

**Asociación Argentina de Economía Política**  
**XL Reunión Anual**  
**Universidad Nacional de La Plata. 16 al 18 de noviembre de 2005**

**Motivo crecimiento y la evolución de la cuenta corriente  
argentina de largo plazo: 1884-2003**

Alberto M. Díaz Cafferata, David Kohn, Elena Resk\*

---

\* Instituto de Economía y Finanzas, Facultad de Ciencias Económicas. Universidad Nacional de Córdoba. Av Valparaíso sn, 5000 Córdoba, República Argentina. diazcaf@eco.unc.edu.ar; davidkohn16@yahoo.com.ar; eleresk@hotmail.com

**Asociación Argentina de Economía Política  
XL Reunión Anual.  
Universidad Nacional de La Plata. 16 al 18 de noviembre de 2005**

**Motivo crecimiento y la evolución de la cuenta corriente  
argentina de largo plazo: 1884-2003**

Alberto M. Díaz Cafferata, David Kohn, Elena Resk

## 1. Introducción

Nos interesan el concepto y las propiedades de la cuenta corriente de largo plazo, sus características e implicancias, para la evaluación de la experiencia histórica de crecimiento y la estrategia de inserción internacional de la economía argentina. Para ello establecemos regularidades empíricas de largo plazo de la cuenta corriente histórica de Argentina, examinamos posibles explicaciones teóricas de esa evolución y procuramos extraer enseñanzas de política.

Dos rasgos que caracterizan el largo plazo de la economía argentina son la desaceleración tendencial desde fines del Siglo XIX (Díaz Cafferata, 2003) y frecuentes crisis externas (Cortés Conde, 1996), lo que despierta la inquietud sobre la posible relación entre ambos fenómenos.

El interés por el largo plazo, que constituye el marco temporal del crecimiento, lleva en la economía abierta pequeña a explorar diversas interpretaciones. Una primera cuestión es el enfoque analítico y sus implicancias relativas al corto y largo plazo. En cuanto a la dimensión temporal del fenómeno económico, inquirimos en qué medida la trayectoria observada refleja decisiones y eventos, secuenciales, de corto plazo; y si las crisis recurrentes resultan de *shocks* aleatorios independientes. Alternativamente si mecanismos de largo plazo están relacionados con elementos explicativos comunes en los episodios cíclicos; variables que influyen de manera permanente en la trayectoria histórica de la cuenta corriente como consecuencia de características estables propias de la estructura económica del país.

Se procura evaluar en perspectiva histórica la relevancia del *motivo crecimiento* en el endeudamiento de la economía argentina, fundado en el enfoque intertemporal, como generando procesos de largo plazo y consistente con la hipótesis de etapas de la balanza de pagos. En tal sentido las crisis externas se interpretarían como apartamientos bruscos de una trayectoria. ¿Tales fluctuaciones de la cuenta corriente responden a shocks externos no esperados o derivan de fenómenos exógenos pero previsibles? ¿La trayectoria y las crisis de la cuenta corriente son consecuencia de características internas de la economía argentina (como el fenómeno distributivo)?

En cuanto a la evidencia empírica, diversos enfoques se encuentran orientados a formular sistemáticamente los hechos relevantes y su interpretación. Actualmente, el modelo intertemporal es generalmente aceptado como un marco apropiado, y formulaciones anteriores como la hipótesis de etapas pueden examinarse en términos de racionalidad en relación a este modelo. Puede mencionarse en la literatura el uso de: (a) Indicadores descriptivos de diferentes horizontes temporales que resultan de establecer como largo plazo la trayectoria de la serie en períodos prolongados. Alternativamente procedimientos de filtrado diferencian entre tendencias, como indicadores de largo plazo, y ciclos, que se asocian al corto plazo (Baxter, 1995, discute la utilidad de descomponer fluctuaciones de la cuenta corriente en tendencias y ciclos y las propiedades del filtro de Hodrick-Prescott). (b) Un enfoque es incorporar motivos, de corto o largo plazo, del endeudamiento externo, y estimar parámetros en un modelo intertemporal con movilidad de activos financieros. (c) Dada la dificultad de encontrar soluciones analíticas de los modelos, es posible acudir a

simulaciones (Baxter, 1995). (d) Otro tratamiento es el de considerar que existen factores "estructurales" que explican condicionamientos estables de la economía en períodos prolongados y las propiedades de la evolución histórica de la economía. Dichos factores internos, como las dotaciones naturales de recursos, la dinámica demográfica, instituciones económicas y sociales, distancia geográfica a los "centros", en cuanto a la integración de la economía en el mundo determinan el carácter de la influencia que ejercen los fenómenos de los mercados internacionales y los movimientos históricos mundiales. Esto es, procesos que evolucionan a lo largo de décadas, como el desplazamiento de los centros y fronteras de la economía internacional o los procesos demográficos. (e) También se distingue un corto y largo plazo empíricos, como en el modelo de corrección de errores (Lanteri, 1996, 2004; López Murphy y Navajas, 1998; Jansen y Schultze, 1996; Jansen, 1996; Van Rensselaer y Copeland, 2000).

Conceptualmente, interesa precisar el concepto de "cuenta corriente de largo plazo" y las representaciones mencionadas.

Finalmente, la cuestión de política en la perspectiva de largo plazo incorpora aspectos de estrategia y de implementación. Comprender los fenómenos de largo plazo, con explícita consideración de la influencia de las cambiantes condiciones exógenas de la economía mundial, conduce a la noción de que la forma de inserción de Argentina en los mercados mundiales y la estrategia de crecimiento, deben contemplar la consistencia de las condiciones estructurales con las tendencias históricas de la economía global. Es posible así mejorar las estrategias de política económica dados los condicionamientos externos.

En esta perspectiva atendemos en este trabajo al rol de la cuenta corriente de largo plazo, describiendo e interpretando hechos estilizados, distinguiendo por una parte las dimensiones temporales de corto y largo plazo, y por otra las condiciones de oferta (de la economía pequeña) y de demanda (del Resto del Mundo) de activos financieros.

En tal sentido, si bien no profundizaremos en este aspecto, es instructivo tener presente en un sentido comparativo aspectos pertinentes de la trayectoria de economías que siendo "estructuralmente similares" a Argentina en el período de crecimiento clásico rápido desde mediados del Siglo XIX -como Australia, Canadá y Nueva Zelanda-, exhiben un comportamiento de la cuenta corriente de largo plazo y un desarrollo diferenciado desde las primeras décadas del Siglo XX.

La sección 2 examina la distinción entre el corto y el largo plazo en el modelo intertemporal, como fundamento de la hipótesis de etapas de la balanza de pagos y resultados de la investigación empírica en la literatura. En la sección 3 se explica el procedimiento mediante el cual elaboramos series largas anuales de la cuenta corriente de Argentina para el período 1935-2003; en base a ellas establecemos hechos estilizados de largo plazo mediante el filtrado de series por medio del filtro de Hodrick-Prescott y otros parámetros estadísticos, así como algunas propiedades de los ciclos resultantes y la aparición de *sudden stops* y *reversals* en cuanto su recurrencia proporciona información sobre propiedades de largo plazo de la cuenta corriente. La sección 4 presenta una perspectiva alternativa con la aplicación de un modelo de corrección de errores, para relacionar la evolución de la cuenta corriente argentina en relación con el ahorro doméstico y la inversión. La sección 5 es una síntesis y reflexiones sobre las implicancias de política.

## 2. Cuenta corriente de largo plazo. Motivos en el modelo intertemporal. La hipótesis de etapas de la balanza de pagos.

### *Horizonte temporal*

El modelo intertemporal es un marco conceptual útil para abordar el problema, en cuanto constituye una racionalización de la elección de endeudarse y permite distinguir horizontes temporales de corto y largo plazo en los motivos de endeudamiento. Sin entrar en detalles del modelo, para cuya estructura básica puede mencionarse el survey de Obstfeld y Rogoff, 1995, quienes apuntan que el enfoque intertemporal de la cuenta corriente al incorporar una restricción presupuestaria flexible proporciona perspectivas útiles para entender los patrones observados de la cuenta corriente en el proceso de crecimiento. Una implicancia central es que los déficits y superávits de la cuenta corriente pueden ser la expresión del comportamiento eficiente de los agentes económicos.

Conceptualmente la cuestión del largo plazo se puede ubicar en el contexto de tres motivos para el endeudamiento. Suavizar consumo en presencia de shocks, *consumption tilting* y crecimiento. La creciente complejidad del sistema financiero, los cambios en la economía mundial y el costo de las crisis han orientado sustancialmente la atención de la investigación a los fenómenos de corto plazo. Así Ghosh y Ostry, 1995, señalan que los países en desarrollo se caracterizan por una alta movilidad de capital, y que el modelo de *consumption smoothing* proporciona un punto de referencia natural para evaluar las condiciones de esos flujos. Si el nivel y volatilidad de tales movimientos se apartan sistemáticamente de las predicciones, puede tratarse de que efectivamente existen barreras o que los movimientos de capital están relacionados con factores especulativos. Es pertinente mencionar que las series anuales generadas utilizando estimaciones VAR de los parámetros presentan una alta correlación con los valores observados en cuatro quintos de 45 países en desarrollo. Argentina se encuentra entre las excepciones. En tanto el foco del análisis es el componente de suavizar consumo, "se abstrae de las tendencias de largo plazo en los ahorros externos para enfocar, en cambio, en la dinámica de la cuenta corriente alrededor de su tendencia".

En contraste con el tema de *smoothing* en el contexto de *shocks* y ciclos (fenómenos macroeconómicos), nos interesa precisamente el largo plazo. La atención a la explicación de la trayectoria de crecimiento de la economía pequeña en procesos históricos de largo plazo considera, por una parte, la identificación de "tiempo cronológico" en relación a los "plazos" del análisis. Y por otra, analiza el caso de economía pequeña (dependiente), que define el tipo de influencias exógenas de la economía mundial.

Podemos mencionar en el marco del corto plazo, que la globalización de los mercados financieros y las crisis internacionales de los '90 han originado una activa discusión sobre los determinantes de la vulnerabilidad externa de una economía, la sostenibilidad de los déficits de cuenta corriente. También se investigan los determinantes y efectos de bruscas interrupciones de fondos externos que pueden estar acompañados de cambio de signo de la cuenta corriente (*sudden stops* y *reversals*). Cuando la deuda y los pagos de intereses aumentan, los beneficios de repudiar la deuda medido por el valor presente descontado de los intereses, puede ser mayor que los costos, lo cual puede ser calculado también por los acreedores, y en principio no estarían dispuestos a continuar prestando hasta ese punto. En ese caso la solución para la planificación incluye una restricción del crédito. El papel de la información es crítico porque circunstancias que generan "pánico" y crisis de confianza pueden crear una profecía autocumplida, que afecta a un país que, aunque con problemas temporarios tiene la capacidad y voluntad de honrar la deuda en el largo plazo. Pueden encontrarse síntesis útiles en Edwards, 2004; Calvo, Izquierdo y Mejía, 2003; Milesi-Ferretti y Razin, 1996.

Si bien el motivo de suavizar consumo parece adecuado para explicar las fluctuaciones de corto plazo de la cuenta corriente, no proporciona una explicación de tendencias de largo

plazo que tienen características empíricas específicas en diferentes economías, como la observación de déficits o superávits persistentes, que en consecuencia requieren una modelación específica. Para abordar las cuestiones específicas del largo plazo la noción de equilibrio intertemporal debe ser adaptada a los fenómenos propios del crecimiento.

Eaton, 1993, compara la modelación del problema de una economía relativo a suavizar consumo, suponiendo que el producto en cada período es exógeno, con el caso en que el capital tiene un rol productivo. Aparece así como un motivo para endeudarse llevar el stock de capital al nivel en que su producto marginal iguala la tasa de interés. Cuando no existen costos de ajuste, los flujos de endeudamiento y la inversión podrían ser de la magnitud requerida para cumplir instantáneamente la condición. Si en cambio existen costos de ajuste, las trayectorias del endeudamiento y la inversión deberían suavizarse.

### ***Formulación de la hipótesis de etapas de la balanza de pagos***

En la literatura que tiene como preocupación central las crisis (horizonte de corto plazo), los déficit persistentes se interpretan como una posible señal de riesgo. Por el contrario, en la hipótesis de 'etapas de la balanza de pagos' la movilidad internacional de activos financieros permite que un país pobre, sin crecimiento, con problemas de brecha tecnológica y bajos niveles de capital, invierta sobre su capacidad de ahorro.

Los modelos intertemporales con movilidad internacional de activos financieros proporcionan una racionalidad tanto para suavizar consumo como para financiar crecimiento. La observación de saldos de la cuenta corriente diferentes de cero, lejos de ser necesariamente desequilibrios deben esperarse como expresión de decisiones de optimización intertemporal. Financiar el crecimiento de largo plazo con ahorro externo puede ser una estrategia efectiva y sostenible, con déficit persistentes. Y en consecuencia, los déficit y superávit no son a priori buenos o malos. Pero es natural preguntarse en este punto bajo qué circunstancias el déficit de cuenta corriente que, cuando se trata de financiar crecimiento con ahorro externo puede esperarse que se mantenga por períodos prolongados, es sostenible, de manera que pueda constituir una fuente efectiva de financiamiento del proceso de crecimiento de largo plazo. Por otra parte, la identificación de las condiciones para tales trayectorias sostenibles contribuye a la identificación de las que incuban crisis externas. Inconsistencias de política; vulnerabilidad de la economía a shocks externos; o aún 'animal spirits'.

El foco en la inversión y su financiamiento con ahorro doméstico y externo, explotan la lógica de la hipótesis de "stages of the balance of payments" (Razgallah, B., 2004), y conduce la atención a la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos. El signo de la cuenta corriente estaría influido por el grado de desarrollo, que evoluciona gradualmente a lo largo del tiempo delineando la trayectoria de largo plazo de la economía, con déficit persistentes en las etapas iniciales y una evolución gradual hacia saldos balanceados y luego superávit, cuando alcanzan un estadio de desarrollo avanzado.

La idea de que la balanza de pagos de una economía atraviesa diferentes etapas se remontaría a Cairness a fines del siglo XIX (Halevi, 1971), y el interés por la hipótesis teórica y la comprobación empírica ha sido renovada en diferentes momentos. Razgallah, 2004, menciona a Crowther, Kindelberger, Samuelson, Byé, entre otros que han propuesto especificaciones de la hipótesis con diferentes secuencias temporales, número de etapas y características de la evolución.

Diferentes formulaciones y modelos son consistentes con la lógica de restricción presupuestaria en los actuales modelos intertemporales de la economía abierta pequeña. La diferencia básica es que, mientras los modelos de etapas acentúan en su estructura el grado de desarrollo como fuente de los motivos y la evolución de largo plazo, los segundos enfatizan los aspectos de largo plazo asociados a la rentabilidad del capital.

La hipótesis puede expresarse como un proceso secuencial, formado por cuatro fases<sup>1</sup> que parte de las primeras etapas del desarrollo en que las economías se endeudan, aplicando el ahorro externo para financiar la inversión y culmina en períodos maduros, en que alcanzan altos niveles de desarrollo, como prestamistas netos. **I.** Primera etapa de una economía pobre que se endeuda: un país abundante en recursos naturales concentra sus exportaciones en un número limitado de productos primarios, con baja capacidad de ahorro, atrae capital externo. Países como Argentina, Australia o Canadá desde mediados del siglo XIX se aproximarían a esta descripción. **II.** En tanto el flujo de capitales genera el desarrollo de los sectores con ventajas comparativas, permite generar superávit de balanza comercial, aunque con niveles de ahorro nacional aún inferiores a la inversión, de modo que la cuenta corriente permanece en déficit. **III.** Avanzando a la etapa siguiente, los ahorros crecientes permiten pagar la deuda, y aún eventualmente cambiar el signo de su cuenta corriente y convertirse en prestamista. **IV.** La economía madura invierte en el resto del mundo.

Fischer y Frenkel, 1972, desarrollan un modelo que genera un sendero con etapas iniciales de déficit comercial y flujos de endeudamiento, ajustando luego hasta cambiar de signo (al tiempo que cambia gradualmente su posición de activos como deudor o acreedor neto)<sup>2</sup>. En el modelo se distingue entre producción y utilización de bienes de inversión transables; inicialmente la utilización de bienes de capital puede ser mayor o menor que su producción, con un comercio que cambia de signo en el tiempo. Estos autores destacan que, bajo especificaciones razonables, las cuentas se mueven de manera consistente con la hipótesis de etapas de desarrollo (Kindelberger, 1968). El modelo exhibe un proceso de largo plazo, pero en su formulación teórica no hay tiempo real.

### ***Evidencia empírica sobre la hipótesis de etapas y déficit persistentes***

Trabajos que han procurado contrastar la hipótesis han utilizado diversos métodos de comparación entre países y series temporales. A pesar de que la noción de que la economía puede endeudarse y a lo largo del sendero de crecimiento pagar la deuda cuando alcance niveles de ingreso más elevados (hasta eventualmente cambiar el signo de su cuenta corriente) parece razonable, los resultados no son concluyentes.

Halevi, 1971, p. 104, sintetiza y examina empíricamente versiones alternativas de la hipótesis sin encontrar evidencia favorable<sup>3</sup>. Si bien los acreedores tienden a ser los países ricos, no se manifiesta en las observaciones una progresión clara, ordenada, de etapas. Una advertencia metodológica relativa a esta contrastación, es que el ingreso *per capita* puede no ser un criterio adecuado para establecer un ranking de grado de desarrollo.

Un trabajo empírico de Calderón, Chong y Loayza, 1999, examina una versión de la hipótesis de etapas del desarrollo sugiriendo que los déficit de cuenta corriente disminuyen a medida que el país se desarrolla relativamente, en comparación con el resto. En cuanto a la dimensión temporal, señalan que aunque el modelo intertemporal se ha utilizado principalmente para explicar las fluctuaciones en frecuencias relacionadas con el ciclo económico, la introducción del ciclo de vida genera implicancias relativas a las tendencias.

Refieren como antecedente en este tipo de explicación de las variaciones de largo plazo, diferenciadas de la dinámica de corto plazo de la cuenta corriente, el trabajo empírico de Debelle y Faruquee, 1996, quienes para países industriales en 1971- 1993 concluyen que el déficit fiscal, los términos de intercambio y los controles de capital no parecen tener incidencia significativa en las variaciones de largo plazo de la cuenta corriente (*cross*

---

<sup>1</sup> Para diferentes sugerencias sobre el número y características de las etapas, Cfr. Razgallah, 2004, Halevi, 1971, y sus referencias.

<sup>2</sup> Estas etapas podrían combinarse con tipos de endeudamiento, en diferentes etapas de un país en desarrollo.

<sup>3</sup> Trabaja con el ingreso per capita en 1963 y el promedio de saldos de la balanza de pagos entre 1963 y 1964 en una muestra de 81 países.

*sectional*). Sí encuentran, en cambio, influencia de la deuda del gobierno, de la estructura demográfica y, en línea con la hipótesis de etapas, del ingreso relativo (Pág. 4). El trabajo de Calderón, Chong y Loayza avanza sobre esos resultados, en términos del procedimiento econométrico y la distinción entre efectos permanentes y transitorios, utilizando un panel de 753 observaciones anuales de 44 países en desarrollo en el período 1966-1995.

El modelo econométrico distingue entre componentes transitorios y permanentes (o tendencia) de los déficit de cuenta corriente y sus determinantes (Pág. 6), señalando que "permanente" y "transitorio" se utilizan indistintamente con "largo plazo" y "corto plazo". Se supone que todas las variables (que son tasas o *ratios* relativos al ingreso), son estacionarias. Para distinguir plazos, suponen que en un horizonte temporal de mediano plazo (5 años) los componentes transitorios del modelo econométrico se cancelan, de manera que su promedio es cero, señalando que este plazo se utiliza frecuentemente en la literatura empírica sobre crecimiento endógeno para aislar en el crecimiento del Producto el componente de largo plazo. Mencionemos que, de manera similar, en estimaciones de Razgallah, 2004, las series se suavizan aplicando promedios móviles de cinco años.

En la ecuación econométrica, la variable dependiente es el déficit de cuenta corriente como fracción del ingreso nacional disponible bruto y se utiliza un conjunto de variables explicativas. Uno de los efectos considerados es el que deriva de la hipótesis de etapas de desarrollo, formulada como que el tamaño de los déficit de cuenta corriente disminuye a medida que un país se desarrolla en relación con el resto, de manera que se esperaría que un país pobre tienda a exhibir déficit mayores. Toman como proxy del estadio de desarrollo relativo, el logaritmo del cociente entre el PIBpc del país y el promedio ponderado del PIBpc de los países industriales (p.22; tabla 7 p.37). La presencia de un efecto negativo y significativo de la brecha sobre el déficit de cuenta corriente de largo plazo tiende a apoyar la hipótesis de etapas de desarrollo.

En lugar de trabajar con los flujos de cuenta corriente, la comparación de la posición de activos externos netos entre países de diferente grado de desarrollo puede dar indicación del cumplimiento de la hipótesis de etapas. Lane y Milesi-Ferretti, 2001, construyen estimaciones de activos externos netos para 67 países industriales y en desarrollo, entre 1970 y 1998. Luego examinan la relación entre los activos externos netos y características de los países tales como el nivel de desarrollo, el tamaño y el grado de apertura al comercio. Bajo la hipótesis, a medida que un país escaso en capital se va transformando en capital abundante, pasa también de deudor neto a acreedor neto (Eichengreen, 1991), y también puede cambiar la composición de la posición externa neta. Lane y Milesi-Ferretti encuentran para los 66 países de la muestra completa una relación positiva entre activos externos netos y PIB *per capita* que juzgan consistente con la hipótesis de "etapas"; coeficientes más bajos en los 21 países industriales que en los 45 países en desarrollo (entre éstos Argentina), sugiriendo que la relación puede ser no lineal.

Finalmente, la experiencia de países seleccionados señala un abanico de casos que dificulta la formulación de hechos estilizados y debe ser interpretada para evaluar la utilidad de la sugerencia teórica. En Razgallah, 2004, se advierte que Irlanda, por ejemplo, presenta tres etapas desde fines de los '60, con aumentos sostenidos de su producto *per capita* en relación con el promedio de 194 países, acompañados primero de déficit crecientes de la cuenta corriente, que comienzan a reducirse desde los '80, y luego exhibe superávit en la década de los '90. Otros casos no siguen la trayectoria esperada. Japón tiene superávit crecientes desde fines de los sesenta, que continúan en aumento a pesar de la desaceleración relativa de su crecimiento; y Estados Unidos presenta déficit crecientes. Para países grandes las observaciones de estos dos países sugieren la utilidad de modelos que representen el mercado internacional.

### **Articulación entre el horizonte de corto y largo plazo en la hipótesis de "etapas"**

La presunción teórica sobre la trayectoria temporal de la cuenta corriente bajo la hipótesis de etapas de la balanza de pagos depende de supuestos adicionales. Uno de ellos es relativo a la formación de expectativas en el proceso de decisión respecto de la trayectoria futura de las variables relevantes, determinística o estocástica. En cuanto al horizonte temporal, la hipótesis de una secuencia en la cual la economía pasa de condiciones iniciales de bajo desarrollo y endeudamiento a convertirse en una economía de altos ingresos exportadora de capital, implica transformaciones de largo plazo. Procesos que típicamente se desenvuelven en tiempo real a lo largo de varias décadas. En segundo término, en condiciones determinísticas la cuenta corriente presenta una trayectoria regular a lo largo de su sendero de largo plazo, con déficit persistentes (que en algún punto se reducen gradualmente) en las primeras etapas del desarrollo económico y superávit persistentes en las últimas. No hay específicamente, en esta hipótesis, un comportamiento específico, con motivos diferenciados, del corto plazo. Pero es útil explorar qué relación existe entre el largo y el corto plazo. Así, introduciendo en un contexto estocástico la posible presencia de circunstancias que alteran la trayectoria de la cuenta corriente, aparecen dos elementos nuevos. Por una parte la presencia de diferentes tipos de *shocks* y, como consecuencia de ellos, la noción de vulnerabilidad.

Pero más en general, la variedad de resultados que hemos mostrado apunta a la presencia práctica de los condicionantes sugeridos por la hipótesis de etapas. Y también que parece necesario a partir de su expresión más general, incorporar variables estructurales y el efecto de las políticas económicas.

### **Implicancias**

Comparando categorías de países, Argentina se encuentra en un grupo que tiende a exhibir déficit de cuenta corriente. Por lo tanto, una pregunta que surge directamente es si nuestro país, ¿nunca cierra su etapa de país endeudado?

Un aspecto de interés en términos comparativos es que economías consideradas comparables a Argentina por el período y tipo de desarrollo en la última parte del Siglo XIX, constituyen hoy países que en los '90 alcanzaban ingresos de entre 15.000 y 18.000 dólares, el doble que Argentina (Maddison, 1997), y atraen sustancial inversión externa.

Comparado con países como Australia y Canadá, quizás es esperable que en su sendero de largo plazo, en los próximos años la economía argentina tienda a exhibir déficit de cuenta corriente. En tal caso, adquiere importancia la identificación de dimensiones del déficit de cuenta corriente que sean percibidos en línea con una trayectoria de largo plazo capaz de sostener déficit persistentes. Asociado a ello aparece la cuestión de diferenciar respecto de esa trayectoria las fluctuaciones provocadas por shocks o perturbaciones macroeconómicas.

Entonces, en la perspectiva de la hipótesis de etapas, el problema puede trasladarse no a la condición misma de deudor en el largo plazo, sino a las condiciones del endeudamiento. Entre estas condiciones se incluyen: a) consistencia b) vulnerabilidad y "sostenibilidad", incluyendo capacidad de pago -crecimiento y performance de las exportaciones- y reputación.

Es oportuno señalar que por el lado del ahorro externo, hay una influencia específica de la evolución de los centros y el movimiento de las fronteras económicas mundiales para la experiencia argentina. Finalmente, interesa distinguir entre mecanismos reales y financieros de transmisión de los centros (o de la economía mundial) a la economía pequeña.

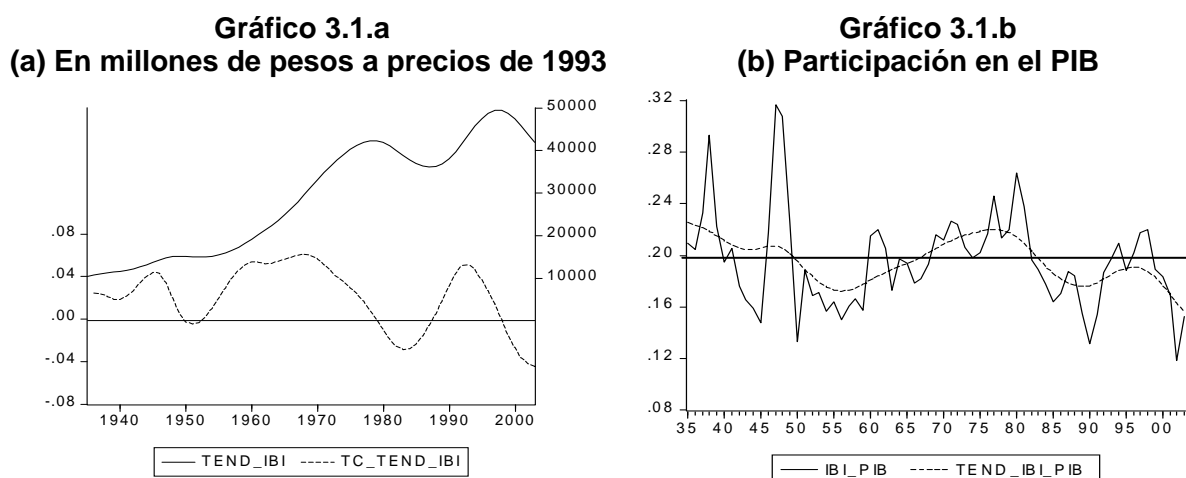


### 3. Cuenta Corriente: comportamiento estadístico de las series temporales, interpretación de largo plazo. Series en porcentajes sobre PIB.

#### *La inversión bruta interna en Argentina*

Como indicación de contexto del papel del ahorro externo en el financiamiento de la inversión bruta interna, el Gráfico 3.1.a muestra el comportamiento tendencial de ésta entre 1935 y 2003. Señalemos, como primer rasgo notable, que la tendencia creciente de la inversión agregada a precios constantes (obtenida mediante el filtro de Hodrick-Prescott), se interrumpe a fines de los setenta hace ya casi cuatro décadas, con una recuperación transitoria en la primera mitad de los noventa.

**Gráfico 3.1**  
Inversión Bruta Interna 1935- 2003. Filtro de Hodrick-Prescott. Lambda=100.



Fuente: elaboración propia

El Gráfico 3.1.b muestra el comportamiento de la serie de la inversión bruta interna como proporción del PIB, junto con su tendencia. Podemos observar el bajo nivel de inversión: de 69 observaciones, en 40 casos la tasa de inversión fue inferior al 20% del PIB, de los cuales en 33 ocasiones estuvo acompañado por un nivel de ahorro doméstico también menor al 20%. El promedio de inversión, como participación en el PIB, para todo el periodo, fue de 19,5%, mientras que el de ahorro nacional fue de 19.4%.

Nos interesa analizar las causas de esta interrupción del crecimiento de la inversión, y su bajo nivel en Argentina, para lo cual nos enfocamos en el ahorro externo como posible fuente de financiamiento de la inversión. A continuación presentamos hechos estilizados del comportamiento de la cuenta corriente en Argentina, y sus relaciones con el ahorro nacional y la inversión.

#### *Elaboración de la serie de cuenta corriente argentina de largo plazo*

El conocimiento preciso de los hechos es la base para discusiones intelectuales fructíferas y decisiones de política acertadas. Maddison, 1997, apunta con un giro bien logrado que los hechos estilizados evitan el riesgo de discutir sobre fantasías estilizadas. Por su parte Leamer, 1995, sugiere que si bien suele ser extraordinariamente difícil trasladar modelos teóricos a formas pasibles de contrastación empírica, un modelo constituye un instrumento organizador de ideas ; en tal sentido no necesariamente debe ser sometido a contraste, sino que el trabajo empírico puede contribuir a determinar bajo qué circunstancias el modelo puede ser útil, y cuándo puede conducir a conclusiones erróneas. Con esta perspectiva, el modelo intertemporal proporciona un marco para establecer hechos estilizados que orienten una interpretación del comportamiento de largo plazo de la cuenta corriente argentina.

En esta sección analizamos la serie de cuenta corriente de Argentina, poniendo énfasis en su comportamiento de largo plazo diferenciado de los movimientos cíclicos. Para ello se necesita contar previamente con una serie confiable para obtener los hechos estilizados. Sin embargo, la insuficiencia de series de largo plazo para Argentina, evidenciada en la corta cobertura temporal de las series o bien en las distintas metodologías con que han sido construidas, constituye una severa dificultad si se pretende obtener una perspectiva histórica sobre los procesos seculares que rigen la dinámica de las series macroeconómicas en el país.

La construcción de series históricas en general, y el empalme de series en particular, presentan diversas dificultades. Existen, entre otros, dos tipos de problemas que surgen de la insuficiente cobertura temporal de las series. Por una parte, existen diferencias en la metodología de recolección y recopilación de los datos para la construcción de estadísticas de la balanza de pagos ante lo cual es necesario, al menos, explicitar las metodologías usadas en las series disponibles oficiales en búsqueda de transparencia en los datos y advertencia de sus limitaciones. Por otro lado, la utilización de diferentes años base para la elección de los precios representativos plantea otro tipo de dificultades, para lo cual existen procedimientos alternativos de empalme.

En Díaz Cafferata et al., 2005b, se presentan las series utilizadas en este trabajo, y se detalla el procedimiento de elaboración. Sintéticamente: en base a datos anuales de diferentes fuentes se construyeron series largas mediante dos mecanismos de empalme diferentes. El primero consiste en empalmar cada una de ellas por separado (se toman los valores de la serie más actual, y se aplican las tasas de variación de las series en precios constantes de años base más antiguos); pero el procedimiento conlleva el problema de la no aditividad, es decir, que la suma de los componentes puede no ser igual a la serie que se toma como variable agregada. El segundo, que corrige el problema de aditividad, empalma la serie del agregado de manera independiente (en este caso el PIB), y los componentes se calculan multiplicando las participaciones de cada componente en el PIB, tomadas de las series originales, por el valor del PIB empalmado. Si bien ninguna de las dos alternativas está exenta de problemas, trabajamos aquí con las series obtenidas por este segundo método. La razón es que nos interesa analizar relaciones entre el ahorro nacional, ahorro externo, y la inversión, que es igual a la suma de los dos primeros, por lo que resulta de utilidad que se cumpla la "aditividad" para que se mantenga esta relación a lo largo de la serie.

El período largo de tiempo, que se extiende desde 1935 hasta 2003, es necesario para el propósito de analizar el comportamiento de largo plazo del ahorro externo. Las series empalmadas se encuentran en un anexo al final del presente trabajo. Hemos utilizado además otra serie elaborada por Della Paolera y Taylor, 2003, que si bien sólo alcanza hasta el año 1992, tiene la ventaja de contar con datos desde 1884, permitiendo analizar de esta manera un período más largo de tiempo que incorpora el período de crecimiento rápido entre la última parte del siglo XIX y la Gran Depresión, en el cual la cuenta corriente argentina tiene un comportamiento diferenciado.

En cuanto nuestro interés se centra en la cuenta corriente de largo plazo, trabajamos distinguiendo en la serie observada de cada año  $t$  dos componentes no observados: la cuenta corriente de corto plazo y la cuenta corriente de largo plazo.

$$CC_t = CC_t^{lp} + CC_t^{cp}$$

o en términos de participaciones

$$\left(\frac{CC_t^{lp}}{CC_t}\right) + \left(\frac{CC_t^{cp}}{CC_t}\right) = 1$$

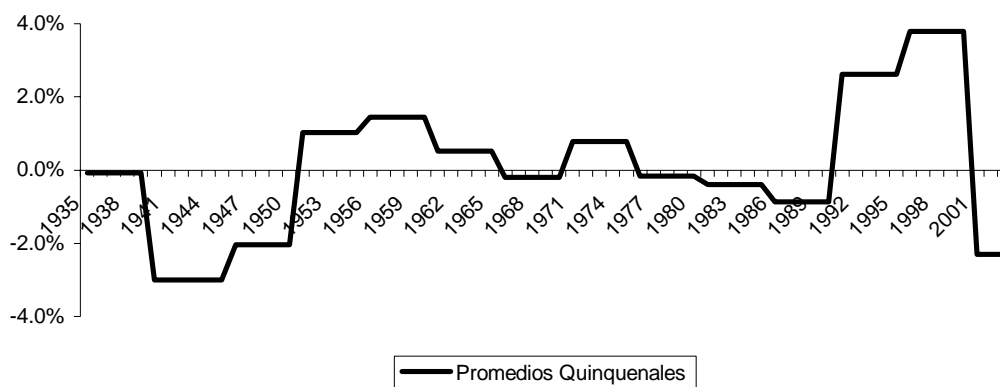
Descartamos en el análisis el fenómeno de las fluctuaciones anuales, procurando mediante métodos alternativos, que mostramos en esta sección, delinear el perfil de largo plazo de la cuenta corriente.

### ***Evolución de la cuenta corriente argentina de largo plazo***

I- Una primera aproximación a la formulación empírica del ahorro externo o, de manera equivalente, de la cuenta corriente de largo plazo para Argentina, es el procedimiento de tomar promedios de 5 años, sugerido por el argumento de Calderón et.al., 1999, mencionado en la sección anterior, de que en los modelos de crecimiento endógeno los componentes transitorios de los ciclos se compensan en ese plazo. Surge así para el período 1935- 2003 la trayectoria que se muestra en el Gráfico 3.2.

Aparece allí un perfil de largo plazo que, a partir de 1935, muestra primero cinco años con Ahorro Externo promedio (la cuenta corriente multiplicada por menos uno) nulo, y pasa luego a ser negativo en el período de la Segunda Gran Guerra y posterior, en el que Argentina acumula saldos de cuenta corriente positivos. Durante los años siguientes, entre los '50 y fines de los '70, se observan flujos de ahorro externo de "largo plazo" mayormente positivos, pero con la característica de que cuantitativamente son de magnitud reducida, en el orden del 1% o inferiores. En los ochenta el ahorro externo promedio se hace negativo, tendencia que se revierte en los noventa para culminar en el colapso del fin de la década.

**Gráfico 3.2**  
**Ahorro Externo/PIB, 1935-2003, promedios de 5 años**



Fuente: elaboración propia

II- El análisis anterior sugiere la diferenciación de etapas en la evolución histórica del ahorro externo, lo que puede destacarse mediante el cálculo de promedios en subperíodos más largos de tiempo que aparecen a la observación como homogéneos.

En el Gráfico 3.3 se muestra por una parte, con una línea de puntos horizontal, el valor promedio de la serie completa 1935- 2003 de ahorro externo como cociente del PIB, igual a 0,1%. Sujeto a la limitación de que la muestra constituye un período de observación arbitrario determinado por la disponibilidad de los datos, el valor cercano a cero aparece como consistente con la existencia de una restricción presupuestaria de largo plazo. La desviación estándar es de 2,9%.

Por otra parte se han obtenido los valores promedio en distintos subperíodos, en los cuales la cuenta corriente tiene un signo relativamente estable.

En los catorce años que corren desde 1935 a 1948, el ahorro externo promedio es -2% (cuenta corriente positiva) con una desviación estándar de 3,7%.

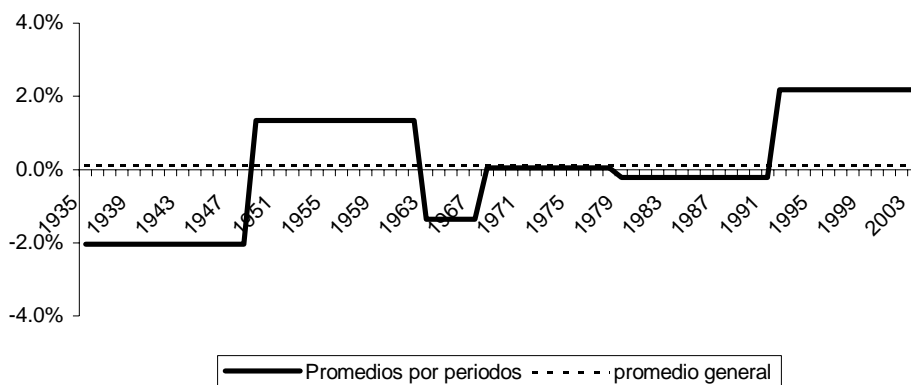
Siguen otros catorce años entre 1949 y 1962 en que la serie cambia de signo, con ahorro externo positivo pero con una magnitud reducida, de 1,3% y una desviación estándar de 2%.

Durante las tres décadas siguientes, los veintinueve años que corren entre 1963 y 1991, la tendencia de largo plazo exhibe la ausencia de ahorro externo en Argentina. En el gráfico se observa que, después de un corto período con valores negativos, con un promedio de

-1,3% y una desviación de 0,6%, hay 11 años en los que el ahorro externo como proporción del PIB es cercano a cero con una desviación de 1,7%. Desde 1979, vuelven a obtenerse valores negativos, pero muy bajos, con un promedio de -0,2 y una desviación de 2,2%.

En el último período, 1992-2003, el ahorro externo es positivo y alto. La cuenta corriente que asume un valor promedio de 2,2%, con una desviación estándar de 3,2%.

**Gráfico 3.3**  
**Ahorro Externo/ PIB, 1935-2003, promedios por subperíodos**

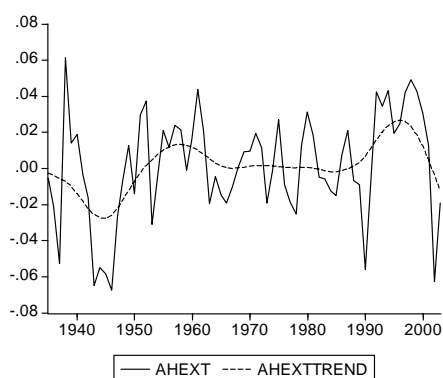


Fuente: elaboración propia

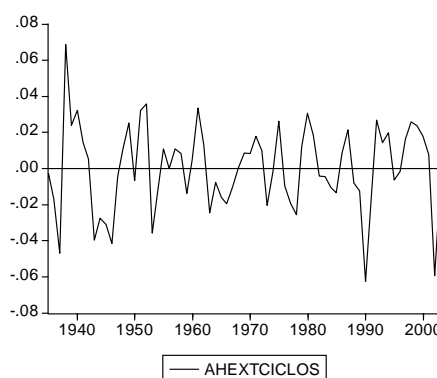
III- En búsqueda de una perspectiva histórica adicional, se utilizó el filtro de Hodrick-Prescott, con un lambda estándar igual a 100, para descomponer las series en tendencias y ciclos. Puede identificarse el comportamiento de “largo plazo” con el componente tendencial, y los movimientos de “corto plazo” con el componente cíclico (tomando como componente cíclico la desviación de la serie con respecto a su tendencia). En el Gráfico 3.4, se presenta la descomposición en ciclos y tendencias de la serie de Ahorro Externo como proporción del PIB según el filtro Hodrick-Prescott.

**Gráfico 3.4**  
**Serie, tendencia y ciclo. Participación del ahorro externo en el PIB, en base a serie en precios constantes de 1993. HP (lambda=100). 1935-2003.**

**Gráfico 3.4.a. S\*/PIB; Tendencia.**



**Gráfico 3.4.b. S\*/PIB; Ciclos.**



Fuente: elaboración propia

El Gráfico 3.4.a muestra la tendencia de la serie de ahorro externo. Desde el comienzo de la serie en 1935, asume valores negativos hasta fines de la década del '40. Este período de cuenta corriente tendencial superavitaria es caracterizado por los controles de cambio hasta 1939, y por la Segunda Guerra Mundial. A partir de 1950, la tendencia del ahorro externo cambia y asume valores positivos hasta aproximadamente 1965. Luego, hasta la década de

los '90, la serie se estaciona en valores cercanos a cero. Por último durante los '90 el ahorro externo crece sustancialmente o, lo que es equivalente, surgen déficits de cuenta corriente extraordinarios para Argentina, para luego sufrir una abrupta caída al sobrevenir la crisis en el 2001.

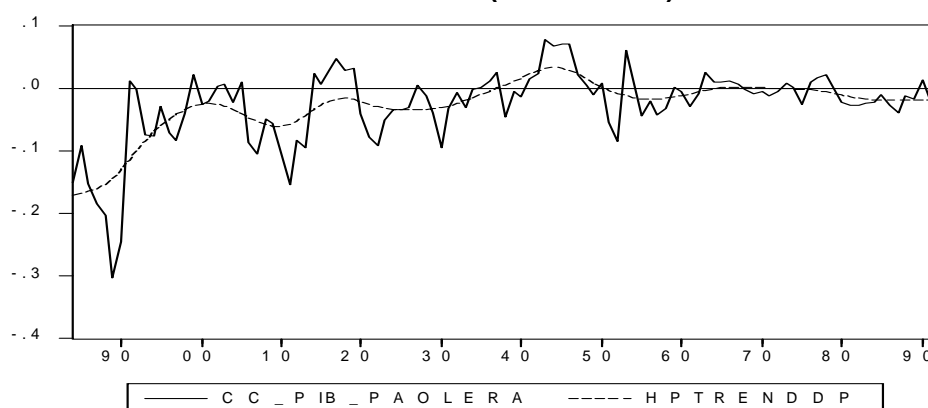
En cuanto al comportamiento de corto plazo, que exhibe el Gráfico 3.4.b, los ciclos, medidos como la diferencia entre la serie y la tendencia, muestran una gran fluctuación, con frecuentes cambios de signo. La magnitud de estos ciclos es sustancialmente mayor que los cambios tendenciales (dominando el comportamiento de la cuenta corriente observada) y su volatilidad con relación al PIB tiene menores picos en los '60 y los '70, lo que, como veremos enseguida, no impide que ocurran episodios de "reversals". En relación a esto, pueden verse en la Sección 4 los diferentes resultados obtenidos respecto a la correlación de corto plazo entre ahorro e inversión, para cada subperíodo.

Cabe destacar además que la observación empírica de alta frecuencia de los ciclos hace presumir que la decisión de planes consistentes de largo plazo por parte de agentes racionales se dificulta por insuficiencias serias de información, generando probablemente errores de planificación o conflictos internos, como los de distribución, que impiden la continuidad de procesos socio económicos regulares a lo largo del tiempo.

Por otro lado, como se ha señalado preliminarmente en un trabajo anterior<sup>4</sup>, el comportamiento de largo plazo del ahorro externo no muestra, en una inspección inicial, un perfil temporal definido como el que propone la hipótesis de *Stages of the Balance of Payments*, según la cual el ahorro externo debería ser positivo (cuenta corriente negativa) en las primeras etapas del desarrollo de un país, que se endeuda para acelerar el crecimiento y mejorar el perfil temporal del consumo, para luego pasar a ser negativo a medida que crecen y maduran las inversiones en un país, incrementando el ahorro nacional y así permitiendo pagar las deudas contraídas en la primer etapa. Es decir, no parece haber una contribución del ahorro externo al crecimiento de largo plazo de la economía. Pero esta circunstancia debe examinarse en el marco de un proceso de crecimiento irregular, que no sigue una transición ordenada hacia crecientes grados de desarrollo, y que en definitiva impide la contrastación directa de la hipótesis.

La conclusión anterior puede depender del periodo en el cual se observan las series. El Gráfico 3.5 muestra la serie de cuenta corriente como proporción del PIB, a precios corrientes, construida en base a las series proporcionadas por Della Paolera et al., 2003, para el periodo 1884-1992.

**Gráfico 3.5**  
**Cuenta Corriente como participación en el PIB, en precios corrientes, y tendencia.**  
**Filtrado Hodrick Prescott ( $\lambda=100$ ). 1884-1992.**



Fuente: elaboración propia en base a series de Della Paolera et al., 2003.

<sup>4</sup> Díaz Cafferata et al, 2005a.

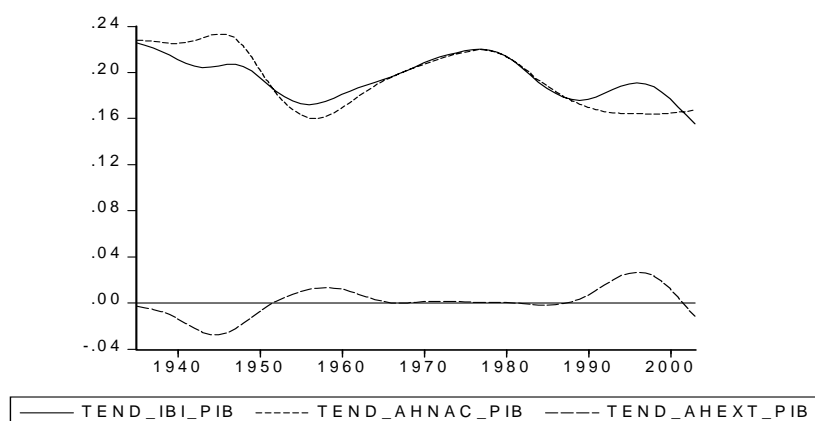
La serie histórica de tendencia de la cuenta corriente argentina entre 1884 y 1992 puede describirse en gruesos trazos como una “U” invertida, con déficit sustanciales en sus extremos y un superávit excepcional a la mitad del siglo, al finalizar la Segunda Guerra Mundial. Esta serie, al abarcar un período más extenso, incorpora en perspectiva histórica los grandes déficit del período de crecimiento argentino de fines del Siglo XIX. Se observan más de cuatro décadas de déficit “persistentes”. En perspectiva de largo plazo, como se señala en Díaz Cafferata et al, 2005b, esa evolución sí podría ser consistente con la hipótesis de “etapas” de la cuenta corriente.

### **Ahorro externo, ahorro nacional e inversión. Comportamiento de largo plazo.**

Habiendo analizado el comportamiento del ahorro externo, estudiamos ahora su función en el financiamiento de la inversión y su relación con el ahorro nacional.

El Gráfico 3.6 presenta comparada la evolución de las tendencias de las tres variables, obtenidas a través del filtro de Hodrick-Prescott, lo que proporciona una perspectiva de las relaciones de largo plazo entre las series. Las series de ahorro doméstico e inversión tienden a moverse conjuntamente y su diferencia, el ahorro externo, es cero o se aparta de él circunstancialmente, en magnitudes inferiores al 5%, en tres ocasiones.

**Gráfico 3.6**  
**Tendencias de la participación de la inversión bruta interna, el ahorro nacional y el ahorro externo en el PIB. Series a precios de 1993. 1935- 2003. HP ( $\lambda=100$ ).**



Fuente: elaboración propia

Para completar la información sobre el comportamiento de las series se presentan, en la Tabla 3.1, los valores de las correlaciones entre las tendencias de las series.

Existe una fuerte correlación entre las tendencias del ahorro nacional y la inversión a largo plazo (coeficiente de correlación igual a 0.89), y llamativamente la relación tendencial entre IBI y ahorro externo a largo plazo aparece como negativa (-0.43), lo que deja dudas sobre el posible rol del ahorro externo en el financiamiento de largo plazo de la inversión. Por otro lado las tendencias de ahorro externo y ahorro nacional parecen tener un fuerte grado de sustituibilidad (correlación negativa igual a -0.79).

**Tabla 3.1**  
**Correlaciones simples entre las tendencias de la IBI, ahorro nacional y ahorro externo, como porcentajes del PIB.1935-2003.**

	IBI_Tend	Ahnac_Tend	Ahext_Tend
IBI_Tend	1	0.89	-0.43
Ahnac_Tend		1	-0.79
Ahext_Tend			1

Fuente: elaboración propia

### ***Ciclos del Ahorro y la inversión***

A continuación, la Tabla 3.2 muestra las correlaciones simples entre los componentes cíclicos. La única correlación negativa es la existente entre los ciclos de ahorro nacional y externo.

**Tabla 3.2**  
**Correlaciones simples entre los componentes cíclicos de las series. Porcentajes del PIB, empalme con aditividad. 1935-2003.**

	IBI_Ciclos	Ahnac_Ciclos	Ahext_Ciclos
IBI_Ciclos	1	0.66	0.49
Ahnac_Ciclos		1	-0.33
Ahext_Ciclos			1

Fuente: elaboración propia

Reinhart y Talvi, 1997, usan las correlaciones cíclicas para determinar el comportamiento del ahorro nacional y externo en países de América Latina y Asia, para 1970-1995. Estos autores han encontrado que, en todos los casos, el ahorro nacional y extranjero son sustitutos, reduciendo el incremento en la inversión resultante de un aumento en el déficit de cuenta corriente. Nuestra estimación de esta relación para Argentina, para el periodo 1935-2003, es de -0.33.

En el contexto de un modelo intertemporal de una economía abierta y pequeña, la posible explicación de esto es que, ante la entrada de ahorro externo al país, y el consecuente aumento en el ingreso, los individuos esperan que este incremento sea permanente, creciendo por lo tanto el consumo, lo cual hace caer el ahorro doméstico.

### ***Reversión de la cuenta corriente y el crecimiento argentino***

En la perspectiva del trabajo hemos enfatizado la identificación y caracterización del componente no observado de la cuenta corriente de largo plazo. No obstante, parece oportuno ilustrar sucintamente la relación entre el perfil de largo plazo y la característica de los movimientos cíclicos de la cuenta.

Con ese propósito, un fenómeno cíclico que puede suponerse influye en la trayectoria de largo plazo, es el de las reversiones de la cuenta corriente. Para evaluar el caso argentino partimos de la definición de *reversal* de Edwards, 2004, que lo identifica por una reducción del déficit de al menos 4% del PIB. En el caso de Argentina la magnitud de los déficit, como vimos, se mueve en valores inferiores a esa magnitud, lo que requiere una adaptación del criterio para que sea útil. En consecuencia, en Díaz Cafferata *et al*, 2005a, descartando los casos de superávit, hemos tomado como norma que hay una reversión cuando el cambio en la cuenta corriente es de al menos 2.48% del PIB. La Tabla 3.3 muestra en su primera línea la magnitud de la reversión; la segunda y tercera los cambios en el PIB antes (no siempre negativos) y después del episodio, lo que sugiere que una reversión tiende a ocurrir como consecuencia de una crisis y es seguido por una recuperación cíclica. Tal descripción, unida a la observación de nueve episodios de este tipo en el período de observación, señalan una característica inquietante de la economía argentina. Los déficit de cuenta corriente no sobreviven a dificultades en el nivel de actividad.

La frecuencia de las reversiones aumenta en el tiempo, de un promedio de 8.5 años en los primeros 34 años, a 7 en la segunda parte del período. Entre 1973 y 2003 hay un episodio de reversión cada 6 años.

**Tabla 3.3**  
**Argentina. Reversiones de la cuenta corriente (cambios de al menos 2.48%)**

<b>Año de la reversión</b>	<b>1939</b>	<b>1950</b>	<b>1953</b>	<b>1963</b>	<b>1973</b>	<b>1976</b>	<b>1988</b>	<b>1995</b>	<b>2002</b>
<b>DCA%</b>	-4.51	-2.67	-6.64	-4.07	-3.02	-3.61	-2.82	-2.51	-7.67
<b>DGDP %*</b>	2.05	-0.05	0.00	-1.98	2.91	-0.30	0.32	1.40	-7.71
	3.41	-0.67	5.59	9.73	2.36	1.47	-4.42	6.81	8.93

Fuente: elaboración propia

\* Porcentaje promedio de cambio en el PIB entre el año de la reversión y dos años antes, y entre el año de la reversión y dos años después del episodio.

**Tabla 3.4**  
**Frecuencia de las reversiones de Cuenta Corriente**

<b>Frecuencia</b>	<b>Años</b>
Promedio	7.7
1a parte (35-68)	8.5
2a parte(69-2003)	7
1935-1972	9.5
1973-2003	6.2

Fuente: elaboración propia



#### 4. Modelo de Corrección de errores aplicado a Argentina

Hasta este punto, hemos mostrado en base al modelo intertemporal de una economía abierta pequeña, que existe una fundamentación teórica para la decisión de una economía de endeudarse externamente. Por otra parte, se distinguen en la literatura tres motivos de endeudamiento. Uno es el llamado *consumption tilting* que corresponde a las adaptaciones a cambios en la tasa de interés mundial, y del cual no nos ocuparemos en este trabajo. Los otros dos son el motivo de suavizar consumo, que suele ser asociado a fenómenos cíclicos, y el motivo crecimiento, que sugiere una relación entre rentabilidad de la inversión y la tasa de interés internacional, y que correspondería a fenómenos de largo plazo. Esta última hipótesis puede considerarse un fundamento lógico de la llamada “hipótesis de etapas de la balanza de pagos”.

Es oportuna una breve digresión. No hemos introducido en la discusión la distinción entre agentes privados y gobierno. Sin embargo es interesante ejemplificar las implicancias de extender el análisis en esa dirección. Con mercados imperfectos, y restricciones en la movilidad de recursos, el movimiento de la economía al largo plazo tiene costos y puede no ser óptimo. Mussa, 1982, señala que una tasa de descuento privada mayor que la social hace que el movimiento de capital sea subóptimo, y puede requerir un subsidio. Magnitudes sustanciales ligadas a un proceso de apertura rápido agregarían, a los motivos de agentes privados para endeudarse, decisiones adicionales del gobierno que a su vez se asocian a la elección de fuentes domésticas o externas de financiamiento, que afectan la restricción presupuestaria del gobierno y de la economía. López Murphy y Navajas, 1998, al descomponer el ahorro entre el sector público y el sector privado para el periodo 1970-1995, indican que el comportamiento del componente público es responsable por el ciclo observado en el ahorro y la inversión en estos años (una tendencia creciente que se revierte en los años ochenta), mientras el ahorro privado se comporta de manera mucho más estable.

A fin de evaluar la evolución de la cuenta corriente argentina de largo plazo con estos fundamentos, en la sección anterior presentamos evidencia de la trayectoria tendencial de la cuenta corriente, en la cual parecería existir un comportamiento consistente con la hipótesis solamente entre fines del Siglo XIX y la Gran Depresión. También, aunque la muestra se cierra abruptamente, el comportamiento de la cuenta corriente en la década de los '90 podría asociarse a esta hipótesis en cuanto la expectativa de que la apertura de la economía podría generar un aumento del ingreso permanente justificaría un período de endeudamiento.

En esta sección trabajamos con un modelo econométrico de corrección de errores procurando encontrar evidencia adicional sobre la cuenta corriente argentina de largo plazo.

##### ***La paradoja de Feldstein- Horioka***

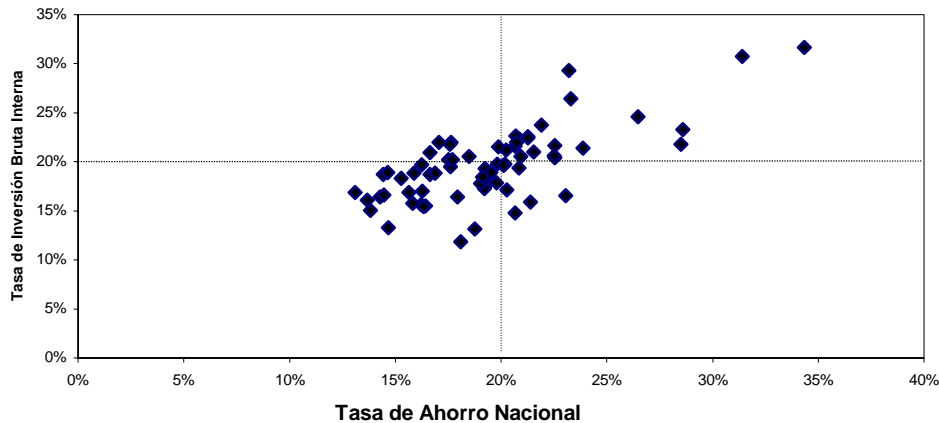
Feldstein y Horioka, 1980, encontraron resultados considerados en su momento paradójicos en regresiones de las tasas de inversión promedio con las tasas de ahorro promedio para países de la OCDE. Para muestras de diferentes períodos entre 1960 y 1974, obtuvieron coeficientes significativos cercanos a la unidad, con valores de  $R^2$  entre 0.83 y 0.91, que resultaban inesperados bajo la presunción de que el capital es internacionalmente móvil.

Corriendo una regresión similar para Argentina, hemos encontrado también una relación positiva (0.66, con intercepto) entre el ahorro doméstico y la inversión, ambos como participación en el PIB, para el período 1935 - 2003, con un  $R^2$  de 0.5. (0.99 sin intercepto, con  $R^2$  de 0.38) El Gráfico 4.1 muestra la correlación entre las series de ahorro e inversión.

Si estos resultados se aplican a tendencias en el proceso de crecimiento de un país, apuntarían a un margen reducido para la contribución del ahorro externo a la inversión de

largo plazo, cuya magnitud quedaría fundamentalmente determinada por la capacidad de ahorro de la economía doméstica.

**Gráfico 4.1**  
**Argentina. Participaciones del ahorro doméstico y de la Inversión Bruta Interna en el PIB. 1935- 2003.**



Fuente: elaboración propia

Jansen y Schulze, 1996, argumentan que dicha interpretación de la correlación entre ahorro e inversión no es correcta en vista de los modernos modelos macroeconómicos: una baja correlación implicaría que existe libre movilidad de capitales; en cambio, una alta correlación puede deberse a baja movilidad de capitales, o bien a la existencia de endogeneidad entre el ahorro y la inversión, que serían afectados por shocks y factores comunes.

Por otro lado, los autores señalan que esta ecuación de regresión no puede ser directamente derivada de un modelo teórico: no puede ser vista como una relación estructural (no es una relación de comportamiento en el modelo), ni como una relación en forma reducida (no es la solución de un sistema). Es decir, no hay un modelo económico que le dé sustento. Debido a ello, sostienen que los estimados empíricos serán probablemente sesgados, debido a la mala especificación, y carecerán de interpretación teórica.

Agregamos que, desde el punto de vista temporal, las correlaciones estimadas son contemporáneas. La regresión no permite distinguir entre motivos de endeudamiento externo de corto y largo plazo, ni parámetros de corto y largo plazo, mientras que nuestro interés se centra en entender las relaciones de largo plazo.

### **Modelo de Corrección de Errores**

Diferentes autores como Lanteri (1996, 2004), López Murphy y Navajas (1998), Van Rensselaer y Copeland (2000), aplican un modelo de corrección de errores desarrollado por Jansen y Schulze (1996), y Jansen (1996), a fin de establecer si existe una relación de largo plazo entre las tasas de ahorro e inversión.

Este modelo está basado en el modelo de equilibrio general intertemporal de economía abierta, con estado estacionario en el que la cuenta corriente (en relación al producto) es constante, por lo que el ahorro y la inversión tienen una relación uno a uno en el *steady state*. Es decir, no se permiten déficit o superávit sostenidos de la cuenta corriente, sólo desviaciones de corto plazo debidas a shocks temporarios.

Es de esperar que los valores de *steady state* del ahorro y la inversión sean no estacionarios, al depender de variables exógenas que pueden ser no estacionarias. Por otra parte, la teoría implica que ahorro e inversión tiene una relación uno a uno en el *steady state*, independientemente de su valor. Es decir, son variables cointegradas. El modelo de

corrección de errores permite examinar y someter a pruebas estadísticas las características de la cointegración entre las tasas de ahorro doméstico y la tasa de inversión. Jansen agrega que las variables estacionarias también se pueden describir por un modelo de corrección de errores.

El modelo de Jansen se escribe:

$$\Delta I_t = \alpha + \beta \Delta S_t + \gamma(S_{t-1} - I_{t-1}) + \delta S_{t-1} + \varepsilon$$

donde las variables son participaciones en el PIB.

La dinámica de la tasa de inversión está sujeta a dos tipos de ajustes, no excluyentes entre sí, simbolizados en la ecuación por  $\beta$  y  $\gamma$ . El coeficiente  $\beta$  mide la relación de corto plazo: cuánto variará la tasa de inversión ante un cambio contemporáneo en la tasa de ahorro doméstico. El coeficiente gamma mide la velocidad de ajuste al equilibrio de estado estacionario: mientras mayor (menor) sea el coeficiente, mayor (menor) es la respuesta de la inversión a desviaciones, ante un shock exógeno, de la igualdad entre ahorro nacional e inversión en el período anterior.

La solución de *steady state* es:

$$\alpha + \gamma(\bar{S} - \bar{I}) + \delta \bar{S} = 0$$

Despejando de la ecuación anterior, la cuenta corriente de largo plazo es igual a:

$$\bar{C} = (\bar{S} - \bar{I}) = -\left(\frac{\alpha}{\gamma}\right) - \left(\frac{\delta}{\gamma}\right)\bar{S}$$

Si  $\delta = 0$ , la cuenta corriente de largo plazo  $(\bar{S} - \bar{I})$  es igual a una constante  $-\alpha/\gamma$ , y si  $\alpha = \delta = 0$ , la cuenta corriente fluctúa alrededor de 0. Entonces, si en el largo plazo se verifica la restricción presupuestaria (con  $\gamma \neq 0$ ), las tasas de ahorro y de inversión estarían cointegradas, y la cuenta corriente resultaría estacionaria. Jansen y Schulze, 1996, argumentan que todas estas explicaciones son consistentes con la idea de que en el largo plazo la cuenta corriente es constante y la dinámica entre ahorro e inversión es un fenómeno temporario.

## ***Estimaciones para Argentina***

### **Test de raíz unitaria**

Un paso previo a la estimación, es determinar si las series tienen raíz unitaria, es decir, si son no estacionarias. Si esto se verifica, entonces deberán ser cointegradas para que el modelo tenga sentido (así su error será estacionario), aunque el modelo es igualmente aplicable si no son integradas.

Aplicamos el test de raíces unitarias Augmented Dickey Fuller (ADF) y el de Phillips-Perron (P-P)<sup>5</sup> para establecer si las series son integradas de orden uno, para el periodo 1935-2003. Para el caso del ahorro nacional y la inversión, se tomó el resultado de la regresión con intercepto (pero sin tendencia lineal) tanto por el comportamiento de las series como también por la significatividad obtenida de los regresores. Para el ahorro externo no se usaron regresores determinísticos.<sup>6</sup>

<sup>5</sup> Los resultados obtenidos por ADF, se confirman cuando utilizamos el test P-P.

<sup>6</sup> Para el caso del ahorro nacional y la inversión, sin regresores determinísticos parece haber raíz unitaria, pero los resultados parecen estar sesgados por la mala especificación de la ecuación (Enders, 1995). Si tomamos las series en niveles, tanto el ahorro nacional como la inversión tienen raíz unitaria (no se puede rechazar Hipótesis Nula en ninguna de las alternativas regresadas, con el

Los resultados de los tests indican que las tasas de ahorro nacional y de inversión son estacionarias con una significatividad del 1%, y el mismo resultado se dio para el ahorro externo.

### Test de exogeneidad

Para poder aplicar el Modelo de Corrección de Errores en una sola ecuación, es necesario previamente verificar que la tasa de ahorro en primeras diferencias pueda ser tratada, para la estimación, como una variable exógena ya que, si esto no se verificara, la ecuación daría como resultado coeficientes sesgados e inconsistentes. En este caso sería preferible utilizar un método alternativo de Mínimos Cuadrados en Dos Etapas (MC2E). De todas maneras, aún cuando el método de Cuadrados Mínimos Ordinarios (CMO) no es, por lo general, aplicable a modelos de ecuaciones simultáneas, los resultados que se obtienen con él, en estos casos, sirven para establecer comparaciones (Gujarati, 1981). En algunos casos el método CMO da resultados semejantes al de MC2E (cuando hay  $R^2$  altos). No obstante, Gujarati, 1981, aconseja evitar el uso indiscriminado de los CMO en los casos en que a priori se espera que las variables explicatorias endógenas de la ecuación estructural estén correlacionadas con el término de perturbación estocástico de dicha ecuación. Por otro lado, aún usando MC2E, los estimadores pueden no satisfacer las propiedades en muestras pequeñas, tales como la carencia de sesgo y la varianza mínima. Por esta razón, los resultados obtenidos al aplicar estos métodos a muestras pequeñas deben ser interpretados con mucha cautela.

Para establecer si la tasa de ahorro en primeras diferencias puede ser tratada como exógena en términos de “exogeneidad débil”, hemos utilizado el test de Hausman. Recurriendo a distintas variantes de ecuaciones instrumentales (incluyendo las variables de la ecuación en niveles y diferencias, rezagados en uno y dos periodos, y probando con el salario real rezagado un periodo<sup>7</sup>) no pudimos rechazar la hipótesis nula de que puede ser tratada como variable “débilmente” exógena. Sin embargo, Lanteri (1996), para la misma ecuación para Argentina pero un periodo más corto (1955-1996), ha encontrado que sí se verifica.

### Estimación de la ecuación para Argentina.

#### **a) Para todo el período (1935-2003)**

Nuestras estimaciones para Argentina con datos anuales del período 1935-2003, utilizando MCO, arrojaron los siguientes resultados:

$\gamma = 0.55$  (significativo al 1%), sugiere que existe cointegración entre las series de ahorro e inversión, y la cuenta corriente aparece como estacionaria. Es decir, las desviaciones del equilibrio serían sólo un fenómeno temporario, que sería corregido en un 55% en el primer año, y totalmente al término del tercer año.

$\alpha$  y  $\delta$  no son significativos al 10%, de manera que la cuenta corriente fluctúa alrededor de cero. La relación de corto plazo es significativamente diferente de cero al 1% ( $\beta = 0.56$ ). Este valor puede ser usado como estimación de la correlación contemporánea entre ahorro e inversión, para formular juicios acerca del grado de movilidad de capitales en una economía.

---

10% de significatividad estadística). El ahorro externo resulta estacionario tanto en niveles como en tasas.

<sup>7</sup> La serie de salario industrial la obtuvimos de González, M (2003) en base a datos del BCRA (1975), Encuesta sobre producción, empleo y salarios-INDEC y Encuesta Industrial Mensual-INDEC

Además obtuvimos un  $R^2$  ajustado de 0.48, con un estadístico de Durbin Watson (DW) de 1.72, que al 5% de significación estadística (con 68 observaciones y 3 parámetros) no permite rechazar la hipótesis nula de que no existe autocorrelación.

Ahora utilizamos el método de MC2E para el mismo periodo con el objetivo de comparar los resultados obtenidos.

La ecuación instrumental usada, con un  $R^2$  ajustado de 0.18, llevó intercepto, tasa de IBI en primeras diferencias rezagada un periodo, tasa de ahorro menos tasa de IBI rezagadas un periodo ambas, tasa de ahorro rezagada un periodo y salario medio industrial rezagado un periodo.

Se confirma que alfa y delta no son estadísticamente significativos al 10%, mientras que beta es igual a 1.1, significativo al 1%, y gamma es igual a 0.39, significativo también al 1%. El  $R^2$  ajustado es de 0.32, y el DW de 1.82 (no hay indicios de correlación al 5%).

Hemos probado además con otras especificaciones (sin serie de salarios, agregando dos rezagos para ahorro e inversión), obteniendo resultados semejantes en cuanto a significatividad y valor de los coeficientes (gamma alrededor de 0.4, y beta entre 1.1 y 1.4).

Se debe tener cautela al observar estos resultados: en el caso de que el  $R^2$  de la primera etapa es bajo, hay que tener en cuenta que las estimaciones de la segunda etapa no serán muy buenas. Sin embargo, en general, las estimaciones por MCO y MC2E dieron estimaciones semejantes en cuanto significatividad de los coeficientes de corto y largo plazo, aunque mientras para el primero los resultados por MC2E dan un valor mayor (1.1 a 1.4 contra 0.56), muestran un ajuste de largo plazo un poco más lento (0.4 contra 0.55).

Por otro lado, estos resultados son consistentes con los estimados por otros investigadores como Lanteri, 2004, y López Murphy y Navajas, 1998<sup>8</sup>.

#### b) Período 1935-1990, 1991-2003

Hemos tomado este período debido a que, al realizar pruebas para intentar determinar si ocurren cambios estructurales en las series de ahorro e inversión de Argentina, para lo cual hemos utilizado el test de Chow, ha resultado que existe un quiebre estructural para el año 1990 (se rechaza la hipótesis nula de estabilidad de los parámetros al 5%).

Al estimar la ecuación de Jansen para el primer período, los resultados fueron:

$\gamma = 0.60$  (significativo al 1%), lo cual sugiere que existe cointegración entre las series de ahorro e inversión.

$\alpha$  y  $\delta$  no son significativos al 10%, de manera que la cuenta corriente fluctúa alrededor de cero. La relación de corto plazo es significativamente diferente de cero al 1% ( $\beta = 0.61$ ).

El  $R^2$  ajustado es de 0.56, con un DW de 1.68 (no existe correlación al 5%).

En cambio para el segundo período, el resultado es distinto: el gamma no es significativo al 10% indicando que no existe cointegración entre el ahorro y la inversión. Tampoco es significativo el coeficiente que se refiere al corto plazo, beta, ni alfa y delta al 10%. Esto se debe al gran aumento que ha tenido el ahorro externo, implicando una cuenta corriente deficitaria, durante la última década del siglo pasado. El  $R^2$  ajustado es de 0.12, con un DW de 1.76.

---

<sup>8</sup> López Murphy y Navajas estiman, para el período 1958-1995, un gamma de 0.4, y, usando variables dummies, un beta que varía entre 0.66 para 1960-1977, 0.44 para 1978-1989, y -0.13 para 1990-1995. La series que utilizaron tienen un comportamiento similar a las nuestras (Ver Díaz Cafferata et al, 2005b)

Si bien estos resultados pueden estar sesgados por la escasa cantidad de observaciones del segundo subperíodo, confirman la significación estadística de los grandes déficit de cuenta corriente de los noventa, que se remarcaran en la sección anterior.

**c) 1935-1976, 1977-2003**

Hemos realizado además un nuevo cálculo sobre los subperíodos antes y después de 1977 debido a que en este año fue la reforma financiera de Martínez de Hoz, y a partir de entonces han ocurrido cambios tales como una mayor apertura hacia los mercados internacionales de capitales. Se mantuvo el resultado de que existe cointegración ( $\Gamma = 0,66$ , significativa al 1%) y una relación de corto plazo ( $\beta = 0,56$  significativa al 1%), con una cuenta corriente fluctuante alrededor de cero (valores no significativos del alfa y delta al 10%) para el primer subperíodo. El  $R^2$  ajustado tiene un valor de 0,62 y el DW de 1,71 (no hay autocorrelación, al 5%). Si el ahorro y la inversión tienden a moverse conjuntamente, la cuenta corriente aparece como un shock absorber, principalmente en 1935-1977. Los resultados de la estimación de la ecuación de Jansen para el último período indican que existe cointegración entre el ahorro y la inversión, ya que se obtuvo un  $\gamma$  de 0.38 con una significatividad del 5%. Ninguno de los otros coeficientes se encontraron significativos al 10%. Es decir, se observa que la disminución de los controles de cambio y la liberalización de la economía provocaron una disminución en la velocidad de ajuste ante desequilibrio de largo plazo (posibilidad de tener déficit de CC por un periodo más largo de tiempo) y también afectó a la "medida" del grado de movilidad de capitales, disminuyendo el coeficiente de corto plazo. El  $R^2$  ajustado resultó de 0.10 y el DW de 1.66 (5% de significatividad).

**d) 1935-2003 con variables dummies**

Otra alternativa para distinguir quiebres estructurales, es usar variables dummies. Suponemos, como Jansen y Schulze (1996), que la identidad de largo plazo se mantiene válida en todo el período, y no observamos los cambios en la velocidad de ajuste a la relación de largo plazo ( $\gamma$ ). Distinguimos 3 subperíodos en que el coeficiente de corto plazo podrían haberse comportado de manera particular, llamando D1 a la variable que toma valor 1 en el subperíodo 1935-1946 y 0 en los demás, e incluye los años de la guerra y la inmediata posguerra, en que se observaron grandes diferencias entre el ahorro y la inversión (superávit CC 1943-46); D2 al subperíodo 1947-1990, y D3 al periodo (1991-2003).

Los resultados sugieren que sólo hubo correlación de corto plazo significativa al 1% (los otros dos se rechazan al 10%) en el segundo subperíodo (1947-1990), con un coeficiente de 0.75. El coeficiente de largo plazo es 0.52, indicando una relación de largo plazo entre ahorro e inversión para todo el periodo, el  $R^2$  ajustado es de 0.53, y el DW es de 1.68. Este resultado es consistente con los hechos estilizados observados en la sección anterior: grandes fluctuaciones en la cuenta corriente desde 1935 a 1950, una cuenta corriente estable en un rango de -2% a 2% del PIB en los años siguientes, y cercana a 0, y grandes déficit en la década de los noventa, en los cuales el comportamiento de la inversión de independiza, al menos en el corto plazo, del ahorro doméstico.

A continuación utilizamos el test de Wald, para probar si se justifica el uso de coeficientes distintos, o e mejor la especificación con un mismo valor para todo el periodo. Con un  $F(2,62)$  igual a 4.51 podemos rechazar la Hipótesis nula de que los coeficientes de D1, D2 y D3 son todos iguales, con una significación del 5%.

**e) Della Paolera (1885-1992)**

Della Paolera et al. (2003) presenta series más extensas, aunque medidas en valores corrientes, para el periodo 1885-1992. Procedimos a estimar la Ecuación de Jansen para todo el periodo, y luego lo subdividimos en 3 subperiodos de 1885-1920, 1921-1955, 1956-

1992, considerando que el número de observaciones fuera semejante entre ellos. También puede señalarse una justificación empírica: el primero incluye los años de economía liberal y patrón oro con grandes entradas de capital, el segundo los años de entreguerras y pos segunda guerra mundial, y el tercero años en que suponemos no hubo una Cuenta Corriente significativa.

Haciendo las pruebas de raíz unitaria para todo el periodo para las tasas de ahorro nacional la serie parece no tener raíz unitaria cuando se incluye intercepto (10%), ni con intercepto y tendencia al 5%. Concluimos entonces que es estacionaria, mientras que la serie de IBI sobre PIB resulta estacionaria al 1%, sólo cuando se la considera con tendencia y constante, aunque la bondad del ajuste, el DW, y los tests t de los coeficientes parecen sugerir que esta es la mejor caracterización.

Los resultados para todo el periodo, con un  $R^2$  ajustado de 0.09 y DW de 1.77, indican que todos los coeficientes resultan significativos al 5%, lo que sugeriría que si bien hay una relación de largo plazo que hace tender a las variable hacia el equilibrio ( $\gamma$  distinto de 0), la cuenta corriente no fluctuaría alrededor de 0 ( $\alpha$  distinto de cero), aunque estos valores pueden estar sesgados por endogeneidad. Los coeficientes obtenidos fueron:  $\alpha = 0.012$ ,  $\beta = 0.162$ ,  $\gamma = 0.163$ ,  $\delta = -0.07$ .

Cuando dividimos la serie en 3 subperiodos, existen indicios de diferencias significativas: mientras que en el primero (1885-1920) no parece ajustarse bien la ecuación (ninguno de los parámetros es significativo), en el segundo (1920-1955) sólo es significativo el que indica correlación de largo plazo, y en el tercero (1955-1992) se observan coeficientes significativos de corto y largo plazo.

Estos resultados nos sugieren que los valores obtenidos dependen de la muestra analizada: podemos estar observando datos de un periodo de tiempo que es diferente al del horizonte de planificación de los sujetos económicos, como ocurriría en periodos cortos relativos a una estrategia consiente con etapas de la balanza de pagos.

Por otro lado el agregar los años de fines del Siglo XIX y principios del XX, permite observar una etapa caracterizada por grandes déficit de cuenta corriente, que podrían ser consistentes, al menos en parte, con la hipótesis de las etapas de la Balanza de Pagos, como se sugiere en Díaz Cafferata et al (2005b) y fue oportunamente señalado en la sección anterior.

## 5. Síntesis y reflexiones sobre el crecimiento argentino, la cuenta corriente y las implicancias de política.

### ***El problema de la desaceleración del crecimiento y la cuenta corriente***

La tasa de crecimiento de Argentina de largo plazo<sup>9</sup> ha caído continuamente, durante más de un siglo desde la crisis de Baring hasta el presente, con recurrentes rupturas. Múltiples explicaciones de esta preocupante evolución de largo plazo reconocen la importancia del sector externo. ¿Qué causó esta costosa caída? Pueden distinguirse dos tipos de mecanismos. Uno, las distorsiones de precios y asignación de recursos derivados de la sustitución de importaciones. Otro, apuntando a que la principal distorsión y determinante del proceso es el riesgo país y sus interacciones, en cuanto un deterioro de la performance exportadora causada por distorsiones de precios acentúa la vulnerabilidad de la economía<sup>10</sup>.

Ambas posturas tienen en común que por una u otra vía se debilitan los incentivos a la inversión y el atractivo para la recepción de flujos de ahorro externo que la financien. En tal sentido, adquiere interés examinar con detalle el comportamiento de la cuenta corriente y establecer de manera sistemática sus características. Nuestro examen de las series de largo plazo sugiere que el ahorro externo no ha sido una fuente de crecimiento de largo plazo en Argentina. ¿Por qué? La respuesta tiene una dimensión teórica general, y aspectos relativos a las condiciones estructurales de la economía.

Desde el punto de vista teórico de decisiones intertemporales, motivos de endeudamiento relacionados con el financiamiento del crecimiento de largo plazo generan déficit persistentes de cuenta corriente, durante el tiempo en que la utilización del ahorro externo permite cubrir la brecha entre las necesidades de acumulación y el ahorro doméstico.

Ese proceso de largo plazo puede encontrar dificultades si, cuando se produce la acumulación de deuda externa y pagos crecientes de intereses, la economía se hace vulnerable a los shocks externos, creando la percepción por parte de poseedores extranjeros de deuda de potenciales dificultades de pago. A controlar dicha vulnerabilidad pueden contribuir tanto medidas de transformación estructural (comenzando por reconocer y sostener la capacidad de dinamizar la performance exportadora), como el manejo de la política macroeconómica que proporcione consistencia temporal y facilite la absorción de shocks negativos.

Los problemas de los mercados financieros desde mediados de los '90, con episodios como el default ruso y argentino, justifican la atención a los mecanismos de generación y los efectos de las crisis, así como a la identificación de senderos no sostenibles que culminan de manera súbita e inesperada<sup>11</sup>.

Reflexionamos sobre la cuestión metodológica del largo plazo, que parte de la literatura entiende como resultado de multiplicadores o derivadas en respuesta de estado estacionario a *shocks*. Sin embargo este "largo plazo" no se refiere a explicaciones de la trayectoria histórica de una economía, que nos interesa en relación al crecimiento económico. Por ejemplo, Nason y Rogers, 2000, trabajan con datos trimestrales en un período de 20 años, que supone frecuencias y un horizonte temporal que no son los de los procesos de desarrollo. Avanzar en establecer relaciones analíticas que asocien "plazos" teóricos con tiempo real en la trayectoria de la cuenta corriente. Otro aspecto relacionado a las propiedades de la trayectoria es el del orden de magnitudes –porqué un país mantiene déficit persistentes altos y otro no sobreviven los déficit a perturbaciones relativamente

---

<sup>9</sup> 9 Medida, a partir de diferentes métodos de filtrado, por su componente tendencial (Díaz Cafferata, 2003; Díaz Cafferata et al, 2005a).

<sup>10</sup> Entre el primer grupo puede mencionarse a Cavallo y Mundlak, 1982. En la otra, Jorge Ávila, 2000, quien toma de Harberger la hipótesis de una curva de oferta de fondos no es infinitamente elástica sino con pendiente positiva.

<sup>11</sup> Romer, 2001



limitada. Modelos con integración de motivos de endeudamiento, formalización de las condiciones estructurales domésticas y elasticidad de la oferta externa son opciones para aumentar la capacidad explicativa.

### ***Hechos estilizados de largo plazo***

Con esta perspectiva, hemos formulado hechos estilizados de largo plazo de la cuenta corriente, diferenciando el comportamiento tendencial de las fluctuaciones de corto plazo (asociadas éstas teóricamente a motivos de suavizar la trayectoria temporal del consumo). Interpretamos que el comportamiento de la cuenta corriente argentina de largo plazo no parece consistente con una contribución sustancial del ahorro externo al financiamiento de la inversión. Si se toma como patrón de financiamiento de largo plazo el perfil regular de la hipótesis de etapas de la Balanza de Pagos, se esperaría que la cuenta corriente exhibiera primero un período con déficit persistentes, y luego eventualmente, si el marco temporal lo incluye, otro período con superávit persistentes.

Parece potencialmente fructífero avanzar en esta dirección para encontrar las causas de este comportamiento, que a la relativamente baja tasa de ahorro argentina comparada con otras economías actuales en proceso de cambio estructural, agrega el problemático aprovechamiento del ahorro externo como fuente de financiamiento de la inversión de largo plazo. La experiencia internacional muestra que episodios de déficit persistentes que aparecen como un proceso equilibrado de largo plazo es posible. Ejemplos de este tipo son los de Canadá, 43 años entre 1879 y 1913; Corea, 23 años entre 1963 y 1985; Irlanda y Portugal, 25 años de 1960 a 1985; Dinamarca, 30 años de 1960 a 1990. Es posible, pero también es excepcional. Sugestivamente, algunos de los países de este selecto club son Canadá, Australia, Nueva Zelanda, frecuentemente señalados como comparables a Argentina. El caso estándar, que hemos verificado aquí para Argentina, es que la inversión tiende a estar correlacionada con el ahorro doméstico y además el ahorro doméstico y el ahorro externo son sustitutos.

En consecuencia, modelos que sugieren que el ahorro externo fluye hacia países con oportunidades de inversión requieren incorporar características que permitan conjeturar la evolución temporal del proceso sostenible de endeudamiento y pago en el largo plazo. La contribución de magnitudes sustanciales y sostenidas de ahorro externo ocurre, en la experiencia internacional, pero es excepcional, lo que tiene implicancias para la investigación con objetivos de política.

### ***Condiciones para la evolución regular de la cuenta corriente de largo plazo***

La cuestión puede plantearse en términos de estrategia de crecimiento sostenible, es decir, que impliquen saldos de cuenta corriente que puedan mantenerse por períodos prolongados, en contraste con estrategias no sostenibles, que causan frecuentes crisis externas acompañadas por bruscos ajustes del tipo de cambio y precios relativos. A esta perspectiva puede agregarse una distinción: una estrategia sostenible *a priori* incorpora sin embargo, en un contexto estocástico, el riesgo. Sostenible, pero vulnerable en diferente grado. Lo que destaca el rol importante de los estudios estratégicos y los pronósticos de variables clave. El sendero de crecimiento de Argentina en los noventa aparecía como consistente en consideración de una performance de las exportaciones que llevaría a los 50.000 millones de dólares en el año 2000; pero contrariando esa perspectiva optimista las exportaciones se estancaron desde 1997, contribuyendo a agudizar la percepción del riesgo de default por parte de los inversores externos<sup>12</sup>.

Por una parte, identificar las características, estructurales y de política económica, que permiten que una economía desarrolle déficit persistentes de cuenta corriente (incluida la

---

<sup>12</sup> Mussa, 2002; Díaz Cafferata, 2003.

eficiencia de la inversión que financia). Por otra, advertir que si los flujos de ahorro externo tienden a ser inestables, las tasas de inversión futuras están sustancialmente condicionadas a los incentivos para el ahorro doméstico y las implicancias distributivas de políticas de reducción de la absorción en relación con el Producto.

## 6. Referencias

- Ávila, Jorge, 2000. Riesgo argentino y performance macroeconómica. Universidad del Cema. Buenos Aires.
- Baxter, Marianne, 1995. "International trade and business cycles". En G.Grossman and K. Rogoff (eds). Handbook of International Economics; 1339-1394.
- Bazdarich, Michael J., 1978. "Optimal growth and stages in the Balance of Payments". Journal of International Economics. (August); 425- 443.
- Calderón, César, Alberto Chong y Norman Loayza, 1999. "Determinants of current account deficits in developing countries". Banco Central de Chile. Documento de Trabajo N51. Noviembre.
- Calvo, Guillermo, Alejandro Izquierdo y Luis Mejía, 2003. "On the empirics of sudden stops". Working Paper, Interamerican Development Bank.
- Cavallo Domingo y Yair Mundlak, 1982. "Agriculture and economic growth in an open economy: the case of Argentina". International Food Policy Research Institute. Research Report 36. December.
- Cortés Conde, Roberto, 1996. La Economía Argentina en el Largo Plazo. Editorial Sudamericana/Universidad de San Andrés, Buenos Aires.
- Debelle, Guy y Hamid Faruqee, 1996. "What determines the current account? A cross sectional and panel approach". IMF Working Paper. WP/96/58
- Della Paolera, G., Taylor, A., Bózzoli, C., 2003. "A new economic history of Argentina". Cambridge; New York: Cambridge University Press. Capítulo 13.
- Díaz Cafferata, Alberto M., 2003. "Inercia estructural del crecimiento económico argentino: el ahorro doméstico, el ahorro externo y la salida exportadora". Seminario de Economía Aplicada. Academia Nacional de Ciencias Económicas. 7 de octubre.
- Díaz Cafferata, A.M., Berbotto, L., Kohn,D., 2005a. "Fluctuations of the current account and the causes of the Argentine long –run growth slowdown." Arnoldshain Seminar VI.
- Díaz Cafferata, A.M., Berbotto, L., Kohn,D., Resk, E., 2005b. "Ahorro Doméstico, ahorro externo e inversión en Argentina. Elaboración de series históricas y hechos estilizados de largo plazo." Aceptado para su presentación en las 38 Jornadas de Finanzas Públicas, 21 al 23 de Setiembre.
- Eaton, Jonathan, 1993. "Sovereign Debt: A Primer". The World Bank Economic Review. Vol7, N2 (Mayo); 137- 172.
- Edwards, Sebastian, 2004. "Thirty years of current account imbalances, current account reversals and sudden stops". NBER Working Paper N° 10276 January, <http://www.nber.org/papers/w10276>
- Eichengreen, B., 1991. "Trends and cycles in foreign lending". En Siebert, H. (ED.), Capital flows and the World economy. Mohr, Tübingen.
- Enders, Walter, 1995. "Applied Econometric time series". Iowa State University. John Wiley & Sons Inc. USA.
- Engel, Charles y Kenneth Kletzer, 1989. "Saving and investment in an open economy with non-traded goods". International Economic Review. Vol 30, N4 (November); 735- 752.
- Feldstein, Martin y Charles Horioka, 1980. "Domestic savings and international capital flows". Economic Journal, Vol 90, June; 314-329. Junio.

- Fischer, Stanley y Jacob Frenkel, 1974. "Economic growth and Stages of the Balance of Payments: a theoretical model". In Trade, Stability and macroeconomics, Essays in Honor of Lloyd Metzler, George Horwich and Paul Samuelson, eds. Academic Press.
- Fischer, Stanley y Jacob Frenkel, 1972. "Investment, the two sector model and trade in debt and capital goods". *Journal of International Economics*. 21-233.
- Ghosh, Atish R. y Jonathan D. Ostry, 1995. "The Current Account in Developing Countries: A Perspective from the Consumption- Smoothing Approach". *The World Bank Economic Review*. Vol 9, N2 (Mayo); 305- 333.
- González, Mariana L., 2003. "Los salarios en Argentina: una perspectiva de largo plazo". Trabajo presentado en el XXIV Congreso ALAS. Arequipa, Perú. Noviembre.
- Gujarati, Damodar, 1981. "Econometria". McGraw-Hill. Méjico.
- Halevi, Nadav, 1971. "An empirical test of the 'Balance of Payments Stages' hypothesis". *Journal of International Economics*. 103- 117.
- Jansen, W. Jos, 1996. "Estimating saving-investment correlations: evidence for OECD countries based on an error correction model". *Journal of International Money and Finance*. Vol15 ; 749-781.
- Jansen, W. Jos y Gunther G. Schultze (1996). "Theory-based measurement of the savings-investment correlations with an application to Norway ". *Economic Inquiry*. Vol 34; 116-132.
- Kindelberger, Charles P., 1968. "International Economics". 4th Edition. Irwin. Homewood, Ill.
- Lane, Philip R. y Gian Maria Milesi-Ferretti, 2001. "The external wealth of nations: measures of foreign assets and liabilities for industrial and developing countries". *Journal of International Economics*. Vol 55, N2 (December); 263- 294.
- Lanteri, Luis N., 2004. "Ahorro y Crecimiento: alguna evidencia para le economía argentina, 1970-2003". Banco Central de la República Argentina, Buenos Aires. Julio. XXXIX Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política.
- Lanteri, Luis N., 1996. "Consumo Smoothing y la Cuenta Corriente". Asociación Argentina de Economía Política.
- Leamer, E.E., 1995. "Testing trade theory". In Greenaway and Winters, 1995.
- López Murphy, R y Navajas, F., 1998. "Domestic savings, public savings and expenditures on consumer durable goods in Argentina". *Journal of Development Economics*. Vol. 57, 97-116.
- Maddison, Angus, 1997. "La economía mundial 1820-1992. Análisis y estadísticas." Centro de Desarrollo. OCDE. París.
- Milesi-Ferretti, Gianmaria y Assef Razin, 1996. "Current account sustainability". *Princeton Studies in International Finance*. N81. October.
- Mussa, Michael, 2002. "Argentina and the Fund. From triumph to tragedy". Institute for International Economics. Mimeo.
- Mussa, Michael, 1982. "Government Policy and the Adjustment Process" En J. Bhagwati (Ed) *Import Competition and Response*. U. Of Chicago Press.
- Nason, James M. y John H. Rogers, 2000. "Investment and the Current Account in the short-run and the long-run". Discussion Paper N 00-13. Department of Economics. The University of British Columbia.
- Obstfeld, Maurice, y Kenneth Rogoff, 1995. "The intertemporal approach to the current account". In Grossman and Rogoff (eds), 1995.

- Razgallah, Brahim, 2004. "The balance of payments stages 'hypothesis': A reappraisal". C.E.R.S.E.I.-3 D.I. Université Panthéon-Assas (Paris II).
- Reinhardt, Carmen M. y Ernesto Talvi, 1997. "Capital flows and saving in Latin America and Asia: a reinterpretation". Mimeo. U of Maryland.
- Roldós, Jorge E., 1991. "Tariffs, investment and the current account". *International Economic Review*. Vol32, N1 (February); 175- 194.
- Romer, David, 2001. "Advanced Macroeconomics". McGraw-Hill. Boston.
- Sachs, Jeffrey D., 1981. "The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970s". *Brookings Papers on Economic Activity*, N1.
- Van Rensselaer, Kristen y Joe B. Copeland, 2000. "Savings and investment rates in Latin America: an error correction analysis". *Journal of Economics and Finance*. Vol24, N2 (Summer); 195-205.

## Anexo

## Series de PIB, Inversión Bruta, Ahorro Nacional Bruto y Ahorro Externo para el periodo 1935-2003.

*En millones de pesos a precios constantes de 1993.<sup>13</sup>*

<b>Año</b>	<b>PBIpm</b>	<b>Inversión Bruta Interna</b>	<b>Ahorro Nacional Bruto</b>	<b>Ahorro Externo</b>
1935	47,275.3	9,918.0	10,181.5	-263.5
1936	47,668.6	9,741.5	10,741.2	-999.7
1937	51,123.0	11,921.3	14,610.4	-2,689.1
1938	51,280.6	15,042.8	11,896.0	3,146.7
1939	53,243.5	11,863.3	11,119.4	743.8
1940	54,107.1	10,547.1	9,532.2	1,014.9
1941	56,934.9	11,713.2	11,913.7	-200.5
1942	57,562.7	10,148.7	11,090.5	-941.7
1943	57,170.6	9,465.4	13,180.7	-3,715.3
1944	63,610.3	10,098.3	13,598.0	-3,499.7
1945	61,568.0	9,114.9	12,719.3	-3,604.4
1946	67,065.9	14,595.2	19,112.3	-4,517.1
1947	74,525.5	23,608.0	25,602.5	-1,994.4
1948	78,609.0	24,155.2	24,683.4	-528.2
1949	77,589.0	17,488.5	16,498.9	989.7
1950	78,530.8	10,421.9	11,525.1	-1,103.2
1951	81,583.6	15,373.4	12,959.0	2,413.4
1952	77,477.5	13,058.8	10,160.9	2,896.9
1953	81,583.6	14,005.0	16,528.6	-2,523.6
1954	84,951.5	13,283.4	13,771.1	-487.7
1955	90,952.2	14,908.6	12,980.8	1,927.8
1956	93,478.9	14,040.4	12,927.8	1,112.6
1957	98,321.3	15,802.9	13,454.0	2,349.9
1958	104,322.0	17,322.0	15,076.0	2,244.9
1959	97,584.1	15,366.1	15,447.2	-81.1
1960	105,269.2	22,628.1	20,930.1	1,698.0
1961	112,743.3	24,809.6	19,884.1	4,925.5
1962	110,953.8	22,816.3	20,511.1	2,306.3
1963	108,322.1	18,710.1	20,815.7	-2,105.6
1964	119,480.1	23,570.2	24,116.0	-545.9
1965	130,428.2	25,280.6	27,184.5	-1,903.9
1966	131,270.4	23,464.1	25,978.3	-2,513.2
1967	134,744.4	24,519.5	25,902.4	-1,382.9
1968	140,534.0	27,125.2	27,057.6	68.6
1969	152,534.3	32,942.9	31,509.0	1,432.8
1970	160,745.6	34,085.1	32,531.6	1,553.5
1971	166,791.0	37,789.3	34,532.1	3,257.2
1972	170,257.0	38,192.3	36,223.0	1,969.3
1973	176,632.2	36,400.7	39,762.3	-3,361.6
1974	186,180.3	36,800.1	36,904.5	-104.4
1975	185,077.4	37,465.0	32,436.4	5,028.7
1976	185,053.6	40,051.7	41,709.7	-1,657.9

<sup>13</sup> Para un detalle del procedimiento de elaboración de las series puede consultarse Díaz Cafferata et al., 2005b.

<b>1977</b>	196,869.7	48,429.2	52,113.3	-3,684.0
<b>1978</b>	190,527.5	40,711.2	45,490.8	-4,779.5
<b>1979</b>	203,897.0	44,880.7	42,266.6	2,614.2
<b>1980</b>	207,014.9	54,690.0	48,222.6	6,469.4
<b>1981</b>	195,790.4	46,499.6	42,908.2	3,591.4
<b>1982</b>	189,605.5	37,226.2	38,154.8	-930.5
<b>1983</b>	197,402.0	37,374.9	38,524.3	-1,151.4
<b>1984</b>	201,348.4	35,829.7	38,338.2	-2,508.5
<b>1985</b>	187,354.9	30,776.0	33,605.7	-2,829.6
<b>1986</b>	200,727.5	34,174.0	32,673.9	1,500.1
<b>1987</b>	205,927.9	38,594.6	34,274.7	4,319.9
<b>1988</b>	202,027.6	37,236.3	38,611.6	-1,373.3
<b>1989</b>	188,014.0	29,192.6	30,880.9	-1,688.3
<b>1990</b>	184,571.9	24,273.6	34,603.1	-10,329.5
<b>1991</b>	204,097.3	31,541.6	33,350.4	-1,806.7
<b>1992</b>	223,703.1	41,837.8	32,312.5	9,523.3
<b>1993</b>	236,505.0	46,563.4	38,401.9	8,161.5
<b>1994</b>	250,307.9	52,446.9	41,621.5	10,825.4
<b>1995</b>	243,186.1	45,820.0	41,086.5	4,733.5
<b>1996</b>	256,626.2	51,823.9	45,419.1	6,404.8
<b>1997</b>	277,441.3	60,422.9	48,736.4	11,686.5
<b>1998</b>	288,123.3	63,383.3	49,173.9	14,209.4
<b>1999</b>	278,369.0	52,657.8	40,771.7	11,886.0
<b>2000</b>	276,172.7	50,652.6	42,171.7	8,480.9
<b>2001</b>	263,996.7	44,607.9	41,257.7	3,350.3
<b>2002</b>	235,235.6	27,837.8	42,539.9	-14,702.1
<b>2003</b>	256.023,5	39.026,3	43.902,2	-4.875,9

Fuentes utilizadas para el empalme: 1993-2002, MECON (pesos 1993); 1980-1993, Ministerio de Economía (pesos 1986); 1970-1980, CEPAL sobre datos del BCRA (pesos 1970); 1950-1970, BCRA (pesos 1960); 1935-1950, Secretaria de Asuntos Económicos (pesos 1950).