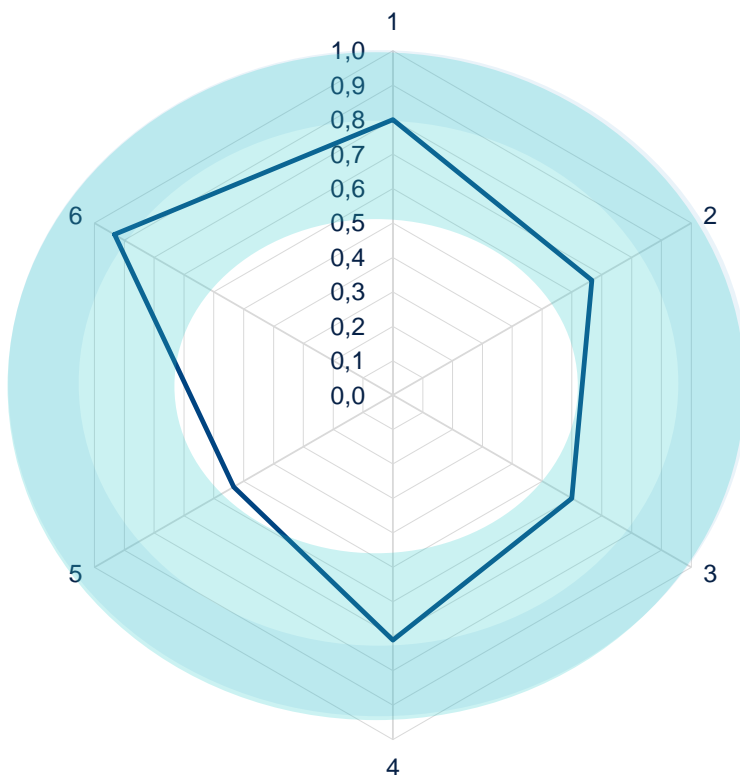
# 02

## Indicadores de vulnerabilidad

# Indicadores de vulnerabilidad externa reflejan riesgo moderado excepto en la cuenta corriente

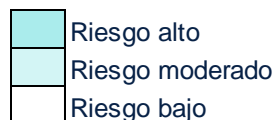
## Argentina: Radar de vulnerabilidad externa

(Posición relativa con respecto a países emergentes desarrollados. Máximo riesgo = 1, Mínimos riesgo = 0, Riesgo igual al umbral = 0,8)



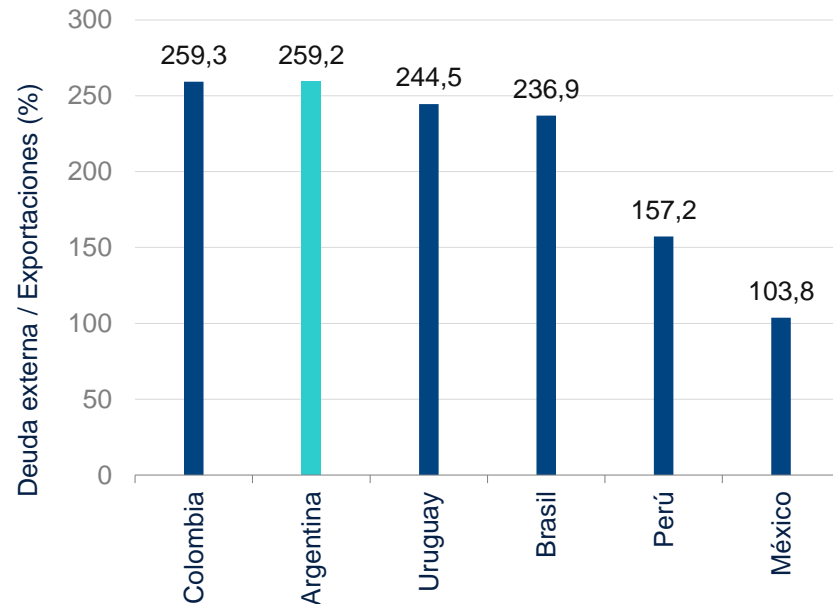
◆ En relación al promedio de países emergentes desarrollados, Argentina muestra indicadores de vulnerabilidad externa en zona de mediano riesgo, excepto en el déficit de cuenta corriente que ha empeorado rápidamente en el último año

- 1 Deuda Pública Bruta (% PIB)
- 2 Deuda en manos de No Residentes (% total)
- 3 Necesidades Brutas Fin. (% GDP)
- 4 Presiones Deuda C/P
- 5 Deuda Externa (% PIB)
- 6 Déficit Cuenta Corriente (% PIB)



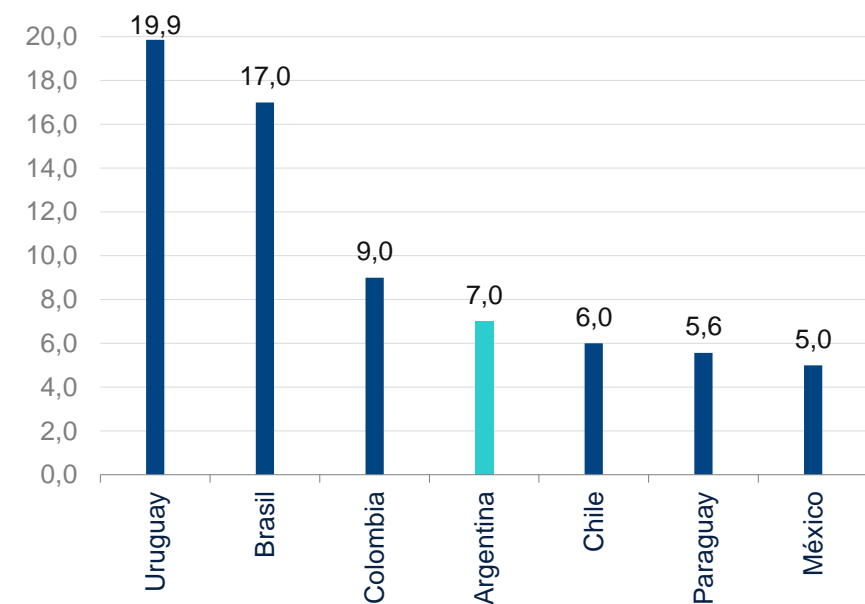
# Argentina en relación al resto de los países de la Región

**Indicador:**  
**Deuda externa / Exportaciones**  
(Año 2016)



Fuente: BBVA Research y FMI

**Indicador:**  
**Reservas en N° meses de importaciones**  
(Año 2016)



Fuente: BBVA Research y FMI

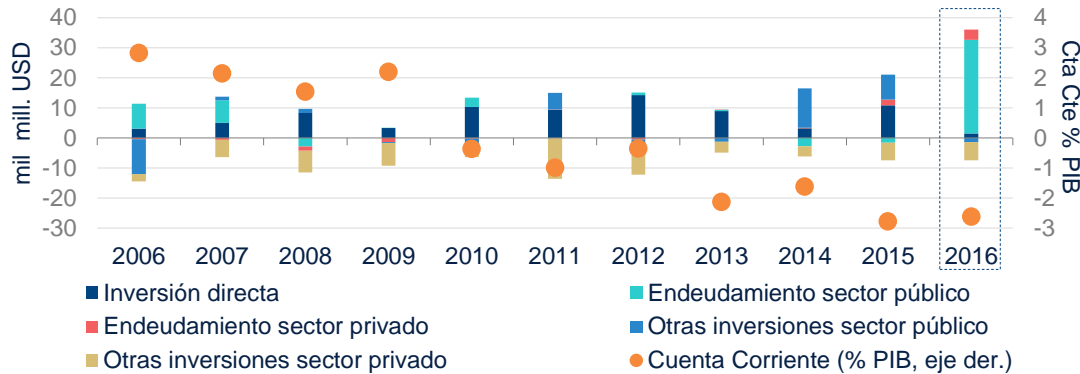
Argentina muestra mayor vulnerabilidad externa que la región: la deuda externa (aunque baja en % del PIB) representa más de dos años y medio de exportaciones, mientras las reservas solo cubren 7 meses de importaciones

# 03

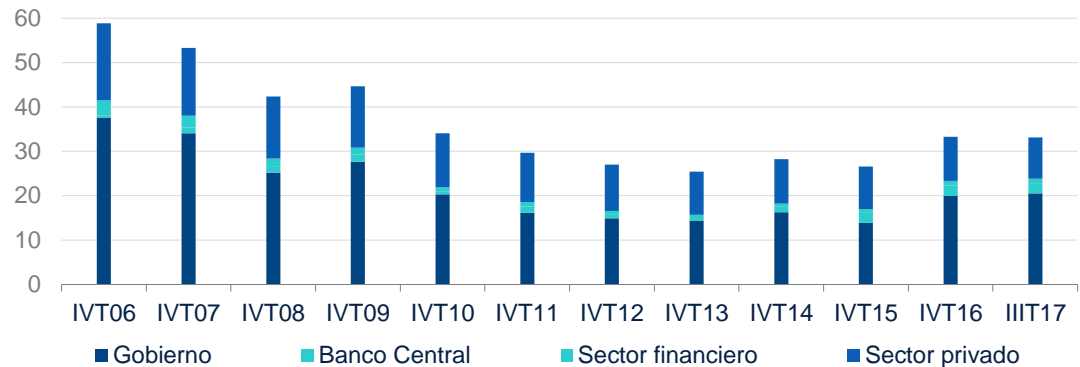
## Financiamiento de la Cuenta Corriente ¿es sostenible?

# Mayor endeudamiento público contribuyó a financiar la Cuenta Corriente en 2016

## Financiamiento de la Cuenta Corriente (% PIB)



## Deuda externa (% PIB)



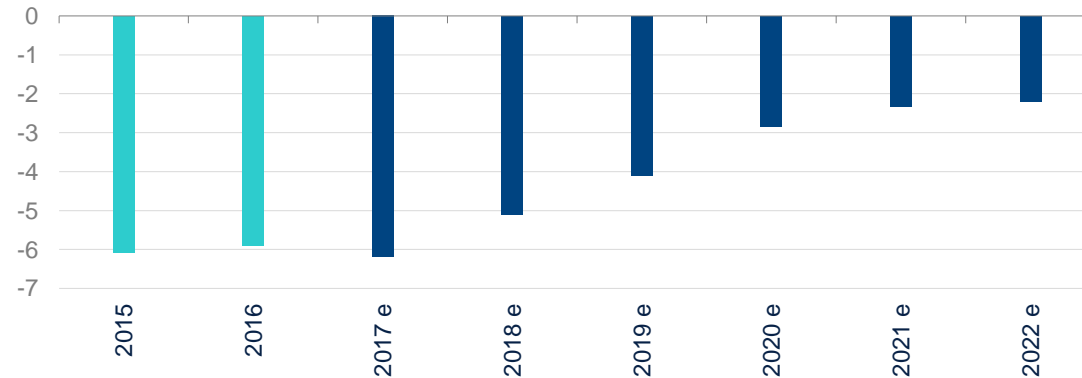
Fuente: Indec y BBVA Research

- ◆ La normalización de Argentina en 2016 condujo a la apertura de mercados internacionales y a un cambio en las fuentes de financiamiento de la Cuenta Corriente superando el endeudamiento del sector público 3% del PIB en ese año
- ◆ El reducido nivel de los ratios de deuda externa permitirá que este cambio sea sostenible a mediano plazo bajo ciertas condiciones

# Será indispensable ordenamiento fiscal y aumento de la IED

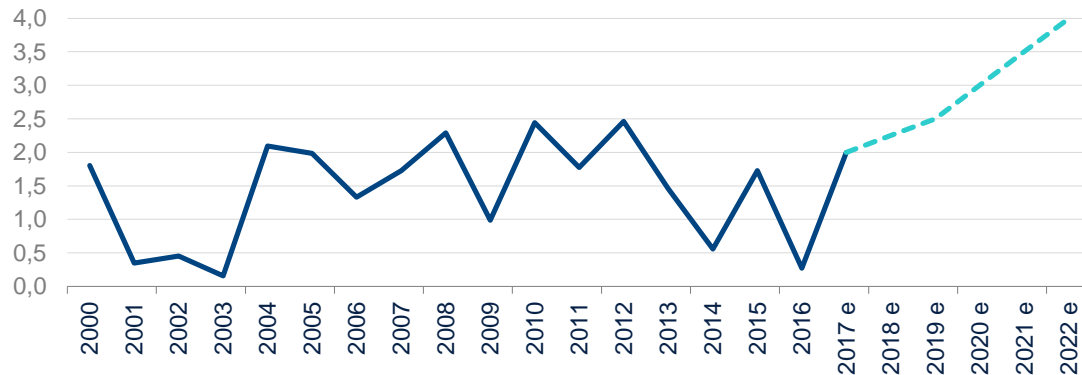
## Déficit fiscal

(%PIB, nueva metodología)



## Inversión Extranjera Directa

(% PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda, Indec y BBVA Research.

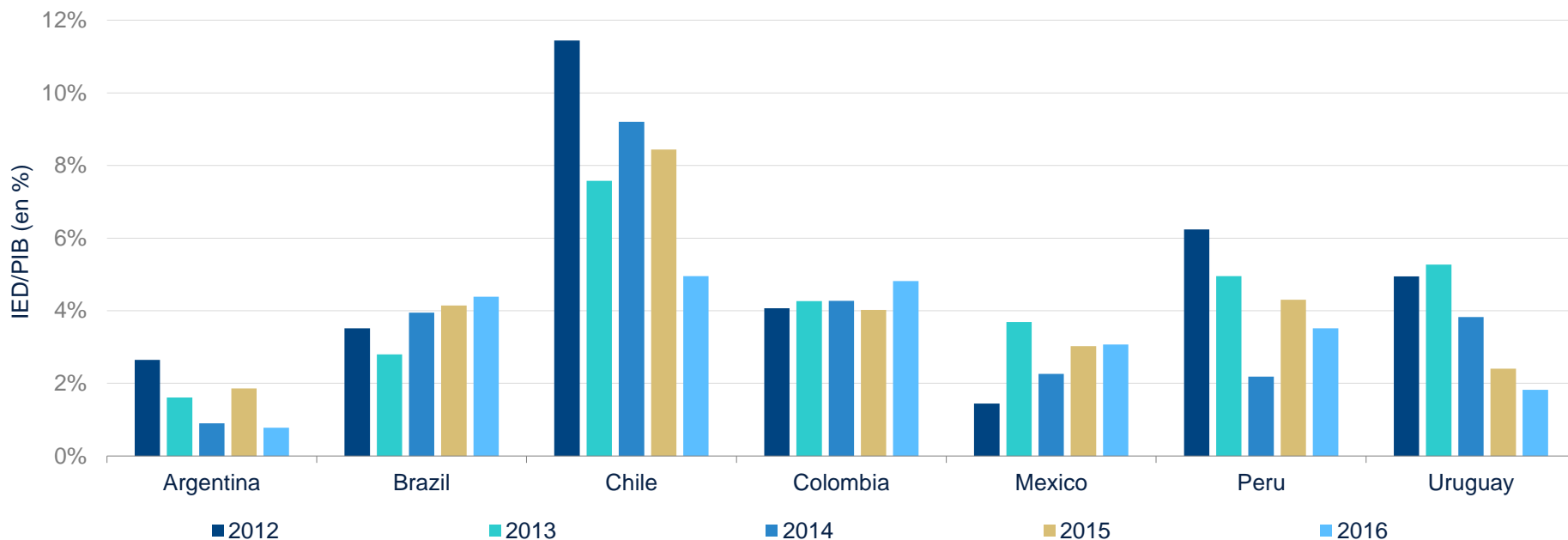
## Principales condiciones para que el financiamiento de la cuenta corriente no se haga explosivo:

- ◆ El déficit fiscal debería reducirse gradualmente según las metas del gobierno, lo que exigirá menor endeudamiento externo
- ◆ La IED debería evolucionar hasta llegar a niveles comparables a países de la región llegando a 4% del PIB en 5 años. Requiere un país ordenado y estabilidad de la política económica



# El potencial de aumento de IED no luce como imposible al ver lo rezagada que está Argentina frente a la región

## Inversión Extranjera Directa de los países de la Región (como % del PIB)



Fuente: BBVA Research sobre datos de FMI y la Cepal

Hasta 2015 la IED en Argentina resultaba más elevada porque incluía los dividendos retenidos que no se podían distribuir debido a la restricciones cambiarias (cepo)

## Otros supuestos del escenario base

### Macro

- ◆ Crecimiento del PIB sostenido y estable: 3,3% anual en 2018 y 2019 y 3 % los años siguientes
- ◆ Tasa de inflación decreciente, convergiendo a 5 % en 2021
- ◆ Tendencia a apreciación real del Tipo de Cambio
- ◆ Reducción gradual déficit fiscal. El 70% del déficit fiscal se financia con endeudamiento externo, incluyendo organismos internacionales

### Financiamiento

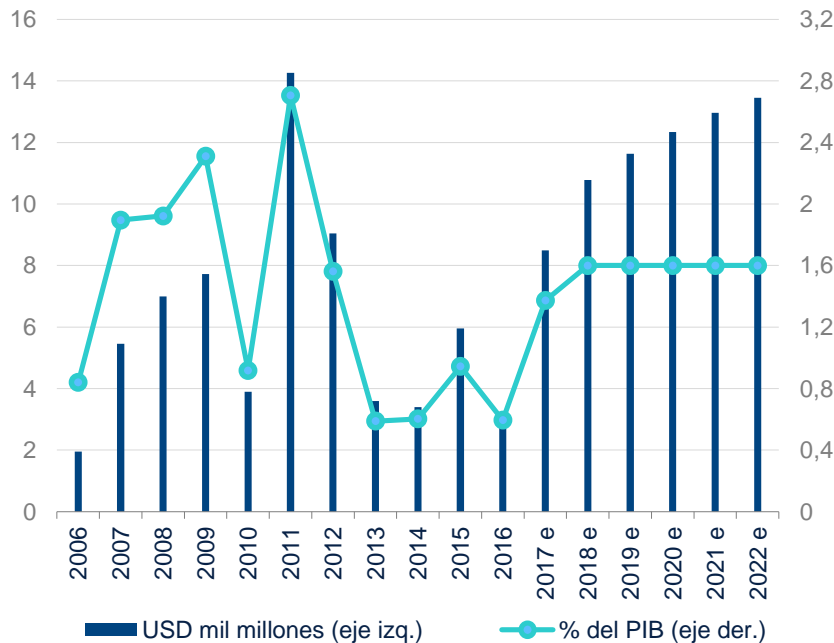
- ◆ Mejora del riesgo país que permita una reducción virtuosa aunque moderada en las tasas de rendimiento de la deuda soberana
- ◆ Fuga de divisas del sector privado que sigue sin revertirse: la salida de capitales de residentes alcanza al equivalente de 1,6% del PIB anual promedio

### Instituciones

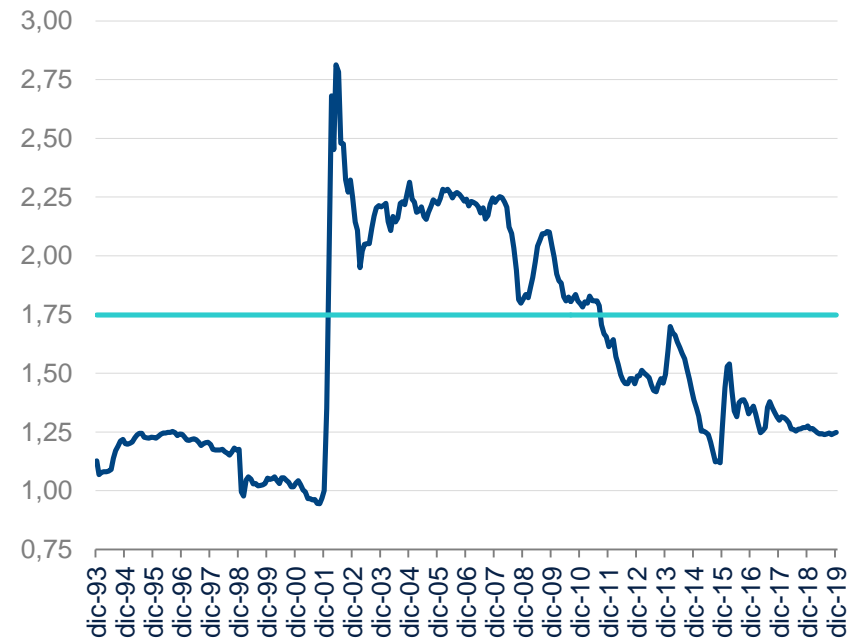
- ◆ Estabilidad de la política económica contribuye a reducir la incertidumbre y asegurar mayor seguridad jurídica
- ◆ Se logra implementar plan de reformas aceptable en consenso con los partidos de la oposición y las provincias

# Dos temas recurrentes del sector externo en Argentina

**Salidas de capital del sector privado**  
(USD mil mill. y % PIB)



**Índice de Tipo de cambio real multilateral**  
(Base Dic-01=1)



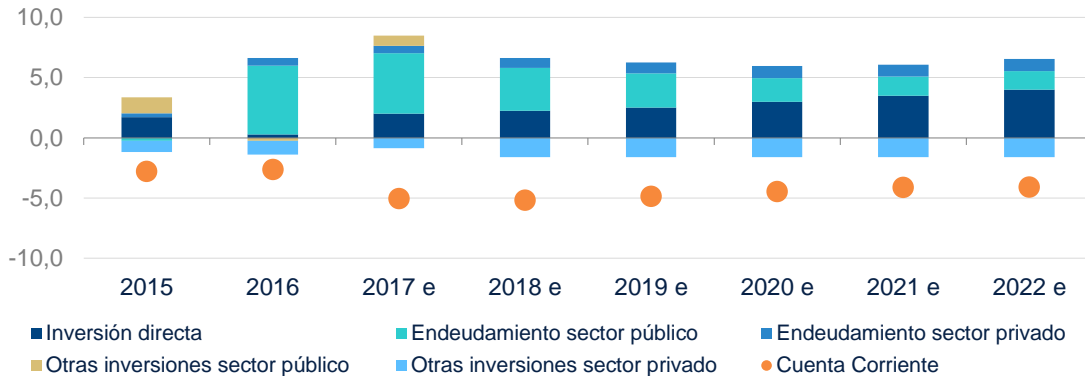
Fuente: BBVA Research, Banco Central e INDEC

No suponemos en nuestro escenario que se revierta la crónica acumulación de divisas del sector privado fuera del sistema financiero local

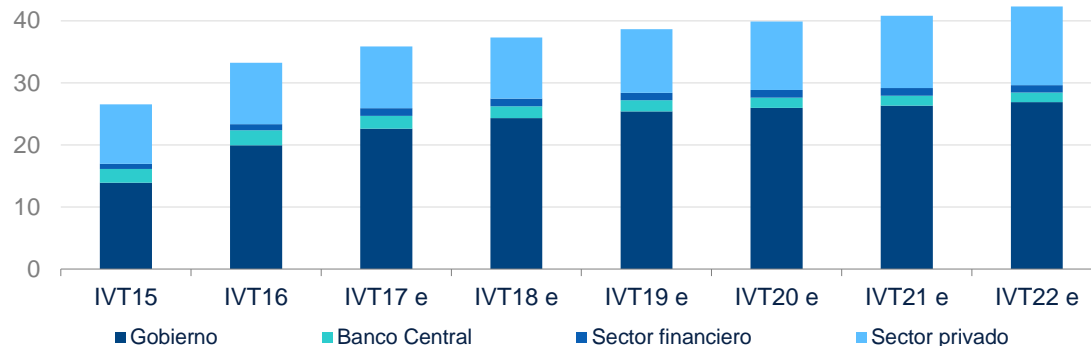
El tipo de cambio real seguirá apreciado en un escenario de cuenta corriente deficitaria

# Proyección de financiamiento de la cuenta corriente en escenario base

## Cuenta financiera (% PIB)



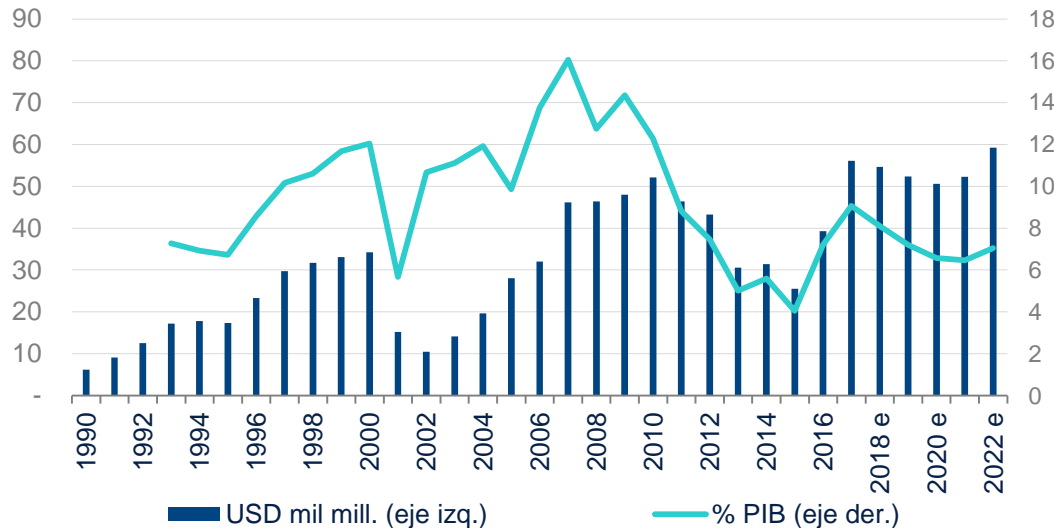
## Deuda externa (% PIB)



- ◆ El ratio cuenta financiera / PIB caería pero con mínima ganancia de reservas los primeros años, a partir de 2018
- ◆ El ratio deuda externa / PIB tendería a nivelarse entre 40% y 45% del PIB en 5 años, aún por debajo del máximo de 60% del año 2006

# Será complicado acumular reservas y alcanzar estándares internacionales

**Reservas Internacionales**  
(USD mil mill. y % PIB)



- ◆ El **objetivo del Banco Central** es alcanzar un nivel de reservas internacionales equivalente a **15% del PIB**
- ◆ Pero esto podría costar **varios años** a menos que se multiplicara la IED o el endeudamiento más allá de lo previsto en este escenario conservador

- ◆ El pico de acumulación de reservas entre 2016 y 2017 ocurrió por el aumento del déficit financiado con endeudamiento externo y por los efectos del sinceramiento fiscal
- ◆ A partir de 2018 deja de operar el segundo motivo y el endeudamiento sería menor por la caída del déficit fiscal
- ◆ El aumento en la IED no llegaría a compensarlo, bajo los supuestos del ejercicio

# 04

## Posibles riesgos a mediano plazo

## El escenario anterior no está exento de riesgos

- ◆ Cualquier **choque financiero** externo (suba brusca de la tasa de USA, caída del precio de los commodities por desaceleración del crecimiento de China, aumento de la aversión al riesgo, etc.) sería un probable disparador de un escenario de stress. Un aumento del riesgo global tendría repercusiones sobre Argentina provocando incertidumbre, aumento del riesgo país y de las tasas de endeudamiento con probable reducción del ingreso del flujo de fondos para financiamiento.
- ◆ Un **menor crecimiento de la IED**: que Argentina no logre atraer inversiones porque el gobierno no consigue la aprobación de las reformas estructurales en agenda tal cual las ideó o las mismas no son lo suficientemente convincentes para que los inversores decidan hundir su capital.
- ◆ **Insuficiente expansión de la economía**: que el crecimiento económico sea escaso haciendo que las metas fiscales sean incumplibles y los niveles de deuda comiencen a crecer de forma más permanente.

En cualquier caso, el ajuste ocurriría en un primer momento vía un aumento del tipo de cambio. Aún produciéndose una reducción del déficit de cuenta corriente por este motivo, la devaluación tendría efectos negativos sobre el resultado fiscal, los niveles de endeudamiento del gobierno por la mayor carga de intereses y la tasa de financiamiento