

## EL SALDO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE AJUSTADO DE CICLO: UN ANÁLISIS PARA LAS ECONOMÍAS DEL G-20

Este artículo ha sido elaborado por Ángel Estrada, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

### Introducción

La corrección de los desequilibrios externos es un elemento central para que la economía global pueda volver a registrar tasas de crecimiento elevadas de forma sostenida. Por este motivo, el seguimiento de los indicadores de desequilibrio externo ha pasado a ocupar un lugar destacado en el análisis y en las recomendaciones de los diversos foros económicos internacionales, diseñándose mecanismos de alerta que contemplan este tipo de indicadores como una pieza esencial.

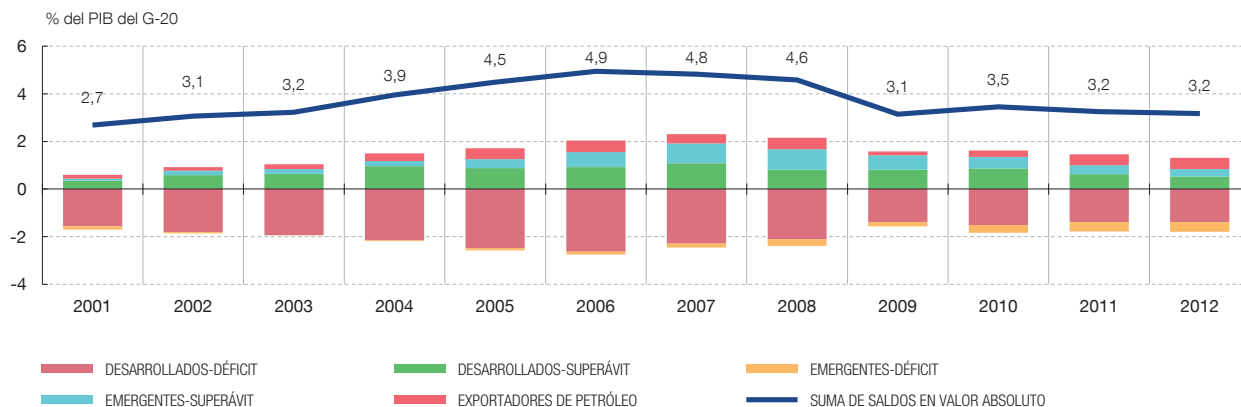
Los indicadores de desequilibrio externo se pueden clasificar en tres grandes grupos. En primer lugar, los que se basan en variables de precio, que relacionan implícitamente la posición exterior de una economía con su situación de competitividad. Se suelen agrupar bajo la denominación genérica de «tipos de cambio efectivo real» y se pueden construir con precios de consumo, al por mayor, de exportaciones o costes laborales unitarios. El segundo grupo incluye los basados en variables de tipo flujo, como son el saldo de la balanza por cuenta corriente y sus diferentes subbalanzas, las cuotas de exportación, la penetración de las importaciones y las tasas de ahorro e inversión, entre otras. Un tercer grupo de indicadores está integrado por variables de tipo *stock*, como la deuda externa o la posición neta de inversión internacional, entre otras. En general, el hecho de que algunos de estos indicadores —especialmente, los del primer y segundo grupo— estén afectados de manera significativa por la posición cíclica de la economía puede distorsionar su interpretación.

En el gráfico 1 se recoge la evolución del saldo de la balanza por cuenta corriente en porcentaje del PIB, el indicador comúnmente utilizado para aproximar el desequilibrio exterior, para los 19 países del G-20<sup>1</sup> más España, en la última década. A fin de facilitar el análisis, los países se han agrupado, en función de su nivel de renta per cápita, en desarrollados y emergentes. El principal motivo para diferenciar entre ambos grupos es que, en teoría, los países con niveles de renta per cápita más bajos, sujetos a procesos de convergencia, pueden experimentar mayores necesidades netas de financiación —es decir, saldos negativos de la balanza por cuenta corriente— sin que ello suponga un riesgo para la economía. También se distingue, a efectos del análisis, entre los países que presentaban un déficit en su balanza corriente antes de la recesión de 2008-2009 y los que tenían superávit<sup>2</sup>, pues, aunque ambas situaciones puedan ser calificadas como de desequilibrio, las políticas aplicables para su corrección son muy distintas en cada caso.

Como se puede apreciar en el gráfico 1, los saldos corrientes de los países analizados fueron aumentando persistentemente hasta el año 2006, cuando su suma en valor absoluto —indicador habitual de la magnitud de los desequilibrios globales— alcanzó un máximo en el 4,9 % del PIB del G-20, 2,2 pp más que en 2001. En esta etapa es destacable la

1 El «país» número 20 es la Unión Europea, que, para evitar dobles contabilizaciones, se excluye del análisis. Sin la UE, el G-20 representa en torno al 80 % del PIB mundial.

2 El grupo de países desarrollados con déficit incluye: Estados Unidos, Francia, Reino Unido, Italia, Canadá, Australia y España; el grupo de desarrollados con superávit: Alemania, Japón y Corea; emergentes con déficit: Brasil, India, México, Turquía y Sudáfrica; y emergentes con superávit: China, Indonesia y Argentina. Rusia y Arabia Saudí forman un grupo específico, ya que las exportaciones de petróleo representan un porcentaje muy elevado de sus ingresos exteriores y los precios del petróleo ofrecen una elevada variabilidad que afecta a los saldos de sus cuentas corrientes.



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

contribución de los países emergentes con superávit, que contradice la premisa teórica comentada en el párrafo anterior. En 2007 se inició un proceso de ajuste suave, que se intensificó a raíz de la crisis financiera, de forma que en 2009 la suma de los saldos en valor absoluto retornó a los valores observados a principios del milenio, estabilizándose en esos niveles en los años posteriores. Por grupos de países, excepto los emergentes con déficit, todos contribuyeron en mayor o menor medida a la ampliación inicial de los desequilibrios, siendo más intensa la contribución de los países desarrollados con déficit, grupo que también desempeñó un papel muy importante en la corrección posterior. En cambio, los países emergentes con déficit han incrementado su aportación durante la crisis. En 2012, la suma en valor absoluto de los déficits y los superávits corrientes se situó en el 3,2 % del PIB del G-20, 1,8 pp por debajo del valor de 2006.

El proceso de corrección de los desequilibrios externos se está llevando a cabo en un contexto de desaceleración intensa de la actividad económica, lo que lleva a plantear en qué medida el ajuste está siendo un reflejo de la situación cíclica, y podría, por tanto, revertir cuando la economía global se normalice, o responde a factores estructurales y de cambio en las políticas económicas, con mayor perspectiva de permanencia. Esta cuestión se aborda en el resto de este artículo, a través de un análisis de panel que relaciona los saldos por cuenta corriente de los países del G-20 con el ciclo de cada economía y de sus socios comerciales. Los saldos corregidos permiten mostrar que la situación cíclica explica entre un 40 % y un 50 % de la reducción observada en los desequilibrios tras la crisis financiera internacional.

### Saldo de la balanza por cuenta corriente, ciclos externo e interno

El saldo de la balanza por cuenta corriente es el resultado de restar a los ingresos procedentes del exterior los pagos que se hacen al resto del mundo. Entre los ingresos se incluyen los derivados de las ventas de bienes y servicios al exterior (exportaciones), los beneficios que repatrían las empresas de sus filiales en el exterior y las remesas de los emigrantes. Los pagos comprenden las importaciones de bienes y servicios, las rentas de las empresas que invierten en el país y la carga de intereses de la deuda externa, entre otras rúbricas.

La mayor parte de las partidas de ingresos y gastos de la balanza por cuenta corriente se pueden ver afectadas tanto por la posición cíclica de la economía nacional como por la de las regiones con las que esta realiza los intercambios. Por ejemplo, un determinante fundamental de las exportaciones es el PIB del país al que se venden esos bienes y servicios, por lo que es lógico esperar que la ratio exportaciones/PIB nacional esté relacionada

positivamente con el ciclo exterior. Por el contrario, la correlación con el ciclo interno suele ser negativa, ya que la competitividad de la producción interior tiende a deteriorarse en las fases expansivas y a mejorar en las recesiones. En el caso de las importaciones, las relaciones son algo más complejas. En este caso, el determinante fundamental es la demanda final, es decir, el PIB nacional más las exportaciones, de forma que la correlación con el ciclo interno tenderá a ser positiva, apoyada adicionalmente por la evolución procíclica de la competitividad. La contribución de las exportaciones a la demanda final supone que, de modo indirecto, la ratio importaciones/PIB también dependerá positivamente del ciclo exterior, aunque es de esperar que el efecto sea menor que en el caso de las exportaciones. Por otro lado, la evolución de la balanza de rentas (que refleja, entre otras rúbricas, la repatriación de beneficios) también está positivamente correlacionada con el ciclo externo y negativamente con el interno, mientras que en el caso de las remesas de emigrantes la relación es la inversa. En conjunto, cabría esperar que el saldo de la balanza por cuenta corriente estuviera positivamente correlacionado con el ciclo externo y negativamente con el interno.

Para contrastar estas hipótesis se toman los saldos por cuenta corriente y los componentes cíclicos de la actividad interior de la base de datos del Fondo Monetario Internacional (FMI). En el caso de los países emergentes, el ciclo económico se obtiene aplicando el filtro de Hodrick- Prescott al PIB en términos reales, tomado también de la base de datos del FMI. Para aproximar el ciclo externo, una posibilidad simple es utilizar la brecha de producción mundial, pero esta opción tiene un inconveniente importante, pues no refleja adecuadamente la estructura del comercio de cada país, ya que el peso de un país en el PIB mundial no tiene por qué corresponder con el peso de las exportaciones que dirigen a ese país las restantes economías que se analizan. De hecho, existe una amplia literatura que subraya la relevancia de factores como la proximidad geográfica y cultural para explicar los flujos comerciales entre países. Dado que las ecuaciones de determinación de exportaciones que utilizan los mercados de exportación específicos de cada país suelen presentar mejores propiedades que las que utilizan el comercio mundial, la opción elegida en este artículo —y que es una de sus aportaciones principales— es construir ciclos externos específicos para cada país, ponderando las brechas de producción del resto de países con el peso que representan en su cesta de exportación.

El cuadro 1 sintetiza la estructura de las exportaciones en los países que integran el G-20 más España. Como se puede apreciar, la situación geográfica, el grado de desarrollo y la existencia de acuerdos internacionales constituyen elementos clave para explicar los flujos comerciales. Así, Argentina y Brasil presentan unas relaciones bilaterales muy importantes, lo mismo que Estados Unidos, Canadá y México, Japón y China, y los países europeos entre sí. En general, también son más intensas las relaciones entre los propios países emergentes y entre los desarrollados que entre desarrollados y emergentes. Solo en determinados casos la estructura del comercio se asemeja a la del PIB del G-20: en particular, en Canadá, China, India y México —dado el peso dominante de Estados Unidos— la correlación entre los pesos de las exportaciones de cada país y los pesos del PIB del G-20 supera el 90%; en cambio, para Argentina, Francia, Turquía, España y, por supuesto, Estados Unidos, no llega al 30% (véase la última columna del cuadro 1).

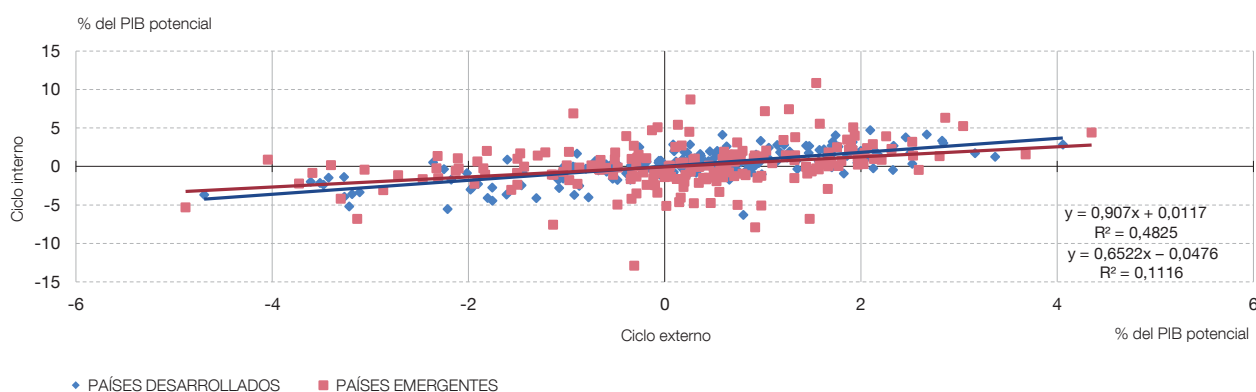
Utilizando las ponderaciones del cuadro 1 y los componentes cíclicos internos, es posible construir un componente cíclico externo específico para cada país. Esta variable está correlacionada positivamente con los ciclos internos en media, pero la correlación dista de ser perfecta (véase gráfico 2); de hecho, en los países emergentes ni siquiera es significativa. En concreto, las mayores correlaciones se observan en Italia (94%), España

Países con más peso dentro en la cesta de exportación (porcentaje total de exportaciones al G-20)				Correlaciones con la estructura del PIB del G-20
Países de origen	Primero	Segundo	Tercero	
Argentina	Brasil (37,0)	China (11,9)	Estados Unidos (11,9)	0,26
Australia	China (29,5)	Japón (25,9)	Corea (10,7)	0,38
Brasil	China (21,1)	Estados Unidos (17,8)	Argentina (14,2)	0,66
Canadá	Estados Unidos (81,8)	Reino Unido (3,7)	China (3,5)	0,91
China	Estados Unidos (39,8)	Japón (13,1)	Corea (7,2)	0,92
Francia	Alemania (28,1)	Italia (14,4)	España (13,7)	0,30
Alemania	Francia (20,2)	Estados Unidos (13,3)	Reino Unido (13,2)	0,47
India	Estados Unidos (28,5)	China (13,6)	Reino Unido (8,3)	0,93
Indonesia	Estados Unidos (22,2)	China (19,7)	Corea (14,0)	0,69
Italia	Alemania (23,0)	Francia (21,2)	Estados Unidos (10,7)	0,35
Japón	China (30,7)	Estados Unidos (26,9)	Corea (13,2)	0,71
México	Estados Unidos (87,5)	Canadá (3,9)	Alemania (1,5)	0,90
Rusia	Italia (17,6)	Estados Unidos (15,8)	China (14,0)	0,64
Arabia Saudí	Japón (21,8)	China (17,6)	Estados Unidos (17,4)	0,63
Sudáfrica	China (18,5)	Estados Unidos (16,4)	Japón (13,5)	0,77
Corea	China (40,4)	Estados Unidos (17,6)	Japón (10,1)	0,58
Turquía	Alemania (21,9)	Francia (13,9)	Reino Unido (13,3)	0,25
Reino Unido	Estados Unidos (26,4)	Alemania (19,8)	Francia (14,4)	0,77
Estados Unidos	Canadá (28,3)	México (17,8)	China (9,6)	-0,06
España	Francia (32,8)	Alemania (19,2)	Italia (14,4)	0,17
PIB G-20	Estados Unidos (30,4)	Japón (11,0)	China (10,9)	—

FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

## RELACIÓN ENTRE EL CICLO INTERNO Y EL EXTERNO EN LOS PAÍSES DEL G-20 (1994-2012)

GRÁFICO 2



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Banco de España

(90 %) y Francia (84 %); y las menores, en Corea (24 %), India (21 %) y China, donde es nula. En todos los países desarrollados las correlaciones superan el 70 %, excepto en la ya mencionada Corea y en Australia (34 %). En los países emergentes no alcanzan el 60 %, y son especialmente reducidas en los asiáticos.

Estos resultados sugieren que para aislar el efecto del ciclo en el saldo de la balanza por cuenta corriente es necesario tener presentes tanto el componente cíclico interno como el

## La sensibilidad cíclica del saldo de la balanza por cuenta corriente

externo —específico de cada país—, incorporando, además, la posibilidad de que la relación pueda ser dinámica. Esta es la tarea que se aborda en la siguiente sección.

Para profundizar en el comportamiento cíclico del saldo de la balanza por cuenta corriente, en esta sección se utilizan técnicas econométricas de panel que permiten identificar su relación con el ciclo externo y con el interno, considerando conjuntamente la información de los 19 países del G-20 más España. Estas regresiones consideran la existencia de efectos fijos por país, pero no incluyen otras variables que habitualmente se consideran determinantes de la competitividad, como son los componentes más permanentes de la productividad o de los márgenes empresariales. Sin embargo, en la medida en que estos componentes permanentes no estén correlacionados con el ciclo, los resultados no deberían verse afectados de forma significativa. Las regresiones se han estimado por el método generalizado de los momentos, utilizando variables instrumentales para tener en consideración posibles problemas de endogenidad. Hay que tener en cuenta que se puede argumentar una dirección de causalidad opuesta entre el saldo corriente y el ciclo. Así, un elevado déficit (superávit) por cuenta corriente puede reflejar simplemente la materialización de una importante entrada (salida) de capital de la economía nacional, siendo en este caso las favorables (adversas) condiciones de financiación exterior las responsables de que la actividad económica se sitúe por encima (debajo) de su nivel potencial. En este caso, no sería la brecha de producción interna la que causaría el saldo por cuenta corriente, sino a la inversa.

La primera columna del cuadro 2 presenta la regresión estática, distinguiendo entre la brecha de producción externa y la interna. Los parámetros son escasamente significativos, y, como se intuía, el ciclo externo afecta positivamente al saldo de la balanza por cuenta corriente, y el interno, negativamente. Los dos coeficientes son bastante similares en valor absoluto y, de hecho, estadísticamente no son diferentes. Por eso, cuando se restringe a que ambos parámetros sean iguales, pero con signo distinto (segunda columna), se obtienen resultados parecidos.

Sin embargo, en ambos casos los test de diagnóstico de las regresiones son insatisfactorios, ya que se detecta un patrón temporal en las regresiones; por ello, en la tercera columna se introduce un retardo de todas las variables consideradas. Individualmente, todas esas variables desfasadas son estadísticamente significativas, sin que dejen de serlo las contemporáneas. Además, el ajuste de la regresión mejora sustancialmente y se resuelven los problemas de correlación temporal. Los desfases de los ciclos tienen un impacto en el saldo por cuenta corriente de signo opuesto a los contemporáneos, pero agregándolos, y teniendo en cuenta que el saldo de la cuenta corriente desfasado un período también aparece, las elasticidades de medio plazo pasan a ser 0,57 para el ciclo externo y -0,75 para el interno. También en este caso se acepta estadísticamente que ambos son iguales en valor absoluto. En consecuencia, serán los resultados obtenidos en la columna 4 los que se utilicen en el resto de este artículo, donde el coeficiente de medio plazo para la ratio brecha de producción externa-interna es 0,73<sup>3</sup>.

Como ejercicio de robustez, se contrasta si estos resultados están condicionados por alguna otra característica de los países considerados en la muestra, como ser una economía emergente o pertenecer al grupo de países con superávit. La columna 5 del cuadro 2

3 El parámetro de medio plazo se obtiene sumando los coeficientes de los ciclos relativos contemporáneo (0,58) y desfasado (-0,41) y dividiendo por uno menos el coeficiente del saldo por cuenta corriente desfasado (0,77). El FMI estima una sensibilidad de medio plazo del saldo de la balanza por cuenta corriente al ciclo más reducida, de 0,4.

	(1)	(2)	(3)	(4)	Emergentes	Superávit
Constante	0,53*	0,54*	0,18**	0,19**	0,63*	1,26*
Cuenta corriente (-1)	-	-	0,74*	0,77*	0,64*	0,68*
Ciclo externo	0,12***	-	0,50**	-	0,44*	0,72**
Ciclo externo (-1)	-	-	-0,36***	-	-0,29**	-0,41***
Ciclo interno	-0,22***	-	-0,62*	-	-0,49*	-0,47***
Ciclo interno (-1)	-	-	0,42*	-	0,31*	0,26***
Ratio ciclo externo / interno	-	0,16**	-	0,58**	-	-
Ratio ciclo externo / interno (-1)	-	-	-	-0,41**	-	-
Desviación estándar	3,64	3,61	2,60	2,60	2,89	3,47
Test Durbin-Watson	0,59	0,58	1,89	1,90	1,68	1,90
Test de Sargan (valor-p)	0,00	0,00	0,15	0,06	0,07	0,25

FUENTE: Banco de España.

a Todas las regresiones incluyen efectos fijos de país.

b Los instrumentos incluyen las variables desfasadas dos y tres periodos junto con el ciclo externo contemporáneo y retardado un periodo.

\*, \*\*, \*\*\* parámetros significativos al 1 %, 5 % y 10 %, respectivamente. Período muestral, 1994-2011.

presenta los resultados que se obtienen para los países emergentes. Como se puede apreciar, la ecuación también parece ajustarse adecuadamente a los datos, los signos de los coeficientes son los esperados y su valor es muy similar al obtenido para el conjunto del G-20<sup>4</sup>. En la columna 6 la muestra se restringe a los países con superávits corrientes antes de la gran recesión. En este caso, los resultados también son los esperados y se acepta que los coeficientes son los mismos que los de los países con déficit.

### El saldo corregido de ciclo de la balanza por cuenta corriente

La variable que se utiliza en este trabajo para aproximar el saldo de la balanza por cuenta corriente ajustado de ciclo se obtiene deduciendo del saldo observado el efecto de los ciclos interno y externo en cada año. Este efecto es el producto del parámetro de medio plazo estimado en la sección anterior (0,73) por las brechas de producción correspondientes. El gráfico 3 presenta la evolución de los saldos de las balanzas corrientes observados y ajustados de ciclo para distintos conjuntos de países, agrupados en función de su nivel de desarrollo y de su posición externa.

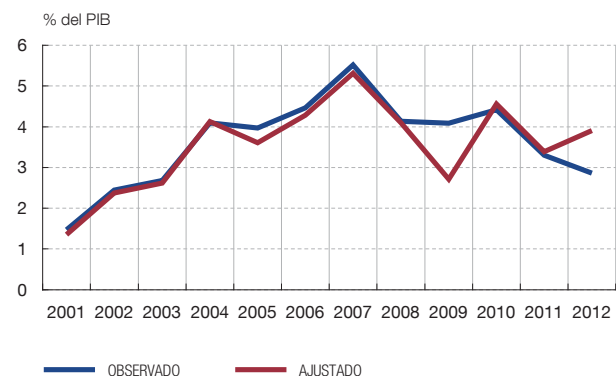
Comenzando con los países desarrollados con déficit (panel superior izquierdo), el saldo negativo de su cuenta corriente en porcentaje del PIB mostró una tendencia a la ampliación hasta el año 2006. En este período, el saldo corregido de ciclo era menor que el observado, lo cual sugiere que el ciclo económico en estos países fue más expansivo que el de sus socios comerciales. En 2007-2008 el ajuste del desequilibrio externo fue meramente cíclico, detectándose un ajuste del componente corregido de ciclo en 2009, aunque de menor magnitud que en el observado, centrado sobre todo en Estados Unidos. En la actualidad, el déficit corregido de ciclo sería casi un punto superior al observado. En los países *desarrollados con superávit* se ha apreciado una evolución opuesta (panel superior derecho), pues, tras incrementar su superávit hasta 2007, este se corrigió en los años posteriores. En estos países, la diferencia entre déficit observado y corregido de ciclo es muy reducida, debido a la proximidad entre su ciclo y el de sus socios comerciales. La significativa diferencia estimada entre ambos en 2009 es debida al impacto de la crisis en Japón,

4 El test de igualdad de coeficientes entre países emergentes y desarrollados se rechaza con una probabilidad del 88 %, es decir, por muy escaso margen.

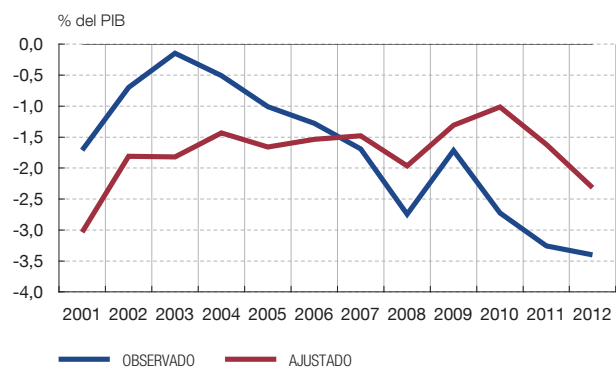
PAÍSES DESARROLLADOS CON DÉFICIT



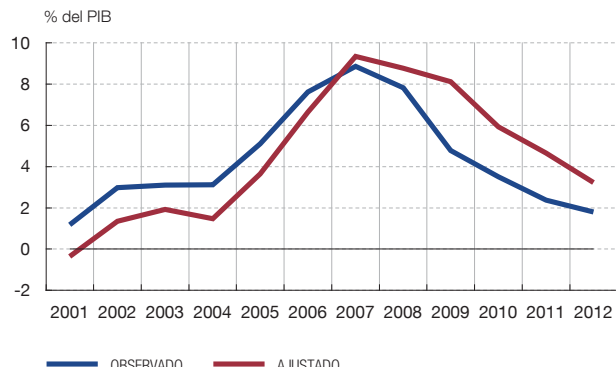
PAÍSES DESARROLLADOS CON SUPERÁVIT



PAÍSES EMERGENTES CON DÉFICIT



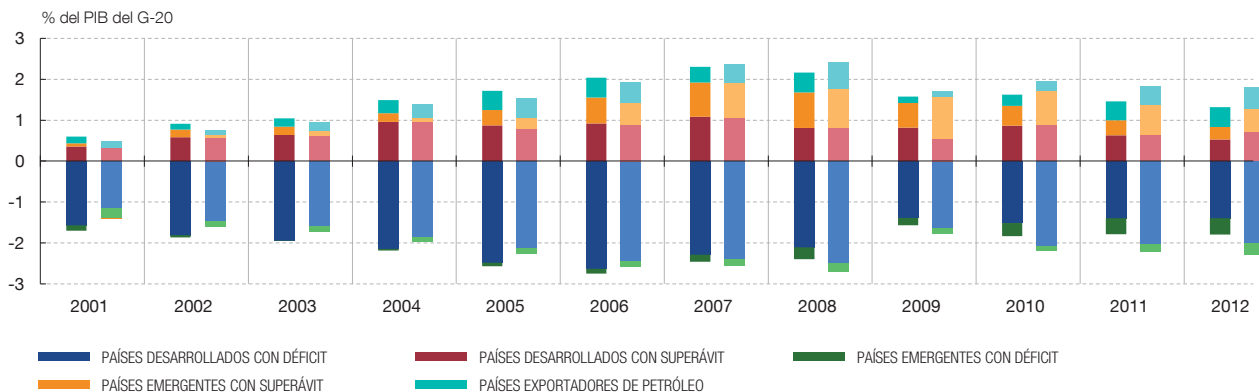
PAÍSES EMERGENTES CON SUPERÁVIT, EXCLUIDOS LOS PRODUCTORES DE PETRÓLEO



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

por su elevada exposición al comercio internacional; en cambio, en 2012 el superávit ajustado superó al observado como consecuencia de la evolución en Alemania.

El grupo de países emergentes con déficit (panel inferior izquierdo) ha mostrado desde 2004 una ampliación casi continua del déficit corriente observado. Sin embargo, el saldo corregido de ciclo ha fluctuado en torno a una media del  $-1,7\%$ , aunque ha mostrado recientemente una tendencia a un mayor déficit. Hasta 2006, el déficit corregido de ciclo fue superior al observado, como consecuencia de un ciclo externo mucho más expansivo que el interno, sucediendo lo contrario desde entonces. Como excepción, en este grupo cabe destacar el caso de México, que ha mostrado una continua reducción de su déficit, hasta alcanzar recientemente un superávit corregido de ciclo. En el caso de los *países emergentes con superávit* (panel inferior derecho), el saldo de la balanza por cuenta corriente aumentó hasta el año 2007, reduciéndose posteriormente, en términos de saldo tanto observado como corregido de ciclo. Estos países comparten con el resto de emergentes un ciclo menos expansivo que sus socios comerciales antes de 2007 y más expansivo (o menos recesivo) posteriormente. Este comportamiento viene determinado por China, cuyo peso en este grupo es considerable. Finalmente, los *países exportadores de petróleo* experimentaron un aumento de su superávit hasta 2005, reduciéndose posteriormente hasta el año de la crisis global y volviendo a repuntar en los últimos años. No se aprecian diferencias muy significativas entre el componente corregido de ciclo y el observado, ya que su perfil viene muy determinado por la evolución del precio del petróleo.



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

a Las barras oscuras representan datos observados; las claras, datos ajustados de ciclo.

### Una valoración de los desequilibrios globales ajustados por el ciclo

Una vez obtenidos los saldos de las balanzas por cuenta corriente corregidos de ciclo, es posible analizar la evolución de los desequilibrios globales en la última década normalizando la posición cíclica de la actividad global y de cada país en concreto. Esto permite valorar con mayor certeza el grado de persistencia de la corrección observada, ya que aquella parte del ajuste que sea consecuencia de los cambios en las brechas de producción propiciadas por la crisis tenderá a disiparse cuando todas las economías vuelvan a operar en el entorno de su nivel potencial de actividad.

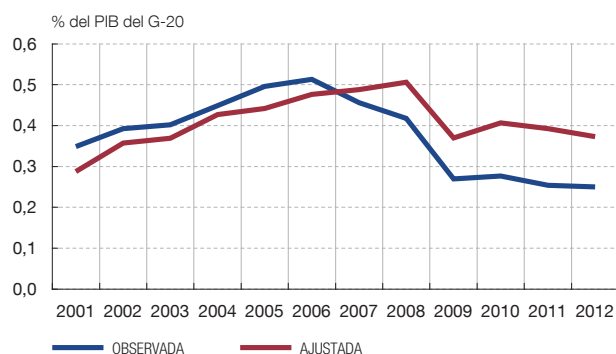
El gráfico 4 permite comparar los saldos de la balanza por cuenta corriente, en términos de saldo observado y corregido de ciclo, en porcentaje del PIB del G-20. Como se puede apreciar, los desequilibrios observados en 2001 eran moderados, siendo los países desarrollados con déficit los que presentaban la mayor contribución; sin embargo, debe tenerse en cuenta que estos países representaban casi el 60 % del PIB mundial en aquel momento. En dicho año, su déficit corregido de ciclo era inferior al observado, al contrario de lo que ocurría con los países emergentes con déficit. El componente cíclico de los desarrollados con superávit y de los exportadores de petróleo era muy reducido, y los emergentes con superávit presentaban un déficit corregido de ciclo.

Todos los grupos de países, excepto los emergentes con déficit, contribuyeron al aumento de los desequilibrios globales hasta el año 2006. Este ascenso se produjo también en términos ajustados de ciclo; de hecho, en el caso de los desarrollados con déficit fue superior al incremento del desequilibrio observado. A la corrección de los desequilibrios tras el año 2008 han contribuido los países desarrollados y los emergentes con superávit, siendo el ajuste observado mayor que el corregido de ciclo. En concreto, se estima que en torno al 40 % del ajuste observado se ha debido al componente cíclico, con notables diferencias por grupos de países: desde el 80 % en los desarrollados con superávit al 30 % en los emergentes con superávit.

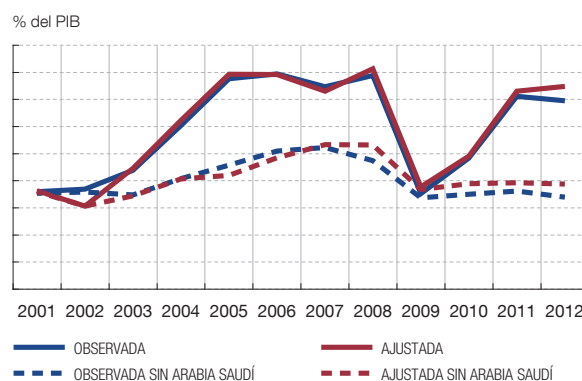
El análisis de la dispersión (medida alternativa de divergencias que tiene en cuenta el número de países que se incluyen en el análisis) de los saldos por cuenta corriente —observados y corregidos de ciclo— en porcentaje del PIB del G-20 ofrece conclusiones similares (panel izquierdo del gráfico 5): los saldos observados registran una ampliación de la dispersión hasta 2006, una corrección suave al comienzo de la crisis, una corrección más intensa en 2009, y reducciones marginales posteriores, hasta situar la dispersión en niveles inferiores a los de principios del milenio. Este patrón es parecido al observado en las series ajustadas de



EN PORCENTAJE DEL PIB DEL G-20



EN PORCENTAJE DEL PIB DE CADA PAÍS



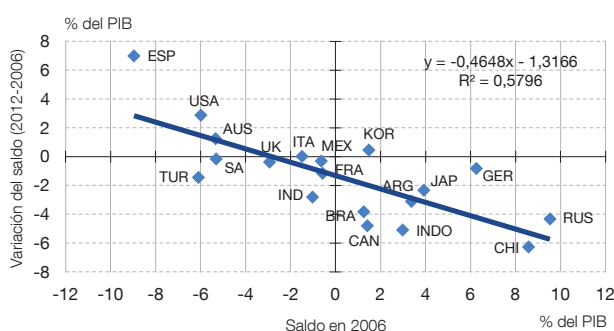
FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

ciclo, aunque con matices relevantes: efectivamente, en los primeros años del milenio la dispersión aumenta, pero es siempre inferior a la que se obtiene con datos observados; a partir de 2008, la dispersión corregida de ciclo supera a la observada; en 2009 se produce la corrección más permanente de los desequilibrios, que se refleja en una reducción de la dispersión corregida de ciclo; en los años posteriores, la dispersión deja de reducirse y se estabiliza en niveles algo superiores a los previos al período de expansión de la actividad. Este indicador sugiere que el componente cíclico explica en torno a la mitad de la corrección observada de los desequilibrios durante la crisis.

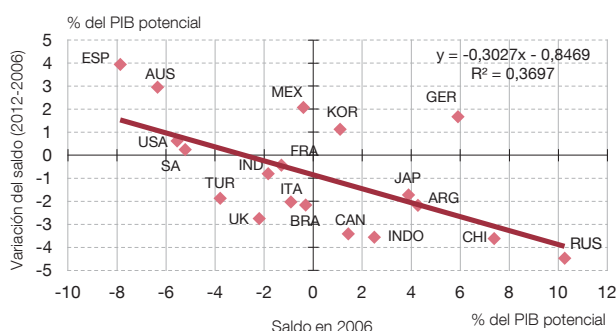
Cuando los saldos de la balanza por cuenta corriente se normalizan con el PIB agregado del G-20, el análisis de dispersión incorpora el tamaño relativo de cada economía. Si se calcula la dispersión con los saldos de la balanza por cuenta corriente en porcentaje del PIB de cada país, los resultados son similares (panel derecho del gráfico 5), aunque se aprecia una diferencia importante: en este caso, la práctica totalidad de la reducción de la dispersión después de 2009 revierte en los dos años posteriores. Esto sugiere que existen países de menor tamaño que pueden haber aumentado sus desequilibrios. En concreto, es el saldo por cuenta corriente de Arabia Saudí el que distorsiona estos resultados, ya que, al excluir este país (líneas discontinuas del panel derecho del gráfico 5), se obtienen las mismas conclusiones que en el panel izquierdo.

Finalmente, otra forma de ilustrar el proceso de corrección de los desequilibrios externos consiste en relacionar la variación del saldo por cuenta corriente en el período 2006-2012 y el nivel del año en que se observó la desviación máxima, 2006. Esta relación se presenta en el gráfico 6, tanto para las series observadas (panel izquierdo) como para las ajustadas de ciclo (panel derecho). La correlación negativa observada en estos gráficos pone de manifiesto la corrección de los desequilibrios exteriores desde 2006, ya que los países con superávit han reducido su saldo positivo (cuadrante inferior derecho) y los países con déficit han reducido su saldo negativo (cuadrante superior izquierdo). Esto se cumple tanto con las series observadas como con las ajustadas de ciclo, aunque es más acentuado con las observadas. No obstante, también existen algunos países que amplían la magnitud de su desequilibrio (se encuentran en los cuadrantes superior derecho e inferior izquierdo), destacando el aumento del superávit en Corea y del déficit en Turquía. Finalmente, cabe señalar que los países en el cuadrante superior izquierdo situados por encima de la recta de regresión han corregido su desequilibrio más que la media (España, Australia), al igual que los países con superávit por debajo de la recta de regresión (China, Indonesia).

SALDOS OBSERVADOS



SALDOS CORREGIDOS DE CICLO



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

## Conclusiones

En este artículo se ha presentado una sencilla aproximación empírica para estimar los componentes cíclicos que subyacen a la evolución del saldo de la balanza por cuenta corriente en los países que integran el G-20. Esta identificación es fundamental para valorar el carácter más o menos permanente de la corrección de los desequilibrios globales que se ha observado tras la recesión. La corrección realizada no solo tiene en cuenta la posición cíclica de cada país en cuestión, sino también la del resto del mundo, ya que afecta a sus ingresos exteriores y se aproxima mediante el promedio ponderado (por el peso en las exportaciones del país) de las posiciones cíclicas de los principales socios comerciales. Esta medida del ciclo externo, como alternativa a un ciclo mundial, es una de las aportaciones principales del artículo y permite incrementar el rigor y la precisión del análisis.

La evolución de los saldos de la balanza por cuenta corriente sugiere que se ha producido una corrección significativa de los desequilibrios globales tras la gran recesión. El ajuste es menor cuando se tiene en cuenta la posición cíclica de las economías, lo que pone de manifiesto que la recesión es también responsable de una parte de la corrección; en concreto, de acuerdo con las estimaciones presentadas en este artículo, el componente cíclico explicaría entre el 40 % y el 50 % del ajuste total. Además, la dispersión de los saldos corrientes en los países del G-20, una vez se tiene en cuenta el impacto del ciclo, habría vuelto a los niveles del bienio 2002-2003; y la suma de los valores absolutos de los saldos corrientes, a los niveles del año 2005.

Por países, existen algunas diferencias, si bien los más grandes se han movido en la dirección adecuada. En general, los países desarrollados con déficit y los emergentes con superávit han sido los que más han contribuido a la reducción de los desequilibrios, aunque este proceso parece ser más persistente en los segundos. En todo caso, este ejercicio sencillo no permite identificar cuáles son los factores que explican el componente estructural de la reducción de los desequilibrios<sup>5</sup>, ni abordar las recomendaciones de política económica que favorecerían el mantenimiento de los desequilibrios globales en niveles reducidos de modo permanente.

14.3.20123.

<sup>5</sup> Véase Alberola y Serena (2011) para un análisis de los factores que podrían favorecer una reducción persistente de los desequilibrios tras la crisis.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALBEROLA, E., y J. M. SERENA (2011). «Los desequilibrios globales y el reequilibrio de la economía mundial», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España, <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/11/May/Fich/art6.pdf>.
- CHEN, R., G. M. MILESI-FERRETTI y T. TRESSEL (2012). *External Imbalances in the Euro Area*, IMF Working Paper 12/236.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2011). «G-20 Mutual Assessment Process: From Pittsburgh to Cannes — IMF Umbrella Report —», <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/map2011/umbrella.pdf>.
- (2012a). «External Balance Assessment (EBA): Technical Background of the Pilot Methodology», <http://www.imf.org/external/np/res/eba/pdf/080312.pdf>.
- (2012b). «2012 Staff Reports for the G-20 Mutual Assessment Process (MAP)», <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/062012.pdf>.
- LANE, P., y G. M. MILESI-FERRETTI (2012). «External Adjustment and the Global Crisis», *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 88 (2), pp. 252-265.

