

Observatorio Económico

España

Madrid,
28 de octubre de 2013
Análisis Económico

Unidad de España
Mónica Correa López
monica.correa@bbva.com

Unidad de Análisis
Transversal de Economías
Emergentes
Alfonso Ugarte
alfonso.ugarte@bbva.com

Un análisis de la evolución y los determinantes del saldo por cuenta corriente en España¹

- **En el período 1950-2012, la economía española registró, en promedio, un déficit del 1,9% del PIB en sus cuentas anuales con el exterior**

En principio, el saldo deficitario histórico de España se podría achacar a un proceso de convergencia en renta per cápita con Europa. Sin embargo, aún en presencia de factores de convergencia, el déficit por cuenta corriente se puede volver problemático cuando se cuestiona su sostenibilidad.

- **Tras el mayor déficit de su historia reciente, España comienza en 2008 una etapa de corrección del saldo deficitario externo**

El deterioro que comienza en 1995 y culmina en 2007 con un déficit del 10% del PIB dió paso a un ajuste acumulado del 89% en cinco años. La disminución del déficit ha venido acompañada de caídas en la inversión privada y las importaciones, una depreciación real de los costes laborales unitarios y la expansión de las exportaciones, esta última en ausencia de la devaluación cambiaria como mecanismo de corrección.

- **Por primera vez en 26 años, la economía española lograría cerrar 2013 con un moderado superávit en la balanza por cuenta corriente**

Una vez alcanzada esta marca, la clave es discernir en qué medida el ajuste dará paso a una situación en la que España genere superávits por cuenta corriente en su componente estructural o de largo plazo.

- **El deterioro del saldo deficitario de la balanza por cuenta corriente tuvo un componente estructural elevado**

Asimismo, el proceso de reversión observado desde 2008 se ha apoyado, en una primera fase, en la disminución gradual del déficit estructural y la generación de superávits cíclicos y, en una segunda fase, en la disminución pronunciada del componente estructural del déficit. Las contribuciones más relevantes al déficit estructural se encuentran en la evolución de la inversión, la PIIN y la demografía.

- **En el horizonte 2013-2020, la economía española alcanzaría y mantendría superávits estructurales en la cuenta corriente**

La generación de superávits estructurales aliviaría la presión financiera que ejerce el elevado endeudamiento externo sobre las decisiones de los agentes económicos. Además, la aparición de superávits estructurales podría significar un cambio en el patrón de crecimiento de la economía que habría de apoyarse en la reorientación de los recursos productivos hacia los sectores exportadores y la consecución del ahorro energético.

1: Se agradece la colaboración de Rodolfo Méndez y los comentarios recibidos de Miguel Cardoso, David Martínez Turégano y Álvaro Ortíz.

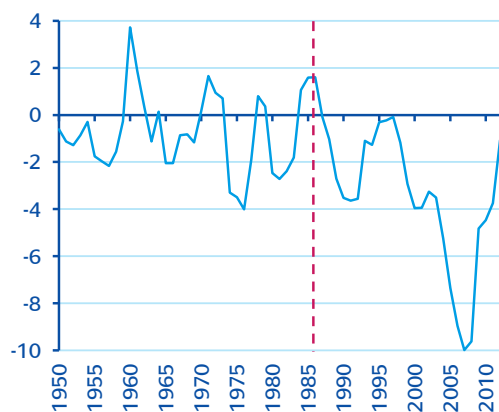
1. La evolución reciente del saldo por cuenta corriente en España

Desde el comienzo de la posguerra europea hasta la primera década del siglo XXI, la economía española ha registrado, en promedio, un saldo deficitario en sus cuentas anuales con el resto del mundo. En concreto, el déficit ascendió al 1,9% del producto interior bruto (PIB) en el período 1950-2012. Hasta mediados de los años 80, España alternó breves episodios de superávits por cuenta corriente con episodios de déficits más pronunciados y duraderos (véase el Gráfico 1). A partir del ingreso en la comunidad económica europea (CEE) en 1986, la economía española encadenó 26 años de saldo deficitario en la balanza por cuenta corriente, de los cuales destaca el deterioro que comienza en 1995 y culmina en 2007 con el mayor déficit de su historia reciente (10% del PIB).

En principio, el saldo deficitario histórico de la economía española se podría achacar a un proceso de convergencia en renta per cápita con Europa. Bajo este proceso, una economía se abre al exterior y se moderniza -acumula factores de producción (capital y trabajo) y adopta la tecnología y las prácticas organizativas más eficientes- con la expectativa de que las rentas futuras derivadas de la mayor competitividad pagarán la deuda externa acumulada en el período de convergencia. Sin embargo, aún en presencia de factores de convergencia, el déficit por cuenta corriente se puede volver problemático cuando supera el denominado nivel de sostenibilidad, en particular, cuando se cuestiona si el ahorro futuro de un país podrá hacer frente al endeudamiento acumulado en los años previos.

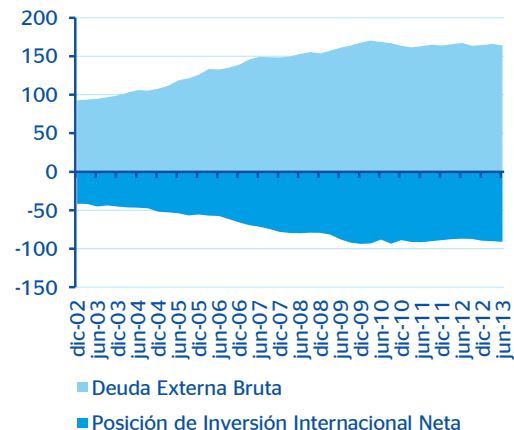
La magnitud concreta del umbral de sostenibilidad está abierta a debate: desde el 5% del PIB hasta el valor en el que se estabiliza la ratio entre la posición de inversión internacional neta² (PIIN) y el PIB³. Así, el umbral de déficit por cuenta corriente que la literatura ha identificado tradicionalmente como problemático, y por lo tanto precursor de episodios de crisis en la balanza de pagos, es del 5%, en especial, si el déficit se genera a raíz de un consumo elevado financiado mediante deuda a corto plazo y reservas. Por otro lado, la estabilización de la ratio de la PIIN sobre el PIB reflejaría, entre otros aspectos, tanto la disponibilidad de capital extranjero para financiar el déficit corriente como la predisposición del país deudor de amortizar su deuda externa.

Gráfico 1
España: saldo de la balanza por cuenta corriente 1950-2012 (en % del PIB)



Nota: La línea vertical se sitúa en 1986, año de entrada en la CEE.
Fuente: Correa-López y de Blas (2012)

Gráfico 2
España: deuda externa bruta y PIIN (en % del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

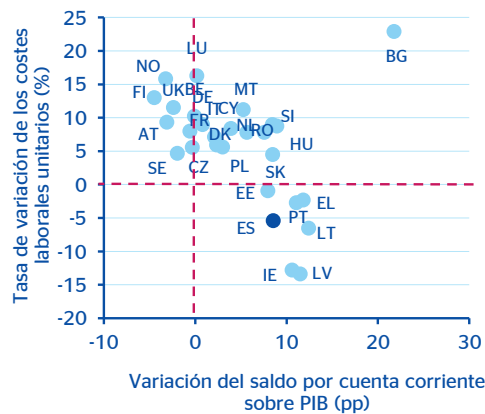
2: La PIIN descuenta del endeudamiento exterior bruto de la economía española los activos extranjeros propiedad de residentes en España.

3: Véase, por ejemplo, Summers (1996) y Milesi-Ferretti y Razin (1996).

De acuerdo a ambos criterios, la economía española superó con creces lo que se puede considerar el nivel de sostenibilidad durante la etapa previa a la crisis. El déficit externo excedió el 5% del PIB durante cinco años consecutivos y la economía acumuló una PIIN en los alrededores del 90% del PIB, ambas magnitudes difícilmente sostenibles en el medio plazo (véase el Gráfico 2). En aquellos años, la percepción de la insostenibilidad del déficit externo se disipó por la aparente disponibilidad sin límite de ahorro extranjero dispuesto a invertir en activos privados españoles⁴.

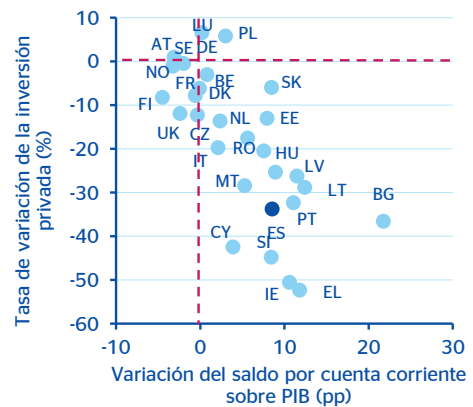
Los episodios de deterioro significativo del déficit por cuenta corriente suelen preceder a periodos denominados de “reversión” o corrección brusca del saldo deficitario. Para una muestra de 25 países industrializados analizada en el período 1980-1997, Freund (2005) argumenta que la reversión típica comienza cuando el déficit por cuenta corriente alcanza el 5% del PIB, si bien existe disparidad entre las experiencias de distintos países. De acuerdo a Freund (2005), los procesos de reversión del saldo por cuenta corriente en los países avanzados se correlacionan, en gran medida, con el ciclo económico o, de forma más precisa, el peso del componente cíclico es elevado tanto en el deterioro como en la corrección. Además, los procesos de reversión suelen venir acompañados de bajo crecimiento de la renta, depreciación significativa del tipo de cambio real, mayor crecimiento de las exportaciones y caída de la inversión. Por otro lado, el déficit presupuestario apenas contribuye al proceso de deterioro del saldo por cuenta corriente y se observa cierta consolidación fiscal una vez comenzado el ajuste del déficit por cuenta corriente. Finalmente, Freund (2005) encuentra que el 80% de la corrección se suele producir en un período de tres años, tras el cual el saldo por cuenta corriente vuelve al equilibrio.

Gráfico 3
Costes laborales unitarios nominales y saldo por cuenta corriente, variación 2008-2012



Valores positivos en el eje horizontal indican una mejora en el saldo de la balanza por cuenta corriente, y viceversa.
Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

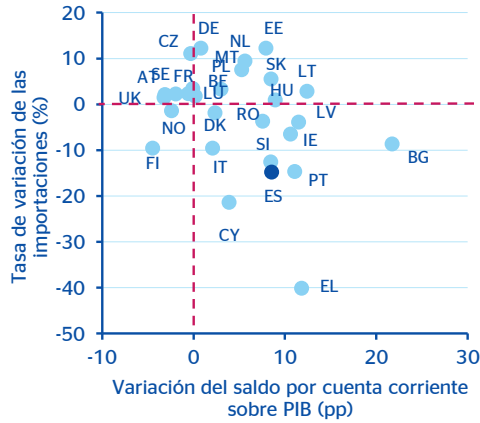
Gráfico 4
Formación bruta de capital fijo y saldo por cuenta corriente, variación 2008-2012



Véase la nota al Gráfico 3.
Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

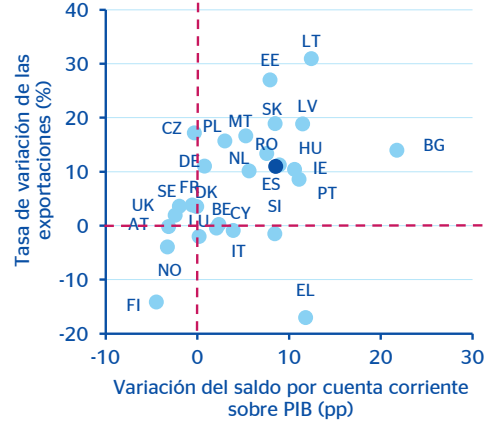
4: Para un análisis detallado de los movimientos de capital de la economía española desde la entrada en el euro, véase el Recuadro 3 de Situación España correspondiente al tercer trimestre de 2012, disponible en http://www.bbva.com/bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/1208_Situacionespana_tcm346-351334.pdf?ts=3072013.

Gráfico 5
Importaciones reales y saldo por cuenta corriente, variación 2008-2012



Véase la nota al Gráfico 3.
Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

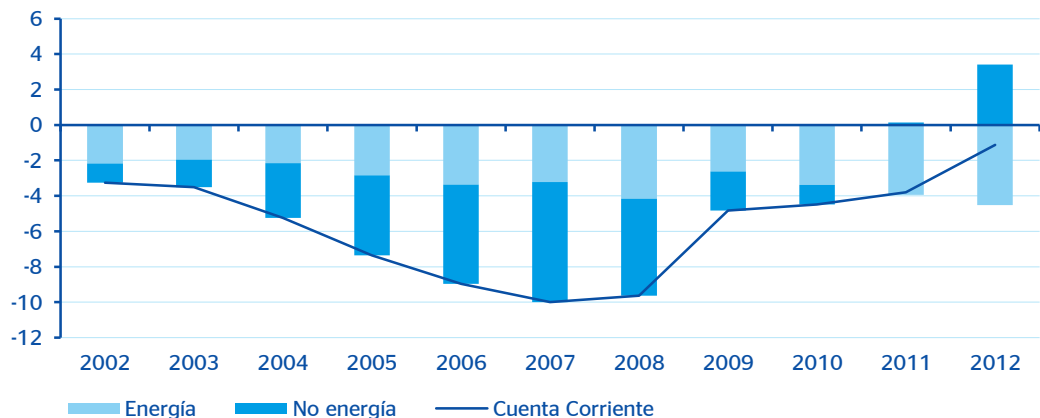
Gráfico 6
Exportaciones reales y saldo por cuenta corriente, variación 2008-2012



Véase la nota al Gráfico 3.
Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

La economía española comenzó su último episodio de reversión por cuenta corriente en 2008. Tras el mayor registro deficitario de su historia reciente, el ajuste acumulado ha alcanzado el 89% en cinco años siendo 2009 y 2012 los años que registraron mayor variación absoluta (4,8 pp y 2,7 pp del PIB, respectivamente). La principales características del actual proceso de reversión de la cuenta corriente en España se ilustran en los Gráficos 3-6 y están en línea con el patrón de corrección identificado en los 25 episodios de reversión que se analizan en Freund (2005). En concreto, el ajuste de la cuenta corriente entre 2008 y 2012 ha venido acompañado de caídas en la inversión privada (un 34%) y en las importaciones (un 15%), una depreciación real de los costes laborales unitarios en torno al 5% y una expansión de las exportaciones del 11%, esta última en ausencia de la devaluación cambiaria como mecanismo de ajuste. Más aún, los datos disponibles de la balanza de pagos de 2013 indican que la economía española logrará, previsiblemente, cerrar 2013 con un moderado superávit.

Gráfico 7
España: déficit energético y no energético y saldo por cuenta corriente en % del PIB



Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España y Ministerio de Industria, Energía y Turismo

La cuestión clave es discernir en qué medida el ajuste dará paso a una situación en la que España genere superávits por cuenta corriente en su componente estructural o de largo plazo. La generación de superávits estructurales podría significar un cambio de patrón en las fuentes de crecimiento de la economía española. El nuevo patrón encontraría su palanca en el

dinamismo de las exportaciones e, idealmente, en la progresiva reducción del déficit energético con el resto del mundo gracias a las ganancias de eficiencia (véase el Gráfico 7). La reasignación rápida y eficaz de factores productivos hacia los sectores exportadores facilitaría el desendeudamiento de la economía española frente al exterior y la corrección de uno de los grandes desequilibrios acumulados en la expansión anterior a 2008⁵.

2. Los factores determinantes del saldo por cuenta corriente: una estimación para la economía española

En esta sección se estudia la dinámica del saldo por cuenta corriente en un marco analítico que explora la variación del saldo corriente en sus componentes estructural y cíclico. El análisis tiene como punto de partida la identidad macroeconómica entre el ahorro nacional neto –privado y público– y el ahorro externo neto, que incluye los rendimientos –positivos o negativos– de la PIIN. Entre otras variables, se explora el papel del saldo fiscal, la renta per cápita relativa, la PIIN inicial, la inversión, la tasa de dependencia demográfica o la liberalización comercial, como determinantes del saldo corriente⁶. Además, cada variable explicativa se descompone en sus tres frecuencias de oscilación –de corto, medio, y largo plazo– y se permite que cada uno de los componentes pueda tener un efecto diferencial sobre la cuenta corriente.

De acuerdo a los modelos teóricos de generaciones solapadas (véase, por ejemplo, Obstfeld y Rogoff (1998)), la correlación esperada entre el saldo fiscal y la balanza por cuenta corriente es positiva y se acompaña de un efecto redistributivo de la renta entre distintas generaciones, en concreto, de la generación futura a la presente. Así, un aumento del déficit fiscal, consecuencia de un incremento del gasto público o de una bajada de la carga impositiva, suele venir acompañado de un aumento del consumo y una caída del ahorro por parte de los consumidores. Si el mayor déficit fiscal y el menor ahorro no se compensan con una caída de la inversión privada, el resultado es el deterioro del saldo de la balanza por cuenta corriente. Sin embargo, de acuerdo a los modelos de equivalencia ricardiana, los consumidores podrían reaccionar al aumento del déficit fiscal incrementando el ahorro de forma precautoria al anticipar un proceso de consolidación fiscal que traería recortes en el gasto público y aumentos impositivos en el futuro. En este caso, la correlación esperada entre el saldo fiscal y la balanza por cuenta corriente sería negativa.

Los factores que aproximan el nivel de desarrollo de un país, tal y como es la renta per cápita relativa, presentarían una correlación positiva con la balanza por cuenta corriente. Las importaciones de bienes de capital, necesarias para la modernización del proceso productivo, generarían saldos corrientes negativos que disminuirían a medida que la economía completa el proceso de convergencia con los países más avanzados. Igualmente, una peor PIIN inicial suele asociarse a un peor comportamiento del saldo por cuenta corriente, más aún en países con una elevada deuda externa, debido a los flujos negativos que se generan en el saldo de la balanza de rentas. Por otro lado, la tasa de dependencia demográfica podría influir en el patrón de ahorro de la población en edad de trabajar. Una mayor tasa de dependencia, tanto de jóvenes como de mayores económicamente inactivos, se asocia a un menor ahorro y, por lo tanto, a un deterioro en el saldo por cuenta corriente.

Dada la variedad de determinantes, el Cuadro 1 resume el conjunto de factores que pueden influenciar la dinámica del saldo por cuenta corriente y especifica el signo de la correlación esperada de acuerdo a la literatura económica. A continuación, se explora el papel relativo de cada uno de estos factores en la determinación del saldo corriente en el período 1980-2012 y se presta especial atención a la descomposición estructural y cíclica de la cuenta corriente.

5: El lector interesado en una evaluación sobre la evolución de la competitividad de la economía española y el papel de las empresas exportadoras en el proceso de internacionalización puede consultar el Observatorio Económico con título "La internacionalización de las empresas españolas" publicado el 4 de diciembre 2012 y disponible en http://www.bbvaesearch.com/KETD/fbin/mult/121204_Observatorioeconomicoespana_tcm346-371889.pdf?ts=1642013.

6: Para una descripción de la metodología, véase, por ejemplo, Ca' Zorzi et al. (2012).

Cuadro 1

Determinantes del saldo de la balanza por cuenta corriente

Variable	Correlación esperada	Mecanismo teórico
Ratio de dependencia de la tercera edad (% de la población total)	(-)	Una mayor proporción de dependientes económicamente inactivos se asocia a un menor ahorro nacional
Ratio de dependencia de la población joven (% población total)	(-)	
Crecimiento de la población (%)	(-)	Variable que aproxima la población activa futura
Gasto sanitario público (% PIB)	(-)	Variable que aproxima brechas estructurales de política económica
Inversión (% PIB)	(-)	El déficit por cuenta corriente se correlaciona con las ganancias futuras de productividad derivadas de una mayor inversión presente como consecuencia de, por ejemplo, un proceso de convergencia o "catching-up" (-). Si la tasa de inversión a largo plazo es elevada, el retorno de dicha inversión -vía ganancias de productividad- acabaría por generar mejoras en el saldo corriente (+). La correlación (-) tiende a dominar en la literatura
PIB per cápita (ajustado PPA, dólares EE. UU, en logs)	(+)	Países con una menor renta y, por lo tanto, menor grado de desarrollo suelen producir déficits corrientes elevados debido al conjunto de inversiones que se realizan de cara a favorecer la convergencia económica
Saldo fiscal (% PIB)	(+)	Los déficits presupuestarios se asocian a un peor comportamiento del saldo por cuenta corriente al redistribuir renta de las generaciones futuras a la generación actual
Crédito al sector privado (% PIB)	(+)/(-)	Un sistema financiero más desarrollado puede dar lugar a un mayor ahorro (+), en contraposición, también podría señalar una excesiva facilidad de endeudamiento lo que daría lugar a un menor ahorro (-)
PIIN (% PIB)	(+)	Una mejor PIIN inicial suele asociarse a un mejor comportamiento del saldo corriente debido al mejor comportamiento del saldo de la balanza de rentas (+). Por otro lado, la mejor PIIN inicial podría facilitar la acumulación de déficits en la balanza comercial durante un período largo de tiempo (-). La correlación (+) tiende a dominar en la literatura
Apertura comercial (% PIB)	(+)	Variable que aproxima la existencia de barreras al comercio internacional -o, en sentido más amplio, los costes del comercio internacional. Esta variable puede captar otros atributos, tal y como el grado de atractivo de la inversión extranjera directa
Balanza comercial petróleo (% PIB)	(+)	El elevado precio del petróleo empeora el saldo de la balanza energética de los países importadores lo que se asocia a un empeoramiento del déficit por cuenta corriente
Brecha de producción (% PIB)	(-)	Variable que aproxima shocks de demanda
Relación de intercambio (variación en %)	(+)	Un aumento en la relación de intercambio se asocia a un aumento de la renta real disponible y, por lo tanto, del ahorro
Tipo de cambio efectivo real	(+)	Las ganancias de competitividad-precio de las exportaciones mejoran el saldo corriente
Tipo de interés a corto plazo en EE. UU (%)	(-)	Movimientos adversos en los mercados de capital se asocian a un empeoramiento del saldo por cuenta corriente
VIX (variación en %)	(+)	Un aumento en la aversión al riesgo se asocia a un mayor ahorro

Fuente: BBVA Research a partir de Chinn y Prasad (2003), Chinn y Ito (2007), Cheung et al. (2010) y Ca' Zorzi et al. (2012)

El enfoque tradicional para estimar la cuenta corriente estructural se basa en la obtención del efecto de diversos factores estructurales sobre la cuenta corriente, tales y como son la demografía, la inversión, los factores de convergencia, el saldo fiscal, la PIIN, la balanza comercial de petróleo, la apertura comercial o el gasto sanitario, entre otros.

En el enfoque tradicional más habitual (véase, por ejemplo, Ca'Zorzi et al. (2012)), la estimación de la cuenta corriente estructural en el país i se realiza utilizando observaciones en medias móviles no solapadas de una determinada longitud (4-5 años), con el objeto de eliminar el efecto de los factores cíclicos:

$$CC_{it}^{MM5a} = X_{it}^{MM5a'} \beta_{EST} + u_{it}. \quad (1)$$

donde CC_{it}^{MM5a} es la media de 5 años de la cuenta corriente sobre PIB, X_{it}^{MM5a} es una matriz que contiene las medias de 5 años de las variables explicativas, y β_{EST} es el vector de coeficientes que define la relación estructural entre las variables explicativas y la cuenta corriente.

Uno de los principales problemas de este enfoque radica en que los coeficientes estimados son sensibles, entre otros aspectos, a la muestra que se utilice. Por ejemplo, si se comparan las estimaciones basadas en las medias de 5 años de los intervalos 1980-1984, 1985-1989, 1990-1994, etc., frente a las basadas en las medias de 5 años de los intervalos 1981-1985, 1986-1990, 1991-1995, etc., se observa que los coeficientes estimados de cada muestra pueden diferir en una magnitud significativa. Algo similar ocurre cuando se cambia la amplitud de la ventana sobre la cual se calcula la media móvil (3, 4, 5 ó 10 años), la cual se elige con criterio arbitrario.

Un segundo enfoque adoptado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) para estimar la cuenta corriente estructural⁷ se basa en la clara diferenciación entre tipos de variables, que se clasifican en estructurales o cíclicas. Bajo este enfoque, la cuenta corriente estructural sería aquella determinada únicamente por las variables estructurales recogidas en la siguiente especificación:

$$CC_{it} = X_{it}' \beta_{EST} + Z_{it}' \varphi_{CIC} + \delta_i + u_{it} . \quad (2)$$

donde CC_{it} es la cuenta corriente observada sobre PIB, X_{it} es una matriz de variables explicativas estructurales, β_{EST} es un vector de coeficientes estructurales, Z_{it} es una matriz de variables explicativas cíclicas, φ_{CIC} es un vector de coeficientes cíclicos, y δ_i es un vector de factores idiosincráticos no observados de cada país.

El principal problema de esta metodología se circunscribe a la clasificación de las variables. En concreto, al igual que la cuenta corriente se descompone en los componentes estructural y cíclico, otras variables, tales y como son la inversión, el saldo fiscal o el grado de desarrollo financiero, son susceptibles de correlacionarse con la cuenta corriente en ambas frecuencias. Además, es muy posible que el efecto del componente estructural de cada variable sea distinto al efecto del componente cíclico.

Tomando en cuenta estas consideraciones, el ejercicio empírico que se propone a continuación intenta combinar y ampliar los distintos enfoques tradicionales. Por un lado, se descompone cada variable explicativa en sus tres frecuencias de oscilación: largo, medio y corto plazo, y se asume que los componentes de largo y medio plazo constituyen el componente estructural y el de corto plazo el componente cíclico. Asimismo, se permite que cada uno de estos componentes tenga un efecto distinto sobre la cuenta corriente observada. El modelo estimado se recoge en la siguiente expresión:

$$CC_{it} = X_i' \beta_{LP} + (X_{it}^{MM5a} - X_i)' \beta_{MP} + (X_{it} - X_{it}^{MM5a})' \beta_{CP} + Z_{it}' \varphi_{CIC} + \delta_i + u_{it} . \quad (3)$$

donde CC_{it} es la cuenta corriente observada sobre PIB, X_i recoge la media a largo plazo de cada una de las variables explicativas (medida por la media histórica correspondiente de cada país) y β_{LP} es el vector de coeficientes de largo plazo asociado a dichas medias, $(X_{it}^{MM5a} - X_i)$ representa la desviación en el medio plazo de las variables explicativas con respecto a sus valores de largo plazo (media móvil de 5 años vs. media en el tiempo por país) y β_{MP} es el

7: Este segundo enfoque se desarrolla en los proyectos "External Balance Assessment (EBA) and Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies" del FMI.

vector de coeficientes de medio plazo, $X_{it} - X_{it}^{MM5a}$ representa la desviación de las variables explicativas observadas con respecto a sus valores de medio plazo (valor observado vs. media móvil de 5 años) y β_{CP} es el vector de coeficientes de corto plazo, Z_{it} es un vector de variables explicativas puramente cíclicas y φ_{CIC} es el vector de coeficientes correspondiente⁸. De acuerdo a esta metodología, el valor ajustado de la cuenta corriente estructural se extrae utilizando los componentes de largo y medio plazo de las variables explicativas y sus correspondientes efectos estimados.

En una primera etapa, el modelo se estima con un panel de datos de 72 países en el período 1980-2012 que contiene 1.303 observaciones. La base de datos se ha construido a partir de FMI-WEO, Banco Mundial, Naciones Unidas, OCDE, Darvas (2012) y BBVA Research. Todas las variables se expresan en desviación del promedio mundial, excepto en el caso de la variable dependiente, la PIIN inicial⁹, la balanza comercial del petróleo y la variación de la relación de intercambio, debido a que en estos casos el promedio mundial sería cero. La estimación se realiza utilizando mínimos cuadrados generalizados factibles (FGLS) y se ajusta la matriz de varianzas-covarianzas para corregir la presencia de heteroscedasticidad y autocorrelación en los residuos.

En una segunda etapa, se adapta la estimación de los coeficientes de corto y medio plazo que resultan de la estimación del panel al caso español. En concreto, se reestiman dichos coeficientes en un modelo bayesiano de series temporales específico de España, donde se utilizan los coeficientes de corto y medio plazo del modelo de panel, así como su distribución, como información previa en la estimación bayesiana. La estimación de los coeficientes de largo plazo del modelo de panel se mantiene intacta.

8: En el caso de algunas variables -por ejemplo, la brecha de producción- la estimación sólo incluye el componente de corto plazo o componente cíclico. δ_i es un vector de variables dummy para un subgrupo de 26 países (véase, para más detalle, BBVA Research (2012), disponible en http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/111216_Economic_Watch_Twin_Deficits_in_G7_final_tcm348-287802.pdf?ts=762012).

9: La PIIN inicial hace referencia a la PIIN retardada dos periodos.

Cuadro 2

Estimaciones del modelo del saldo de la balanza por cuenta corriente sobre PIB

Regresores	Estimación en panel			Estimación bayesiana para España	
	Largo Plazo	Medio Plazo	Corto Plazo	Medio Plazo	Corto Plazo
Ratio de dependencia de la tercera edad (población mayor de 65 años como % de la población entre 15 y 64 años)	-0,059*	-0,313***		-0,391*	
Crecimiento de la población (%)	-0,660**	-0,472***		-0,426	
Gasto sanitario público (% PIB)		-0,355**	-0,778***	-0,549	-0,799*
Inversión (%PIB)	0,221***	-0,598***	-0,672***	-0,606***	-0,667***
PIB per cápita (log USD ajustados-PPA)		3,177***		2,831**	
Saldo Fiscal (%PIB)	0,255***	0,225***	0,071***	0,145**	0,078
Credito al sector privado (%PIB)	0,004	-0,034***	-0,015***	-0,018**	-0,029*
PIIN inicial (%PIB)	0,0393***	0,003	0,012***	-0,001	0,009
Tipo de interés de corto plazo		-0,050**	0,024**	-0,048	0,033
Apertura comercial (exportaciones más importaciones en %PIB)	0,009***	0,037***	-0,011	0,058*	0,001
Balanza comercial petróleo (%PIB)	0,241***	0,588***	0,778***	0,475**	0,850***
Brecha de producción (diferencia entre el PIB observado y el PIB potencial como porcentaje del PIB potencial)			-0,132***		-0,140**
Relación de intercambio (cambio %)			0,009***		0,006
Relación de intercambio (cambio % en t-1)			0,004		0,006
Tipo de cambio efectivo real			-0,029***		-0,038**
Tipo de interés en EE. UU (%)			0,062***		
VIX (cambio %)			0,012**		0,012
Pro-memoria:	No. Observaciones: 1303			No. Observaciones: 31	
	R-cuadrado = 0,89			R-cuadrado = 0,97	

Notas: ***, **, * denotan significatividad estadística al 1%, 5% y 10%, respectivamente. Las estimaciones recogen, únicamente, el efecto del componente cíclico de los últimos seis regresores. Estimador FGLS para el modelo de panel. En la estimación bayesiana se asumen los mismos coeficientes de largo plazo que se obtienen de la estimación de panel.

Fuente: BBVA Research

El Cuadro 2 muestra que la mayoría de los resultados del modelo de datos de panel están en línea con la literatura económica, si bien la metodología adoptada en este Observatorio permite diferenciar entre el efecto de cada variable en el largo y medio plazo (efecto estructural) y en el corto plazo (efecto cíclico). Así, el efecto del saldo fiscal es positivo y de una magnitud considerable en el largo plazo. Las variables demográficas presentan, en general, el signo negativo previsto, con un elevado coeficiente en el medio plazo para la ratio de dependencia de la tercera edad y el crecimiento de la población. Las variables relacionadas con el sector exterior muestran un impacto positivo sobre la cuenta corriente, más significativo y relevante en el caso de la balanza comercial petrolífera. El efecto del componente cíclico de esta variable es mucho mayor que el del componente de medio plazo, y este último es más del doble que el coeficiente de largo plazo. El grado de apertura comercial también tiene un efecto positivo sobre la cuenta corriente, especialmente en el medio plazo. La ratio de inversión

muestra un elevado y significativo coeficiente negativo en el corto y medio plazo, lo que ayuda a explicar las reversiones de la cuenta corriente observadas tras la crisis asiática y las propias correcciones en los países periféricos de la zona euro. Sin embargo, tiene un impacto positivo y significativo en el largo plazo, lo que indicaría que aquellos países que son capaces de invertir más de forma sostenida, acaban beneficiándose gracias a una mayor competitividad.

En el caso de España, las variables que tienen una correlación mayor con la cuenta corriente son la inversión y la balanza comercial de petróleo. Dentro del componente de medio plazo también son significativas el crédito al sector privado y la ratio de dependencia de la tercera edad, con signo negativo, y el grado de apertura comercial, el saldo fiscal y el PIB per cápita, con signo positivo. Desde el punto de vista cíclico, también son significativos los efectos del gasto sanitario, la brecha de producto, el crédito al sector privado y la variación del tipo de cambio efectivo real.

La siguiente sección toma los resultados de las estimaciones presentadas en el Cuadro 2 con el objeto de evaluar el papel relativo de los factores subyacentes a la dinámica de la cuenta corriente en España. En particular, el análisis se enfoca en el proceso de reversión en el que actualmente se encuentra la economía española así como en las perspectivas de los años próximos.

3. Los componentes estructural y cíclico de la cuenta corriente en España

¿Qué componente de la cuenta corriente ha tenido un mayor peso relativo en España? ¿Se ha alterado este patrón relativo durante el proceso de reversión actual? ¿Qué factores subyacen a la evolución de la cuenta corriente? Esta sección trata de dar respuesta a estas cuestiones y, para ello, presenta un conjunto de simulaciones que se obtienen a partir de la estimación bayesiana del modelo presentado en la sección anterior.

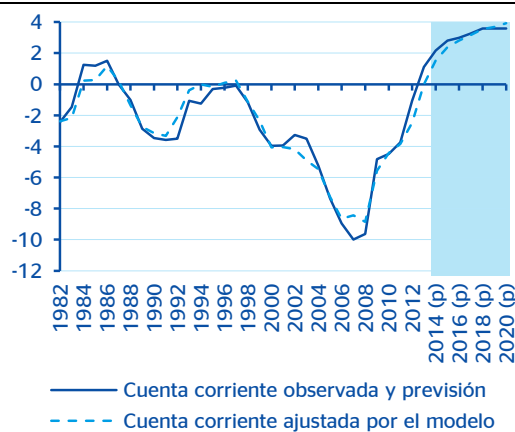
El Gráfico 8 muestra la senda de la cuenta corriente observada y su previsión para el horizonte temporal 2013-2020. Las previsiones de la cuenta corriente se obtienen del World Economic Outlook (WEO, Abril 2013) publicado por el FMI. Asimismo, el gráfico muestra la senda de la cuenta corriente ajustada por el modelo y su previsión tomando, en su mayoría, las previsiones provenientes del WEO para cada una de las variables explicativas¹⁰. En el gráfico se observa el buen ajuste del modelo durante el horizonte muestral. La senda de previsión ajustada por el modelo es muy similar a la considerada por el FMI y ambas reflejan un saldo corriente en claro superávit hasta 2020. De confirmarse, **este patrón supondría un avance importante en el proceso de desapalancamiento** de la economía española frente al resto del mundo.

El Gráfico 9 presenta los resultados de la descomposición cíclica y estructural del modelo. **La cuenta corriente en España ha presentado déficits estructurales durante todo el período muestral.** A modo ilustrativo, durante la década previa al desencadenamiento de la crisis de 2008, el peso promedio del componente estructural fue del 68%, si bien se observa una mayor relevancia del componente cíclico en los últimos cuatro años de boom económico. En sólo tres ocasiones el comportamiento del componente cíclico ha contribuido a reducir la magnitud del déficit corriente: a mediados de los años 80, en la primera mitad de los años 90 y en el proceso de reversión actual. En este último, **los superávits cíclicos, unidos al ajuste estructural en marcha, han dado especial tracción a la corrección del déficit.** Si bien el peso del componente cíclico en la variación de la cuenta corriente entre 2007 y 2012 fue superior al peso del componente estructural -76% frente a 24%, esta situación se revierte cuando se toma la variación de los dos últimos años, momento a partir del cual el peso del componente estructural en el ajuste adquiere mayor relevancia (85%). El FMI (2013) encuentra un mayor

10: En la medida de lo posible se ha primado la utilización de una única fuente para las previsiones de todas las variables.

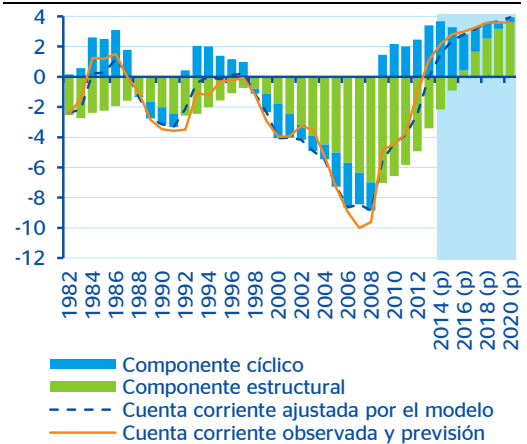
peso del componente cíclico en el proceso de ajuste de varias de las economías periféricas del área euro, entre ellas, España. Aún así, no se descarta que otras estimaciones puedan dar lugar a un reparto más equitativo de los componentes cíclico y estructural (véase, por ejemplo, La Caixa (2013) y Banco de España (2013)). Finalmente, el Gráfico 9 muestra que la senda de previsión ajustada por el modelo situaría la PIIN de la economía española en torno al 70% del PIB a 2020.

Gráfico 8
España: sendas de la balanza por cuenta corriente (en % del PIB)



(p) denota previsión. Las previsiones de las variables proceden del FMI-WEO. Véase el texto para más detalle.
Fuente: BBVA Research

Gráfico 9
España: componentes cíclico y estructural de la balanza por cuenta corriente (en % del PIB)



(p) denota previsión. Las previsiones de las variables proceden del FMI-WEO. Véase el texto para más detalle.
Fuente: BBVA Research

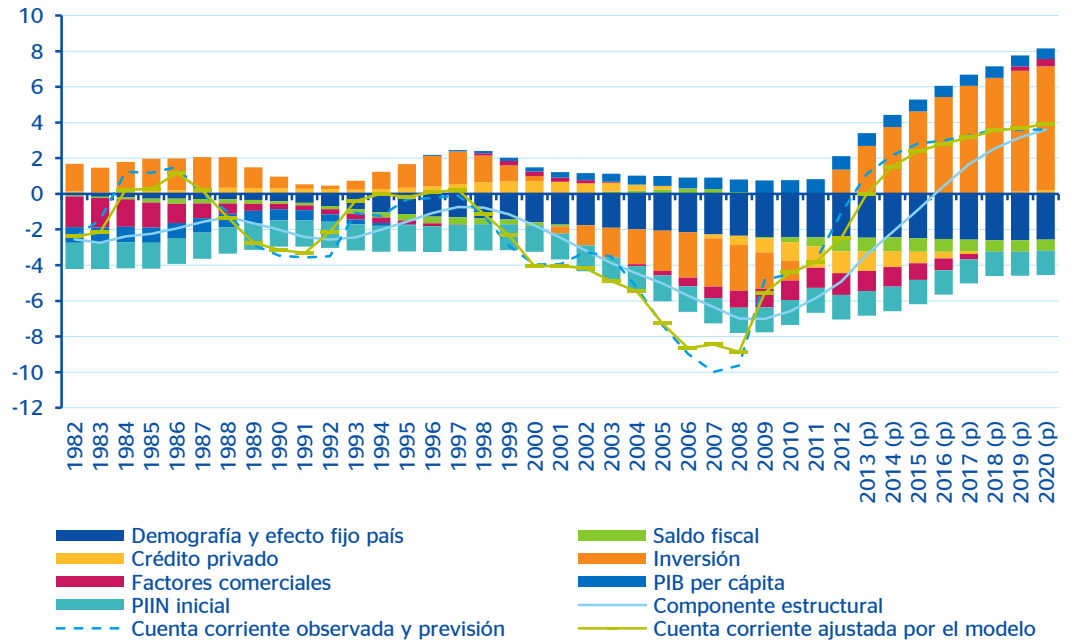
En buena medida, los resultados obtenidos en nuestra estimación sugieren que la dinámica de la cuenta corriente en España ha venido determinada por la evolución estructural de sus diversos determinantes. Con respecto a los principales determinantes del saldo corriente estructural destaca, por un lado, la contribución negativa y persistente de la PIIN inicial (véase el Gráfico 10). De forma clara, la posición deudora neta de la economía española ha retroalimentado el déficit corriente estructural. Asimismo, como cabía esperar, la evolución del componente estructural de la inversión ha ejercido un papel significativo en la dinámica del saldo corriente estructural. En concreto, se encuentra detrás de los ajustes estructurales de mediados de los 80 y principios de los 90 así como del deterioro corriente que ganó tracción con el cambio de siglo. Las variables demográficas contribuyen de forma creciente al saldo estructural negativo, si bien su contribución es ligeramente menor a la que se deduce del Gráfico 10 dado que esta variable incorpora el efecto fijo negativo de España, considerado aquí como parte estructural. Por su parte, el saldo fiscal estructural, así como el resto de variables, contribuyen de forma más marginal a la determinación del déficit estructural.

Dado el elevado peso que tiene la inversión estructural en la senda de previsión de la cuenta corriente estructural -aporta cerca de 7 pp de PIB en 2020- se puede concluir que la evolución de esta variable es fundamental para realizar una estimación de la posible evolución de la cuenta corriente española. A continuación, **se presentan los resultados de un ejercicio de simulación en el que se incorporan tres escenarios alternativos sobre la evolución de la ratio de inversión sobre PIB.** Nótese que, de acuerdo a las previsiones del FMI, la ratio de inversión sobre PIB continuará en una senda de corrección hasta niveles cercanos al 16% en 2018. Esta senda implica que la economía española transitaría desde una ratio 7 puntos por encima del promedio mundial en 2007 a un ratio casi 10 puntos por debajo del promedio mundial en 2018.

Gráfico 10

España:

descomposición de la cuenta corriente estructural en sus factores determinantes (en % del PIB)

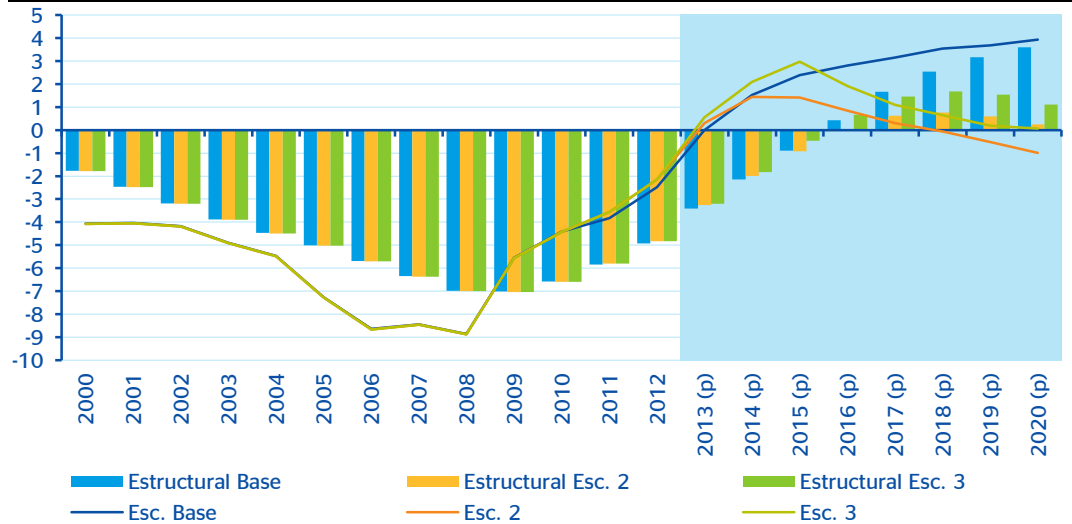


(p) denota previsión Las previsiones de las variables proceden, en su mayoría, del FMI-WEO. Véase el texto para más detalle.
Fuente: BBVA Research

En el escenario denominado “base” se utilizan las previsiones de inversión del FMI descritas anteriormente. Como primer escenario alternativo (escenario 2) se utilizan las previsiones de BBVA Research de la ratio de inversión sobre PIB. Dichas previsiones adelantan una corrección de la inversión hasta 2014 y, a partir de ese momento, una recuperación hasta alcanzar niveles cercanos al promedio histórico, en concreto, el 24% hacia 2020. Finalmente, como segundo escenario alternativo (escenario 3) se incorporan las previsiones de la OCDE, que prevén una evolución de la inversión similar a la de BBVA Research si bien con una recuperación a niveles ligeramente menores, en concreto, un 22% en 2020. Como se puede observar en el Gráfico 11, bajo un escenario de mayor recuperación de los niveles de inversión, la evolución de la cuenta corriente sería, *ceteris paribus*, menos optimista. No obstante, es importante señalar que **bajo cualquiera de los tres escenarios alternativos España alcanzaría el superávit estructural de la cuenta corriente hacia 2016** y que éste se mantendría durante todo el horizonte de previsión.

Gráfico 11

España: evolución de la cuenta corriente estimada y de su componente estructural (en % del PIB; escenarios alternativos de inversión)

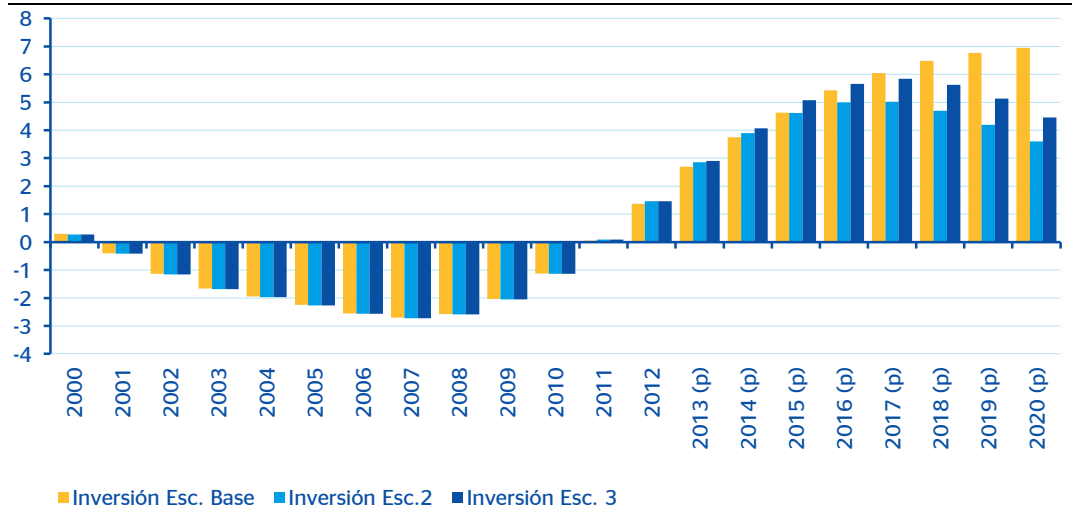


(p) denota previsión. Escenario Base: previsiones utilizando la ratio Inversión/PIB del FMI; Escenario 2: previsiones utilizando la ratio Inversión/PIB de BBVA Research; Escenario 3: previsiones utilizando la ratio Inversión/PIB de OCDE.
Fuente: BBVA Research

Por último, el Gráfico 12 presenta la evolución de la aportación del componente estructural de la ratio de inversión sobre PIB a la cuenta corriente estructural. Bajo los tres escenarios considerados se espera que la contribución estructural de la inversión transite de cerca del -3% del PIB en 2007 al 5 ó 6% del PIB en 2016. A partir de 2016, las previsiones difieren en mayor medida. En concreto, la contribución estructural de la inversión se situaría en la horquilla del 3,5% al 7% bajo los escenarios alternativos a 2020.

Gráfico 12

España: evolución de la contribución estructural de la inversión (en % del PIB; escenarios alternativos de inversión)



(p) denota previsión. Escenario Base: previsiones utilizando la ratio Inversión/PIB del FMI; Escenario 2: previsiones utilizando la ratio Inversión/PIB de BBVA Research; Escenario 3: previsiones utilizando la ratio Inversión/PIB de OCDE.
Fuente: BBVA Research

4. Conclusión

En síntesis, desde una perspectiva metodológica enfocada en la identidad macroeconómica del ahorro y la inversión, este Observatorio muestra que **el deterioro del saldo deficitario de la balanza por cuenta corriente iniciado a mediados de los años 90 tuvo un componente estructural elevado**. Asimismo, el ejercicio empírico muestra que el proceso de reversión observado desde 2008 se ha apoyado, en una primera fase, en la disminución gradual del déficit estructural y la generación de superávits cíclicos y, en una segunda fase, en la disminución pronunciada del componente estructural del déficit. Las contribuciones más relevantes al déficit estructural se encuentran en la evolución de la inversión, la PIIN inicial y la demografía.

A medio plazo, las previsiones indican que la economía española podría generar superávits estructurales, lo que aliviaría la presión financiera que ejerce el elevado endeudamiento externo sobre las decisiones de los agentes económicos. La generación de superávits estructurales en la balanza por cuenta corriente significaría un cambio en el patrón de crecimiento de la economía que habría de apoyarse en la reorientación de los recursos productivos hacia los sectores exportadores y la consecución del ahorro energético. La reasignación rápida y eficaz de estos factores facilitaría el desendeudamiento de España frente al exterior y la corrección de uno de los grandes desequilibrios acumulados en el período anterior a 2008.

Referencias

Banco de España (2013). "El Saldo de la Balanza por Cuenta Corriente Ajustado de Ciclo: Un Análisis para las Economías del G-20", Boletín Económico, marzo 2013.

BBVA Research (2012). "Structural Twin Deficits: A Problem of the Developed World rather than the Emerging One", Febrero 2012.

Ca'Zorzi, M. Chudik, A. y Dieppe, A. (2012). "Thousands of Models, One Story: Current Account Imbalances in the Global Economy", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 31, págs. 1319-1338.

Cheung, C., Furceri, D. y Rusticelli, E. (2010). "Structural and Cyclical Factors behind Current-Account Balances" OECD Economics Department Working Papers 775, OECD.

Chinn, M.D. y Prasad, E.S. (2003). "Medium-Term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: An Empirical Exploration", *Journal of International Economics*, Vol. 59, págs. 47-76.

Chinn, M.D. y Ito, H. (2007). "Current Account Balances, Financial Development and Institutions: Assaying the World "Saving Glut"", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 26, págs. 546-569.

Correa-López, M. y de Blas, B. (2012). "International Transmission of Medium-Term Technology Cycles: Evidence from Spain as a Recipient Country", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Vol. 12(1), Topics.

Darvas, Z. (2012). "Real Effective Exchange Rates for 178 Countries: A New Database", Working Paper 1201, Department of Mathematical Economics and Economic Analysis, Corvinus University of Budapest.

FMI (2013). Euro Area Policies, IMF Country Report No. 13/232.

Freund, C. (2005). "Current Account Adjustment in Industrial Countries", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 24, págs. 1278-1298.

La Caixa (2013). Informe mensual, número 369, junio 2013.

Milesi-Ferretti, G.M. y Razin A. (1996). "Sustainability of Persistent Current Account Deficits", NBER Working Paper No. 5467.

Obstfeld, M. y Rogoff, K. (1998). *Foundations of International Macroeconomics*, Cambridge, MA: MIT Press.

Summers, L. (1996). Commentary. En: Hausman, R. y Rojas-Suarez, L. (Eds.), *Volatile Capital Flows: Taming Their Impact on Latin America*. Inter-American Development Bank and Johns Hopkins University Press, Baltimore.

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.