

LA VALORACIÓN DE LOS DESEQUILIBRIOS EXTERNOS Y LA PERCEPCIÓN DE RIESGO DE LOS PAÍSES

Este artículo ha sido elaborado por Teresa Sastre y Francesca Viani, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

Introducción

La magnitud y la persistencia alcanzadas por las posiciones de superávit o de déficit por cuenta corriente de un gran número de países constituyeron una de las principales fuentes de preocupación para la estabilidad económica global durante los años previos a la crisis económica y financiera. Aunque estos desequilibrios «globales» no fueron el desencadenante de la crisis, y se han reducido sustancialmente con los ajustes derivados de aquella (véase gráfico 1), su naturaleza, sus causas y las consecuencias que pueden derivarse de ellos siguen muy presentes en las discusiones económicas internacionales.

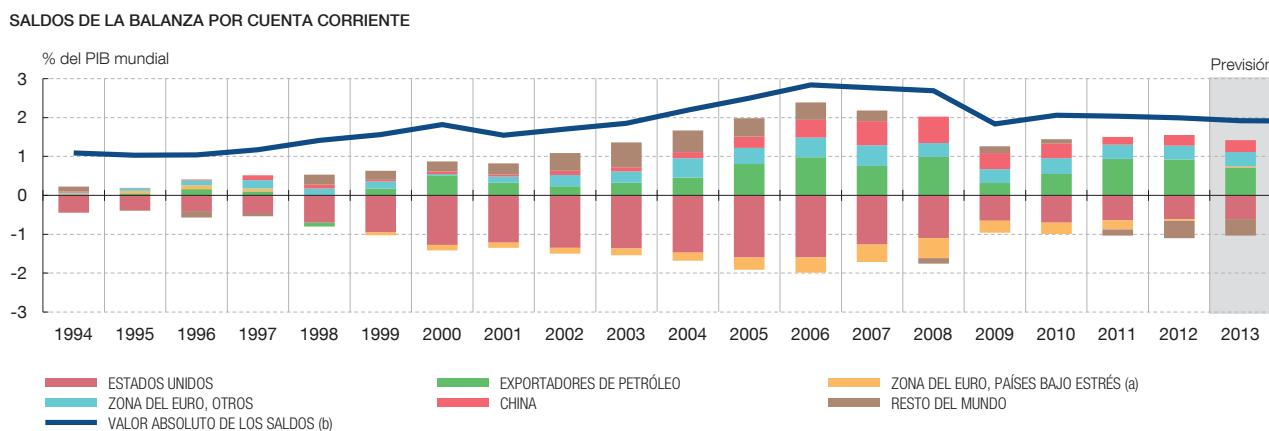
En la medida en que las divergencias en los saldos por cuenta corriente entre países son consecuencia de diferencias en su nivel de desarrollo, en factores demográficos o en otras características relacionadas con su estructura económica, no deben ser causa de preocupación a escala global. Sin embargo, cuando son el resultado de desequilibrios macroeconómicos profundos, en muchos casos inducidos o amplificados por políticas económicas inadecuadas, constituyen factores de vulnerabilidad que pueden suponer una amenaza para la estabilidad financiera global. Así, déficits persistentes y elevados que sean insostenibles en el largo plazo pueden originar crisis cambiarias y salidas de capital de los países que los generan, con importantes externalidades para otras economías; asimismo, superávits abultados, como los de algunos países en los años previos a la crisis, pueden ser indicativos de un exceso de ahorro, que, lógicamente, termina teniendo repercusiones sobre los países que constituyen el destino de esta inversión, contribuyendo a aumentar la vulnerabilidad global ante perturbaciones de carácter real y financiero.

Diversas organizaciones multilaterales —como el G-20, el Fondo Monetario Internacional (FMI) o la Unión Europea— han diseñado mecanismos de supervisión para detectar desequilibrios excesivos en las posiciones externas de los países y plantear su corrección. El FMI tomó la iniciativa en este sentido hace ya varios años, cuando desarrolló su análisis de los saldos por cuenta corriente y de los tipos de cambio reales en el marco del CGER¹. En 2012, el Fondo inició la publicación periódica de un nuevo análisis sobre el sector exterior —incluido en el *External Sector Report*^{—2}, con el fin de valorar la posición exterior de un amplio grupo de países desde una perspectiva multilateral. Para ello, desarrolló un nuevo método —denominado *External Balance Assessment* (EBA)—, que constituye una reforma del análisis CGER que ya venía utilizando. El nuevo método incorpora un análisis de los determinantes del saldo por cuenta corriente y del tipo de cambio real, a partir de dos modelos distintos de regresión, para un panel de países, que incluyen factores estructurales, cíclicos e indicadores de políticas. Además, el EBA incorpora un análisis, de carácter normativo, que evalúa en qué medida las desviaciones entre las políticas adoptadas y las que serían deseables —de acuerdo con criterios definidos por el propio FMI— contribuyen a generar desequilibrios por cuenta corriente o del tipo de cambio real, con el fin de realizar recomendaciones sobre dichas políticas.

Los modelos empíricos de regresión para el saldo por cuenta corriente y el tipo de cambio real constituyen, por tanto, las piezas básicas para el análisis y la valoración de los

1 Estas siglas hacen referencia al grupo que diseñó el marco analítico: *Consultative Group on Exchange Rate* (CGER).

2 Véase FMI (2012).



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Datastream-Thomson Reuters.

a Italia, España, Portugal, Grecia e Irlanda.

b Suma de saldos, en valor absoluto, dividido por 2.

desequilibrios exteriores que hace el FMI. Este artículo plantea una extensión del análisis realizado para el saldo por cuenta corriente, incorporando la percepción de riesgo de cada país que tienen los mercados financieros internacionales. La literatura económica sugiere que la dinámica del saldo por cuenta corriente puede variar dependiendo del carácter más o menos seguro del país como destino de inversión. Como la experiencia de Estados Unidos demuestra, los países que son percibidos como destinos seguros para la inversión pueden sostener déficits elevados por cuenta corriente durante largos períodos, y los flujos de capital extranjero que reciben son menos dependientes de los cambios en sus fundamentos macroeconómicos. Además, cabe pensar que estas diferencias en la percepción de riesgo para distintos países pueden ser más relevantes en períodos de crisis.

En este artículo se presenta una ampliación del marco de análisis del FMI, al incorporar en la ecuación del Fondo para el saldo por cuenta corriente estos dos aspectos adicionales: el diferente grado de riesgo (o el grado de seguridad) con que son percibidos los distintos países, y la distinción entre períodos tranquilos y fases de estrés global. Los resultados obtenidos son robustos y permiten realizar una valoración, alternativa a la del FMI, de los desequilibrios por cuenta corriente correspondientes al año 2012 para un conjunto amplio de países. Este análisis es una continuación del realizado en Sastre y Viani (2014), que partía de la regresión publicada por el Fondo en su primer informe piloto sobre el sector exterior (2012). Posteriormente, el FMI ha revisado parcialmente su metodología al publicar su segundo informe, en junio de 2013. Esta nueva estimación se toma ahora como referencia para incorporar las extensiones mencionadas. En la segunda sección se describen brevemente los principales elementos del marco analítico del EBA y la extensión propuesta. A continuación, en la tercera sección se comentan los principales resultados de la nueva regresión, y en la cuarta se utilizan esos resultados para determinar en qué medida los saldos por cuenta corriente se corresponden con los fundamentales de las economías y las políticas adecuadas, o incorporan elementos genuinos de desequilibrio. Finalmente, la última sección recoge las principales conclusiones del artículo.

El análisis del saldo por cuenta corriente en la metodología del FMI

El marco analítico que emplea el FMI en la actualidad para valorar la posición exterior de un amplio grupo de países (EBA) incorpora, por un lado, un análisis empírico que examina los determinantes del saldo por cuenta corriente y del tipo de cambio real —a partir de regresiones con un panel de países— y, por otro, un análisis de carácter normativo, que

DETERMINANTES DEL SALDO POR CUENTA CORRIENTE SEGÚN EL EBA Y SIGNO ESPERADO

CUADRO 1

Variable dependiente: saldo cuenta corriente/PIB

| | | Signo esperado del coeficiente | Significativo en la especificación del EBA | Diferencia respecto a la especificación ampliada |
|------------------------|--------------------------------------------------|--------------------------------|--------------------------------------------|--------------------------------------------------|
| Factores estructurales | PIB por trabajador (ret.) # | (+) | | x |
| | PIB por trabajador (ret.)*(apertura capital) # | (+) | v | x |
| | Crecimiento del PIB esperado | (-) | v | x |
| | Estabilidad política e institucional | (-) | v | x |
| | Balanza de petróleo | (+) | v | |
| | Centro financiero # | (+) | v | |
| | (Activos exteriores netos/PIB) (ret.) # | (+) | v | x |
| | Ratio de dependencia | (-) | | x |
| | Ritmo de envejecimiento | (+) | v | x |
| | Crecimiento de la población | (-) | | x |
| Factores cíclicos | VIX*(apertura capital) # | (+) | v | |
| | VIX*(apertura capital)*(% reservas) # | (-) | v | |
| Variables de política | % moneda en reservas mundiales # | (-) | v | x |
| | Brecha de producción | (-) | v | x |
| | Brecha cíclica en los precios de materias primas | (+) | v | |
| | Saldo fiscal ajustado del ciclo | (+) | v | x |
| | Gasto sanitario/PIB | (-) | v | x |
| | (Acumulación de reservas)*(controles capital) | (+) | v | |
| | Credito privado/PIB | (-) | v | |

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

NOTAS: «ret.» representa el primer retardo de la variable respectiva.

«x» indica una diferencia significativa entre el coeficiente estimado por el EBA y los de la especificación ampliada (véase cuadro 2).

Todas las variables están en desviaciones con respecto al promedio mundial, menos las que aparecen con el símbolo #.

establece valores de referencia deseables para determinadas políticas económicas³, obteniendo el saldo por cuenta corriente que sería compatible con esos valores, y evalúa si las desviaciones entre las políticas adoptadas y dichos valores de referencia contribuyen a generar desequilibrios.

En particular, en una primera etapa, el EBA estima sendos modelos de determinación del saldo por cuenta corriente y del tipo de cambio real, en forma reducida, empleando un panel de 50 países para el período 1986-2010. En el caso del saldo por cuenta corriente, contempla tres tipos de factores determinantes: estructurales, cílicos y de política económica, que se resumen en el cuadro 1⁴. La mayoría de las variables que se describen a continuación están expresadas como desviación respecto al promedio mundial, con la excepción de las que se detallan en el cuadro.

Entre los factores estructurales, el EBA incluye los siguientes: a) la productividad por trabajador respecto a las economías más avanzadas, que se interpreta como un indicador de la etapa de desarrollo económico (en las etapas iniciales, los países con una productividad baja en relación con las economías más avanzadas tienden a atraer capitales y a registrar déficits por cuenta corriente, dando lugar a una relación positiva entre esta variable y el saldo exterior) e interactúa con un índice de libertad de movimientos de capital, que modula la intensidad del efecto sobre la cuenta corriente en función de las restricciones a los movimientos de capital (un valor del índice más elevado indica un mayor grado de apertura y una mayor capacidad de financiar un déficit por cuenta corriente); b) las perspectivas de

3 La forma en que el Fondo establece estas referencias para la evaluación normativa se explica en Phillips *et al.* (2013).

4 Estos determinantes se basan en una línea de trabajos como Debelle y Faruquee (1996), Calderón *et al.* (2002), Chinn y Prasad (2003) y Bussière *et al.* (2010), entre otros.

crecimiento (si son elevadas, tienden a atraer inversión del exterior, que permite financiar los saldos deficitarios por cuenta corriente, originando una relación negativa con la balanza por cuenta corriente); c) los riesgos relativos al entorno político e institucional (una mayor estabilidad se asocia con mayores entradas de capital y un saldo menor); d) la importancia de los ingresos por exportación de petróleo y materias primas (con signo positivo); e) el carácter de centro financiero internacional de algunos países, que mantienen superávits por cuenta corriente y tienden a exportar capitales (con signo positivo), y f) los activos netos acumulados frente al exterior, que afectan, también positivamente, al saldo exterior a través de los rendimientos netos de dichos activos.

Otros factores de carácter estructural son los demográficos —como la ratio de dependencia⁵ de las personas de mayor edad (que afectaría negativamente al ahorro, según la teoría del ciclo vital, y al saldo por cuenta corriente), el ritmo de envejecimiento (que impulsa un mayor ahorro en etapas previas a la jubilación y tiene un efecto positivo sobre el saldo exterior) y el crecimiento de la población (un elevado crecimiento conlleva una mayor proporción de población joven inactiva, que va en detrimento del ahorro y se asocia con un saldo menor)—; y los financieros —como el estatus de algunos países cuya divisa es moneda de reserva internacional, lo que les otorga una facilidad especial para financiar un déficit por cuenta corriente (signo negativo), y la volatilidad en los mercados internacionales (aproximada por el índice VIX), que interactúa con el grado de apertura de los movimientos de capitales y con el carácter de moneda de reserva internacional de la divisa de algunas economías (una elevada volatilidad favorece las entradas de capital en estos países y se asocia con un efecto negativo sobre el saldo externo; lo contrario ocurre para economías cuya divisa no tiene ese estatus)—.

En segundo lugar, entre los factores cíclicos, la regresión del FMI incluye la brecha de producción (*output gap*) como indicador de presión de demanda (con un impacto negativo sobre el saldo exterior, pues está asociado a presiones de demanda) y el componente cíclico de la relación real de intercambio de materias primas, cuyo aumento tiende a reflejar un abaratamiento de las importaciones de estos productos y se asocia positivamente con una mejora del saldo por cuenta corriente.

En el tercer grupo de factores considerados por la metodología reciente del FMI —las variables de política económica— se incluyen los siguientes: el carácter de la política fiscal (aproximada mediante el saldo fiscal ajustado de ciclo, con un efecto positivo sobre la cuenta corriente, pues las expansiones fiscales aumentan la demanda y tienden a generar un déficit por cuenta corriente), el grado de protección social (medido por la ratio de gasto público en sanidad en relación con el PIB, que favorece la reducción del ahorro precautorio de los hogares y afecta negativamente al saldo exterior), un indicador de controles de capital, que modula el impacto de otras variables sobre el saldo externo (cuanto mayor es el grado de apertura, el impacto de cada variable es mayor en valor absoluto), la política de intervenciones en el mercado de cambios, aproximada a través de la acumulación de reservas (un aumento de estos activos exteriores incrementa el saldo por cuenta corriente), si bien su impacto depende del grado de apertura de los movimientos de capital, y, por último, la contención de excesos financieros —captados mediante la desviación de la ratio de crédito privado en relación con el PIB respecto a una tendencia (un desequilibrio financiero de este tipo afecta negativamente al saldo exterior)—.

5 La ratio de dependencia se define como la población con más de 65 años dividida por la población de entre 30 y 65 años. El ritmo de envejecimiento es el cambio proyectado en la ratio de dependencia en las próximas dos décadas relativo al nivel actual.

Variable dependiente: saldo por cuenta corriente/PIB

| | EBA | Especificación extendida |
|---------------------------------------------------|-------------|--------------------------|
| PIB por trabajador (ret.) | 0,01 | 0,05 |
| PIB por trabajador (ret.)*(apertura capital) | 0,07 | 0,08 |
| PIB por trabajador (ret.)*(apertura capital)*safe | | -0,07 |
| Crecimiento del PIB esperado | -0,47 | -0,56 |
| Crecimiento del PIB esperado*crisis | | 0,46 |
| Crecimiento del PIB esperado*crisis*safe | | -0,32 |
| Estabilidad política e institucional | -0,11 | -0,11 |
| (Estabilidad política e institucional)*crisis | | 0,04 |
| Ratio de dependencia | -0,03 | -0,15 |
| Ratio de dependencia*safe | | 0,33 |
| Ritmo de envejecimiento | 0,16 | -0,01 |
| Ritmo de envejecimiento*safe | | 0,24 |
| % moneda en reservas mundiales | -0,05 | -0,14 |
| (% moneda en reservas mundiales)*safe | | 0,11 |
| Brecha de producción | -0,40 | -0,34 |
| (Brecha de producción)*crisis | | -0,17 |
| (Brecha de producción)*crisis*safe | | 0,21 |
| Saldo fiscal ajustado del ciclo | 0,32 | 0,32 |
| (Saldo fiscal ajustado del ciclo)*safe | | 0,26 |
| (Saldo fiscal ajustado del ciclo)*crisis | | -0,18 |
| Gasto sanitario/PIB | -0,55 | -0,90 |
| Gasto sanitario/PIB*safe | | 0,99 |
| Observaciones | 1.080 | 1.080 |
| Número de países | 49 | 49 |
| R2 ajustado | 0,51 | 0,57 |
| Período muestral | 1986-2010 | 1986-2010 |

FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

NOTAS: *safe* y *crisis* son dummies que identifican los países seguros y los períodos de crisis.

«ret.» representa el primer retardo de la variable respectiva.

Los coeficientes significativos aparecen en negrita.

Los resultados de la estimación del FMI revelan que los parámetros tienen los signos esperados, si bien varios factores demográficos, como el crecimiento de la población y la productividad relativa, entre otros, no resultan significativos en esta especificación, tal como se recoge en el cuadro 1⁶. Los parámetros detallados se recogen en el cuadro 2, para las variables en las que hay diferencias significativas respecto a la regresión ampliada que se detalla en la siguiente sección.

La metodología aplicada por el FMI en su informe de 2013 permite proporcionar recomendaciones individuales de política a cada país y tiene en cuenta las características específicas de los países —estructurales y cíclicas—, adoptando, además, una perspectiva multilateral que aporta consistencia global a dichas recomendaciones. No obstante, a pesar de incorporar indicadores de controles de capital y volatilidad en los mercados, los aspectos financieros aparecen escasamente tratados. A este respecto, la literatura económica sugiere que la dinámica de la cuenta corriente puede ser diferente en función de la percepción

⁶ Un mayor detalle de la estimación del FMI puede encontrarse en Phillips *et al.* (2013).

sobre el riesgo de cada país como destino de inversión, y, además, que estas diferencias pueden ampliarse en períodos de estrés global. Así, varios trabajos señalan que la capacidad de ofrecer destinos seguros para los inversores, característica de algunas economías, puede ser uno de los factores principales que contribuye a explicar la evolución y configuración mundial de las posiciones externas en los últimos años⁷. Por otra parte, la experiencia de Estados Unidos muestra que los países que son percibidos como destinos más seguros por los participantes en los mercados financieros pueden sostener déficits elevados por cuenta corriente durante largos períodos. Todo ello sugiere la posibilidad de que los flujos de capital extranjero que reciben estos países sean algo menos dependientes de sus fundamentos macroeconómicos y que, por tanto, puedan desalinearse de los patrones que caracterizan los movimientos de capital hacia otras economías, que carecen de esta característica. Estas diferencias tenderán a ampliarse en períodos de estrés, en los que aumenta la aversión al riesgo. Para dar cabida a estas consideraciones, en la sección siguiente se plantea una ampliación del marco de análisis utilizado por el FMI.

Desequilibrios externos, percepción de riesgo soberano y episodios de estrés financiero

Con el fin de explorar la relevancia de los aspectos señalados, se ha ampliado el modelo de regresión estimado por el FMI para el saldo por cuenta corriente, por dos vías. En primer lugar, se distingue entre países que son percibidos como destinos seguros y los considerados menos seguros, sobre la base del *rating* de Standard & Poor's. Un país se clasifica como seguro cuando su *rating* es AA o superior durante más de la mitad de los años de la muestra; según este criterio, los países considerados más seguros se corresponden con un subconjunto de países industrializados⁸. En segundo lugar, también se distingue entre fases de calma y períodos de estrés global, definidos estos últimos como los años en los que la volatilidad de los mercados financieros —medida mediante el índice VIX de turbulencia de mercados financieros— supera con holgura su promedio histórico. En el conjunto de la muestra, hay ocho años que verifican este criterio, y entre ellos los últimos del período⁹.

La consideración de estos dos aspectos se incorpora en el modelo del FMI mediante la inclusión de variables *dummy*, que identifican, por un lado, las economías más seguras y, por otro, los años de crisis (*safe* y *crisis*, respectivamente, en el cuadro 2), y que interactúan en la especificación con los diversos determinantes del saldo por cuenta corriente. El coeficiente de dichas interacciones recoge el efecto diferencial correspondiente. Así, la interacción de la variable *safe* capta el impacto diferencial de cada factor en los países considerados seguros respecto al que tiene en las economías menos seguras —que queda recogido por el factor determinante sin interacción—, mientras que la variable *crisis* identifica el efecto diferencial de cada factor en momentos de estrés financiero en relación con su impacto en los períodos de calma, captado por la correspondiente variable sin interacción.

El cuadro 2 resume los resultados de la estimación del modelo ampliado¹⁰ y su comparación con el modelo del FMI para el saldo de la balanza por cuenta corriente sobre el PIB.

7 Véanse Caballero *et al.* (2008) y Mendoza *et al.* (2009), entre otros.

8 En Sastre y Viani (2014) se recogen más detalles sobre esta clasificación. Según este criterio, los países considerados como seguros son Austria, Francia, Alemania, Países Bajos, Noruega, Suiza, Reino Unido, Estados Unidos, Australia, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Irlanda, Italia, Japón, Nueva Zelanda, España, Canadá y Suecia.

9 Un año se considera de crisis si el índice VIX supera en más de tres desviaciones estándar su media móvil calculada sobre dos trimestres. Según este criterio, los años de crisis global son 1987-1988 (coincidiendo con el desplome de mercados financieros del *Lunes Negro* y la crisis de las *Savings & Loans Corporations* en Estados Unidos), 1990 (año caracterizado por crisis bancarias en Italia, Noruega y Brasil), 1998 (crisis financieras en Asia emergente y Rusia), 2001-2002 (crisis financieras en Argentina, Uruguay y Turquía), 2008 (colapso de *Lehman Brother's*), 2010 (crisis griega) y 2011 (tensiones en la Eurozona).

10 El efecto total en economías seguras es la suma de los dos coeficientes, con y sin interacción con la *dummy safe*, para cada determinante, y, de manera similar, el impacto total en momentos de crisis es la suma de los coeficientes, con y sin interacción con la *dummy crisis*.

En general, los coeficientes estimados con la especificación ampliada que corresponden a variables sin interacción —los que reflejan los efectos en economías menos seguras y en fases de calma— tienen el signo esperado, como los del EBA, y son significativos. El hecho de que los parámetros de las interacciones con este conjunto de factores resulten significativos confirma que el saldo exterior de los países considerados seguros responde a los principales determinantes de forma distinta a como lo hace el resto de países, y que, en algunos casos, estas respuestas cambian en períodos de estrés en los mercados financieros, en relación con las fases de mayor estabilidad.

Entre los factores estructurales, se detecta un efecto distinto de las perspectivas de crecimiento a largo plazo, de la estabilidad política, del estatus de moneda de reserva o de los factores demográficos. Los países con buenas perspectivas de crecimiento, que tienden a registrar déficits por cuenta corriente (como indica el coeficiente negativo de esta variable), tienen más dificultades para financiarlos en episodios de crisis en los mercados financieros (el coeficiente positivo de la interacción con la variable *crisis* prácticamente compensa el anterior), excepto si son destinos seguros para la inversión, en cuyo caso los inversores parecen tolerar un mayor deterioro de la balanza por cuenta corriente (coeficiente negativo de la interacción con *crisis* y *safe*). Además, la contribución de la estabilidad política e institucional a facilitar la financiación del saldo exterior se ve amortiguada en todas las economías en períodos de estrés global. Asimismo, el hecho de que un país tenga una divisa utilizada como moneda de reserva, que facilita la financiación de un déficit por cuenta corriente, tiene escaso impacto adicional en las economías más seguras y resulta más relevante en el caso de países que no se perciben con ese grado de seguridad. Esto implica que, en aquellas economías de la zona del euro que no eran percibidas en los mercados del mismo modo que las de *rating AA* o superior antes de su entrada en la UEM, la adopción de la moneda única —que es una moneda de reserva— supuso un cambio de estatus que incrementó su credibilidad y les permitió financiar mayores niveles de déficit, lo que también se conoce como «efecto halo» de la Unión Monetaria.

Las variables demográficas también afectan de manera diferente a los dos grupos de países. El ritmo de envejecimiento, que tiene un efecto positivo sobre el saldo por cuenta corriente, solo es significativo en los países seguros (con un coeficiente superior al que estima el EBA), donde el rápido envejecimiento de la población y sus implicaciones han afectado ya a las pautas de ahorro del sector privado. Por su parte, la ratio de dependencia —que no es significativa en la estimación del EBA— tiene un impacto negativo significativo sobre el saldo exterior en el caso de las economías menos seguras, y le afecta positivamente en el caso de países seguros. Aunque, según la teoría del ciclo vital, cabe esperar una menor tasa de ahorro de los hogares a medida que aumenta la proporción de personas en edad de jubilación, la evidencia empírica sobre este efecto es muy variada. De hecho, hay abundante literatura que indica que las personas jubiladas siguen ahorrando una proporción significativa de su renta una vez retiradas, ya sea por motivos precautorios¹¹ —para hacer frente a posibles gastos sanitarios—, para dejar una herencia o bien por las características de los sistemas públicos de pensiones¹² u otros aspectos del sistema de protección social.

Diferencias entre países seguros y menos seguros se detectan también en la respuesta negativa del saldo exterior a factores cíclicos como el *output gap*, variable que capta

¹¹ Kenickell y Lusardi (2005) encuentran que el ahorro por precaución es particularmente relevante entre las personas de mayor edad.

¹² Börsch-Supan y Lusardi (2002), que examinan la tasa de ahorro para seis economías avanzadas y su relación con los sistemas de pensiones y sanitarios, detectan un patrón creciente con la edad en Japón y Reino Unido, y prácticamente plano en el caso de Italia.

fluctuaciones en la demanda. En períodos de estrés global, las economías percibidas como menos seguras se ven sometidas a fluctuaciones en el sentimiento de los inversores que pueden originar salidas de capital, de forma que su posición externa se hace más dependiente de la demanda interna (al interaccionar con la variable *crisis*, el efecto negativo total aumenta en valor absoluto). En cambio, en los países más seguros, que tienden a recibir entradas de capital en períodos de turbulencias en los mercados internacionales, las fluctuaciones del saldo por cuenta corriente dependen, en menor medida, de la evolución de la demanda interna (se amortigua el impacto negativo sobre el saldo externo, como señala el coeficiente positivo de la doble interacción con *crisis* y *safe*).

Con respecto a las variables de política económica, la respuesta del saldo por cuenta corriente a la política fiscal, al grado de protección social y a los controles de capital es distinta entre economías seguras y menos seguras. La posibilidad de atraer capital para financiar una expansión fiscal (relación positiva entre el saldo fiscal y el saldo externo) se ve amortiguada en períodos de estrés financiero (el signo negativo de la interacción con *crisis* compensa parcialmente al anterior) y los países que se perciben como más seguros pueden atraer capital más fácilmente para financiar el mayor déficit derivado de una expansión fiscal (como indica el signo positivo de la interacción con *safe*). El efecto de una red de protección social sobre el ahorro y sobre el saldo por cuenta corriente de los países menos seguros —entre los que predominan las economías emergentes— es muy superior al que estima el EBA y al que caracteriza a los países seguros, en su mayor parte economías avanzadas (la suma de los coeficientes de la variable y la interacción con *safe* es prácticamente nula). Por último, el impacto de la flexibilidad en los controles de capital sobre los flujos de entrada de las economías en etapas iniciales del desarrollo, caracterizadas por una baja productividad relativa, es similar al que estima el EBA en el caso de economías menos seguras, y es casi nulo en el caso de los países con menor riesgo.

La regresión ampliada con efectos diferenciales, entre economías seguras y no seguras y entre períodos de crisis global y tiempos más tranquilos, mejora notablemente el ajuste (el R² ajustado supera en un 12 % al del EBA) y permite rescatar la significatividad de algunas variables importantes, como el PIB por trabajador, lo que refuerza la relevancia de estos factores adicionales.

Resultados y comparación de los desequilibrios externos

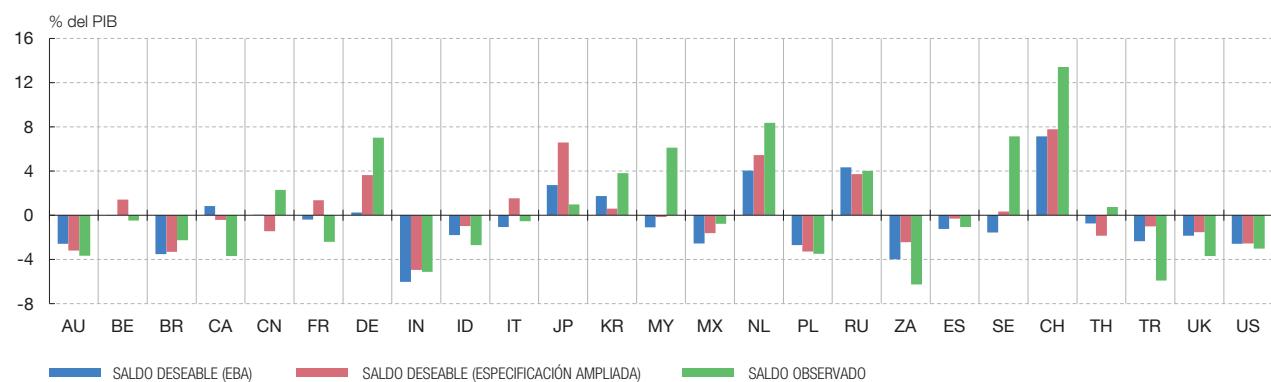
A partir de estas estimaciones se puede derivar el saldo por cuenta corriente para cada país, que sería coherente con sus factores estructurales y cíclicos, y con las variables de política económica en sus valores de referencia, definidos por el FMI, este sería el saldo «de equilibrio» o «deseable». La diferencia entre los valores observados para el saldo por cuenta corriente y los de equilibrio constituye lo que, en esta metodología, se denomina «desequilibrios exteriores»¹³. Estas desviaciones son una combinación del residuo de la regresión, es decir, la parte de las fluctuaciones del saldo por cuenta corriente que el modelo planteado no es capaz de explicar y del impacto de políticas económicas inadecuadas (*policy gaps*). Estos *policy gaps* se evalúan como las desviaciones entre las políticas adoptadas y los valores de referencia definidos por el FMI para las cinco variables de política económica consideradas —saldo fiscal ajustado, gasto público en sanidad, controles de capital, variación de reservas y ratio de crédito en relación con el PIB—. En el caso de la extensión propuesta por Sastre y Viani (2014), con elementos diferenciales en función de la percepción de riesgo de las economías y de la volatilidad de los mercados,

¹³ Los desequilibrios que se reflejan en el *External Sector Report* no son directamente los que resultan de este análisis, sino que pueden estar matizados por otro tipo de información y el propio juicio de los analistas. Véase FMI (2013), recuadro n.º 6.

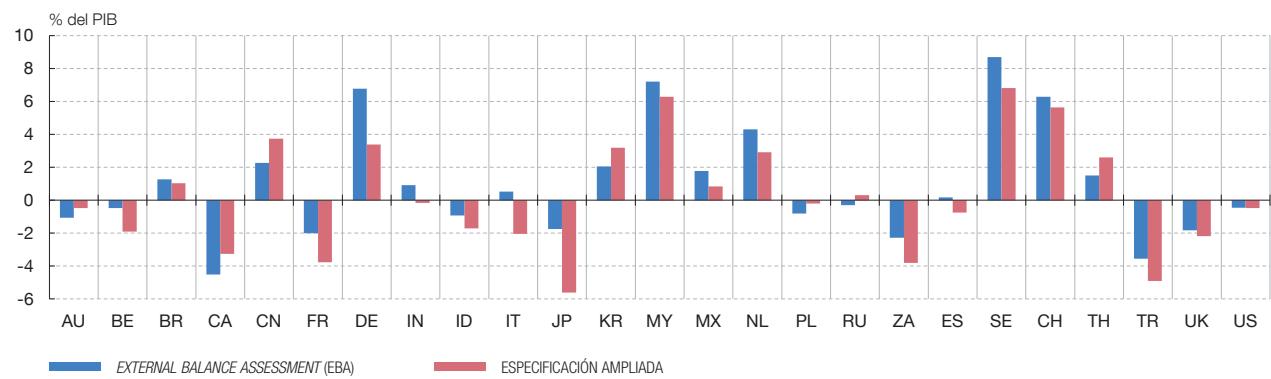
SALDO POR CUENTA CORRIENTE Y DESEQUILIBRIOS EXTERIORES

GRÁFICO 2

SALDO OBSERVADO Y DESEABLE DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (2012)



DESEQUILIBRIOS DEL SALDO POR CUENTA CORRIENTE (2012)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

la desviaciones se derivan de los residuos de la nueva regresión y del impacto de los *policy gaps* sobre el saldo exterior, donde los valores de referencia de las variables de política son los mismos que los utilizados en el análisis del FMI.

En el panel superior del gráfico 2 se recoge la comparación entre los saldos observados en 2012 y el saldo deseable según las dos especificaciones consideradas: la del FMI y la extensión propuesta. En el panel inferior del gráfico 2 se presenta directamente la diferencia entre el saldo observado y los saldos deseables respectivos, es decir, la estimación del desequilibrio para cada país¹⁴.

De acuerdo con la estimación del FMI (EBA), el superávit por cuenta corriente observado en 2012 era más elevado de lo que sería deseable en varias economías asiáticas y, dentro de la Unión Europea, en países como Alemania, Suecia y Países Bajos. Por otro lado, varias economías avanzadas, como Japón y Canadá, presentaban un saldo por cuenta corriente inferior al deseable, así como algunos países europeos, como Francia y Reino Unido, y economías emergentes, como Turquía y Sudáfrica. En el caso de España, las diferencias entre el saldo deseable y el observado son mínimas y cercanas a cero en ambos casos.

14 En el gráfico 2 se muestran los desequilibrios obtenidos por el EBA, que se refieren tan solo a 25 de los 49 países que constituyen la muestra utilizada en la estimación. En FMI (2013) se muestra que, para que los desequilibrios de los 49 países sean mutuamente consistentes, solo es necesaria una pequeña corrección, pues constituyen el 90 % del PIB mundial. Los desequilibrios de los 25 países representados en el gráfico 2 no tienen por qué ser globalmente consistentes (sumar cero).

En particular, según el EBA, China, Malasia, Corea y Tailandia presentaban en 2012 un superávit excesivo, que vendría explicado por un grado insuficiente de protección social —aproximado por el gasto público en sanidad—, que fomenta un elevado ahorro precautorio, por restricciones al movimiento de capitales (que dificultan la posibilidad de financiar el crecimiento) y por intervenciones en el mercado cambiario. Por su parte, Alemania, Suecia, Holanda y Suiza mostraban en 2012 un saldo por cuenta corriente con fuerte superávit. El marcado envejecimiento de la población proyectado para estos países (que requiere la acumulación de ahorro) y sus bajas perspectivas de crecimiento (que fomentan la transferencia de capital hacia economías más dinámicas) pueden explicar solo en parte ese superávit. Otras economías avanzadas, como Japón y Reino Unido, presentaban un saldo por cuenta corriente inferior al deseable, debido principalmente a una política fiscal considerada demasiado laxa, que origina un superávit exterior insuficiente (en el caso de Japón) o bien un déficit excesivo (Reino Unido). Por otro lado, a pesar de que Estados Unidos presentaba un déficit por cuenta corriente en 2012, este saldo es similar al que sería deseable, según el EBA, debido principalmente al carácter de moneda de reserva que tiene el dólar y a la estabilidad política e institucional de Estados Unidos, que favorecen la atracción de capital extranjero. Un elevado gasto sanitario óptimo y un déficit fiscal deseable relativamente elevado explican, además, que el ahorro nacional y el saldo exterior deseables sean relativamente reducidos.

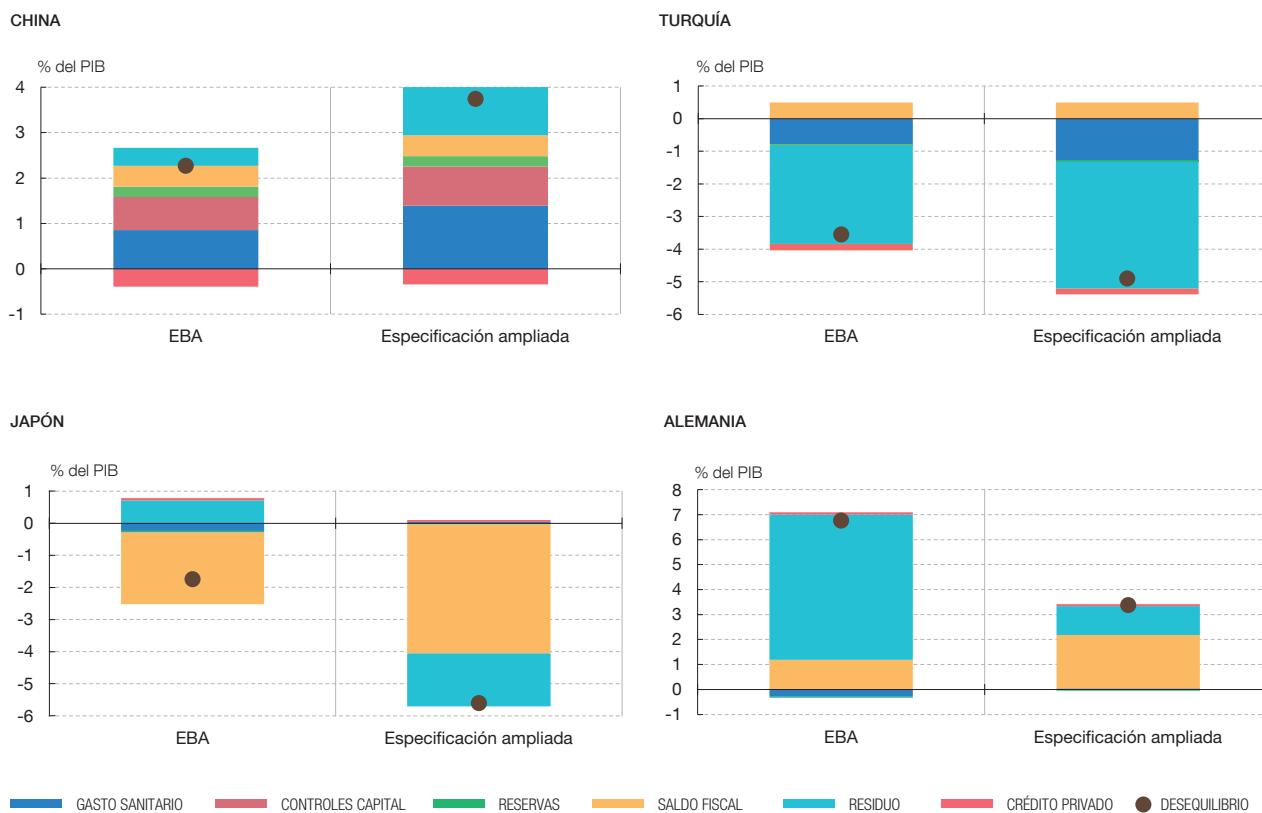
En el panel inferior del gráfico 2 se comparan los desequilibrios de los saldos por cuenta corriente estimados por el EBA con los que resultan a partir de las estimaciones con la especificación ampliada. Las diferencias entre ambas estimaciones pueden provenir del efecto de las desviaciones de las variables de política de sus referencias deseables, que es distinto en las dos especificaciones, o del tamaño del residuo. En varias economías asiáticas —China, Corea y, en cierta medida, Tailandia—, la distorsión debida al insuficiente grado de protección social adquiere mayor importancia en la especificación ampliada (gráfico 3, para China), al tener el gasto sanitario un mayor impacto sobre el saldo por cuenta corriente en los países percibidos como menos seguros.

En algunas economías emergentes deficitarias, como Turquía, el desequilibrio externo en la regresión con efectos diferenciales es de mayor tamaño, ya que dicha regresión proporciona un déficit deseable menor que el del EBA. En el caso de Turquía, esto es debido principalmente a factores demográficos: este país tiene una elevada proporción de población joven y una ratio de dependencia reducida, cuyo impacto positivo sobre el ahorro y el saldo por cuenta corriente que sería deseable es muy superior en la estimación ampliada¹⁵.

En el caso de Japón, el desequilibrio obtenido con la especificación ampliada es muy superior al que estima el FMI. Ello se debe, principalmente, a la desviación de la política fiscal respecto a la referencia deseable, que tiene un mayor impacto en la regresión con efectos diferenciales para países seguros que en el EBA¹⁶. Las diferencias que se observan en el caso de Bélgica provienen también de la distorsión fiscal.

¹⁵ Además, la referencia establecida por el FMI implica que el gasto público sanitario de Turquía se sitúa por encima del deseable, generando una distorsión de política más pronunciada en la especificación ampliada, que estima un impacto de este determinante mayor en valor absoluto.

¹⁶ El tamaño del residuo también influye en la magnitud del desequilibrio de Japón, siendo positivo en la regresión del EBA y negativo en la estimación ampliada. Estas diferencias provienen de los distintos efectos estimados para los factores demográficos, el gasto sanitario y el hecho de contar con una divisa que es utilizada como moneda de reserva internacional.



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

Finalmente, para el conjunto de países industrializados con fuerte superávit —Alemania, Holanda, Suiza y Suecia— la regresión con efectos diferenciales de países seguros conduce a un superávit de referencia más elevado que el que resulta de la estimación del FMI, aunque sigue quedando por debajo del superávit que registran estas economías, cuyos desequilibrios externos estimados siguen siendo de magnitud considerable. Al menor desequilibrio contribuye la correlación existente entre países seguros y algunas características que justifican un superávit mayor, como el notable efecto del ritmo de envejecimiento (véase gráfico 3, para Alemania) o el impacto de las reducidas perspectivas de crecimiento de estas economías. Además, el elevado gasto sanitario de estos países europeos apenas tiene efecto sobre la cuenta corriente, al ser economías seguras. No obstante, en este grupo de países europeos, aunque el desequilibrio estimado es menor con la especificación ampliada, el impacto de la distorsión fiscal es mayor, al haber implementado políticas fiscales excesivamente contractivas, en términos relativos.

Conclusiones

La capacidad de algunos países, que son percibidos como destinos seguros por los inversores, de sostener déficits elevados por cuenta corriente durante largos períodos de tiempo y de atraer capital extranjero en períodos de turbulencias en los mercados financieros internacionales implica una menor relación entre su saldo por cuenta corriente y sus fundamentos macroeconómicos. El presente artículo confirma esta hipótesis, al presentar evidencia de que la percepción del riesgo de una economía como destino para la inversión influye de manera efectiva sobre la forma en que dichos fundamentos afectan al saldo exterior.

Para probarlo se utiliza una extensión del modelo para el saldo por cuenta corriente que el FMI emplea en la valoración de la posición externa de los países en el *External Sector*

Report. Así, factores como la política fiscal, el grado de protección social o el ritmo de envejecimiento afectan de manera distinta a las economías en función del grado percibido de riesgo, y las restricciones a los movimientos de capital solo resultan relevantes en los países menos seguros. Del mismo modo, la capacidad de atraer capitales del exterior para financiar el crecimiento futuro se ve dificultada en momentos de crisis en los mercados financieros, excepto si se trata de países que son destinos seguros para la inversión.

Los desequilibrios exteriores calculados en este artículo con la metodología extendida del FMI son cualitativamente similares a los obtenidos con la metodología original del FMI, aunque se obtienen diferencias en cuanto a su magnitud y a los factores que los explican. Los resultados suponen unos desequilibrios menores en las economías avanzadas, que presentaban superávits excesivos en la especificación original (y algo mayores, en general, en las economías emergentes), y unos desequilibrios mayores en las economías con déficit excesivo, salvo alguna excepción.

Este trabajo es una contribución a la metodología de análisis de los desequilibrios globales desarrollada por el FMI, que aún está en proceso de consolidación, y que es uno de los resultados palpables del renovado marco de cooperación económica en el seno del G-20.

10.4.2014.

BIBLIOGRAFÍA

- BÖRSCH-SUPAN, A., y A. LUSARDI (2002). «Saving: Cross-National Perspective», introducción en *Life-cycle Savings and Public Policy: A Cross-National Study in Six Countries*, Mannheim.
- BUSSIÈRE, M., M. CA' ZORZI, A. CHUDIK y A. DIEPPE (2010). *Methodological advances in the assessment of equilibrium exchange rates*, ECB Working Paper 1151.
- CABALLERO, R., E. FARHI y P. O. GOURINCHAS (2008). «An equilibrium model of global imbalances and low interest rates», *American Economic Review*, 98 (1).
- CALDERÓN, C., A. CHONG y N. LOAYZA (2002). «Determinants of current account deficits in developing countries», *The B.E. Journal of Macroeconomics*, 2 (1).
- CHINN, M., y E. PRASAD (2003). «Medium-term determinants of current accounts in industrial and developing countries: an empirical exploration», *Journal of International Economics*, 59.
- DEBELLE, G., y H. FARUQUEE (1996). *What determines the current account? A cross-sectional and panel approach*, IMF Working Paper 96/58.
- FMI (2012). *Pilot External Sector Report*, julio.
- (2013). *Pilot External Sector Report*, junio.
- KENICKELL, A., y A. LUSARDI (2005). *Disentangling the importance of the precautionary saving motive*, NBER Working Paper, 10888.
- MENDOZA, E., V. QUADRINI y J. V. RÍOS-RULL (2009). «Financial integration, financial deepness and global imbalances», *Journal of Political Economy*, 117 (3).
- PHILLIPS, S., L. CATAO, L. RICCI, R. BEMS, M. DAS, J. DI GIOVANNI, D. FILIZ UNSAL, M. CASTILLO, J. LEE, J. RODRÍGUEZ y M. VARGAS (2013). *The External Balance Assessment (EBA) Methodology*, IMF Working Paper WP/13/272, diciembre.
- SASTRE, T., y F. VIANI (2014). *Countries' safety and competitiveness, and the estimation of the current account misalignments*, Documentos de Trabajo, n.º 1401, Banco de España.