

**¿ES RELEVANTE EL DÉFICIT CORRIENTE EN UNA UNIÓN MO-  
NETARIA? EL CASO ESPAÑOL**

**Javier Blanco González  
Ignacio del Rosal Fernández**

De conformidad con la base quinta de la convocatoria del Programa de Estímulo a la Investigación, este trabajo ha sido sometido a evaluación externa anónima de especialistas cualificados a fin de contrastar su nivel técnico.

ISBN: 84-89116-07-5

La serie **DOCUMENTOS DE TRABAJO** incluye avances y resultados de investigaciones dentro de los programas de la Fundación de las Cajas de Ahorros.  
Las opiniones son responsabilidad de los autores.

# **¿ES RELEVANTE EL DÉFICIT CORRIENTE EN UNA UNIÓN MONETARIA? EL CASO ESPAÑOL**

(Versión febrero 2007)

**Javier Blanco González**  
**Ignacio del Rosal Fernández**  
*Departamento de Economía Aplicada*  
*Universidad de Oviedo*  
(Avda. del Cristo, s/n. 33006 – Oviedo)  
blanco@uniovi.es  
irosal@uniovi.es

## *Resumen*

Aunque se ha prestado gran atención a los desequilibrios corrientes a escala global, son relativamente escasos los análisis sobre los desequilibrios corrientes dentro de la Unión Económica y Monetaria (UEM) europea, entre los que destaca el caso español. Y ello a pesar de que la moneda única modifica necesariamente, en comparación con la situación previa de moneda propia, el análisis sobre la interpretación e implicaciones que para un país tiene un déficit por cuenta corriente. Es necesario, por tanto, revisar razonamientos que, tras muchos años pensando en clave de moneda propia, exigen una adaptación a las circunstancias derivadas de la introducción del euro. El presente trabajo se enmarca en este contexto y tiene como principales objetivos analizar, sintetizar y valorar los términos del debate acerca de la interpretación, relevancia e implicaciones del abultado déficit corriente español en el seno de la unión monetaria.

*Palabras clave:* déficit corriente, sostenibilidad, unión económica y monetaria, economía española.

## 1. INTRODUCCIÓN

Hubo un tiempo en que la “doctrina Lawson” gozó de cierto predicamento entre algunos decisores de política económica y economistas especializados en cuestiones internacionales. La expresión se acuñó en referencia a las palabras pronunciadas en 1988 en Berlín por el entonces ministro de economía británico Nigel Lawson, durante la conferencia anual del FMI y del Banco Mundial, en las que defendía una nueva interpretación de los desequilibrios de balanza de pagos por cuenta corriente. Max Corden (1994) expresó de forma nítida la esencia de la doctrina Lawson: la cuenta corriente es el resultado de las decisiones de ahorro e inversión. Las decisiones óptimas descentralizadas sobre ahorro e inversión conducen a un determinado saldo corriente, el cual también será óptimo. No hay razón para suponer que el gobierno o cualquier otro observador externo conoce mejor que los agentes privados cuánto hay que ahorrar o invertir. Por tanto, un aumento del déficit corriente derivado de cambios en la conducta del sector privado no es un asunto que deba preocupar.

La referencia viene al caso porque pocas cuestiones de la macroeconomía internacional actual suscitan tanta atención como los desequilibrios globales de las balanzas por cuenta corriente. El elevado y creciente déficit corriente que presenta EE.UU. desde la segunda mitad de los noventa, junto con sus contrapartidas en forma de superávit de los principales países asiáticos, los países exportadores de petróleo y algunos países europeos, han reavivado los debates y la literatura acerca del significado, la importancia o el ajuste de los desequilibrios corrientes<sup>1</sup>.

El desafío intelectual es más que notable, seguramente porque no es posible dar una respuesta sencilla y universal a la cuestión de cuándo un desequilibrio por cuenta corriente es preocupante, excesivo o insostenible. Tampoco existen clasificaciones inamovibles, como muestra el hecho de que entre los países industrializados los hay con déficit corrientes persistentes durante mucho tiempo o con posiciones exteriores netas deudoras elevadas, así como entre los menos desarrollados o emergentes aparecen también países deudores y acreedores (Cline, 2005). Así es que, con la sostenibilidad de los déficit como el principal interrogante de fondo, el gran interés actual se enmarca en una trayectoria más amplia de la visión de los economistas sobre el asunto que, como señala Edwards (2002), ha variado en

---

<sup>1</sup> Una buena síntesis del debate actual sobre la cuenta corriente y sobre las causas y naturaleza de los desequilibrios globales puede encontrarse, por ejemplo, en el capítulo 2 de European Economic Advisory Group at CESifo (2006).

los últimos 25 años desde los déficit importan, los déficit son irrelevantes si el sector público está en equilibrio, vuelta a los déficit importan, para recalcar en la visión predominante en nuestros días que podría resumirse en “los déficit pueden importar”.

Volviendo al inicio, debemos recordar que la tozudez de los hechos terminó por desacreditar la doctrina Lawson, y los amplios déficit corrientes, a pesar de estar vinculados en muchos casos a decisiones de ahorro e inversión del sector privado, precedieron a los ataques contra monedas de países desarrollados o a las crisis financieras de varios países asiáticos y latinoamericanos en la década de 1990. La doctrina Lawson ha resultado equivocada por diversidad de motivos (Reisen, 1998). Entre ellos, el no tener suficientemente en cuenta que los rendimientos, actuales y esperados, de las decisiones de ahorro e inversión se ven distorsionadas por fallos de mercado, como por ejemplo, información imperfecta, o el hecho de que los prestatarios privados no internalizan el coste marginal social de su endeudamiento externo (la llamada externalidad de Harberger). Por otro lado, los mercados de capitales tienen en cuenta el riesgo país y valoran la cuenta corriente como un todo, independientemente del origen descentralizado de sus cambios (de nuevo, externalidades). En pocas palabras, la información imperfecta y los efectos externos, entre otras cosas, pueden hacer que las decisiones descentralizadas de los agentes privados sobre ahorro e inversión no sean del todo óptimas.

Ahora bien, dichas decisiones de ahorro e inversión están estrechamente vinculadas al comportamiento de variables como los tipos de interés y los tipos de cambio del país en cuestión. Pero para un país individual integrado en una unión monetaria, al desaparecer la moneda nacional, su tipo de cambio y la política monetaria autónoma, el componente nacional se diluye en favor de las características de los prestatarios individuales, por lo que los “efectos país” de las decisiones individuales de los agentes se tornan mucho más difusos. De este modo, se plantea un interrogante de no poco interés: ¿se puede hablar de un resurgir de la doctrina Lawson cuando se aplica al déficit corriente de un país miembro de una unión monetaria?

Sin embargo, aunque se ha prestado gran atención a los desequilibrios corrientes a escala global, y en especial al caso estadounidense, son relativamente escasos los análisis sobre los desequilibrios corrientes en el seno de la Unión Económica y Monetaria (UEM) europea, entre los que destaca el caso español. Y ello a pesar de que la introducción de una moneda

única modifica necesariamente, en comparación con la situación previa de moneda propia, el análisis sobre la interpretación e implicaciones que para un país tiene un déficit por cuenta corriente. Es pertinente, por tanto, revisar razonamientos que, impulsados por la inercia de muchos años pensando en clave de moneda propia, exigen una adaptación a las circunstancias derivadas de la introducción del euro.

El presente trabajo se enmarca en este contexto y tiene como principales objetivos analizar, sintetizar y valorar los términos del debate acerca de la interpretación, relevancia e implicaciones del abultado déficit corriente español en el nuevo contexto de su pertenencia a la unión monetaria. Para ello, el artículo se estructura del siguiente modo. En el segundo apartado se revisan los principales enfoques analíticos sobre qué significa el saldo exterior de un país. En el tercer apartado se analizan las implicaciones de la unión monetaria sobre la interpretación de la cuenta corriente. El cuarto apartado se centra en el caso español para tratar de evaluar las implicaciones y sostenibilidad del creciente déficit corriente. Finalmente, se incluye un apartado a modo de conclusiones.

## **2. EL SIGNIFICADO DE LA CUENTA CORRIENTE**

La interpretación de la cuenta corriente es una compleja tarea susceptible de múltiples lecturas. La razón última de que esto sea así es que la cuenta corriente, y la balanza de pagos en general, si bien recoge una información relevante sobre la economía de un país, no es una variable con una dinámica nítida propia, sino que es el resultado de la interacción de otras variables micro y macroeconómicas. Es posible, por tanto, manejar diversas interpretaciones de la cuenta corriente, complementarias y no sustitutivas, derivadas de identidades contables. De ahí también que la interpretación no sea sencilla ni inequívoca, pues estas identidades contables establecen nexos entre variables de las que no se desprenden relaciones de causalidad en un solo sentido. Por ello, y aunque sean bien conocidas, conviene recordar las definiciones básicas de la cuenta corriente.

La cuenta corriente recoge, en la balanza de pagos, las transacciones con el resto del mundo de bienes y servicios, las transferencias corrientes y los pagos de rentas asociados a los factores productivos. En términos de macromagnitudes, el saldo de la cuenta corriente se puede expresar, además, como la diferencia entre renta nacional y la absorción nacional, o como el ahorro nacional menos la inversión doméstica. Sea  $Y^I$  el Producto Interior Bruto,  $Y$

el Producto Nacional Bruto y RN las rentas netas con el resto del mundo. Por definición,  $Y = Y^I + RN$ . Dejando a un lado, por el momento, el flujo de transferencias con el exterior, la renta nacional  $Y$  se puede utilizar para el consumo ( $C$ ), el ahorro privado bruto ( $S^P$ ) y los impuestos ( $T$ ):

$$Y = C + S^P + T \quad (1)$$

La diferencia entre los impuestos y el gasto público ( $G$ ) determinará el ahorro del estado ( $S^G$ ). Por otro lado, el equilibrio en los mercados de bienes y servicios requiere que:

$$Y^I = C + I + G + X - M \quad (2)$$

donde  $I$  representa la inversión doméstica y  $X$  y  $M$  representan respectivamente la exportación y la importación de bienes y servicios. El saldo de la cuenta corriente ( $CC$ ) se define como:

$$CC = X - M + RN \quad (3)$$

(teniendo en cuenta que hemos omitido las transferencias corrientes). Alternativamente, podemos escribir:

$$CC = Y - (C + I + G) \quad (4)$$

o bien :

$$CC = (S^P + S^G) - I = S - I \quad (5)$$

La expresión (4) muestra que la cuenta corriente es la diferencia entre la renta nacional y la absorción nacional ( $C + I + G$ ). La expresión (5) refleja el saldo corriente como la diferencia entre el ahorro nacional bruto y la inversión doméstica.

Los análisis tradicionales del sector exterior de los años 50 y 60 del siglo XX se centaban en la cuenta corriente definida en (3), incidiendo en el comportamiento del factor determinante, las exportaciones netas ( $X - M$ ). El énfasis se ponía en la influencia de los precios relativos

en el saldo comercial, llegando a la conocida condición Marshall-Lerner basada en las elasticidades de los flujos de importación y exportación.

Las turbulencias energéticas y de otro tipo de los 70 afectaron intensamente a las cuentas corrientes de muchos países, lo que propició un mayor esfuerzo formalizador de los análisis. Arranca así el análisis moderno de la cuenta corriente, con mayor atención a su definición como la diferencia entre renta y absorción y, sobre todo, como el exceso o insuficiencia del ahorro respecto de la inversión. En la medida en que el ahorro y la inversión se basan en factores y decisiones intertemporales (como las cuestiones del ciclo vital o los resultados esperados de los proyectos empresariales), la cuenta corriente es en esencia un fenómeno intertemporal. El enfoque macroeconómico actual de la cuenta corriente se cimenta en todas estas consideraciones (Obstfeld y Rogoff, 1996). De esta forma, el saldo de la cuenta corriente puede interpretarse también como el cambio en el endeudamiento o en el nivel de riqueza exterior neta del país:

$$CC_t = F_t - F_{t-1} \quad (6)$$

donde se han añadido subíndices indicadores del periodo temporal, omitidos hasta aquí. Así,  $CC_t$  recoge el saldo corriente en el año  $t$ ,  $F_t$  la posición exterior neta (la diferencia entre los activos y los pasivos del país respecto al resto del mundo) al final del año  $t$ , y  $F_{t-1}$  la posición exterior neta al final del periodo  $t-1$ . Un saldo corriente positivo implica una mejora de la posición exterior neta, y un saldo negativo un empeoramiento. En los países deudores  $F < 0$ , mientras que en los acreedores,  $F > 0$ .

Las distintas perspectivas apuntadas explican que un mismo déficit corriente pueda tener lecturas distintas. ¿Se debe a un deterioro de la competitividad o a un exceso de absorción nacional? ¿Es fruto del aumento de la inversión o de una caída del ahorro? ¿Refleja que el país vive por encima de sus posibilidades o que, en cambio, es un foco de atracción del ahorro mundial hacia sus oportunidades de inversión? Naturalmente, las respuestas a estas cuestiones dependerán de los determinantes, magnitud, forma de financiación,... del déficit corriente, y exigirán información añadida a la suministrada por la balanza de pagos.



Pero ahondemos en los aspectos fundamentales del análisis moderno de cuenta corriente<sup>2</sup>. En un esquema de horizonte infinito para un país pequeño, asumiendo un tipo de interés mundial constante, una tasa de descuento subjetiva del consumidor representativo igual al factor de descuento con el tipo de interés mundial, y que el país no tiene ninguna limitación al endeudamiento, el saldo corriente (CC) en un determinado año  $t$  se puede expresar de la siguiente forma:

$$CC_t = (Y_t - Y^*_t) - (I_t - I^*_t) - (G_t - G^*_t) \quad (7)$$

Como antes,  $Y_t$ ,  $I_t$  y  $G_t$  representan respectivamente el producto nacional, la inversión y el gasto público en el año  $t$ . Las mismas variables con asterisco representan los “valores permanentes” de dichas magnitudes, definidas como su valor anualizado según el tipo de interés mundial, o dicho de otra forma, como un hipotético valor constante con el mismo valor presente que dicha variable. Pues bien, la expresión (7) resume lo esencial del enfoque intertemporal de la cuenta corriente. De dicha expresión se desprende, en primer lugar, que la renta por encima de su valor permanente contribuye al superávit corriente, debido al reparto del consumo según el ciclo vital. Por otra parte, valores extraordinarios de la inversión (por encima de su valor permanente) son financiados tomando posiciones netas exteriores negativas, esto es, contribuyen a un déficit corriente. Finalmente, un gasto público excesivo tiene el mismo efecto.

El enfoque intertemporal de la balanza de pagos asume que un país no puede seguir endeudándose infinitamente, es decir, no puede estar tomando pasivos para pagar los intereses de su deuda indefinidamente (lo que sería equivalente a una pirámide financiera o “juego Ponzi”). Por ello, en un contexto de horizonte temporal infinito, la restricción presupuestaria intertemporal se puede escribir así:

$$-(1+r)F_t = \sum_{j=t}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^{j-t} (Y_j - C_j - I_j - G_j) \quad (8)$$

---

<sup>2</sup> Véase por ejemplo Obstfeld y Rogoff (1996), capítulo 2. La versión inicial de la forma de presentar el saldo corriente que se recoge a continuación se debe a Sachs (1982). En las líneas que siguen se expone la versión más sencilla de dicho enfoque.

donde todas las variables representan los magnitudes antes mencionadas. Nótese que, en el lado derecho de la igualdad, la expresión del segundo paréntesis recoge el saldo corriente en el año  $j$ . Es decir, la expresión (8) establece que si un país está endeudado en un determinado momento ( $F_t < 0$ ), el valor presente de los futuros saldos corrientes tiene que ser positivo, esto es, tendrá que tener suficientes superávits futuros.

Ahora bien, como señala Obstfeld (2004), el balance externo de un país y su ajuste no se pueden estudiar sin hacer referencia a la estructura de las carteras nacionales de activos y pasivos frente al exterior. Esto, a su vez, exige tener en cuenta los cambios en la valoración de mercado de dichos instrumentos financieros. En un mundo en el que la integración financiera se ha traducido en un continuo aumento de los activos exteriores en la carteras de los inversores, todas estas cuestiones cobran mayor relevancia, de forma que todo el enfoque intertemporal de la cuenta corriente se ha enriquecido recientemente con una corriente de la literatura centrada en los efectos de los cambios de valoración de activos y pasivos exteriores. Aunque existe ya un conjunto amplio de autores, podemos asociar este enfoque a los trabajos de Lane y Milesi-Ferreti<sup>3</sup>.

El punto de partida de estos enfoques está en la constatación de que en la cuenta corriente se recogen los pagos netos de las rentas de inversión, pero en absoluto se recogen los cambios en la valoración de los activos mantenidos por residentes y no residentes. Es decir, en la expresión (6),  $CC_t = F_{t+1} - F_t$ , no se están recogiendo los efectos de valoración de los activos y pasivos exteriores del país. Estos efectos de valoración se generan por las fluctuaciones en las cotizaciones bursátiles, en los tipos de interés y en los tipos de cambio, y pueden ser relevantes en el ajuste requerido por el desequilibrio externo. Por ejemplo, en términos de la restricción presupuestaria intertemporal (8), los cambios en la valoración de la posición neta internacional afectan a los superávits futuros requeridos para corregirla, ya sea de forma positiva o negativa<sup>4</sup>.

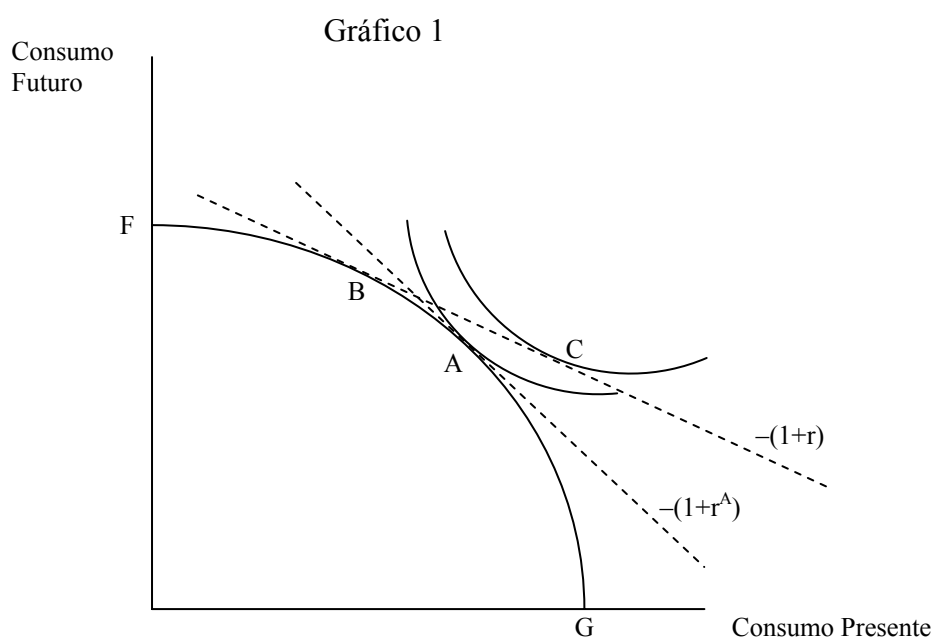
---

<sup>3</sup> El trabajo seminal es Lane y Milesi-Ferreti (2001); una referencia más actual puede ser Lane y Milesi-Ferreti (2006). Para otras referencias, véase, por ejemplo, el citado trabajo de Obstfeld (2004).

<sup>4</sup> Valga como ejemplo de la importancia de estos efectos de valoración los casos de Estados Unidos y Canadá recogidos en Lane y Milesi-Ferreti (2006). En el periodo 2001-2004, ambos países experimentan un empeoramiento en su posición neta internacional. Sin embargo, Estados Unidos acumula en esos años un déficit comercial del 19,8%, mientras que Canadá alcanza un superávit comercial acumulado del 18,5%.

Cuando se observa el comportamiento de la cuenta corriente en el mundo real, la conclusión primera que se obtiene es su alto grado de heterogeneidad, por supuesto entre países, pero también en cada país en diferentes periodos<sup>5</sup>. No es sorprendente un comportamiento distinto según el grado de desarrollo de los países, pero también se mantiene la heterogeneidad al analizar, por ejemplo, el caso de los países desarrollados. Este comportamiento dispar de la cuenta corriente en los países desarrollados es el punto de partida de un conjunto de trabajos de Aart Kraay y Jaume Ventura (Kraay y Ventura, 2000; 2003; Ventura, 2003), en los que proponen un nuevo modelo que permite tener en cuenta la heterogeneidad observada de la cuenta corriente. En esencia, frente a los modelos deterministas del enfoque intertemporal, plantean una visión basada en la lógica de la diversificación de carteras, en la que el riesgo inherente a la concentración de la inversión juega un papel relevante.

Para discutir la teoría de Kraay y Ventura es útil comenzar por la explicación convencional de la cuenta corriente en un modelo determinista estándar del enfoque intertemporal. El análisis de una versión simplificada de una economía que distribuye su bienestar en dos periodos es suficiente para captar la esencia del planteamiento. En el gráfico 1 se representa dicha situación<sup>6</sup>.



<sup>5</sup> Un análisis en perspectiva histórica se puede encontrar en Obstfeld y Taylor (2004), Cline (2005) y Adalet y Eichengreen (2006).

<sup>6</sup> Véase Obstfeld y Rogoff (1996, capítulo 1).

La curva FG representa la frontera intertemporal de posibilidades de producción, que muestra en autarquía las posibilidades tecnológicas de transformar consumo presente en consumo futuro, suponiendo una productividad marginal de la inversión decreciente. Si la economía decidiese no invertir en el primer periodo y liquidar su capital también en dicho momento, se situaría en el extremo inferior de la curva (G): no existiría consumo futuro. Si, por el contrario, decide invertir todo el output en el momento inicial, el consumo presente sería nulo y el consumo futuro alcanzaría su máximo (F). Lógicamente, lo normal es un punto intermedio, como el representado por A. En ese punto se darían las condiciones de equilibrio en autarquía: se alcanza la curva de indiferencia más alta. La frontera de producción y la curva de indiferencia comparten la misma pendiente,  $-(1+r^A)$ , siendo  $r^A$  el tipo de interés de autarquía.

Sin embargo, dado un tipo de interés mundial  $r$ , el equilibrio de esta pequeña economía sería distinto si se puede endeudar con el exterior. En primer lugar, dado que  $r^A$  es mayor que  $r$ , la inversión doméstica ofrece un tipo de interés más alto, superior al coste de endeudarse internacionalmente. Esta oportunidad lleva a los agentes domésticos a invertir más y producir en B. Por otro lado, consumir en C lleva al mayor nivel de utilidad dada la nueva línea presupuestaria, de pendiente  $-(1+r)$ . La distancia horizontal entre B y A representa la inversión extra motivada por la apertura de la economía pequeña al mercado mundial de capitales. La distancia horizontal entre A y C muestra el consumo extra que el endeudamiento con el exterior permite. La distancia horizontal entre B y C refleja el déficit corriente del primer periodo.

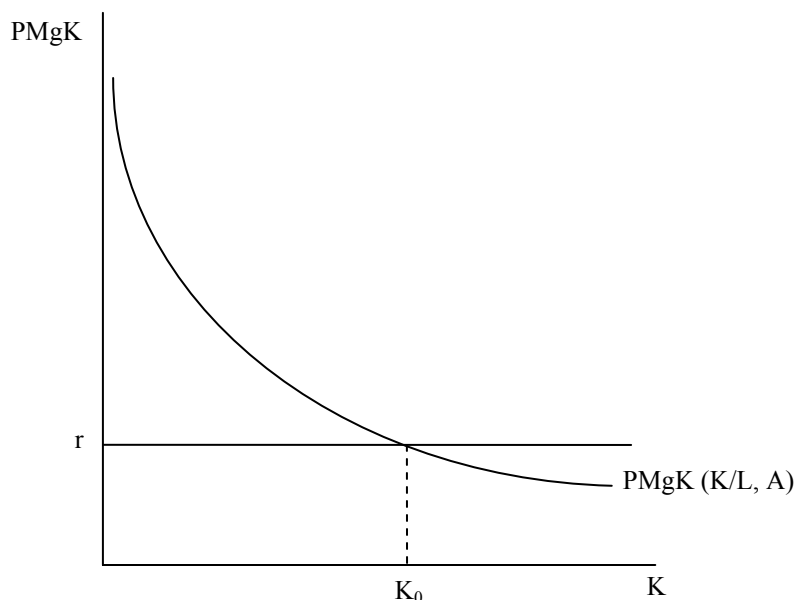
Kraay y Ventura se detienen en la regla de asignación de la inversión en este modelo estándar. Analizaremos aquí la versión más sencilla de esta teoría<sup>7</sup>. Para simplificar, se supone que el país en cuestión puede invertir su riqueza ( $W$ ) en dos tipos de activos: capital doméstico ( $K$ ) y préstamos al extranjero ( $F$ ), en su caso, al tipo de interés mundial. La regla de inversión es simple: el país invierte en capital doméstico hasta que los rendimientos de dicha inversión se igualen con el tipo de interés mundial, que es la situación recogida en el gráfico 1 cuando el país se abre al mercado internacional de capital. En el gráfico 2 se representa esta regla de otra forma, donde la curva PMgK ( $K/L$ , A) representa la productividad marginal del capital, en función del ratio capital/trabajo y de la evolución de la

---

<sup>7</sup> Véase Ventura (2003). Nos centramos únicamente en la explicación a largo plazo de la cuenta corriente, que es la aportación más comentada en la literatura.

productividad. Como antes,  $r$  representa el tipo de interés mundial. Dado este parámetro, cuanto mayor sea la productividad mayor será la inversión en capital doméstico.

Gráfico 2



En una teoría como ésta, la riqueza no juega ningún papel en la determinación del capital doméstico. Éste depende de la productividad marginal del capital, la cual, dado un  $r$ , sólo puede verse afectada por un aumento de la población o por un avance técnico.

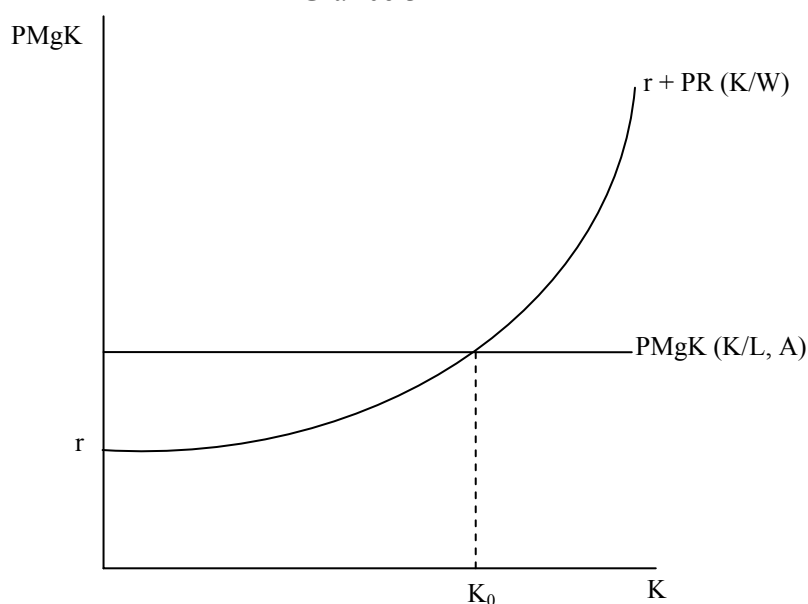
¿Cuáles son las implicaciones para la cuenta corriente? La cuenta corriente es la diferencia entre el ahorro y la inversión; y una fluctuación en el ahorro (o lo que es lo mismo, un cambio en la riqueza) no afecta a la inversión, la cual se determina exclusivamente como se muestra en el gráfico 2. En consecuencia, el cambio en el ahorro se trasladará directamente a la cuenta corriente. Es decir, dado que:  $W = K + F$ ; y además:  $S = \Delta W$ ;  $I = \Delta K$ ;  $CC = \Delta F$  (en donde  $S$ = ahorro;  $I$ = inversión); y entonces:  $CC = \Delta F = \Delta W = S$ . En otras palabras, la inversión no se verá afectada por el ahorro, ya que éste solo afecta a la cuenta corriente.

La forma de contrastar esta conclusión del modelo básico intertemporal consiste en estimar la regresión  $CC = \alpha + \beta S + \varepsilon$ , y comprobar si  $\beta$  es igual a 1, tal como predice la teoría. La ecuación es estimada para un *pool* de países desarrollados, y el  $\beta$  estimado está lejos de 1 (entre 0,2 y 0,3 en la versión de Ventura, 2003). En definitiva, esta es otra forma de comprobar la conocida paradoja de Feldstein y Horioka (1980): la alta correlación entre el

ahorro y la inversión observada en las regresiones de sección cruzada para los países desarrollados, a pesar de la liberalización de los movimientos de capitales.

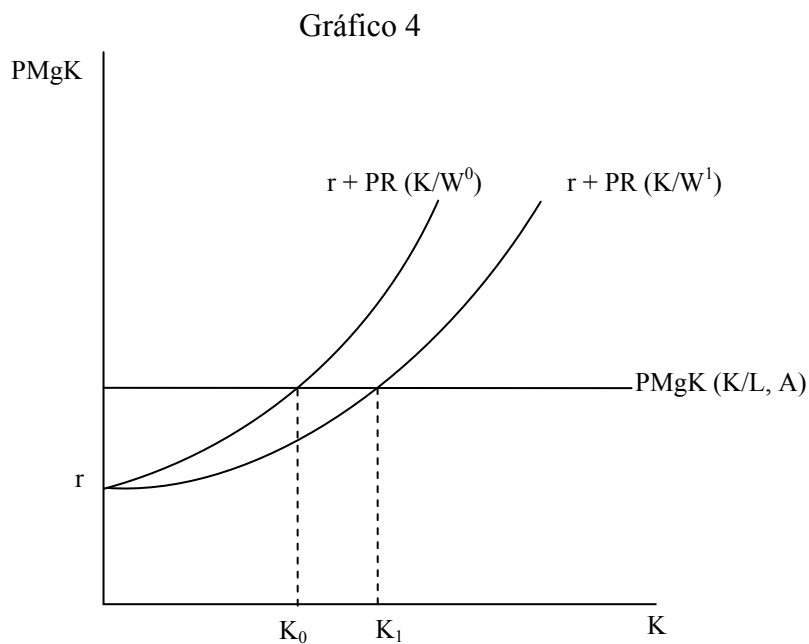
Llegados a este punto, es más fácil comprender la propuesta de estos autores. En primer lugar, aplicando la esencia de la teoría moderna de cartera, proponen tener presente el *trade-off* entre rentabilidad y riesgo al que se enfrentan los inversores. Un aumento de la inversión en capital doméstico implica un aumento de la correlación entre el rendimiento de la cartera y el del capital doméstico (por el mayor peso de éste), por lo que aumenta el riesgo asociado. Así pues, es necesario tener en cuenta la prima al riesgo por mantener unidades adicionales de capital doméstico. Esto supone la primera modificación del esquema planteado en el gráfico 2: la riqueza del país se invierte en el capital doméstico hasta que su productividad marginal se iguale con el tipo de interés mundial *más* la prima al riesgo. En segundo lugar, los autores relajan el supuesto de que el capital tiene una productividad marginal decreciente, suponiendo ahora que es constante<sup>8</sup>. Ambos cambios se reflejan en el gráfico 3: la línea horizontal representa ahora la productividad marginal del capital, constante, mientras que la función creciente representa el tipo de interés mundial más la prima al riesgo [ $PR(K/W)$ ], en función de la intensidad del capital doméstico en la riqueza del país. ¿Qué sucede en este contexto si aumenta la riqueza del país?

Gráfico 3



<sup>8</sup> La primera modificación, la inclusión del riesgo, es la clave. El segundo supuesto, la productividad marginal del capital decreciente, no es esencial, aunque ayuda a comprender la propuesta de los autores.

En el gráfico 4 se representa el aumento de la riqueza ( $W$ ) en este nuevo contexto. Debido al aumento de  $W^0$  a  $W^1$  la prima al riesgo asociada a concentrar la riqueza en el capital doméstico se relaja (desplazándose la curva  $r+PR(K/W)$ ), por lo que el aumento en la riqueza lleva aparejado un aumento en el capital doméstico, compatible con mantener constante la relación  $K/W$ . Es decir, las unidades adicionales de riqueza se invierten como la media  $K/W$ .



De nuevo, la pregunta relevante es ¿cómo afecta este cambio a la cuenta corriente? El ahorro implica un aumento de la riqueza, el cual se asigna entre el capital doméstico y los préstamos al exterior, de tal forma que se mantenga constante en la cartera la relación entre ambos. Un aumento del ahorro, por ejemplo, implicará que se incremente la inversión en capital doméstico y en préstamos al exterior en la proporción que ya tenían en la cartera ambos tipos de activos. Así pues, la relación entre cuenta corriente y el ahorro no es de uno a uno, como la teoría tradicional predice. Si llamamos  $X$  a la proporción  $F/W$  (préstamos exteriores sobre la riqueza), los cambios en el ahorro implican cambios en la cuenta corriente proporcionales a  $X$ . Esta es la que Kraay y Ventura denominan “nueva regla”. Es importante destacar dos aspectos sobre  $X$  (la proporción entre activos exteriores y riqueza del país). En primer lugar,  $X$  puede ser positivo o negativo, en función de que el país sea acreedor ( $F > 0$ ) o deudor ( $F < 0$ ). En segundo lugar, su valor absoluto es, en general, bajo<sup>9</sup>.

<sup>9</sup> Por ejemplo, 11 de los 13 países considerados en Kraay y Ventura (2000) tienen una proporción de activos o pasivos exteriores en relación a la riqueza inferior al 10%.

Los autores contrastan esta nueva regla mediante la regresión  $CC = \alpha + \beta XS + \varepsilon$ , es decir, se contrasta el comportamiento de la cuenta corriente en función de  $XS$ , y no de  $S$  como se derivaba del modelo tradicional. Nótese que, debido a los valores que puede tomar  $X$ , esta regresión es muy distinta de la original. Especialmente en la estimación de largo plazo, los resultados de este modelo son buenos, puesto que el  $\beta$  estimado no es estadísticamente distinto de uno.

Así pues, el modelo de Kraay y Ventura parece tener cierto apoyo empírico para los países desarrollados. Viene a explicar también la paradoja de Feldstein-Horioka, ya comentada, sobre la alta correlación entre el ahorro y la inversión. Si los países invierten su unidad marginal de riqueza como el promedio, es decir, según la proporción  $X$ , un aumento del ahorro trae aparejado un aumento de la inversión en la (alta) proporción  $1-X$  (si  $X=F/W$ , también  $X=1-K/W$ , por lo que  $K/W=1-X$ ). Así pues, al contrastar la regresión de Feldstein-Horioka, que en su planteamiento original es  $I = \alpha + \beta S + \mu$ , se obtendrán betas altos<sup>10</sup>.

Por otro lado, como ya se indicó,  $X$  es una proporción baja, es decir, la relación entre los activos y pasivos exteriores con la riqueza suele presentar valores bajos<sup>11</sup>. Esta constituye otra de las grandes paradojas de la macroeconomía internacional, según el conocido trabajo de Obstfeld y Rogoff (2001): el sesgo doméstico de las inversiones de capital, tanto en acciones como en bonos. En otras palabras, la proporción de activos exteriores mantenidas por los inversores domésticos es muy pequeña comparada con las predicciones de la teoría estándar de cartera. Se han dado varias explicaciones a este fenómeno. Entre otras, que los agentes invierten en exceso en el mercado doméstico para cubrirse de diversos riesgos como la inflación doméstica; que la diversificación se hace mediante la participación en multinacionales domésticas; que los costes de la diversificación internacional son muy altos; o que la incertidumbre sobre los resultados de las empresas extranjeras es muy elevada (Lewis, 1999). En general, ninguna de las explicaciones sobre este *home bias* es satisfactoria,

---

<sup>10</sup> La literatura sobre la paradoja Feldstein-Horioka es abundante. En lo referente a la Unión Europea, la trataremos más adelante. Coakley *et al.* (2004) además de revisar buena parte de la literatura reciente, se centran en los aspectos puramente econométricos de las estimaciones de panel utilizadas habitualmente. Muestran que, dependiendo del método de estimación utilizado, el coeficiente de Feldstein-Horioka se reduce en gran medida.

<sup>11</sup> Es preciso anotar que no hay que confundir la relación entre los activos netos exteriores y la riqueza con el ratio entre dichos activos netos exteriores y el PIB, una proporción habitual en las estadísticas oficiales de balanza de pagos, por ejemplo. El ratio  $X$  utilizado por Kraay y Ventura requiere estimar precisamente el valor de la riqueza ( $W$ ) del país.



y permanece como uno de los grandes interrogantes de la macroeconomía y las finanzas internacionales. Kraay y Ventura sostienen que, según su modelo, la paradoja de Feldstein y Horioka no es otra cosa que una versión flujo del sesgo doméstico en las carteras nacionales. Sin embargo, no explican las razones de dicho sesgo, por qué la proporción  $X$  es tan baja (Obstfeld y Taylor, 2004).

En síntesis, la intuición económica que subyace tras esta “nueva regla” es que cuando el riesgo de inversión es relevante, los inversores tienen una fuerte tendencia a la diversificación, lo que les hace reacios a recomponer sus carteras a favor de un activo dado. En el caso límite, los cambios en el ahorro llevarían simplemente a un aumento del “tamaño de la cartera” sin afectar a su composición. Las implicaciones de esta nueva regla son relevantes, pues si de acuerdo con la “regla tradicional” cualquier aumento del ahorro llevaría a una mejora del saldo corriente, ahora dependerá de la posición neta externa del país. Así, en los países “acreedores” el aumento del ahorro mejorará efectivamente el saldo corriente, pero en los países “deudores” empeorará. Finalmente, bajo esta nueva regla son las diferencias de productividad entre países las que determinan la composición de las carteras, de modo que las variaciones de la misma impulsarán también la recomposición de las carteras. Los países con alta productividad tenderán a presentar un mayor stock de capital y una menor posición neta exterior relativa.

En este sentido, nos interesa resaltar especialmente que, de acuerdo con la “nueva regla”, si los países fueran capaces de vender el riesgo asociado a las inversiones domésticas, es decir, de “exportar riesgo”, retornaríamos a un esquema más próximo al de la regla tradicional. Esto significaría que los aumentos de inversión doméstica estarían menos vinculados al comportamiento del ahorro doméstico, reduciéndose las correlaciones tipo Feldstein-Horioka y propiciando, por tanto, mayores déficits corrientes. Con todo, para Ventura (2003) hay evidencia de que los países o bien están poco dispuestos o bien son incapaces de vender fuera de sus fronteras el riesgo asociado a la inversión doméstica. Como veremos más adelante, esta evidencia puede ser matizada, al menos en el caso español.

Una vez que se comprende mejor la lógica del enfoque moderno intertemporal de la cuenta corriente, debemos adentrarnos en la esquivada cuestión de la sostenibilidad de sus desequilibrios. En efecto, la “doctrina Lawson”, mencionada al inicio de este trabajo, comenzó a cuestionarse a raíz de las crisis de la deuda de los 80 y, especialmente, de las

crisis monetarias de los 90, de forma que se volvieron a contemplar los desequilibrios corrientes como posibles anticipos de crisis cambiarias y monetarias. Esto se traduce en un mayor esfuerzo analítico sobre la sostenibilidad de los desequilibrios externos y, en suma, en tratar de dar respuesta a en qué medida es sostenible la deuda de un país.

Antes de profundizar en la cuestión de la sostenibilidad, conviene analizarla desde un punto de vista genérico. Puede decirse que la idea de sostenibilidad tiene dos vertientes, aunque estrechamente relacionadas: la primera está más centrada en las implicaciones domésticas; la segunda, en la financiación internacional. Al fin y al cabo, como señala Mann (2002) para el caso de EE.UU., la sostenibilidad se refiere a cuánto puede permitirse “tomar prestado” del resto del mundo un país, pero también a qué volumen de activos de ese país está dispuesto a comprar y mantener el resto del mundo. Pues bien, desde la primera vertiente (los condicionantes domésticos), una trayectoria sostenible de la cuenta corriente sería aquella en la que los efectos derivados de la cuenta corriente, o de la posición neta de inversión internacional, sobre el consumo o la inversión son relativamente débiles en comparación con otras variables macroeconómicas que afecten a esas partidas de gasto. Desde la segunda vertiente (la financiación internacional), la sostenibilidad exigiría que los efectos de la recomposición de las carteras internacionales sobre variables como los tipos de interés o los tipos de cambio fueran, de igual modo, relativamente débiles en comparación con otras fuerzas macroeconómicas.

Por otro lado, si se diera la “insostenibilidad” el mecanismo de ajuste es bien conocido. Aquel país con déficit corrientes persistentes hasta el punto de que el riesgo de no devolución es considerable, verá como los inversores internacionales no estarán dispuestos a mantener los activos del país a los tipos de interés y de cambio vigentes. Esto llevará a un aumento de los tipos de interés con el objeto de atraer capitales externos y/o a una depreciación del tipo de cambio debido a la caída de la demanda de activos. Estas dos fuerzas, a su vez, incentivan el ahorro de los agentes domésticos disminuyendo el consumo, la inversión y las importaciones, contribuyendo así a corregir el insostenible déficit corriente (Mann, 2002).

En cualquier caso, todos los análisis (por ejemplo, Obstfeld y Rogoff, 1996, capítulo 2, Cohen, 1985, Milesi-Ferretti y Razin, 1996, y Dolado y Viñals, 1992, para el caso español) sobre la “sostenibilidad” de las cuentas exteriores parten de la idea de la solvencia financiera. En este sentido, un país es solvente si cumple con su restricción presupuestaria intertemporal,

es decir, si el valor presente descontado de los superávits futuros es igual a la deuda actual. Alternativamente, la solvencia requiere que el valor presente de la deuda futura tienda a cero en el largo plazo. En términos más operativos, debemos recordar que, por ejemplo, un déficit corriente persistente conduce al deterioro de la posición exterior neta del país. Esto elevará los pagos financieros al exterior derivados de dicha posición neta y afectará al nivel de renta. Consiguientemente, cuanto más elevado sea el crecimiento de la economía menos gravoso será servir los intereses y el principal sin afectar de forma drástica al gasto doméstico.

Así, Cohen (1985) parte de estas ideas básicas para proponer un “índice de solvencia  $b$ ” que adopta la siguiente expresión:

$$b = \left( \frac{r - g}{1 + g} \right) \frac{F_0}{X_0} \quad (9)$$

donde  $r$  y  $g$  representan respectivamente el tipo de interés real y la tasa de crecimiento del PIB real (que se suponen constantes en la formulación más sencilla, seguida aquí),  $F_0$  el valor de la deuda en el momento actual y  $X_0$  sus exportaciones actuales<sup>12</sup>. Este índice de solvencia es la fracción de los ingresos<sup>13</sup> del país que tiene que asignarse al repago de la deuda para que la relación entre ésta y sus exportaciones sea constante. En otros trabajos se llega a expresiones similares, aunque se pueden tener en cuenta explícitamente las tasas de inflación, el tipo de cambio y los movimientos de capital que no son estrictamente deuda (como la inversión directa). En todos los casos, las expresiones de solvencia como la anterior sólo tienen sentido si el tipo de interés es mayor que el crecimiento del país,  $r > g$ ; en caso contrario, si el crecimiento del país supera al tipo de interés real, el país es, desde un punto de vista estrictamente financiero, perfectamente solvente.

En términos más generales, el factor  $(r-g)/(1+g)$ , o la mera diferencia  $(r-g)$ , puede interpretarse como un indicador de la restricción financiera que pesa sobre el sector exterior de un país. Si pensamos en un agente individual, su capacidad de pago está efectivamente determinada por el crecimiento futuro de sus ingresos y el tipo de interés al que puede

<sup>12</sup> En el planteamiento de Cohen (1985) no se tienen en cuenta los movimientos de capitales.

<sup>13</sup> Prácticamente todos los análisis de solvencia exterior están planteados para países subdesarrollados, en los que la deuda está titulada en divisas y por lo tanto los ingresos de los países son sus exportaciones. Para países desarrollados, y especialmente para un país de una unión monetaria, los ingresos vendrán representados por su renta nacional.

endeudarse. Financieramente, en un plazo de tiempo ilimitado, su capacidad de endeudamiento no tiene límite si sus ingresos crecen a una tasa más alta que el tipo de interés de su deuda.

Además de ese criterio de sostenibilidad del déficit y de la deuda de un país, que está basado en la restricción presupuestaria y es de naturaleza puramente financiera, también es posible obtener conclusiones sencillas, pero esclarecedoras, atendiendo simplemente a las tasas de crecimiento de la deuda, de la renta y a la relación entre una y otra, como hace Mussa (2004). Efectivamente, si llamamos  $cc$  al déficit de la cuenta corriente en relación al PIB,  $n$  al crecimiento nominal del PIB y  $\lambda$  a la relación entre deuda y PIB, se puede obtener el resultado de que el déficit corriente no supone un aumento de  $\lambda$  si:

$$cc = \lambda \cdot n \tag{10}$$

Por el contrario, si  $cc > \lambda \cdot n$ , la relación entre deuda y PIB ( $\lambda$ ) crece, mientras que dicha relación decrece si el déficit corriente es menor que  $\lambda \cdot n$ . Puesto que la sostenibilidad de la deuda exterior se plantea para el largo plazo, Mussa (2004) argumenta que hay que tomar un valor de largo plazo para  $n$ , la tasa de crecimiento nominal. Este autor ilustra la regla con el caso de EE.UU., donde la relación entre deuda y PIB es (en el año de publicación del artículo) aproximadamente el 25% (por lo tanto,  $\lambda=0,25$ ), el déficit corriente es del 5% del PIB, y como valor del crecimiento a largo plazo propone un 5% (3% de crecimiento real y 2% de inflación). Así pues, EE.UU se encuentra en una situación en donde  $cc > \lambda \cdot n$ , y, por tanto, la ratio deuda/PIB ( $\lambda$ ) está aumentando.

El todo caso, el factor  $\lambda \cdot n$  puede ser considerado como un criterio sencillo, basado en la pura dinámica del déficit, el crecimiento y la deuda, para determinar cuándo el saldo exterior negativo es excesivo, y en qué medida.

Para concluir este apartado, debe subrayarse que, sin duda, los modelos de sostenibilidad suponen un avance sobre el establecimiento de límites más o menos arbitrarios para la insostenibilidad de un determinado déficit corriente en porcentaje del PIB. Sin embargo, presentan también limitaciones nada despreciables, como la dificultad para obtener estimaciones fiables de algunas de las variables, o el modo de incorporar los efectos de los cambios en la composición de las carteras, cada vez más relevantes en un mundo de creciente integración financiera (Edwards, 2002).

### 3. LA CUENTA CORRIENTE EN UNA UNIÓN MONETARIA

El concepto de balanza por cuenta corriente se puede aplicar, en principio, a unidades económicas distintas de un país, como una ciudad o una región. El problema no sería conceptual, sino práctico, puesto que en este caso la dificultad estribaría en disponer de los datos necesarios para niveles territoriales inferiores al de país. De la misma forma, también se puede aplicar a un conjunto de países. Así, no existen especiales particularidades en el concepto general de cuenta corriente aplicado a una unión monetaria como un todo, excepto las obvias. El saldo corriente de la unión será el resultado de las cuentas corrientes de los países miembros en lo que respecta a sus relaciones con terceros países. Por otro lado, a la unión monetaria en su conjunto le son aplicables las ideas generales sobre la cuenta corriente como restricción externa y su relación con el tipo de cambio de la moneda única<sup>14</sup>.

El verdadero reto reside en preguntarse sobre el significado de un desequilibrio corriente de un país miembro de una unión monetaria, como pueda ser la UEM (Unión Económica y Monetaria) europea. Más concretamente, dejando a un lado el caso especial de un país que tenga un peso muy alto en el conjunto de la unión monetaria, si el saldo exterior de un país no afecta al tipo de cambio de su moneda compartida, entonces: ¿el saldo corriente tiene el mismo significado en cuanto a restricción externa? ¿Es sostenible indefinidamente un déficit o un superávit corriente? Como ya hemos apuntado, sorprendentemente no es abundante la literatura que se ha enfrentado a esta cuestión, y la existente está relacionada, como es lógico, con el caso de la UEM o Zona Euro.

En Catte (1998) se argumenta, en esencia, que la restricción externa para un país miembro de una unión monetaria se mantiene, aunque se relaja. La UEM, al eliminar el riesgo cambiario, aumentará la movilidad de los capitales, impulsando la integración financiera. Todo ello facilitará la financiación de los desequilibrios corrientes. Por tanto, cabe esperar que los países participantes en la UEM presenten mayores desequilibrios corrientes entre sí (en comparación con la situación precedente), y mayores que la UEM en su conjunto. En términos de los análisis del apartado anterior, la posibilidad de acceder a financiación en la propia moneda modifica las condiciones de sostenibilidad al relajar las restricciones

---

<sup>14</sup> No obstante, el cambio de escala al formar una unión monetaria puede conllevar una serie de implicaciones en la política macroeconómica de la unión, en el papel de la moneda única en el mundo, en el grado de apertura del conjunto de países, etcétera. Sin embargo, estos aspectos se alejan del objetivo de este trabajo; para una discusión general véase por ejemplo Catte (1998).

financieras, puesto que se eliminan las limitaciones relacionadas con la moneda en la decisión sobre la porción de riqueza que los inversores internacionales desean mantener en forma de activos del país. En lógica consecuencia, si es más fácil financiar los desequilibrios aumentarán los incentivos para que éstos crezcan.

Ahora bien, al desaparecer el tipo de cambio entre los países miembros de la UEM, el típico mecanismo de ajuste vía absorción, resumido en el apartado anterior, sigue operando, pero lo hará más lentamente (y de forma más impredecible), dado que la propia señal de la depreciación nominal desaparece (Catte, 1998). Ante esta ausencia, otros mecanismos de ajuste tienen que suplir la pérdida de la política cambiaria. En todo caso, se argumenta, la corrección de los déficit externos puede ocurrir demasiado tarde y, por ello, de forma más costosa. Por otro lado, la ausencia de una política monetaria independiente puede hacer que el otro elemento que define las condiciones de financiación de los agentes, los tipos de interés, no opere necesariamente en la dirección de propiciar el ajuste. En otras palabras, puesto que los potenciales mecanismos de ajuste operarían más lentamente o no estarían disponibles, los desequilibrios corrientes tenderán a ser más pronunciados.

Una implicación adicional de la unión monetaria sobre la financiación de los desequilibrios es que el componente de nacionalidad se diluye, al no estar asociado a una moneda propia. Es decir, los prestarios individuales de un país serán evaluados sobre las bases de su propia solvencia y perspectivas de rentabilidad, más que por su nacionalidad. Solamente en la medida en que persistan otras dimensiones del “riesgo país” distintas del riesgo cambiario, las etiquetas de nacionalidad seguirán siendo relevantes. Además, esta pérdida de relevancia del factor “nacional” beneficiará más a los países de la unión con menor tradición de estabilidad macroeconómica (en materia de inflación o de cuentas públicas). La imposibilidad de usar la depreciación como mecanismo de ajuste, en estos países menos estables suprime primas de riesgo cambiario relativamente más elevadas, lo que, a su vez, facilitará mayores entradas de capital y niveles más altos de déficit corriente sostenibles.

En los comentarios al trabajo de Catte (1998), Winckler (1998) argumenta que, en cierto sentido, la “doctrina Lawson” es especialmente aplicable a los países de una unión monetaria. Para el ajuste de desequilibrios exteriores persistentes o excesivos hay que confiar en los mecanismos de mercado, en la flexibilidad de precios y salarios junto con el efecto renta que supone tener un saldo corriente negativo. En todo caso, propone reforzar la supervisión

financiera para garantizar la solvencia de los agentes de los países deficitarios, y que los pasivos financieros sean de origen privado, no público.

Desde un punto de vista más formal, Blanchard y Giavazzi (2002) abordan con mayor profundidad la cuestión del significado del déficit corriente de un país miembro de una unión monetaria, centrandó su parte empírica en la Zona Euro y, especialmente, en los casos de Portugal y Grecia. En primer lugar, presentan un modelo teórico para razonar los determinantes de la cuenta corriente de un país miembro. Así, el déficit corriente de un país atrasado dentro de una unión monetaria será mayor cuanto mayor sea su crecimiento respecto al crecimiento de la unión, cuanto menor sea el tipo de interés al que el país se puede endeudar, y cuanto menor sea el efecto adverso en los términos de intercambio en el futuro para tener superávit con el que pagar la deuda. El aumento de la integración financiera y la reducción de los tipos de interés para los países deudores, por una parte, y la mayor integración comercial y los menores recortes en los precios futuros para tener superávit, por otra parte, facilitan el endeudamiento de los países más atrasados de la unión monetaria, es decir, que tengan un menor ahorro y una mayor inversión. De esta forma, viene a ser natural que los países miembros menos desarrollados de una unión monetaria presenten mayores déficits corrientes en el proceso de convergencia o *catch-up*.

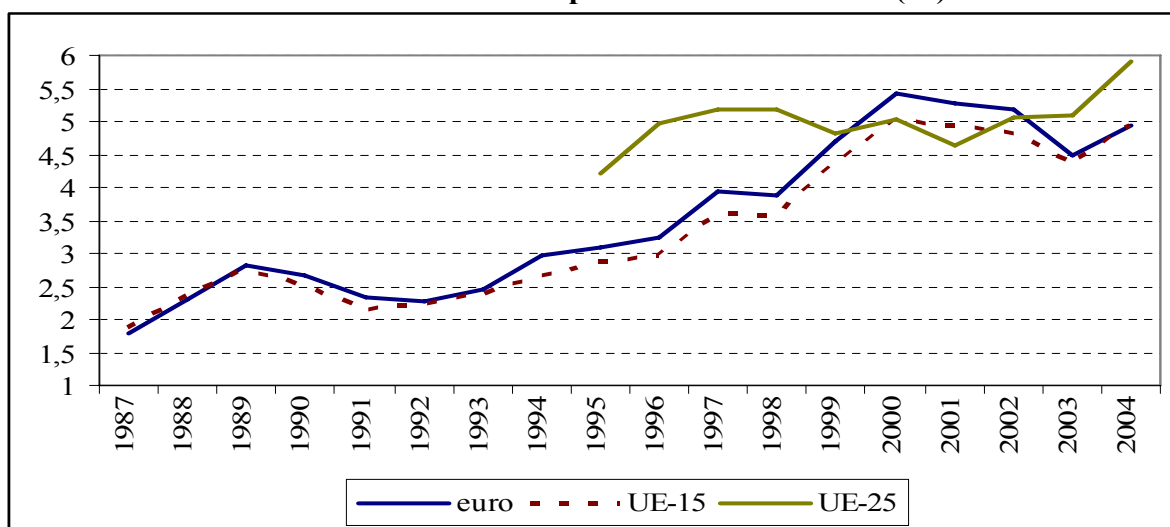
Las estimaciones empíricas de Blanchard y Giavazzi (2002) parecen corroborar la hipótesis anterior. Presentan evidencia empírica para los países de la Unión Europea y de la Zona Euro, en el periodo 1975-2000. Muestran, en primer lugar, que la dispersión de los saldos corrientes de los países miembros ha aumentado de forma significativa, especialmente en los últimos años del periodo considerado. En segundo lugar, señalan una cierta relación entre déficit corriente y nivel de desarrollo, es decir, los países más deudores son los más atrasados y los países acreedores los más desarrollados, y esta relación se refuerza según avanza la integración<sup>15</sup>. Finalmente, estudian el coeficiente de la regresión de Feldstein y Horioka para los países pertenecientes a la Unión Europea, en contraposición a los países miembros de la OCDE, y obtienen unos resultados bajos y decrecientes, lo que les lleva a concluir que la paradoja Feldstein-Horioka no se mantiene en los países de la Zona Euro.

---

<sup>15</sup> En la discusión del trabajo de Blanchard y Giavazzi (2002) contenida en el mismo documento, Pierre-Oliver Gourinchas muestra que la relación entre déficit corriente y convergencia no es tan clara como la mostrada por los autores, si se diseccionan diversos periodos.

Con un poco más de tiempo transcurrido desde la creación de la UEM se muestra en el gráfico 5 la desviación típica del saldo corriente en términos del PIB para diversos subconjuntos de los países miembros de la Unión Europea, en el periodo 1987-2004<sup>16</sup>. Como se puede observar, se confirma el aumento de la dispersión del déficit corriente en el tiempo, y, como cabría esperar, también aumenta la desviación típica al tener en cuenta los 25 miembros de la Unión Europea. La dispersión para los países de la Zona Euro es mayor que para la Unión de los 15, aunque la diferencia no es muy notable<sup>17</sup>.

**Gráfico 5. Desviación típica del saldo corriente (%)**



Fuente: elaborado con datos de la Comisión Europea (AMECO)

Es indudable que la integración financiera en la Unión Europea se ha intensificado en los últimos lustros, y todavía en mayor grado en la Zona Euro. Si se examinan los resultados de las regresiones tipo Feldstein y Horioka, como haremos a continuación, en realidad se está calibrando de forma indirecta la intensidad de los flujos de inversión y financiación entre países. Pero, como paso previo, esto se puede observar, hasta cierto punto, con aproximaciones más simples. Por ejemplo, Obstfeld y Rogoff (2001) llaman la atención sobre la escasa importancia que tiene el saldo corriente en la inversión o en el ahorro de las distintas economías. Sin embargo, el gráfico 6 sugiere que, en el caso de la integración europea, dicha importancia es mayor. Se ha obtenido, para los 15 países miembros de la UE (antes de la ampliación de 2004) y para los 12 de la Zona Euro, el porcentaje que supone el

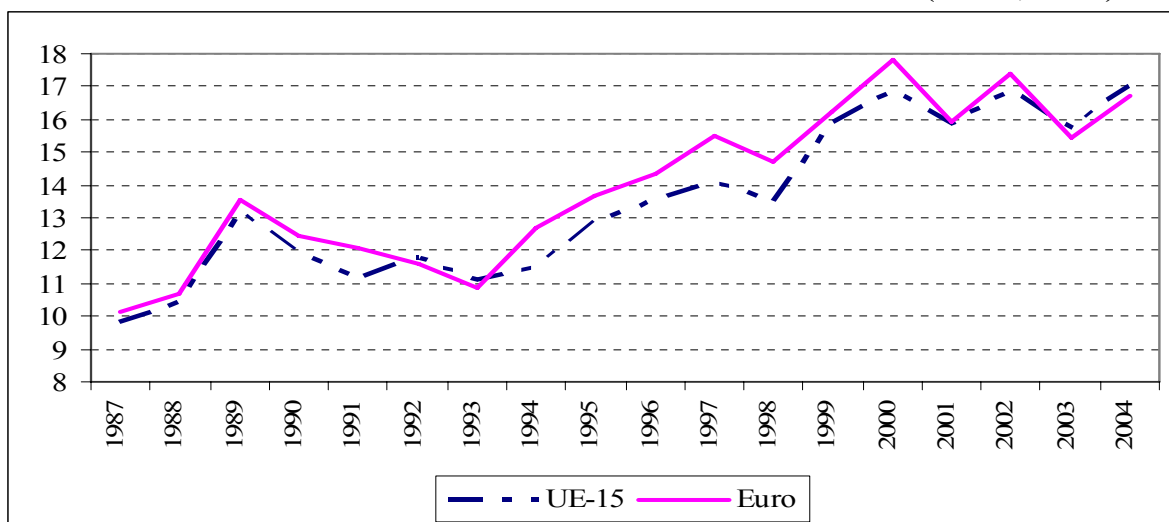
<sup>16</sup> Para este gráfico y los siguientes se ha utilizado la base de datos macroeconómicos anuales (AMECO) de la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea.

<sup>17</sup> Al igual que en Blanchard y Giavazzi (2002), se ha excluido en todos los casos a Luxemburgo por su idiosincrasia.



saldo corriente en el ahorro (si es positivo) o en la inversión (si es negativo), y se ha calculado la media (que es lo que se representa). Se puede observar un aumento sostenido y significativo de la importancia del saldo exterior en el ahorro o en la inversión, lo que puede tomarse como claro indicativo de la intensificación de los flujos financieros entre los países.

**Gráfico 6. Saldo corriente en relación al ahorro o la inversión (media, en %)**



Fuente: elaborado con datos de la Comisión Europea (AMECO).

En cuanto a las regresiones que sirven para discutir la paradoja Feldstein-Horioka, en el presente trabajo las hemos llevado a cabo para el periodo 1986-2004 (periodo de pertenencia de España a la Comunidad Europea, con datos definitivos disponibles), con dos configuraciones que vienen a ser equivalentes: la utilizada originalmente por Feldstein y Horioka (F-H), y replicada en numerosas ocasiones en la literatura, es decir,  $I = \alpha + \beta S + \mu$ , y la utilizada en la propuesta de Kraay y Ventura (K-V),  $CC = \alpha + \beta S + \varepsilon$ , aplicándose en ambos casos al *pool* de la UE-15. En el Cuadro 1 se recogen los resultados.

**Cuadro 1. Resultados de las estimaciones F-H y K-V**

	Configuración Feldstein-Horioka		Configuración Kraay-Ventura	
	$\beta$	desv. Estándar	$\beta$	desv. Estándar
Between 1986-2004	0,17	0,12	0,82	0,12
Between 1986-1992	0,20	0,10	0,72	0,12
Between 1993-1998	0,19	0,13	0,77	0,13
Between 1999-2004	0,19	0,18	0,81	0,18
Pool (MCO) 1986-2004	0,24	0,03	0,75	0,03
Efectos fijos 1986-2004	0,44	0,04	0,55	0,04

Fuente: elaboración propia con datos de la Comisión Europea (AMECO).

En ambos casos se recogen las estimaciones para el *pool* de los 15 países en el periodo 1986-2004. Aunque se presentan las estimaciones por mínimos cuadrados ordinarios con efectos

fijos, debido a la naturaleza temporal de los datos y al interés en las relaciones de largo plazo, la estimación más fiable de las incluidas será la de sección cruzada sobre la media de cada país o estimación *between*<sup>18</sup>. En todo caso, de los resultados se pueden extraer las siguientes conclusiones. En primer lugar, el coeficiente Feldstein-Horioka toma unos valores bajos, como los que se obtienen en Blanchard y Giavazzi (2002) para subperiodos equivalentes aunque no plenamente coincidentes (por ejemplo, recogen hasta el año 2001). Son estimaciones también más bajas que las obtenidas recientemente para los países OCDE, las cuales también están siendo menores que en los primeros estudios (véase, por ejemplo, Obstfeld y Rogoff, 2001). Todo ello podría interpretarse como una mayor y creciente integración financiera entre los países europeos, algo que, por supuesto, puede considerarse natural dado el proceso de integración en marcha.

Las estimaciones del coeficiente de Kraay y Ventura muestran unos resultados consonantes con los obtenidos para Feldstein y Horioka. Como ya hemos discutido, en cierto modo son ecuaciones equivalentes. Ahora bien, la interpretación, aunque en la misma dirección, puede ser más rica. Recuérdese que la configuración utilizada para las estimaciones del cuadro 1 ( $CA = \alpha + \beta S + \varepsilon$ ) es la denominada por Kraay y Ventura “regla convencional”, contrapuesta a la “nueva regla” (según la cual, se invierte la última unidad de ahorro como el promedio, es decir, según la proporción de activos exteriores netos en la riqueza, la proporción  $X$ ). Sin embargo, los resultados para el coeficiente  $\beta$  son altos, muy altos. Así pues, lo que los autores llaman la regla convencional (los agentes nacionales invierten hasta el punto en que el rendimiento marginal del capital doméstico se iguala con la tasa de retorno mundial) parece que puede ser una aproximación válida al comportamiento agregado de los flujos de ahorro en la Unión Europea. Basándonos en los planteamientos de Ventura (2003), una posible interpretación de este resultado consistiría en que los países son capaces de “exportar” el riesgo asociado con la inversión doméstica. Es decir, en el caso de la UE-15, esto puede

---

<sup>18</sup> En buena parte de la literatura, como Blanchard y Giavazzi (2002) y Ventura (2003), se suelen obviar las características de serie temporal que tienen las variables utilizadas en este tipo de regresiones. En particular, las variables incluidas pueden ser integradas de orden distinto a cero. Esto implica que los modelos econométricos más adecuados deberían ser paneles dinámicos que incorporen el corto y el largo plazo; además, sería deseable permitir la posibilidad de coeficientes distintos para cada sección cruzada. Aquí se incluyen las regresiones a título indicativo, y por ello consideramos las estimaciones *between* como las más fiables. Estas regresiones de sección cruzada pueden producir estimaciones robustas de los efectos a largo plazo, los que más nos interesan en los análisis de sostenibilidad de la cuenta corriente, aunque haya una deficiente especificación de los modelos temporales subyacentes (Pesaran y Smith, 1995). Particularmente, la estimación *between* es más robusta que la estimación MCO del *pool* y que la simple estimación de efectos fijos o *within*, utilizada por los autores referidos. Véase Coakley *et al.* (2004) para una discusión específica sobre el coeficiente de Feldstein y Horioka.

significar que se está compartiendo el riesgo de las inversiones entre los países deudores y acreedores.

Por otra parte, la paradoja de Feldstein y Horioka no se ha observado en los estudios realizados para regiones dentro de un país (véanse por ejemplo Bayoumi y Rose, 1993, y Helliwell y McKittrick, 1999). Es decir, suponiendo que el coeficiente de Feldstein y Horioka haya reflejado una baja integración financiera entre los países, y que principalmente la inversión en cada país se haya financiado con el ahorro nacional, tales fenómenos no se han dado a nivel regional dentro de los países, cuando los datos han permitido comprobarlo<sup>19</sup>.

En términos de política económica, las conclusiones anteriores llevan a los dos autores citados a preguntarse si las autoridades de Grecia y Portugal deberían preocuparse por sus déficit corrientes o incluso tomar medidas para reducirlos, concluyendo que, en principio, no deberían hacer ni lo uno ni lo otro. Esa misma actitud, de cierta despreocupación, es la que se apunta en general para los desequilibrios corrientes dentro de la UEM por parte del Banco Central Europeo o de la Comisión Europea. Al fin y al cabo en EE.UU. ni siquiera se calculan las balanzas corrientes de los distintos estados. ¿Estaría esto justificado en el caso de la Zona Euro? Se pueden señalar algunas cautelas para no responder de forma rotundamente afirmativa a esta pregunta.

En primer lugar, como señalan Blanchard y Giavazzi, incluso en la zona euro las economías no están completamente integradas, por lo que la reducción de los precios relativos de los bienes domésticos en el futuro (y, por tanto, de la renta –en términos de consumo–) que exigirían los superávit comerciales necesarios para pagar el servicio de la deuda, serían mayores que en EE.UU. Relacionado con esto, los potenciales costes de ajuste que se originarían por la posible necesaria reducción del output para ajustar los precios relativos, constituyen una razón más para recabar información sobre el nivel de endeudamiento de un país individual. Cuestión distinta, y más compleja, es la del papel de las rigideces nominales de precios en la concreción de un hipotético ajuste vía depreciación real (vía precios) o vía descenso del output (vía cantidades). También es cierto que la creciente integración financiera entre los países del euro hace que aumente el riesgo compartido, como sucede entre las regiones dentro de un país, aunque en el caso de la UE todavía se esté lejos del caso

---

<sup>19</sup> Para el caso español, con los datos disponibles, también se constata esta ausencia de la paradoja Feldstein-Horioka. Véase Lago y Martínez (2005).

de Estados Unidos (véase Mélitz, 2004). Sin embargo, la integración financiera sigue progresando entre los países de la UEM y se observa una caída del *home bias* de la riqueza de los países miembros, especialmente en acciones y, sobre todo, en bonos (véase De Santis y Gérard, 2006).

Adicionalmente, Blanchard y Giavazzi (2002) señalan las diferencias en materia de política fiscal entre EE.UU. y la Zona Euro como otra razón para continuar recavando información sobre la cuenta corriente de los países socios. Así, la presumible menor rigidez de las normas fiscales sobre déficit público en el caso de la UEM haría que continúe siendo útil conocer los efectos sobre la cuenta corriente de las cuentas públicas nacionales. En este sentido, si bien los citados autores no lo mencionan expresamente, se ha apuntado con frecuencia en la literatura la debilidad de dos mecanismos de ajuste que harían que la relevancia de un déficit corriente fuese mayor en la UEM que entre las regiones de un mismo país: la ausencia en la Unión de una política fiscal con suficiente capacidad redistributiva y la escasa movilidad del trabajo entre los países miembros.

En suma, parece que la información suministrada por la balanza corriente de un país miembro de la UEM sigue siendo relevante. Esta idea entronca con la apuntada por Catte (1998) cuando afirma que la cuenta corriente se define para países porque es una variable objetivo de la política económica, y porque la responsabilidad de las políticas que inciden en la cuenta corriente corresponde a las autoridades nacionales. Aplicando el razonamiento a la UEM, en la medida en que persistan instrumentos de política económica en manos de las autoridades nacionales de los países socios (política fiscal, políticas estructurales microeconómicas, etc.) o idiosincrasias nacionales destacables, la cuenta corriente sigue arrojando información relevante. Finalmente, y en lo que aquí más nos interesa, las cautelas anteriores apuntan en la dirección de que los análisis sobre sostenibilidad y solvencia, esbozados en el apartado anterior, pueden ser útiles, aun con sus limitaciones, para indagar sobre la eventualidad y los desencadenantes de una posible corrección de un déficit corriente excesivo, incluso en una unión monetaria.

#### **4. EL DÉFICT CORRIENTE ESPAÑOL DENTRO DE LA UEM**

Como es bien conocido, una de las características estructurales de la economía española es su apelación al ahorro externo. En efecto, normalmente nuestro sector exterior se ha

caracterizado por tener un saldo corriente negativo, puesto que en las últimas cinco décadas dos de cada tres años han presentado necesidad de financiación. Como se puede observar en el cuadro 2, en promedio para los 46 años que van desde 1960 a 2005 la inversión interior ha sido superior al ahorro nacional, con lo que ha existido una consecuente necesidad de financiación –calculada aquí como diferencia entre dichas magnitudes– de -1,40% del PIB, también como promedio del periodo. Aunque en algunos años ha existido capacidad para financiar al resto del mundo (con un máximo del 2,51% del PIB en 1971), en la mayoría de ocasiones la economía española ha apelado al ahorro externo para poder financiar la inversión en toda su cuantía.

**Cuadro 2. Ahorro, inversión y capacidad o necesidad de financiación  
1960-2005 (% PIB)**

	Media 1960-2005	Mínimo 1960-2005	Máximo 1960-2005
Inversión	25,06%	20,20% (1984)	30,51% (1974)
Ahorro	23,65%	19,90% (1981)	28,7% (1973)
Capacidad/Necesidad de financiación	-1,40%	-8,00% (2005)	2,51% (1971)

Fuente: Comisión Europea (AMECO).

En los últimos años, esta característica estructural de la economía española se ha acentuado, puesto que desde 1998 el sector exterior se ha deteriorado hasta unas cotas que ciertamente no tienen precedentes en la historia reciente del país. En efecto, de forma creciente la inversión está superando la capacidad de ahorro de las familias, las empresas y las administraciones públicas, de tal forma que la necesidad de financiación ha alcanzado unos niveles históricos, el -8% de PIB en 2005<sup>20</sup>. Ahora bien, la cuestión clave que motiva este trabajo es si esa magnitud –muy elevada para un país con plena soberanía económica y monetaria– puede tener una interpretación menos preocupante por nuestra pertenencia a la UEM.

Por todo lo comentado en las páginas anteriores, está claro que la moneda única cambia la naturaleza y el significado de los desequilibrios corrientes, de forma que hay un consenso bastante generalizado acerca de que el déficit exterior tolerable es más alto dentro de la UEM. Sin embargo, no hay el mismo consenso a la hora de analizar las implicaciones de un

<sup>20</sup> Diferencia entre ahorro nacional e inversión con datos de AMECO. Según balanza de pagos, el déficit por cuenta corriente en el año 2005 se eleva al 7,4% del PIB, mientras que la necesidad de financiación alcanza el 6,5% del PIB. Como es sabido, la capacidad/necesidad de financiación se obtiene al sumar a la cuenta corriente la cuenta de capital (cuya partida más importante suele ser las transferencias de capital). Salvo otra indicación, utilizaremos preferentemente la capacidad o necesidad de financiación como medida del déficit externo cuando se manejen datos de la Balanza de Pagos de España.

aumento del déficit exterior hasta los niveles tan altos que ha alcanzado en España en los últimos años (L'Hotellerie-Fallois y Peñalosa, 2006). Seguramente, la razón estriba en que, por el momento, existe una gran incertidumbre o, si se prefiere, escaso conocimiento, sobre cómo operan y qué intensidad tienen los mecanismos de ajuste de los desequilibrios externos dentro de una unión monetaria (Banco de España, 2006a, p. 34).

Se impone, por tanto, la necesidad de sopesar las distintas líneas de argumentación. A nuestro juicio, la mejor forma de organizar el debate<sup>21</sup> sobre la cuestión clave –el significado del déficit exterior español y sus posibles repercusiones para el bienestar futuro–, pasa por atender a las siguientes cuestiones:

- a) ¿Cuál es la magnitud y cuáles son las causas de nuestro déficit exterior?
- b) ¿Es preocupante el grado de endeudamiento de la economía española?
- c) ¿En qué medida opera la restricción financiera?, y ¿en qué medida es sostenible nuestro endeudamiento?

#### *a) La magnitud y las causas del déficit exterior*

La economía española presenta uno de los sectores exteriores más deficitarios de los países de la OCDE. Dejando aparte la cuestión de la creciente importancia de los errores y omisiones de la balanza de pagos como instrumento de contabilización del sector exterior<sup>22</sup>, el hecho indiscutible es que nuestro gasto exterior en bienes y servicios y nuestros pagos de rentas y transferencias superan claramente las operaciones de gasto o pago del resto del mundo en nuestra economía. Como decíamos, es una característica estructural, que se ve agravada en los últimos años. En el gráfico 7 se representa, para el periodo 1990-2005, el saldo de la cuenta corriente y la suma de ese saldo más el de la cuenta de capital, lo que indica en términos de balanza de pagos la capacidad o la necesidad de financiación de la nación. Como se puede observar, salvo en algunos ejercicios de la segunda mitad de la década de los noventa, la necesidad de financiación es la situación más habitual de la

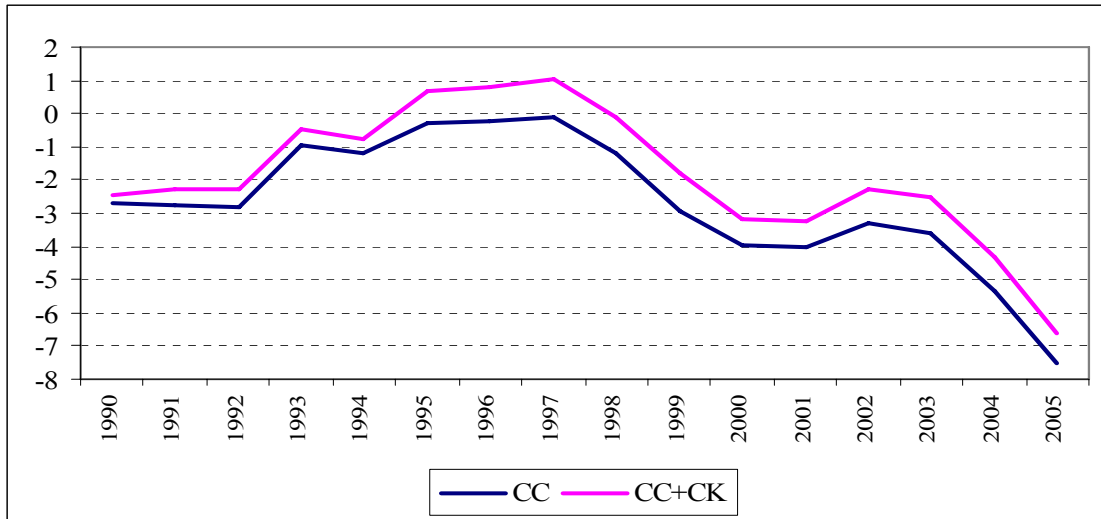
---

<sup>21</sup> Dos excelentes referencias en las que se analizan los distintos puntos de vista son L'Hotellerie-Fallois y Peñalosa (2006) y Malo de Molina (2006).

<sup>22</sup> Asunto de creciente importancia, especialmente en los países de la UE; véase Requeijo (2004).

economía española, y en los pocos años transcurridos del presente siglo, parece ser una realidad acuciante.

**Gráfico 7. Cuenta corriente (CC) y cuenta corriente más cuenta de capital (CC+CK) (% PIB)**



Fuente: Banco de España.

En el desglose de la cuenta corriente (véase el cuadro 3) destaca el deterioro del tradicional déficit comercial de la economía española, cuyo saldo negativo viene aumentando desde 1996 y supera el 5% del PIB desde 1999, hasta alcanzar en 2005 el 7,6%. A este creciente déficit comercial, motivado por una mayor expansión de los flujos reales de las importaciones que de las exportaciones y un deterioro de la relación real de intercambio, se suma la disminución del tradicional saldo positivo de la balanza de servicios que en 2001 alcanzó el 3,4% del PIB, mientras que en el 2005 era del 2,5%. Naturalmente, esta evolución se explica por el comportamiento del turismo, cuyos ingresos han crecido moderadamente en los últimos años, al tiempo que crecían más rápidamente los pagos en el exterior. En cuanto a la balanza de rentas, ésta ha venido registrando un paulatino empeoramiento desde finales de los 90 hasta alcanzar un saldo negativo del 1,9% del PIB en 2005, relacionado con el creciente saldo neto deudor de la Posición de Inversión Internacional (PII). Asimismo, las transferencias corrientes presentan un ligero saldo negativo desde 2004, relacionado con el cambio de signo de las remesas de emigrantes y con la disminución de las públicas procedentes de la UE.

**Cuadro 3. Componentes de la cuenta corriente y cuenta de capital (% del PIB)**

	Balanza Comercial	Balanza de Servicios	Balanza de Rentas	Balanza de Traslaciones	Cuenta de Capital
Media 1990-94	-3,58	1,98	-0,79	0,30	0,43
Media 1995-99	-3,39	3,15	-1,28	0,57	1,08
Media 2000-05	-6,14	3,03	-1,60	0,07	0,95

Fuente: Banco de España.

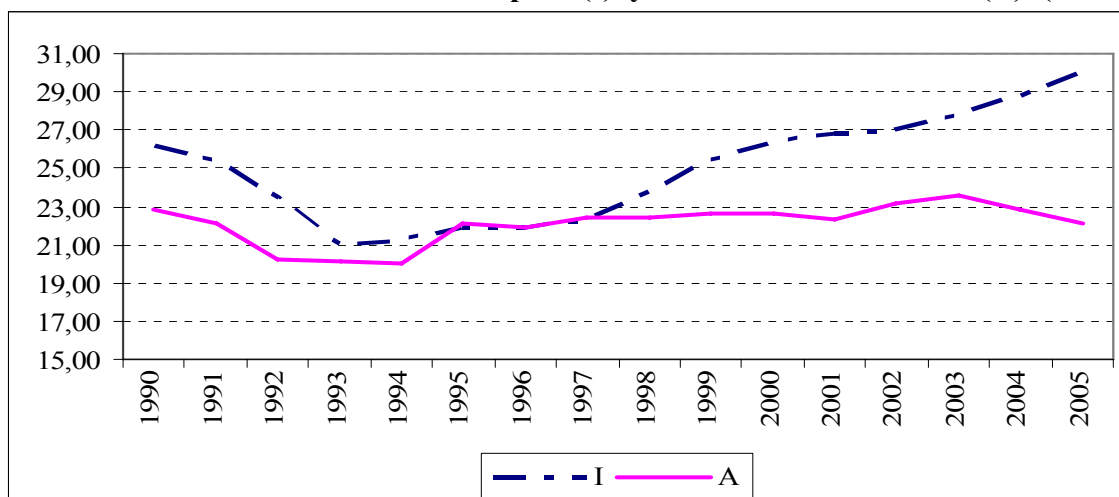
Por otra parte, el ligero retroceso de las transferencias de capital (procedentes de la UE) mantiene el tradicional superávit de la cuenta de capital muy cerca del 1% del PIB desde 2001, con unas perspectivas de paulatina reducción en el nuevo marco presupuestario de la UE. En todo caso, casi todas las pautas esbozadas para las diferentes partidas de la cuenta corriente y de capital tienen un carácter estructural que no parece que vayan a variar en el corto o medio plazo.

En términos de ahorro e inversión –gráfico 8–, destaca el hecho de que el crecimiento de las necesidades de financiación de los últimos años se debe, sobre todo, a un crecimiento de la inversión más que a una caída del ahorro. Este matiz es relevante, puesto que las connotaciones a largo plazo no son las mismas si las necesidades proceden de una caída del ahorro que si aumentan por un mayor dinamismo inversor. Así, el ahorro ha permanecido estable entorno al 22% del PIB desde mediados de los 90, mientras que la inversión ha crecido superando el 22% ya en 1997, hasta alcanzar el mayor nivel del periodo en 2005, y uno de los mayores de la historia.

Comparativamente, las tasas de ahorro españolas son superiores a la media de la Zona Euro y también a la de los seis países de la UEM con déficit corriente en los últimos cinco años (con alguna excepción para el caso irlandés) y, destacablemente, superiores a las de los otros dos países con mayores déficit corrientes: Grecia y Portugal (véase el cuadro 4). En estos dos países, con los mayores déficit corrientes en términos de PIB de la UEM, es la baja tasa de ahorro, y además decreciente en el caso de Portugal, la que se muestra incapaz de financiar el dinamismo inversor. No en vano, estos dos países (junto con el Reino Unido) tienen la tasa de ahorro más baja de toda la UE-25 en los últimos cinco años.



**Gráfico 8. Formación Bruta de Capital (I) y Ahorro Nacional Bruto (A) (% PIB)**



Fuente: Comisión Europea (AMECO).

En términos parecidos nos podemos referir a la inversión, añadiendo que, en este caso, las tasas españolas superan aún más claramente las de los seis países con déficit. Se trata de cotas elevadas, como demuestra el hecho de que España alcanzase en 2005 el tercer mayor porcentaje (29,3%) de inversión respecto al PIB de toda la UE-25, sólo superado por Estonia (31,1%) y Letonia (29,8%).

**Cuadro 4. Ahorro nacional bruto (S) e Inversión (I) como porcentaje del PIB**

	Déficit corriente (% PIB) Media 2002-06 <sup>1</sup>		2002	2003	2004	2005	2006 <sup>1</sup>
Grecia	-9,4	S	13,9	15,2	15,7	14,6	16,3
		I	23,5	25,3	25,2	23,7	24,3
Portugal	-8,2	S	17,0	16,3	15,1	12,8	12,6
		I	25,0	22,5	22,3	21,6	21,0
<b>España</b>	<b>-6,0</b>	S	<b>22,9</b>	<b>23,4</b>	<b>22,4</b>	<b>22,1</b>	<b>22,0</b>
		I	<b>26,3</b>	<b>27,2</b>	<b>28,1</b>	<b>29,3</b>	<b>30,4</b>
Irlanda	-1,8	S	21,3	23,5	23,5	23,9	24,3
		I	22,3	23,0	24,6	27,0	27,9
Francia	-0,8	S	19,8	19,1	18,8	18,1	18,7
		I	18,8	18,8	19,2	19,7	20,3
Italia	-0,8	S	20,8	19,8	20,3	19,8	19,8
		I	20,9	20,4	20,6	20,6	21,1

<sup>1</sup>Datos para 2006: previsiones.

Fuente: European Commission (2006) y Eurostat.

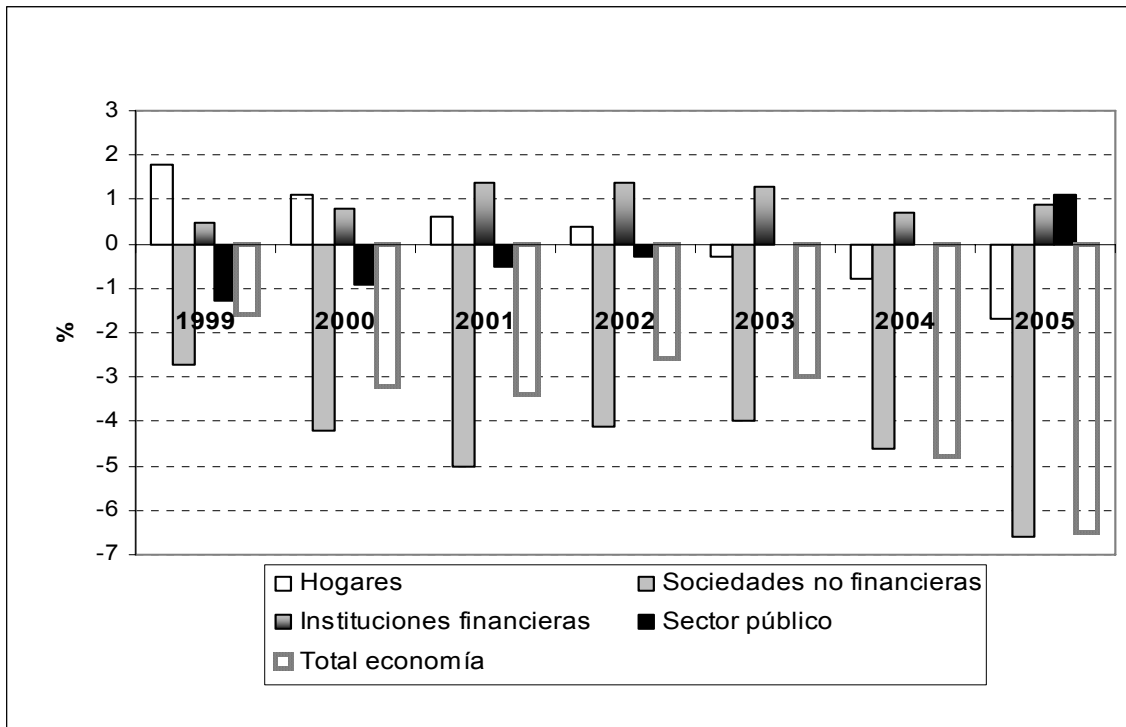
Sea como fuere, la magnitud alcanzada en los últimos años por el déficit corriente español, y la consiguiente necesidad de financiación exterior, permite pensar que estamos ante un cambio estructural estrechamente vinculado a la pertenencia a la UEM. Aunque resulte obvio, se puede subrayar que es la propia posibilidad de financiar el déficit la que constituye una condición previa para que haya alcanzado los niveles actuales. En otras palabras, con

moneda propia el presente déficit exterior probablemente no habría podido ser tal sin desencadenar el reiterado ajuste externo de la economía española en el pasado: las etapas de expansión iban acompañadas de desequilibrios externos y de pérdidas de competitividad que terminaban con presiones depreciatorias y subidas de los tipos de interés, las cuales, a su vez, cercenaban el propio ciclo expansivo.

Como quiera que en una unión monetaria la solvencia financiera de los prestarios individuales cobra mayor relevancia que la del país considerada globalmente, tal y como ya hemos resaltado, será útil analizar la distribución sectorial de las necesidades de financiación, es decir, los sectores institucionales que están generando la demanda de ahorro externo. En este sentido, el hecho más destacable es que el aumento de las necesidades de financiación de los últimos años se debe íntegramente a las decisiones de ahorro e inversión del sector privado no financiero (concretamente, familias y empresas no financieras), puesto que el sector público presenta desde 2003 un saldo neutro o favorable (gráfico 9).

Así es, el sector público ha pasado en poco tiempo de ser demandante de ahorro del resto de los agentes, a aminorar las necesidades de financiación del conjunto de la economía. Los propios requisitos de disciplina fiscal derivados del ingreso en la UEM han condicionado este proceso desde mediados de la década de los 90, de modo que si en 1995 el ahorro público equivalía al  $-2,7\%$  del PIB, diez años más tarde, en 2005, representaba el  $4,7\%$  del PIB. Simultáneamente el valor de la inversión de las administraciones públicas en el PIB se ha mantenido estable, lo que ha permitido que el déficit público, del  $-6,5\%$  del PIB en 1995, se haya convertido en un histórico superávit del  $1,1\%$  del PIB en 2005.

**Gráfico 9. Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de los sectores institucionales (% del PIB)**



Fuente: Banco de España.

De todos los sectores, son las familias u hogares los que han protagonizado el vuelco más importante. Mientras que tradicionalmente aportaban financiación al resto de la economía (en un promedio del 5% del PIB entre 1990-97), desde la segunda mitad de los 90 han venido reduciendo su capacidad de financiación, convirtiéndose en necesidad de financiación en 2003, hasta alcanzar el -1,7% del PIB en 2005.

Dichas necesidades financieras responden a una caída de la tasa de ahorro bruto, en un marco de caída de los tipos de interés y de aumento de la riqueza inmobiliaria y, especialmente, a un aumento de la inversión en activos inmobiliarios, la cual alcanzó el 9% del PIB en 2005. No es aventurado afirmar, por tanto, que las condiciones de fondo que están propiciando este comportamiento financiero de los hogares son coincidentes con las que impulsan la expansión económica general.

Consiguientemente, cabe preguntarse por la situación patrimonial de las familias tras estos tres años de necesidades de financiación. Como es lógico, esto se ha traducido en un aumento de los indicadores de endeudamiento de los hogares y de la carga financiera asociada, que representó el 14% de la Renta Bruta Disponible (RBD) en 2005 (incluyendo pago de intereses y amortización del principal). Además, el descenso del ahorro bruto y el aumento

del crédito ha conllevado un retroceso en la capacidad de ahorro de los hogares. Con todo, y a pesar del aumento de los pasivos, la riqueza neta de los hogares ha crecido en los últimos años hasta valores próximos al 600% del PIB en 2005, lo que no implica negar que algunos de los factores apuntados elevan la vulnerabilidad de este sector ante eventuales cambios en su renta, el precio de los activos o los costes de financiación<sup>23</sup>.

Para valorar adecuadamente la situación financiera de los hogares españoles es necesario compararla con la de otros países de nuestro entorno económico. Pues bien, la deuda agregada de los hogares españoles superó el 110% de la Renta Bruta Disponible en 2005. Este es un valor relativamente elevado, que excede en 20 puntos porcentuales al promedio de la UEM. Ahora bien, debe ser matizado en varios sentidos. En primer lugar, porque se da en un contexto de crecimiento generalizado de este indicador en los últimos años en los principales países de la UEM, y, en general, de la OCDE. En segundo lugar, porque aunque supera el promedio de la UEM, el dato español no sobresale especialmente en comparación con la mayoría de los principales países de la OCDE, si bien es cierto que se sitúa por encima de países como Francia y Finlandia (89%) o Italia 59% (véase el cuadro 5).

Desde otro punto de vista, si se compara la deuda de los hogares con su riqueza neta (en lo que podría entenderse como una ratio de “apalancamiento”) el 11,4% de los hogares españoles es el segundo más bajo entre los principales países de la OCDE después de Italia (6,3%) y similar al de Francia (11,8%)<sup>24</sup> (véase la quinta columna del cuadro 5). En términos de la fracción de la renta disponible dedicada al servicio de la deuda (intereses y principal), el ya mencionado 14% alcanzado por España en 2005 supera al de los países para los que existen datos comparables: el promedio de la zona euro se encuentra entre el 6-8%, así como Italia; Francia entre el 8-10% y Reino Unido y EE.UU. entre el 10-12% (si bien para el caso de Francia y EE.UU. solamente se incluye la deuda estrictamente hipotecaria) (OECD, 2006, p. 210). En todo caso, este indicador viene creciendo desde el inicio de la actual década en la mayoría de los países, aunque parte de dicho crecimiento responde a un efecto “composición” por el aumento de las tasas de propiedad, merced a las mejores condiciones de financiación y de acceso al crédito para los primeros compradores de vivienda, los cuales

---

<sup>23</sup> Para un análisis detallado de la situación patrimonial de los hogares y otros sectores institucionales véase Banco de España (2006a), capítulo 5.

<sup>24</sup> No obstante, conviene recordar la cautela sobre las comparaciones entre países de la riqueza neta de los hogares, dadas las dificultades estadísticas.

tienden a presentar mayores endeudamientos y menores niveles de renta relativos (OECD, 2006, p. 201).

**Cuadro 5. Deuda y riqueza neta de los hogares en algunos países de la OCDE en porcentaje de la renta anual disponible**

	Deuda			Riqueza neta	“Apalancamiento”
	1995	2000	2005 (A)	2005 (B)	Deuda/Riqueza neta [(A)/(B)]x100 2005
EE.UU.	93	107	135	573	23,6
Japón	130	136	132 <sup>(1)</sup>	725 <sup>(1)</sup>	18,2
Alemania	97	111	107	578 <sup>(1)</sup>	18,5
Francia	66	78	89	752	11,8
Italia	32	46	59	936 <sup>(1)</sup>	6,3
Reino Unido	106	118	159	790	20,1
Canadá	103	114	126	640	19,7
Australia	83	120	173	734	23,6
Dinamarca	188	236	260 <sup>(1)</sup>	562 <sup>(1)</sup>	46,3
Finlandia	64	66	89	319	27,9
Irlanda	-	81	141	775	18,2
Holanda	113	175	246	515	47,8
Nueva Zelanda	96	125	181	670	27,0
<b>España</b>	<b>59</b>	<b>83</b>	<b>107<sup>(1)</sup></b>	<b>935<sup>(1)</sup></b>	<b>11,4</b>
Suecia	90	107	134	436	30,7

<sup>(1)</sup> Datos referidos al año 2004.

Fuente: OCDE (2006).

Por su naturaleza, las sociedades no financieras son tradicionalmente las encargadas de materializar la mayor parte de los flujos de ahorro de la economía en proyectos de inversión, por lo que su capacidad/necesidad de financiación está muy condicionada por el ciclo económico. Así es que, al igual que los hogares, las sociedades no financieras han aumentado su necesidad de financiación en los últimos años hasta alcanzar el 6,6% del PIB en 2005 (véase el anterior gráfico 9). El aumento de la brecha entre el ahorro y la inversión empresarial desde finales de la década de los 90 se debe, casi a partes iguales, a una caída del ahorro junto con un aumento de la inversión, predominando ligeramente este último efecto, sobre todo en 2005<sup>25</sup>.

Naturalmente, desde el punto de vista del crecimiento a largo plazo y de la sostenibilidad del déficit exterior, es más saludable que las necesidades de financiación procedan, como así ocurre en buena medida, del dinamismo inversor que de una caída del ahorro. Al igual que en el caso de los hogares, las condiciones de fondo que alimentan la expansión económica

<sup>25</sup> Para un análisis de la actividad de las empresas no financieras y su relación con el déficit corriente véase Caixa Catalunya (2005), p. 58-65.

general están contribuyendo al dinamismo de la inversión productiva, al mejorar sus principales determinantes, tales como la demanda final, el coste de uso del capital en términos reales o la utilización de la capacidad productiva. Adicionalmente, la pujanza de la inversión empresarial en 2005 (con un crecimiento de la FBCF del 8,1%, mayor en 2 puntos porcentuales que la tasa de 2004) se apoyó, por primera vez en los últimos años, en el componente de bienes de equipo (con un crecimiento del 10%) frente a la inversión vinculada a la construcción (Banco de España, 2006a, p. 117).

No es menos relevante subrayar que las necesidades de financiación de las empresas no financieras están estrechamente relacionadas con el giro experimentado por sus operaciones netas con el exterior. Baste señalar que desde 1995 las empresas no financieras presentan (con la excepción de 2001) un saldo acreedor con el resto del mundo. Este aumento de los activos en el exterior, protagonizado por las sociedades no financieras y por las entidades financieras, es uno de los cambios “estructurales” más notables del sector exterior español durante la última década, al que seguramente tampoco es ajeno el hecho de pertenecer a la UEM. Tener presente este fenómeno es, además, imprescindible para calibrar adecuadamente la necesidad de financiación de la economía.

Los sectores que generan las necesidades de financiación de la economía condicionan en buena medida los instrumentos mediante los que se obtiene la misma. A su vez, las características de tales instrumentos influyen en la sostenibilidad, el riesgo y la remuneración del endeudamiento externo. En el caso español en el que, como ya se ha indicado, las necesidades de financiación proceden fundamentalmente de los hogares y de las sociedades no financieras, son las sociedades financieras las encargadas de canalizar buena parte de la financiación exterior que necesitan los otros agentes privados, toda vez que la captación de ahorro extranjero a través de los títulos de deuda pública ha ido perdiendo peso en consonancia con la evolución del déficit público. Así, las sociedades financieras generaron, en sí mismas, una capacidad de financiación cercana al 1% del PIB en 2005, si bien, su actividad como captadoras de financiación para los sectores prestatarios ha ido acrecentando el saldo deficitario de sus transacciones financieras con el resto del mundo hasta superar el 9% del PIB en 2005.

De forma más precisa, se puede decir que los inversores institucionales<sup>26</sup> y, sobre todo, las entidades de crédito<sup>27</sup> y los otros intermediarios financieros<sup>28</sup>, son las instituciones que han canalizado la mayor parte de la financiación exterior recibida por la economía española en la última década. Los inversores institucionales aportaron, mediante instrumentos en cartera, un valor promedio, entre 1997-2005, cercano al 4% del PIB anual. Por su parte, las entidades de crédito y los otros intermediarios financieros aumentaron de forma notable su captación de ahorro externo a partir de 2002 (con flujos netos del 3% y del 9% del PIB en 2005, respectivamente). Y lo hicieron, en el caso de las entidades de crédito, con un volumen importante de operaciones en el mercado interbancario y con el recurso a valores de renta fija a largo plazo, especialmente los respaldados con garantías hipotecarias. En el caso de los otros intermediarios financieros, que incluyen los fondos de titulización de activos, aumentaron notablemente las emisiones de bonos de titulización hipotecaria. Así, las emisiones netas de obligaciones de estas instituciones superaron el 17% del PIB en 2005, de las cuales el 55% estaba relacionado con el mercado hipotecario. La demanda de estos títulos por parte del resto del mundo ha sido alta (los no residentes poseían el 73% del saldo vivo en 2005)<sup>29</sup>.

En síntesis, el endeudamiento de las sociedades financieras mediante emisiones a largo plazo y, especialmente, de las respaldadas por créditos con garantía hipotecaria está teniendo un papel muy relevante en la canalización de ahorro externo. Ello implica que los riesgos asociados a los préstamos hipotecarios han sido transmitidos, en cierto grado, a los inversores extranjeros. La segunda implicación de esto es que los desarrollos de los mercados inmobiliarios puede incidir, en alguna medida, en las condiciones de financiación exterior de la economía española (Banco de España, 2006a, p. 34).

Pero, sin duda, dado el protagonismo del sector financiero como gran canalizador del ahorro externo hacia las necesidades de financiación de la economía, la sostenibilidad de las condiciones de financiación estará estrechamente vinculada a la calidad crediticia de los

---

<sup>26</sup> Incluyen las instituciones de inversión colectiva, las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

<sup>27</sup> Entidades de depósito, establecimientos financieros de crédito y crédito oficial.

<sup>28</sup> Engloba los fondos de titulización de activos y las sociedades de valores, entre otros.

<sup>29</sup> Un análisis más pormenorizado de todos estos instrumentos se encuentra en Banco de España (2006a) y en Maza y del Río (2006).

receptores directos de esos fondos, es decir, las sociedades financieras de todo tipo. En este sentido, hasta ahora no hay ningún indicio de que los mercados de capitales internacionales o europeos estén penalizando de algún modo al principal receptor directo del ahorro externo, y a la vez principal acreedor de los hogares y las empresas españolas, que no es otro que el sistema bancario español, el cual goza de niveles importantes de rentabilidad y solvencia.

*b) El grado de endeudamiento de la economía española*

Como se argumentó en el segundo apartado de este trabajo, no se puede analizar el sector exterior sin examinar cuál es la posición patrimonial del conjunto del país en relación al resto del mundo. En una economía como la española, con una frecuente apelación al ahorro externo, como se acaba de mostrar, es natural que su posición frente al exterior sea de carácter deudor. En efecto, el crecimiento de la necesidad de financiación durante los últimos años se ha traducido, en un empeoramiento de la posición de inversión internacional (PII) neta de la economía española, es decir, de la diferencia entre los activos extranjeros netos en manos españolas y los activos españoles netos en manos extranjeras. En 2005 la PII neta negativa (es decir, deudora) alcanzó el 56,6% del PIB (sin incluir los activos del Banco de España; si se incluyen, la posición deudora sería de 46,7%).

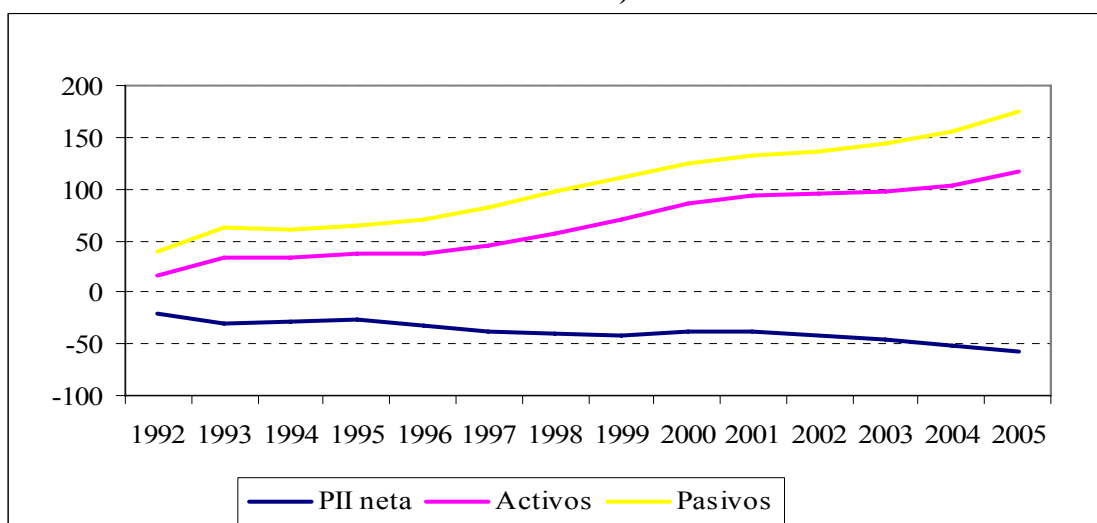
La trayectoria seguida por la posición de inversión internacional neta, o lo que es lo mismo la riqueza financiera neta del país, es el resultado de un crecimiento notable tanto de los activos exteriores como de los pasivos –aunque a mayor ritmo en el caso de los pasivos en los últimos años–, como se puede observar en el gráfico 10, lo que corrobora la creciente internacionalización financiera de la economía española (cuya suma de activos –sin los del Banco de España– y pasivos exteriores equivale al 290% del PIB en 2005), en la línea de otras economías desarrolladas<sup>30</sup>.

---

<sup>30</sup> Para una discusión más extensa sobre la utilización de este indicador como medida de la integración financiera, véase Banco de España (2006b).



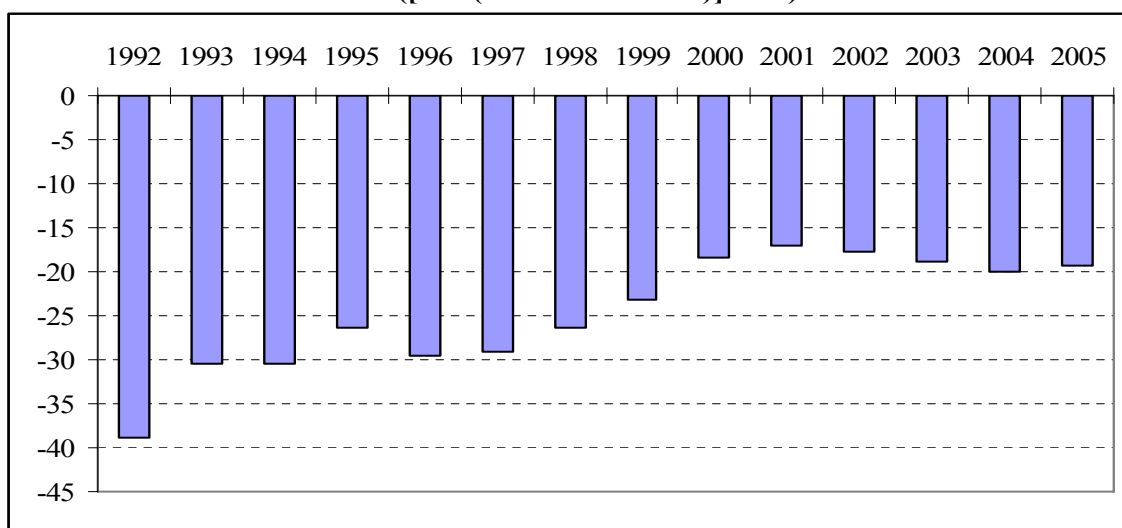
**Gráfico 10. Posición de inversión internacional (PII) neta (sin Banco de España) (% PIB)**



Fuente: Banco de España.

Por otro lado, cuando se relaciona la evolución de la PII neta con la suma total de activos y pasivos exteriores, –lo que se puede denominar “saldo relativo”, cuya expresión es  $[PII/(Activos+Pasivos)] \times 100$ – se aprecia que, si bien tiene una trayectoria creciente desde 2000, no alcanza todavía las cotas negativas de inicios o mediados de los noventa (gráfico 11). Es decir, este indicador nos viene a señalar, en línea con lo observado en el anterior gráfico 10, que la PII neta negativa no tiene una magnitud creciente en relación a la importancia de los flujos de entrada y salida, es decir, que éstos han crecido más que el endeudamiento neto. También se puede interpretar diciendo que la magnitud creciente del endeudamiento español se produce a la par de una creciente integración financiera, y que en consonancia con los flujos de capitales, el grado de endeudamiento está contenido frente a los niveles de hace una década.

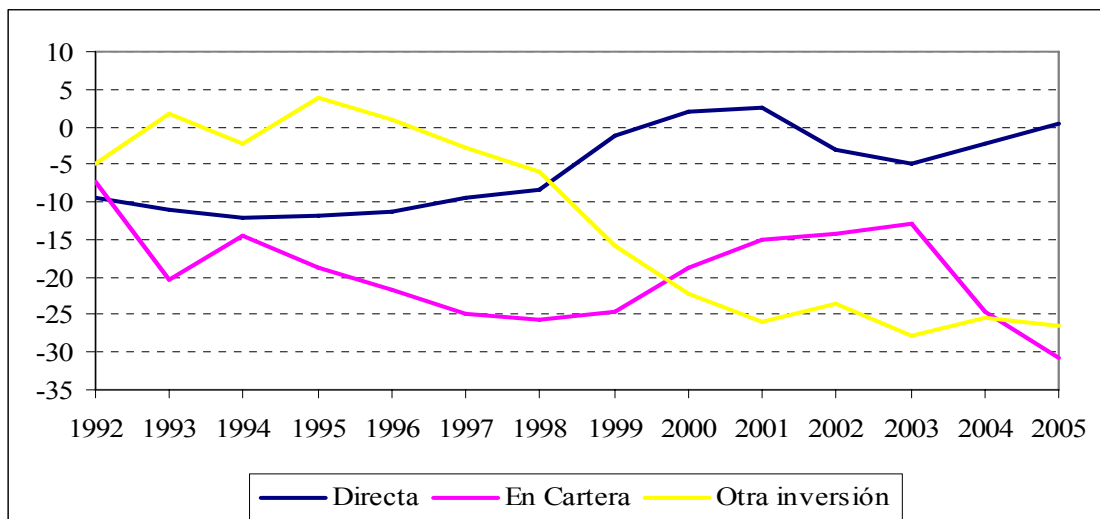
**Gráfico 11. Saldo relativo de la posición de inversión internacional  
 ( $[\text{PII}/(\text{Activos}+\text{Pasivos})]\times 100$ )**



Fuente: elaborado con datos del Banco de España.

En definitiva, con un saldo corriente negativo, la economía española es receptora de inversión exterior, y por lo tanto su PII neta es también negativa; sin embargo, los flujos de inversión también van en el sentido contrario, de España hacia el resto del mundo, con una importancia creciente. Esto es especialmente destacado, en los últimos años, en la inversión directa, mientras que en la inversión en cartera y la que se clasifica bajo el rótulo de “otra inversión” –principalmente préstamos y operaciones de depósito– los flujos de entrada son sostenidamente mayores que los de salida. En el gráfico 12 se muestra la posición neta de cada uno de estos tres tipos de inversión en relación al PIB. En efecto, el comportamiento de la inversión directa es claramente distinto a los otros dos tipos, en cartera y otra inversión. Mientras que éstas muestran un afianzamiento de la posición deudora, llegando a niveles negativos en torno al 30% del PIB, la posición neta en la inversión directa llega a ser positiva en algunos años recientes, o en todo caso presenta posiciones negativas moderadas. Por otro lado, las partidas más deficitarias, inversión en cartera y otra inversión, presentan un perfil temporal diferenciado. Mientras que la posición neta de la inversión en cartera experimenta altibajos en el periodo mostrado, la posición neta de otra inversión muestra un sostenido empeoramiento de su posición deudora.

**Gráfico 12. Posición de inversión internacional neta por tipos de inversión (% PIB)**



Fuente: Banco de España.

El amplio volumen de los movimientos tanto de activos como de pasivos, así como su ritmo de crecimiento, es el reflejo del proceso, al que ya hacíamos referencia al analizar la PII, de fuerte intensificación de la internacionalización de la economía española, no sólo hacia Latinoamérica sino también hacia la Zona Euro. Por otro lado, en esta tendencia internacionalizadora viene ganando peso desde finales de la década de los 90 la inversión directa que, si bien con oscilaciones importantes entre cada año, ronda en promedio el equivalente a un tercio de la variación de activos, lo que convierte a España en una de las economías más dinámicas de la UEM en este tipo de operaciones en los últimos años.

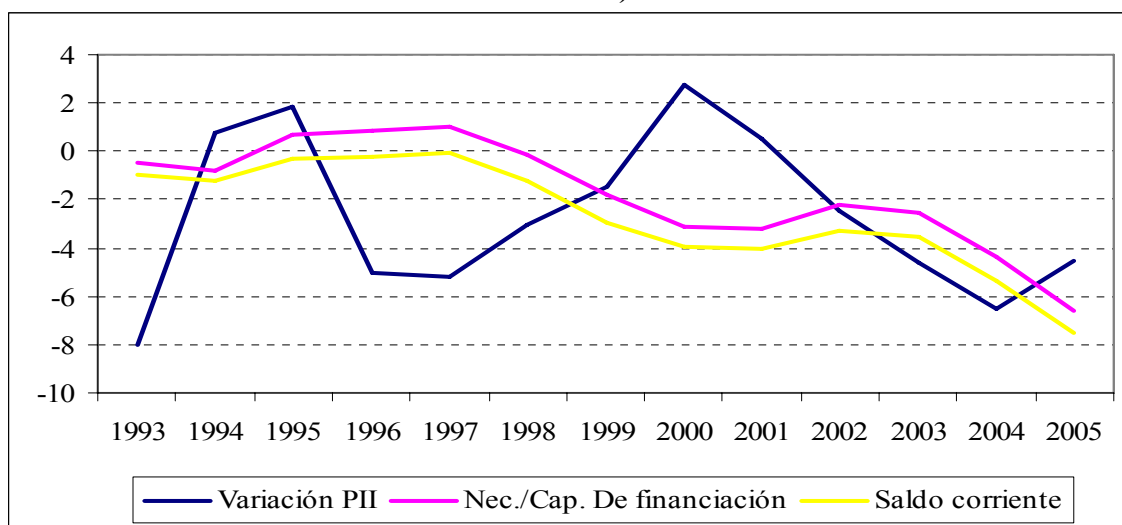
Todo lo dicho respecto a la importancia de los flujos de entrada y de salida de inversión viene a señalar que la apelación al ahorro externo está financiando la inversión interna pero, hasta cierto punto, también la expansión internacional del sector privado. Este proceso de “apalancamiento” internacional es, por lo demás, característico en los últimos años de otras economías industriales, especialmente de las de menor tamaño (Obstfeld y Rogoff, 2005).

Por otro lado, no nos podemos olvidar de que, con la creciente integración financiera, para evaluar la posición internacional de un país no se pueden obviar los efectos de los cambios en la valoración de los distintos activos y pasivos financieros, en línea con la literatura asociada a Lane y Milesi-Ferretti comentada en el apartado 2 de este trabajo. Como se recordará, el déficit o superávit corriente de un país no tiene su traslación directa a la posición deudora o acreedora debido a la influencia del precio, la cotización o, en general, el valor efectivo de

sus activos y pasivos, además de los movimientos de los tipos de cambio<sup>31</sup>. Es importante subrayar que esas alteraciones del valor de los instrumentos financieros pueden ser favorables o desfavorables, y que, en la medida que crezca el volumen de activos y pasivos (recuérdese el gráfico 10), su importancia gana relevancia.

En el caso de la economía española, los sucesivos déficit corrientes acumulados en los últimos años han llevado, como se ha visto, a un deterioro de su posición internacional deudora. Ahora bien, como acabamos de señalar, esa traslación del déficit corriente a la posición deudora no es lineal ni mucho menos; puede tener incluso un signo contrario. El gráfico 13 muestra esta cuestión. En él están representados, por una parte, el déficit corriente de la balanza de pagos española en términos de PIB o, alternativamente, la necesidad de financiación como suma de dicho saldo corriente más el saldo de la cuenta de capital. Por otra parte, en el gráfico también están presentes los cambios en la posición de inversión internacional (PII) neta, es decir,  $(PIIN_t - PIIN_{t-1})$ , también en relación al PIB de cada año.

**Gráfico 13. Variaciones en la PII neta, saldo corriente y necesidad de financiación (% PIB)**



Fuente: Banco de España.

Como claramente ilustra el gráfico 13, los cambios en la posición neta frente al exterior no siempre reflejan en la misma magnitud, ni en el mismo sentido, los saldos exteriores. Por ejemplo, en el año 1997 la economía española tuvo una capacidad de financiación del 1% del PIB y sin embargo su PII neta empeoró en un 5,2%. Por el contrario, en el año 2000 la necesidad de financiación fue del 3,1% del PIB, pero la posición deudora española mejoró en

<sup>31</sup> También influyen otras cuestiones metodológicas; véase Banco de España (2006b).

ese ejercicio un 2,7%. En otros casos la evolución de la posición internacional tiene el mismo signo, pero una magnitud muy distinta (necesidad de financiación del 0,4% en 1993, y empeoramiento de la posición deudora del 8%). En conclusión, no hay una traslación automática del saldo exterior de cada año a la posición de inversión internacional neta, debido a los efectos valoración, lo que debe tenerse en cuenta a la hora de enjuiciar las implicaciones del saldo exterior.

Como punto final a este epígrafe dedicado al endeudamiento de la economía española, es apropiado situarla en su adecuado contexto, comparando la PII neta española con la de otros países de su entorno. Así, el aumento de la PII deudora de nuestro país es de los más destacados, encontrándose un paralelismo con los casos de Grecia y Portugal, si bien estos dos países presentan un endeudamiento superior (71,7% y 62,1% en 2004, respectivamente). Otros países europeos relevantes, como Reino Unido e Italia, han visto incrementada también su posición deudora, aunque no llegan a los niveles de PII neta negativa de la economía española. En otros casos –como es el ejemplo de Finlandia–, se ha pasado de una posición deudora a acreedora, mientras que, finalmente, algunos países como Alemania, Francia o Bélgica ven aumentada su PII neta positiva (véase Banco de España, 2006b). Fuera de la Unión Europea, Estados Unidos presenta un incremento notable de su endeudamiento, si bien su posición deudora es aproximadamente la mitad de la española. Finalmente, Nueva Zelanda y Australia son dos casos bien conocidos de países desarrollados con posiciones deudoras importantes, algo superiores incluso a las de Grecia y Portugal (véase Cline, 2005, capítulo 1).

En definitiva, es cierto que la economía española presenta un endeudamiento elevado, inferior al de otros países, pero no hay ningún indicador o señal que muestre que pudiera ser desorbitado. En todo caso, existen otras formas de aproximarse a esta cuestión, como ya se discutió, y cuya aplicación al caso español se presenta a continuación.

### *c) La restricción financiera exterior y la sostenibilidad del endeudamiento*

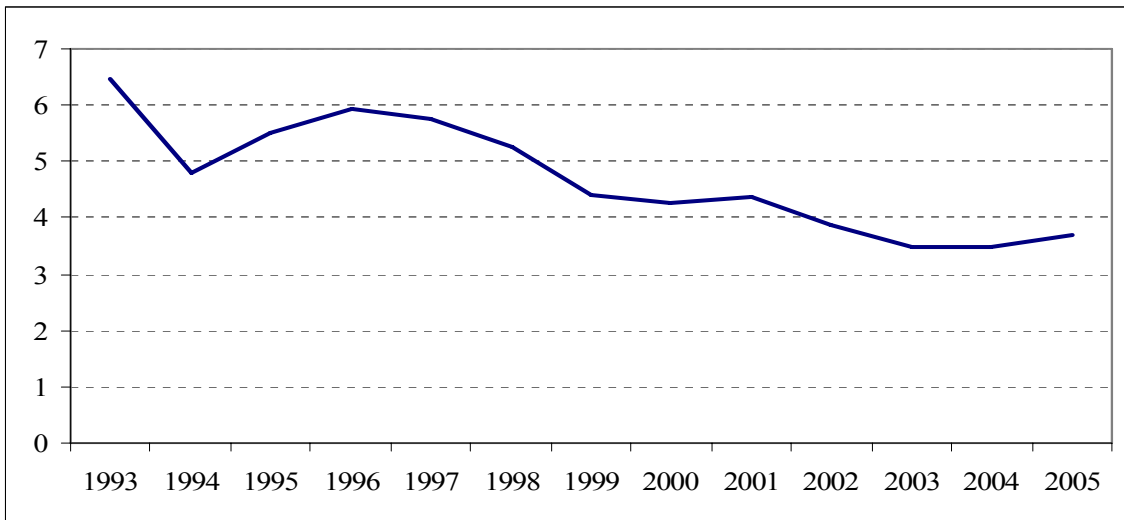
Como se ha visto en los apartados anteriores, la necesidad de financiación y el endeudamiento de la economía española han seguido una trayectoria creciente. ¿A qué responde este comportamiento? Recordemos algunos aspectos ya comentados en este trabajo.

Un sector exterior deficitario es el reflejo, a nivel macroeconómico, de una absorción mayor que la renta nacional o, alternativamente, de un ahorro insuficiente para satisfacer la inversión doméstica. También es la expresión, desde un punto de vista microeconómico, de la falta de competitividad de los bienes y servicios comercializables nacionales que se manifiesta en el déficit comercial frente al resto del mundo. Pero, como queremos subrayar aquí, también es resultado de las condiciones de financiación exterior a las que se enfrenta el país. Si los agentes de un país tienen la posibilidad de financiarse en el exterior en condiciones favorables, no debe extrañarnos que el resultado sea un endeudamiento con el resto del mundo. Esto es especialmente relevante cuando el país está inmerso en un proceso de crecimiento y convergencia por su integración en un área económica más desarrollada, como es el caso español y el de otros países en la Unión Europea y de la Zona Euro.

Estas reflexiones nos llevan la cuestión de cuál es el tipo de interés al que se está endeudando la economía española. Ahora bien, esta pregunta no tiene una respuesta enteramente satisfactoria, en el sentido de que el tipo de interés único es una simplificación del análisis económico, útil pero poco realista. No hay un tipo de interés sino muchos, dependiendo del tipo de operación, el agente involucrado, el plazo... Sin embargo, es posible intentar alguna aproximación, que agregue y simplifique la realidad. Una primera opción consiste en analizar cuál es la importancia que tienen los pagos de rentas de la inversión en la balanza de pagos. Comparando estos pagos con la cuantía de los pasivos asumidos en el periodo anterior se puede tener una aproximación del interés implícito que se está pagando por la financiación. Otra opción, más estándar, consiste en observar algún tipo de interés relevante de los países acreedores o del área económica donde el país se financia. En este caso, suele utilizarse algún tipo de interés de largo plazo.

En el gráfico 14 se presenta el tipo de interés implícito que resulta de los datos de la balanza de pagos española. Para su cálculo, como decíamos, se han tomado todos los pagos de rentas de inversión en el año  $t$  y se han dividido por el total de pasivos exteriores en el año  $t-1$ , excluyendo la posición del Banco de España. Lógicamente, éste es un indicador muy aproximado, porque se están recogiendo todo tipo de pagos de rentas de inversión, así como todo tipo de pasivos exteriores. Ahora bien, desde un punto de vista agregado, son los pasivos exteriores los que reflejan el endeudamiento exterior, y es el pago de rentas el que contabiliza la retribución de dicha posición deudora.

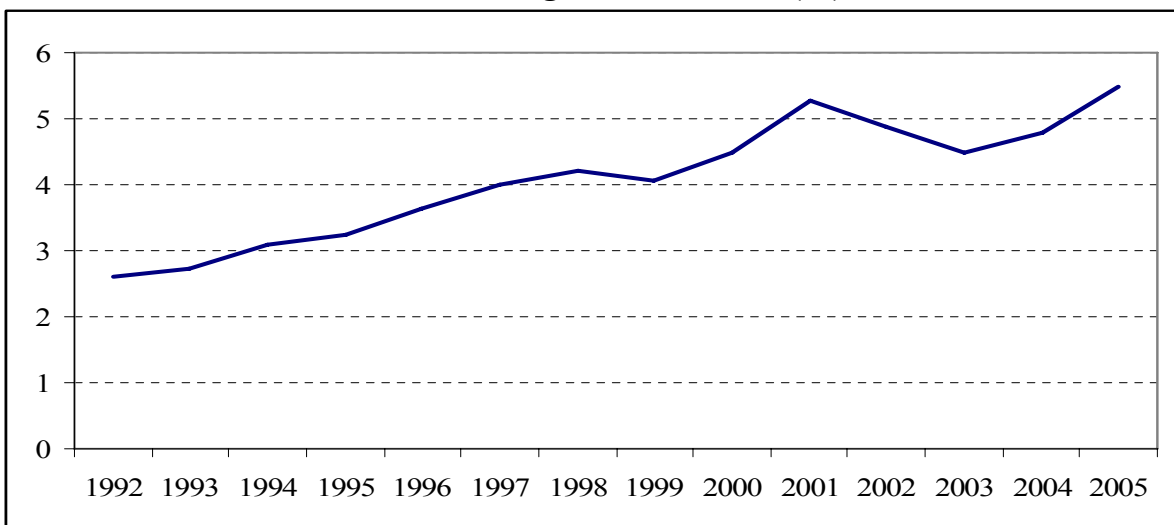
**Gráfico 14. Tipo de interés implícito (Pago de rentas(t)/Pasivos exteriores(t-1) (%))**



Fuente: elaborado con datos del Banco de España.

Como se puede observar, el tipo de interés implícito que representa la relación entre pago de rentas de inversión y pasivos exteriores ha decrecido desde los años noventa, mostrando una estabilización en los últimos años en el intervalo 3-4%. Si este es un indicador significativo, apuntaría a que la economía española ha podido financiarse con un coste financiero bajo. Esto ayudaría a explicar la magnitud creciente del endeudamiento exterior, lo que implica, eso sí, que la carga financiera esté creciendo, a pesar de hacerse a un coste bajo. En el gráfico 15 se representa la magnitud de los pagos de inversión en relación al PIB. Nótese, no obstante, que se representan pagos brutos, sin descontar los ingresos del exterior.

**Gráfico 15. Pagos de rentas/PIB (%)**

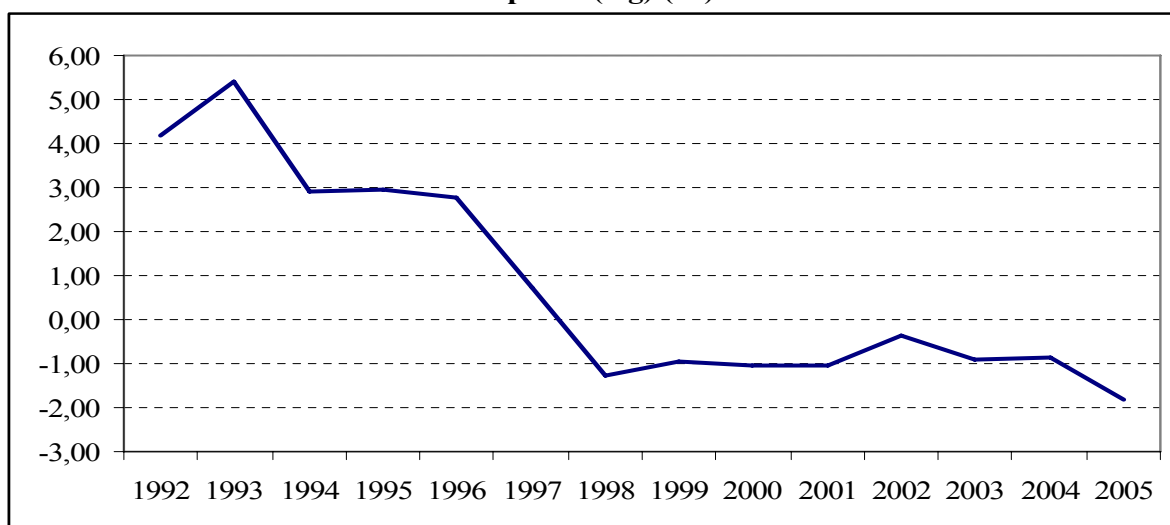


Fuente: elaborado con datos del Banco de España.

Como se discutió en el apartado 2 de este trabajo, el carácter sostenible del déficit exterior y del endeudamiento de un país se relaciona con el coste financiero de los pasivos y con el crecimiento de la economía endeudada. La diferencia entre el tipo de interés real del endeudamiento ( $r$ ) y el crecimiento del país ( $g$ ) indica cuál es la importancia de la carga financiera de la economía en el largo plazo. Ahora bien, como se recordará, si  $(r-g)$  es negativo, desde un punto estrictamente financiero cualquier endeudamiento es sostenible.

Así pues, también puede ser ilustrativo reconstruir ese indicador  $(r-g)$  de la carga financiera para la economía española, como se muestra en el gráfico 16. Como tipo de interés real ( $r$ ) representativo del largo plazo se ha tomado el de la deuda pública a 10 años ajustado por el deflactor implícito del PIB, realizando la media ponderada de los países de la Zona Euro; como ( $g$ ) se ha tomado el crecimiento real del PIB a precios de mercado de la economía española.

**Gráfico 16. Diferencia entre el tipo de interés real a largo plazo y el crecimiento del PIB español ( $r-g$ ) (%)**



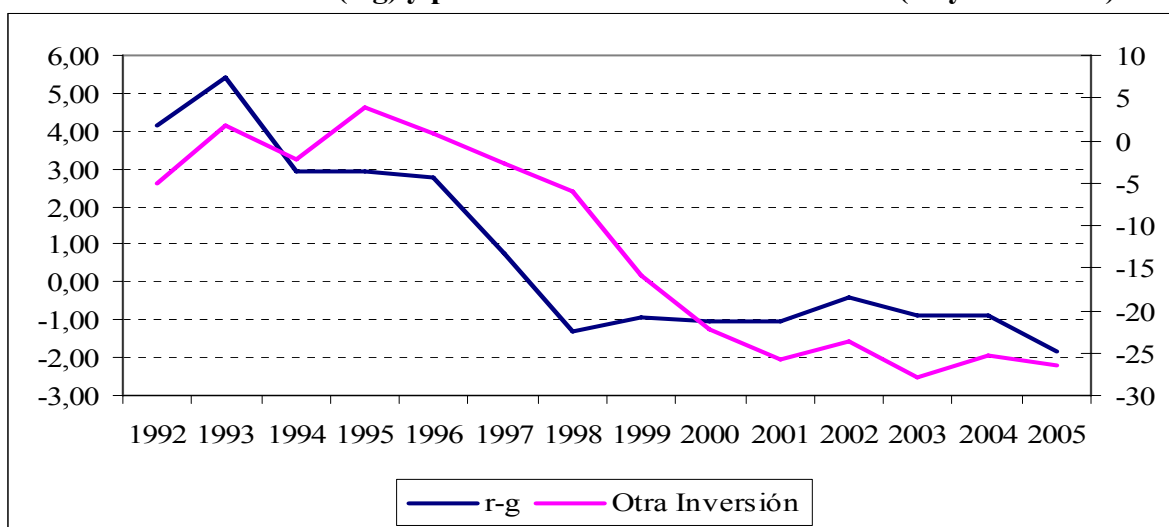
Fuente: elaborado con datos de la Comisión Europea (AMECO).

Como se puede apreciar, el avance de la Unión Económica y Monetaria y la introducción del euro han supuesto, desde este punto de vista, que las posibilidades y facilidades financieras se hayan multiplicado. Particularmente desde 1998, el factor  $(r-g)$  es permanentemente negativo, con lo cual, desde un punto de vista financiero, cualquier deuda es sostenible. Si además este indicador  $(r-g)$ , que resume el coste financiero en términos reales y la capacidad de pago mediante el crecimiento, es un reflejo de las posibilidades financieras percibidas por los agentes económicos, no será extraño que estos actúen aprovechándolas.



En el gráfico 17 se representa de nuevo el factor (r-g), acompañado en este caso de la posición neta de “Otra Inversión”, que, como recoge principalmente operaciones de créditos y préstamos, puede considerarse como la partida de la cuenta financiera con los movimientos de capital más sensibles a las condiciones estrictamente financieras. Como es de esperar, este endeudamiento exterior parece estar muy ligado a las condiciones, en términos de carga financiera, a las que se pueden constituir las operaciones crediticias. En la medida en que ha descendido el factor (r-g), la financiación en el exterior ha respondido en consonancia.

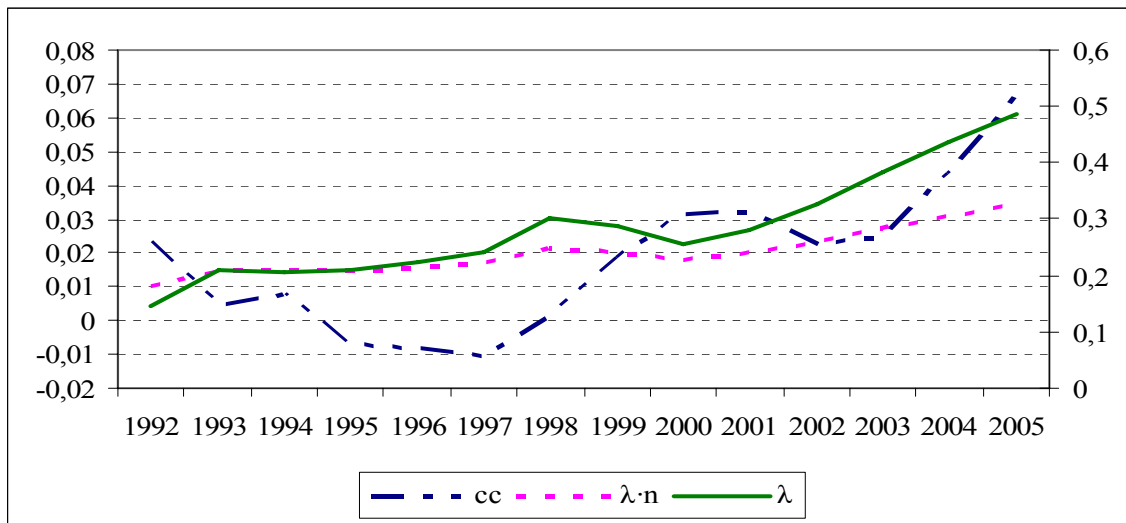
**Gráfico 17. Factor (r-g) y posición neta en “Otra inversión” (% y % de PIB)**



Nota: factor (r-g) reflejado en la escala de la izquierda y Otra Inversión neta en la escala de la derecha.  
Fuente: elaborado con datos de la Comisión Europea (AMECO) y del Banco de España.

Además de la pura lógica financiera, también hemos discutido en el apartado 2 que la sostenibilidad del sector exterior deficitario de un país puede examinarse atendiendo a la pura dinámica del déficit exterior, la deuda y el crecimiento de la renta. En efecto, dado que el déficit exterior y el nivel de endeudamiento suelen mostrarse en términos de la renta nacional, la mera evolución de estas magnitudes puede arrojar luz sobre el carácter sostenible o no del sector exterior. En concreto –como se vio–, el déficit corriente (cc) no genera aumento del ratio deuda/PIB ( $\lambda$ ) cuando es igual al producto de éste por el crecimiento nominal a largo plazo (n), es decir,  $cc = \lambda \cdot n$ . Pues bien, para el caso español, el gráfico 18 recoge dichas variables, tomando como valor de n la media del crecimiento nominal del PIB español en el periodo 1986-2005 –el periodo de pertenencia a las Comunidades Europeas–, mientras que los variables cc y  $\lambda$  son las habituales de los apartados anteriores (en el caso de cc, se ha utilizado la necesidad de financiación, es decir, la suma del déficit corriente y el saldo de la cuenta de capital).

**Gráfico 18. Déficit Exterior (cc), endeudamiento ( $\lambda$ ) y crecimiento nominal (n)**



Nota: cc se refiere a la necesidad de financiación, y junto a  $\lambda \cdot n$  se miden en la escala de la izquierda;  $\lambda$  en la escala de la derecha.

Fuente: elaborado con datos de la Comisión Europea (AMECO) y del Banco de España.

Como se puede observar, de los 14 años considerados en el gráfico 18, solamente en cinco el déficit corriente (cc) es superior al producto  $\lambda \cdot n$ , es decir, sólo en esos años es un déficit “excesivo”, aumentador del ratio de endeudamiento ( $\lambda$ ). Como ya hemos comentado, en los dos últimos años la necesidad de financiación es muy alta, y supera claramente el criterio de estabilidad en el largo plazo, basado en la pura dinámica de estas magnitudes. Pero en los años 2002 y 2003, con una necesidad de financiación del 2,3% de PIB, dicho déficit es, desde esta perspectiva, perfectamente sostenible, en el sentido que no incrementa el endeudamiento. Así pues, este criterio permite establecer un umbral a partir del cual el déficit exterior es excesivo, esto es, incrementa la PII neta negativa; en la actualidad, esa cifra está algo por encima del 3%.

Por otro lado, también es posible observar en el gráfico 18 que el ratio de endeudamiento  $\lambda$  no obedece exactamente a la comparación entre el déficit exterior (cc) y el factor  $\lambda \cdot n$ , cuando teóricamente debería ser así; la razón ya ha sido analizada anteriormente, y no es otra que los efectos de valoración de los activos financieros internacionales, efectos que, en términos generales, han sido negativos en el periodo analizado. No obstante, es necesario recordar que las alteraciones en el valor de activos y pasivos pueden ser favorables. Quiere esto decir que los análisis puramente financieros de la solvencia o ‘sostenibilidad’ de la deuda, o los basados simplemente en el crecimiento de las magnitudes implicadas, se ven alterados por los cambios en la valoración de los activos y pasivos del país frente al resto del mundo. En los últimos años han sido negativos, lo que se ha traducido en un mayor endeudamiento de la

economía española; pero puede ser perfectamente posible una racha de años en los que el valor de nuestros activos en el exterior tenga un mayor crecimiento que el valor de los pasivos, con lo que nuestra posición neta mejore significativamente.

A modo de cierre de este apartado podemos sintetizar la información analizada afirmando que ciertamente la economía española presenta un creciente saldo exterior negativo, generado por las necesidades de financiación del sector privado, y vinculado más bien al dinamismo inversor que a la caída del ahorro. Dichas necesidades de financiación han deteriorado la posición neta exterior de modo que ha alcanzado niveles ciertamente elevados, aunque no desorbitados –aun cuando han de tenerse en cuenta los efectos valoración, cada vez más relevantes, y el “apalancamiento”–. Por último, los indicadores de solvencia y sobre el coste de la financiación externa no parecen indicar que exista riesgo de insostenibilidad como para que la restricción exterior pueda desencadenar una caída brusca de la actividad.

## 5. CONCLUSIONES

Las interpretaciones del significado del saldo por cuenta corriente han ido variando a lo largo de las últimas décadas a medida que los hechos, las políticas, y los avances teóricos lo han ido exigiendo o permitiendo. Los enfoques modernos de la cuenta corriente subrayan el carácter intertemporal del fenómeno y prestan especial atención a la sostenibilidad de los desequilibrios y a la incidencia no sólo de las variables *flujo* sino también de las variables *stock* –la posición externa neta–, y cómo ésta se modifica por los efectos valoración.

Sin embargo, existen pocos trabajos, sorprendentemente, que analicen cómo se ve alterado el significado de la cuenta corriente en presencia de una unión monetaria. Siendo esto así, hemos de admitir que hay ciertas ambigüedades, o desconocimiento si se prefiere, sobre los procesos de ajuste de desequilibrios externos significativos en una unión monetaria. No obstante, simplificando, la interpretación de la cuenta corriente en una unión monetaria oscila entre dos posibles extremos. Uno sería el que sostiene que estos indicadores del sector exterior pierden completamente su significado para los países que comparten una moneda común. El otro sostendría que el significado del saldo exterior es esencialmente el mismo que para una economía que mantenga la soberanía sobre su moneda.

La cuestión no sólo es atractiva desde un punto de vista analítico, sino que adquiere especial importancia en la actualidad dada la magnitud del déficit exterior de algunas economías de la Zona Euro como es el caso de Grecia, Portugal o España que, como es bien conocido, ha alcanzado un déficit corriente de niveles históricos, cercanos al 10% del PIB.

A la luz de la escasa literatura sobre la materia, la cual se ha ido discutiendo a lo largo de este trabajo, nuestra posición al respecto es que, si bien no se puede afirmar que el déficit exterior pierde su significado hasta el punto, digamos, de ser equiparable a lo que ocurre entre las regiones de un país, sí se puede sostener que tal significado cambia sustancialmente por la pertenencia a una unión monetaria. No se trataría, por tanto, de una vuelta a la defensa de la “doctrina Lawson” en su versión literal, sino de constatar que, por ejemplo, los umbrales a partir de los cuales los desequilibrios corrientes de un país miembro pueden ser preocupantes, se modifican; de forma que el propio concepto de déficit corriente cambia respecto a lo que su mención evoca en presencia de moneda propia.

Al fin y al cabo, y tal y como se ha mostrado en las páginas anteriores, la teoría sustenta como algo predecible que aumenten los déficit y superávit corrientes entre los países de una unión monetaria, es decir, que aumente la dispersión del saldo exterior. Pero esto no sólo es previsible sino que también es *deseable* en términos de una mayor eficiencia en la asignación de los flujos de ahorro e inversión. Una unión monetaria se establece para que aumenten las relaciones económicas entre los países y, específicamente, para se incrementen los flujos financieros. No resulta por tanto coherente crear una unión monetaria con tales objetivos y al mismo tiempo esperar unas relaciones financieras “equilibradas” entre sus países miembros. Efectivamente, como viene reflejando la literatura y hemos analizado en este trabajo, los flujos de ahorro e inversión entre los países de la Zona Euro están aumentando notablemente, de tal forma que se ha relajado enormemente la correlación entre ahorro e inversión domésticas (paradoja Feldstein-Horioka) y ha descendido el sesgo doméstico (*home bias*) en la inversión de los países.

Por otro lado, en una unión monetaria como la europea participan países que, si bien son todos países desarrollados, tienen distintos niveles de vida. Precisamente, uno de los alicientes para los países menos desarrollados es el previsible proceso de convergencia o *catch-up* que desencadena el avance en la integración. En dicho proceso juegan un papel

esencial los flujos de ahorro de los países más ricos hacia los menos desarrollados. Así, en el ideario de los procesos de integración se argumenta que los países más ricos disfrutarán de las mayores rentabilidades de los proyectos de inversión en las economías más atrasadas, mientras que éstas podrán disfrutar de la convergencia a los niveles de renta de los países con exceso de ahorro. Todo el proceso genera, inevitablemente, desequilibrios en las cuentas exteriores y correlaciones inversas entre nivel de renta y déficit corriente.

Ahora bien, sabido es que en una unión monetaria los países miembros pierden la soberanía sobre su moneda y su política monetaria, y que la pérdida del tipo de cambio como mecanismo de ajuste conlleva que, por ejemplo, el crecimiento de los precios o salarios se traduzca en pérdidas de competitividad de las economías nacionales a no ser que se vean acompañados de aumentos de productividad. Sin embargo, el carecer de moneda propia también supone que desaparece el riesgo cambiario para las inversiones procedentes de otros países. Por ello, el “riesgo-país” se diluye enormemente, porque desaparece esa “externalidad” que transforma el endeudamiento excesivo de los agentes individuales en endeudamiento excesivo de la nación: la cotización de su moneda. En vez de la solvencia de un país, lo más relevante pasa a ser la solvencia y calidad crediticia de los agentes individuales prestatarios, y si las cuentas públicas están saneadas, de los agentes privados.

Lo dicho en el párrafo anterior es un efecto crucial de la unión monetaria, puesto que permite algo de lo que la economía española se está beneficiando en estos años: lo que podríamos llamar la “exportación del riesgo”. Como se ha mostrado en el apartado anterior al analizar los sectores institucionales generadores de las necesidades de financiación y los mecanismos de canalización de esas necesidades, los riesgos asociados al endeudamiento privado han sido transmitidos, en cierta medida, a los inversores extranjeros del resto de la Zona Euro. Desde nuestro punto de vista, esta “exportación del riesgo”, posible sin duda gracias a la integración en la UEM, matiza las posibles interpretaciones excesivamente catastrofistas del déficit externo. En la medida que esta exportación de riesgo es posible existe un cierto sustento teórico, como se apuntó en el primer apartado, para esperar que las correlaciones entre ahorro e inversión domésticas disminuyan, dando mayor protagonismo a los desequilibrios corrientes.

En cualquier caso, el crecimiento del déficit corriente español de los últimos años ha llevado a un saldo negativo de la posición neta de inversión internacional ciertamente relevante. No

obstante, de los análisis que se han hecho a lo largo de este trabajo, se desprenden algunas conclusiones que deben tenerse en cuenta en la interpretación del desequilibrio externo español. En primer lugar, las necesidades de financiación de la economía española proceden del sector privado no financiero y están vinculadas, sobre todo, a un aumento de la inversión, aunque también ha colaborado el descenso del ahorro que, no obstante, no es especialmente reducido comparativamente con otros países de la UEM. Este es un elemento diferencial importante con respecto a otros países con elevado déficit corriente (Portugal y Grecia), en los que la evolución del ahorro es mucho más desfavorable. Por otro lado, y este es otro elemento diferencial español, el sector público no está generando necesidades de financiación, pues presenta unas cuentas equilibradas. La expansión del gasto de consumo e inversión (residencial) de los hogares y de la inversión de las empresas responde en última instancia a las favorables condiciones macroeconómicas de bajos tipos de interés reales, creación de empleo, y expectativas de rentas y de demanda.

En segundo lugar, las necesidades de financiación de las empresas no financieras y, en general de la economía española, han de ponerse en el contexto de la creciente internacionalización de la economía en los últimos años. Es decir, la apelación al ahorro externo financia la inversión interna, pero también la expansión internacional del sector privado, con un elevado peso de la inversión directa, por cierto. En la medida en que esos rendimientos de los activos superen los costes de remuneración de los pasivos, este “apalancamiento” internacional podría ayudar a mejorar el saldo de la cuenta corriente en el futuro.

En tercer lugar, hemos subrayado que no deben estudiarse las cuentas exteriores de un país y su solvencia sin analizar su posición exterior neta. Como hemos visto, la capacidad o necesidad de financiación de un país no tiene su traducción lineal en una mejora o deterioro de su posición de inversión internacional, pues los efectos de valoración en sus activos y pasivos alteran dicha posición; así, puede darse el caso de que, por ejemplo, un déficit exterior se vea acompañado de una mejora en la posición deudora. Es posible que dichos efectos de valoración tengan un impacto pequeño en el largo plazo, en el sentido de que se cancelen los favorables con los negativos, aunque no hay suficiente evidencia sobre ello. En síntesis, los efectos de valoración, cada vez más relevantes a medida que la economía española se internacionaliza, pueden hacer más compleja y volátil la traslación entre necesidad de

financiación anual y endeudamiento externo, traslación que en el pasado era mucho más directa. Los efectos valoración han incidido negativamente en la posición exterior de la economía española en los últimos años, pero nada impide, a priori, que cambios producidos por tales efectos puedan mejorar sustancialmente dicha posición en el futuro.

En cuarto lugar, los indicadores de sostenibilidad que hemos discutido en el apartado anterior, derivados de los enfoques intertemporales de la balanza de pagos y basados en las tasas de crecimiento económico y el coste del endeudamiento, no parecen mostrar niveles que hagan peligrar la solvencia del déficit exterior español. Tampoco, hasta ahora, hay ningún indicio de que los mercados de capitales internacionales o europeos estén penalizando al principal receptor directo del ahorro externo, y a la vez principal acreedor de los hogares y las empresas españolas, que no es otro que el sistema bancario español, el cual goza de niveles importantes de rentabilidad y solvencia.

En quinto lugar, pudiera ser útil plantear una disyuntiva que suele obviarse en los análisis del desequilibrio exterior español. Adoptemos el punto de vista más negativo y pesimista, y supongamos que el déficit exterior español no es sostenible. Llegados a este punto, la pregunta relevante es: ¿qué instrumentos de política económica están disponibles para evitar o corregir esa evolución negativa? En la UEM, sin política monetaria autónoma, a corto plazo, sólo la política fiscal puede ayudar en ese sentido. Pero si las cuentas públicas ya están equilibradas, como es el caso de España, solamente una política fiscal muy restrictiva podría tener algún efecto. Pero esta opción, aunque teóricamente posible, ¿es políticamente factible? A nuestro juicio, difícilmente. Así pues, las opciones disponibles son las que operan a más largo plazo y pasan por las políticas generales de aumento de la productividad y mejora de la competitividad que hagan compatibles elevadas tasas de crecimiento con un saldo exterior más equilibrado.

En todo caso, la importancia última del carácter sostenible o no del déficit y endeudamiento españoles reside en determinar si suponen un riesgo sustancial de que se frene la senda de crecimiento diferencial español de los últimos años. Es decir, el peligro estaría no tanto en un problema clásico de restricción exterior como en que el deterioro corriente fuese un síntoma de un modelo de crecimiento problemático, que acabaría cercenando, a medio plazo, el

mayor crecimiento español respecto a sus socios europeos y, con ello, el proceso de convergencia real.

A nuestro juicio, el lado de la *demanda* de la economía ha respondido coherentemente a las favorables condiciones de financiación que ha posibilitado la incorporación a la Zona Euro, aprovechando al máximo las facilidades de acceso al ahorro externo que comporta una unión monetaria. Esto no quiere decir que un *shock* de carácter interno (por ejemplo, vinculado al mercado inmobiliario) o externo (por ejemplo, de cambio sustancial de las condiciones de financiación o de los precios energéticos) no pueda generar un cambio brusco en el comportamiento del gasto de los agentes y con ello una caída repentina de la actividad. Sin embargo, el escenario que supone la propia unión monetaria hace pensar que es más probable que la ralentización del deterioro del saldo exterior, o su mejora, se produzca de forma gradual a medida que las políticas que inciden en el gasto o absorción, principalmente los tipos de interés, sean más acordes con la posición cíclica de la economía española.

Pero, ¿qué se puede decir del lado de la *oferta*? La respuesta remite a dos grandes posibilidades en discusión. Una es que el déficit externo está siendo generado fundamentalmente por un incremento de la demanda que no está teniendo una suficiente *respuesta de la oferta*. La otra es que el déficit externo es el reflejo de un proceso de convergencia que se traducirá en un *aumento de la oferta* potencial futura. Como resulta obvio, no es sencillo dilucidar, ni se pretendía en este trabajo, si el dinamismo inversor de los últimos años, financiado en parte por el ahorro externo, será capaz de contribuir suficientemente al crecimiento a largo plazo.

Sea cual sea la que realmente predomine de entre las dos posibilidades anteriores, es inevitable concluir que los determinantes de la oferta, o si se prefiere del crecimiento potencial a largo plazo, tendrán un papel crucial en la respuesta. Al fin y al cabo, la sostenibilidad del déficit exterior dependerá, en última instancia, de cómo se utiliza la financiación externa que aporta. En todo caso, si estamos ante una incapacidad de respuesta de la oferta y, por tanto, ante un menor crecimiento potencial a largo plazo, la responsabilidad no debería recaer sobre el desequilibrio externo en sí mismo, sino en la mala utilización que la economía española habría hecho de las oportunidades de financiación en que se traduce el déficit corriente. Oportunidades, además, y por primera vez en términos



históricos, sin los elevados riesgos de insostenibilidad o de ajustes bruscos y costosos de antaño.

### **Bibliografía**

Adalet, M. y Eichengreen, B. (2006): “Current Account Reversals: Always a Problem?”, en R. Clarida (ed), *G7 Current account imbalances: sustainability and adjustment*, University of Chicago Press, Chicago.

Banco de España (2006a): *Informe Anual 2005*, Madrid.

Banco de España (2006b): *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España*, Madrid.

Bayoumi, T. A. y Rose, A. K. (1993): “Domestic savings and intra-national capital flows”, *European Economic Review*, 37, 1197-1202.

Blanchard, O. y F. Giavazzi (2002): “Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein Horioka Puzzle?”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. (2002), nº 2, p. 147-186.

Caixa Catalunya (2005): *Economía española y contexto internacional. Informe semestral II/2005*, Barcelona.

Catte, P. (1998): “Current accounts: Are they still relevant for and within a monetary union?”, en VV.AA., *Current account imbalances in East and West: Do they matter?*, Oesterreichische Nationalbank, 144-168.

Cline, W. R. (2005): *The United States as a debtor nation*, Institute for International Economics, Washington.

Coakley, J., Fuertes, A.M. y Spagnolo, F. (2004): “Is the Feldstein-Horioka puzzle history?”, *The Manchester School*, 72 (5), 569-590.

Cohen, D. (1985): “How to evaluate the solvency of an indebted nation”, *Economic Policy*, 2, 140-167.

Corden, W.M. (1994): *Economic policy, exchange rates, and the international economy*, Oxford University Press, Oxford.

De Santis, R. A. y Gérard, B. (2006): “Financial integration, international portfolio choice and the European Monetary Union”, European Central Bank, working paper no. 626, May 2006.

Dolado, J. J. y Viñals, J. (1992): “El déficit exterior español: sostenibilidad y objetivos en el proceso de transición a la UEM”, *Papeles de Economía Española*, 52/53, 332-352.

Edwards, S. (2002): “Does the current account matter?”, en S. Edwards y J. Frankel, *Preventing currency crisis in emerging markets*, University of Chicago Press, Chicago, 21-75.

European Economic Advisory Group (EEAG) at CESifo (2006): *Report on the European Economy 2006*, CESifo, Munich.

European Commission (2006): *European Economy*, nº 5.

Feldestein, M. y Horioka, C. (1980): “Domestic saving and international capital flows”, *Economic Journal*, 90 (June), 314-29.

Helliwell, J. y McKittrick, R. (1999): “Comparing Capital Mobility across Provincial and National Borders”, *Canadian Journal of Economics* 32 (5), 1164–73.

Kraay, A. y Ventura, J. (2000): “Current accounts in debtor and creditor countries”, *Quarterly Journal of Economics*, 115 (4), 1137-1166.

Kraay, A. y Ventrua, J. (2003): “Current Accounts in the long and the short run”, en M. Gertler y K. Rogoff (eds), *NBER Macroeconomics Annual 2002*, The Mitt Press, Cambridge (Ma.), 65-94.

Lago Peñas, S. y Martínez López, D. (2005): “Convergente and public investment: Regional policies revisited”, Centro de Estudios Andaluces, documento de trabajo E2005/05.

Lane, P. R. y Milesi-Ferreti, G. M. (2001): “The external wealth of nations: measusres of foreign assets and liabilities for industrial and developing countries”, *Journal of International Economics*, 55, 263-294.

Lane, P. R. y Milesi-Ferreti, G. M. (2006): “A global perspectiva on external positions”, en R. Clarida (ed), *G7 Current account imbalances: sustainability and adjustment*, Universiy of Chicago Press, Chicago.

Lewis, K. K. (1999): “Trying to explain home bias in equities and consumption”, *Journal of Economic Literature*, 37 (June), 571-608.

L'Hotellerie-Fallois, P. y J. Peñalosa (2006): “El diagnóstico del déficit exterior español dentro de la UEM”, *Cuadernos de Información Económica*, nº 192, mayo/junio, p. 17-29.

Malo de Molina, J. L. (2006): “La financiación del auge de la economía española”, *Economistas*, nº 108 (Extra), p. 19-26.

Mann, C. L. (2002): “Perspectives on eh U.S. Current Account Deficit and Sustainability”, *Journal of Economics Perspectives*, vol. 16, n. 3, Summer, p. 131-152.

Maza, L. A. y del Río, A. (2006): “La financiación del déficit exterior de la economía española”, *Boletín Económico del Banco de España*, marzo 2006, 72-84.

Méltiz, J. (2004): “Risk-sharing and EMU”, *Journal of Common Market Studies*, 42 (4), 815-840.

Milesi-Ferreti, G. M. y Razin, A. (1996): “Sustainability of persistent current account deficits”, NBER Working Paper No. 5467.

Mussa, M. (2004): “Exchange Rate Adjustments Needed to Reduce Global Payments Imbalance”, en C. F. Bergsten y J. Williamson (eds.), *Dollar Adjustment: How Far? Against What?*, Institute for International Economics, Washington, 113-138.

Obstfeld, M. (2004): “External adjustment”, *Review of World Economics*, 140 (4), 541-568.

Obstfeld, M. y Rogoff, K. (1996): *Foundations of international macroeconomics*, The MIT Press, Cambridge (Ma.).

Obstfeld, M. y Rogoff, K. (2001): “The six major puzzles in international macroeconomics: Is there a common cause”, en B. Bernake y K. Rogoff (eds), *NBER Macroeconomics Annual 2000*, The MIT Press, Cambridge (Ma.), 339-390.

Obstfeld, M. y Taylor, A. M. (2004): *Global capital markets. Integration, crisis, and growth*, Cambridge University Press, Cambridge (UK).

Obstfeld, M. y K. Rogoff (2005): “Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments”, *Brookings Papers on Economic Activity*, vol.1/2005, p. 67-123.

OECD (2006): “Has the Rise in Debt Made Household More Vulnerable?”, *OECD Economic Outlook*, nº. 80, November, p. 201-232, (preliminary edition).

Peñalosa, J. M. (2002): “¿Qué relevancia tienen los desequilibrios de balanza de pagos en los países industrializados? El caso de la UEM y de Estados Unidos”, *Boletín Económico del Banco de España*, Diciembre, p. 35-44.

Pesaran, M. H. y Smith, R. (1995): “Estimating long-run relationships from dynamic heterogeneous panels”, *Journal of Econometrics*, 68, 79-113.

Reisen, H. (1998): “Sustainable and excessive current account deficits”, OECD Working Paper No. 132.

Requeijo, J. (2004): “La contabilidad del sector exterior español: balanza de pagos y posición de inversión internacional”, *Papeles de Economía Española*, nº 100, 155-165.

Sachs, J. (1982): “The current account in the macroeconomic adjustment process”, *Scandinavian Journal of Economics*, 84 (2), 147-159.

Ventura, J. (2003): “Towards a theory of current accounts”, *The World Economy*, 26 (4), 483-512.

Winckler, G. (1998): “Comments on the paper by Pietro Catta”, en VV.AA., *Current account imbalances in East and West: Do they matter?*, Oesterreichische Nationalbank, 169-171.

# FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

---

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

### Últimos números publicados

- 159/2000 Participación privada en la construcción y explotación de carreteras de peaje  
Ginés de Rus, Manuel Romero y Lourdes Trujillo
- 160/2000 Errores y posibles soluciones en la aplicación del *Value at Risk*  
Mariano González Sánchez
- 161/2000 Tax neutrality on saving assets. The spanish case before and after the tax reform  
Cristina Ruza y de Paz-Curbera
- 162/2000 Private rates of return to human capital in Spain: new evidence  
F. Barceinas, J. Oliver-Alonso, J.L. Raymond y J.L. Roig-Sabaté
- 163/2000 El control interno del riesgo. Una propuesta de sistema de límites  
riesgo neutral  
Mariano González Sánchez
- 164/2001 La evolución de las políticas de gasto de las Administraciones Públicas en los años 90  
Alfonso Utrilla de la Hoz y Carmen Pérez Esparrells
- 165/2001 Bank cost efficiency and output specification  
Emili Tortosa-Ausina
- 166/2001 Recent trends in Spanish income distribution: A robust picture of falling income inequality  
Josep Oliver-Alonso, Xavier Ramos y José Luis Raymond-Bara
- 167/2001 Efectos redistributivos y sobre el bienestar social del tratamiento de las cargas familiares en  
el nuevo IRPF  
Nuria Badenes Plá, Julio López Laborda, Jorge Onrubia Fernández
- 168/2001 The Effects of Bank Debt on Financial Structure of Small and Medium Firms in some Euro-  
pean Countries  
Mónica Melle-Hernández
- 169/2001 La política de cohesión de la UE ampliada: la perspectiva de España  
Ismael Sanz Labrador
- 170/2002 Riesgo de liquidez de Mercado  
Mariano González Sánchez
- 171/2002 Los costes de administración para el afiliado en los sistemas de pensiones basados en cuentas  
de capitalización individual: medida y comparación internacional.  
José Enrique Devesa Carpio, Rosa Rodríguez Barrera, Carlos Vidal Meliá
- 172/2002 La encuesta continua de presupuestos familiares (1985-1996): descripción, representatividad  
y propuestas de metodología para la explotación de la información de los ingresos y el gasto.  
Llorenç Pou, Joaquín Alegre
- 173/2002 Modelos paramétricos y no paramétricos en problemas de concesión de tarjetas de crédito.  
Rosa Puertas, María Bonilla, Ignacio Olmeda

- 174/2002 Mercado único, comercio intra-industrial y costes de ajuste en las manufacturas españolas.  
José Vicente Blanes Cristóbal
- 175/2003 La Administración tributaria en España. Un análisis de la gestión a través de los ingresos y de los gastos.  
Juan de Dios Jiménez Aguilera, Pedro Enrique Barrilao González
- 176/2003 The Falling Share of Cash Payments in Spain.  
Santiago Carbó Valverde, Rafael López del Paso, David B. Humphrey  
Publicado en "Moneda y Crédito" nº 217, pags. 167-189.
- 177/2003 Effects of ATMs and Electronic Payments on Banking Costs: The Spanish Case.  
Santiago Carbó Valverde, Rafael López del Paso, David B. Humphrey
- 178/2003 Factors explaining the interest margin in the banking sectors of the European Union.  
Joaquín Maudos y Juan Fernández Guevara
- 179/2003 Los planes de stock options para directivos y consejeros y su valoración por el mercado de valores en España.  
Mónica Melle Hernández
- 180/2003 Ownership and Performance in Europe and US Banking – A comparison of Commercial, Co-operative & Savings Banks.  
Yener Altunbas, Santiago Carbó y Phil Molyneux
- 181/2003 The Euro effect on the integration of the European stock markets.  
Mónica Melle Hernández
- 182/2004 In search of complementarity in the innovation strategy: international R&D and external knowledge acquisition.  
Bruno Cassiman, Reinhilde Veugelers
- 183/2004 Fijación de precios en el sector público: una aplicación para el servicio municipal de suministro de agua.  
M<sup>a</sup> Ángeles García Valiñas
- 184/2004 Estimación de la economía sumergida en España: un modelo estructural de variables latentes.  
Ángel Alañón Pardo, Miguel Gómez de Antonio
- 185/2004 Causas políticas y consecuencias sociales de la corrupción.  
Joan Oriol Prats Cabrera
- 186/2004 Loan bankers' decisions and sensitivity to the audit report using the belief revision model.  
Andrés Guiral Contreras and José A. Gonzalo Angulo
- 187/2004 El modelo de Black, Derman y Toy en la práctica. Aplicación al mercado español.  
Marta Tolentino García-Abadillo y Antonio Díaz Pérez
- 188/2004 Does market competition make banks perform well?.  
Mónica Melle
- 189/2004 Efficiency differences among banks: external, technical, internal, and managerial  
Santiago Carbó Valverde, David B. Humphrey y Rafael López del Paso

- 190/2004 Una aproximación al análisis de los costes de la esquizofrenia en España: los modelos jerárquicos bayesianos  
F. J. Vázquez-Polo, M. A. Negrín, J. M. Cavasés, E. Sánchez y grupo RIRAG
- 191/2004 Environmental proactivity and business performance: an empirical analysis  
Javier González-Benito y Óscar González-Benito
- 192/2004 Economic risk to beneficiaries in notional defined contribution accounts (NDCs)  
Carlos Vidal-Meliá, Inmaculada Domínguez-Fabian y José Enrique Devesa-Carpio
- 193/2004 Sources of efficiency gains in port reform: non parametric malmquist decomposition tfp index for Mexico  
Antonio Estache, Beatriz Tovar de la Fé y Lourdes Trujillo
- 194/2004 Persistencia de resultados en los fondos de inversión españoles  
Alfredo Ciriaco Fernández y Rafael Santamaría Aquilué
- 195/2005 El modelo de revisión de creencias como aproximación psicológica a la formación del juicio del auditor sobre la gestión continuada  
Andrés Guiral Contreras y Francisco Esteso Sánchez
- 196/2005 La nueva financiación sanitaria en España: descentralización y prospectiva  
David Cantarero Prieto
- 197/2005 A cointegration analysis of the Long-Run supply response of Spanish agriculture to the common agricultural policy  
José A. Mendez, Ricardo Mora y Carlos San Juan
- 198/2005 ¿Refleja la estructura temporal de los tipos de interés del mercado español preferencia por la liquidez?  
Magdalena Massot Perelló y Juan M. Nave
- 199/2005 Análisis de impacto de los Fondos Estructurales Europeos recibidos por una economía regional: Un enfoque a través de Matrices de Contabilidad Social  
M. Carmen Lima y M. Alejandro Cardenete
- 200/2005 Does the development of non-cash payments affect monetary policy transmission?  
Santiago Carbó Valverde y Rafael López del Paso
- 201/2005 Firm and time varying technical and allocative efficiency: an application for port cargo handling firms  
Ana Rodríguez-Álvarez, Beatriz Tovar de la Fe y Lourdes Trujillo
- 202/2005 Contractual complexity in strategic alliances  
Jeffrey J. Reuer y Africa Ariño
- 203/2005 Factores determinantes de la evolución del empleo en las empresas adquiridas por opa  
Nuria Alcalde Fradejas y Inés Pérez-Soba Aguilar
- 204/2005 Nonlinear Forecasting in Economics: a comparison between Comprehension Approach versus Learning Approach. An Application to Spanish Time Series  
Elena Olmedo, Juan M. Valderas, Ricardo Gimeno and Lorenzo Escot



- 205/2005 Precio de la tierra con presión urbana: un modelo para España  
Esther Decimavilla, Carlos San Juan y Stefan Sperlich
- 206/2005 Interregional migration in Spain: a semiparametric analysis  
Adolfo Maza y José Villaverde
- 207/2005 Productivity growth in European banking  
Carmen Murillo-Melchor, José Manuel Pastor y Emili Tortosa-Ausina
- 208/2005 Explaining Bank Cost Efficiency in Europe: Environmental and Productivity Influences.  
Santiago Carbó Valverde, David B. Humphrey y Rafael López del Paso
- 209/2005 La elasticidad de sustitución intertemporal con preferencias no separables intratemporalmente: los casos de Alemania, España y Francia.  
Elena Márquez de la Cruz, Ana R. Martínez Cañete y Inés Pérez-Soba Aguilar
- 210/2005 Contribución de los efectos tamaño, book-to-market y momentum a la valoración de activos: el caso español.  
Begoña Font-Belaire y Alfredo Juan Grau-Grau
- 211/2005 Permanent income, convergence and inequality among countries  
José M. Pastor and Lorenzo Serrano
- 212/2005 The Latin Model of Welfare: Do 'Insertion Contracts' Reduce Long-Term Dependence?  
Luis Ayala and Magdalena Rodríguez
- 213/2005 The effect of geographic expansion on the productivity of Spanish savings banks  
Manuel Illueca, José M. Pastor and Emili Tortosa-Ausina
- 214/2005 Dynamic network interconnection under consumer switching costs  
Ángel Luis López Rodríguez
- 215/2005 La influencia del entorno socioeconómico en la realización de estudios universitarios: una aproximación al caso español en la década de los noventa  
Marta Rahona López
- 216/2005 The valuation of spanish ipos: efficiency analysis  
Susana Álvarez Otero
- 217/2005 On the generation of a regular multi-input multi-output technology using parametric output distance functions  
Sergio Perelman and Daniel Santin
- 218/2005 La gobernanza de los procesos parlamentarios: la organización industrial del congreso de los diputados en España  
Gonzalo Caballero Miguez
- 219/2005 Determinants of bank market structure: Efficiency and political economy variables  
Francisco González
- 220/2005 Agresividad de las órdenes introducidas en el mercado español: estrategias, determinantes y medidas de performance  
David Abad Díaz

- 221/2005 Tendencia post-anuncio de resultados contables: evidencia para el mercado español  
Carlos Forner Rodríguez, Joaquín Marhuenda Fructuoso y Sonia Sanabria García
- 222/2005 Human capital accumulation and geography: empirical evidence in the European Union  
Jesús López-Rodríguez, J. Andrés Faiña y Jose Lopez Rodríguez
- 223/2005 Auditors' Forecasting in Going Concern Decisions: Framing, Confidence and Information Processing  
Waymond Rodgers and Andrés Guiral
- 224/2005 The effect of Structural Fund spending on the Galician region: an assessment of the 1994-1999 and 2000-2006 Galician CSFs  
José Ramón Cancelo de la Torre, J. Andrés Faiña and Jesús López-Rodríguez
- 225/2005 The effects of ownership structure and board composition on the audit committee activity: Spanish evidence  
Carlos Fernández Méndez and Rubén Arrondo García
- 226/2005 Cross-country determinants of bank income smoothing by managing loan loss provisions  
Ana Rosa Fonseca and Francisco González
- 227/2005 Incumplimiento fiscal en el irpf (1993-2000): un análisis de sus factores determinantes  
Alejandro Estellér Moré
- 228/2005 Region versus Industry effects: volatility transmission  
Pilar Soriano Felipe and Francisco J. Climent Diranzo
- 229/2005 Concurrent Engineering: The Moderating Effect Of Uncertainty On New Product Development Success  
Daniel Vázquez-Bustelo and Sandra Valle
- 230/2005 On zero lower bound traps: a framework for the analysis of monetary policy in the 'age' of central banks  
Alfonso Palacio-Vera
- 231/2005 Reconciling Sustainability and Discounting in Cost Benefit Analysis: a methodological proposal  
M. Carmen Almansa Sáez and Javier Calatrava Requena
- 232/2005 Can The Excess Of Liquidity Affect The Effectiveness Of The European Monetary Policy?  
Santiago Carbó Valverde and Rafael López del Paso
- 233/2005 Inheritance Taxes In The Eu Fiscal Systems: The Present Situation And Future Perspectives.  
Miguel Angel Barberán Lahuerta
- 234/2006 Bank Ownership And Informativeness Of Earnings.  
Víctor M. González
- 235/2006 Developing A Predictive Method: A Comparative Study Of The Partial Least Squares Vs Maximum Likelihood Techniques.  
Waymond Rodgers, Paul Pavlou and Andres Guiral.
- 236/2006 Using Compromise Programming for Macroeconomic Policy Making in a General Equilibrium Framework: Theory and Application to the Spanish Economy.  
Francisco J. André, M. Alejandro Cardenete y Carlos Romero.

- 237/2006 Bank Market Power And Sme Financing Constraints.  
Santiago Carbó-Valverde, Francisco Rodríguez-Fernández y Gregory F. Udell.
- 238/2006 Trade Effects Of Monetary Agreements: Evidence For Oecd Countries.  
Salvador Gil-Pareja, Rafael Llorca-Vivero y José Antonio Martínez-Serrano.
- 239/2006 The Quality Of Institutions: A Genetic Programming Approach.  
Marcos Álvarez-Díaz y Gonzalo Caballero Miguez.
- 240/2006 La interacción entre el éxito competitivo y las condiciones del mercado doméstico como determinantes de la decisión de exportación en las Pymes.  
Francisco García Pérez.
- 241/2006 Una estimación de la depreciación del capital humano por sectores, por ocupación y en el tiempo.  
Inés P. Murillo.
- 242/2006 Consumption And Leisure Externalities, Economic Growth And Equilibrium Efficiency.  
Manuel A. Gómez.
- 243/2006 Measuring efficiency in education: an analysis of different approaches for incorporating non-discretionary inputs.  
Jose Manuel Cordero-Ferrera, Francisco Pedraja-Chaparro y Javier Salinas-Jiménez
- 244/2006 Did The European Exchange-Rate Mechanism Contribute To The Integration Of Peripheral Countries?.  
Salvador Gil-Pareja, Rafael Llorca-Vivero y José Antonio Martínez-Serrano
- 245/2006 Intergenerational Health Mobility: An Empirical Approach Based On The Echp.  
Marta Pascual and David Cantarero
- 246/2006 Measurement and analysis of the Spanish Stock Exchange using the Lyapunov exponent with digital technology.  
Salvador Rojí Ferrari and Ana Gonzalez Marcos
- 247/2006 Testing For Structural Breaks In Variance With additive Outliers And Measurement Errors.  
Paulo M.M. Rodrigues and Antonio Rubia
- 248/2006 The Cost Of Market Power In Banking: Social Welfare Loss Vs. Cost Inefficiency.  
Joaquín Maudos and Juan Fernández de Guevara
- 249/2006 Elasticidades de largo plazo de la demanda de vivienda: evidencia para España (1885-2000).  
Desiderio Romero Jordán, José Félix Sanz Sanz y César Pérez López
- 250/2006 Regional Income Disparities in Europe: What role for location?.  
Jesús López-Rodríguez and J. Andrés Faña
- 251/2006 Funciones abreviadas de bienestar social: Una forma sencilla de simultaneizar la medición de la eficiencia y la equidad de las políticas de gasto público.  
Nuria Badenes Plá y Daniel Santín González
- 252/2006 "The momentum effect in the Spanish stock market: Omitted risk factors or investor behaviour?".  
Luis Muga and Rafael Santamaría
- 253/2006 Dinámica de precios en el mercado español de gasolina: un equilibrio de colusión tácita.  
Jordi Perdiguero García

- 254/2006 Desigualdad regional en España: renta permanente versus renta corriente.  
José M. Pastor, Empar Pons y Lorenzo Serrano
- 255/2006 Environmental implications of organic food preferences: an application of the impure public goods model.  
Ana Maria Aldanondo-Ochoa y Carmen Almansa-Sáez
- 256/2006 Family tax credits versus family allowances when labour supply matters: Evidence for Spain.  
José Felix Sanz-Sanz, Desiderio Romero-Jordán y Santiago Álvarez-García
- 257/2006 La internacionalización de la empresa manufacturera española: efectos del capital humano genérico y específico.  
José López Rodríguez
- 258/2006 Evaluación de las migraciones interregionales en España, 1996-2004.  
María Martínez Torres
- 259/2006 Efficiency and market power in Spanish banking.  
Rolf Färe, Shawna Grosskopf y Emili Tortosa-Ausina.
- 260/2006 Asimetrías en volatilidad, beta y contagios entre las empresas grandes y pequeñas cotizadas en la bolsa española.  
Helena Chuliá y Hipòlit Torró.
- 261/2006 Birth Replacement Ratios: New Measures of Period Population Replacement.  
José Antonio Ortega.
- 262/2006 Accidentes de tráfico, víctimas mortales y consumo de alcohol.  
José M<sup>a</sup> Arranz y Ana I. Gil.
- 263/2006 Análisis de la Presencia de la Mujer en los Consejos de Administración de las Mil Mayores Empresas Españolas.  
Ruth Mateos de Cabo, Lorenzo Escot Mangas y Ricardo Gimeno Nogués.
- 264/2006 Crisis y Reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Las Limitaciones de la Política Económica en Europa.  
Ignacio Álvarez Peralta.
- 265/2006 Have Child Tax Allowances Affected Family Size? A Microdata Study For Spain (1996-2000).  
Jaime Vallés-Giménez y Anabel Zárate-Marco.
- 266/2006 Health Human Capital And The Shift From Foraging To Farming.  
Paolo Rungo.
- 267/2006 Financiación Autonómica y Política de la Competencia: El Mercado de Gasolina en Canarias.  
Juan Luis Jiménez y Jordi Perdiguero.
- 268/2006 El cumplimiento del Protocolo de Kyoto para los hogares españoles: el papel de la imposición sobre la energía.  
Desiderio Romero-Jordán y José Félix Sanz-Sanz.
- 269/2006 Banking competition, financial dependence and economic growth  
Joaquín Maudos y Juan Fernández de Guevara
- 270/2006 Efficiency, subsidies and environmental adaptation of animal farming under CAP  
Werner Kleinhanß, Carmen Murillo, Carlos San Juan y Stefan Sperlich

- 271/2006 Interest Groups, Incentives to Cooperation and Decision-Making Process in the European Union  
A. Garcia-Lorenzo y Jesús López-Rodríguez
- 272/2006 Riesgo asimétrico y estrategias de momentum en el mercado de valores español  
Luis Muga y Rafael Santamaría
- 273/2006 Valoración de capital-riesgo en proyectos de base tecnológica e innovadora a través de la teoría de opciones reales  
Gracia Rubio Martín
- 274/2006 Capital stock and unemployment: searching for the missing link  
Ana Rosa Martínez-Cañete, Elena Márquez de la Cruz, Alfonso Palacio-Vera and Inés Pérez-Soba Aguilar
- 275/2006 Study of the influence of the voters' political culture on vote decision through the simulation of a political competition problem in Spain  
Sagrario Lantarón, Isabel Lillo, M<sup>a</sup> Dolores López and Javier Rodrigo
- 276/2006 Investment and growth in Europe during the Golden Age  
Antonio Cubel and M<sup>a</sup> Teresa Sanchis
- 277/2006 Efectos de vincular la pensión pública a la inversión en cantidad y calidad de hijos en un modelo de equilibrio general  
Robert Meneu Gaya
- 278/2006 El consumo y la valoración de activos  
Elena Márquez y Belén Nieto
- 279/2006 Economic growth and currency crisis: A real exchange rate entropic approach  
David Matesanz Gómez y Guillermo J. Ortega
- 280/2006 Three measures of returns to education: An illustration for the case of Spain  
María Arrazola y José de Hevia
- 281/2006 Composition of Firms versus Composition of Jobs  
Antoni Cunyat
- 282/2006 La vocación internacional de un holding tranviario belga: la Compagnie Mutuelle de Tramways, 1895-1918  
Alberte Martínez López
- 283/2006 Una visión panorámica de las entidades de crédito en España en la última década.  
Constantino García Ramos
- 284/2006 Foreign Capital and Business Strategies: a comparative analysis of urban transport in Madrid and Barcelona, 1871-1925  
Alberte Martínez López
- 285/2006 Los intereses belgas en la red ferroviaria catalana, 1890-1936  
Alberte Martínez López
- 286/2006 The Governance of Quality: The Case of the Agrifood Brand Names  
Marta Fernández Barcala, Manuel González-Díaz y Emmanuel Raynaud
- 287/2006 Modelling the role of health status in the transition out of malthusian equilibrium  
Paolo Rungo, Luis Currais and Berta Rivera
- 288/2006 Industrial Effects of Climate Change Policies through the EU Emissions Trading Scheme  
Xavier Labandeira and Miguel Rodríguez

- 289/2006 Globalisation and the Composition of Government Spending: An analysis for OECD countries  
Norman Gemmell, Richard Kneller and Ismael Sanz
- 290/2006 La producción de energía eléctrica en España: Análisis económico de la actividad tras la liberalización del Sector Eléctrico  
Fernando Hernández Martínez
- 291/2006 Further considerations on the link between adjustment costs and the productivity of R&D investment: evidence for Spain  
Desiderio Romero-Jordán, José Félix Sanz-Sanz and Inmaculada Álvarez-Ayuso
- 292/2006 Una teoría sobre la contribución de la función de compras al rendimiento empresarial  
Javier González Benito
- 293/2006 Agility drivers, enablers and outcomes: empirical test of an integrated agile manufacturing model  
Daniel Vázquez-Bustelo, Lucía Avella and Esteban Fernández
- 294/2006 Testing the parametric vs the semiparametric generalized mixed effects models  
María José Lombardía and Stefan Sperlich
- 295/2006 Nonlinear dynamics in energy futures  
Mariano Matilla-García
- 296/2006 Estimating Spatial Models By Generalized Maximum Entropy Or How To Get Rid Of W  
Esteban Fernández Vázquez, Matías Mayor Fernández and Jorge Rodríguez-Valez
- 297/2006 Optimización fiscal en las transmisiones lucrativas: análisis metodológico  
Félix Domínguez Barrero
- 298/2006 La situación actual de la banca online en España  
Francisco José Climent Diranzo y Alexandre Momparler Pechuán
- 299/2006 Estrategia competitiva y rendimiento del negocio: el papel mediador de la estrategia y las capacidades productivas  
Javier González Benito y Isabel Suárez González
- 300/2006 A Parametric Model to Estimate Risk in a Fixed Income Portfolio  
Pilar Abad and Sonia Benito
- 301/2007 Análisis Empírico de las Preferencias Sociales Respecto del Gasto en Obra Social de las Cajas de Ahorros  
Alejandro Esteller-Moré, Jonathan Jorba Jiménez y Albert Solé-Ollé
- 302/2007 Assessing the enlargement and deepening of regional trading blocs: The European Union case  
Salvador Gil-Pareja, Rafael Llorca-Vivero y José Antonio Martínez-Serrano
- 303/2007 ¿Es la Franquicia un Medio de Financiación?: Evidencia para el Caso Español  
Vanessa Solís Rodríguez y Manuel González Díaz
- 304/2007 On the Finite-Sample Biases in Nonparametric Testing for Variance Constancy  
Paulo M.M. Rodrigues and Antonio Rubia
- 305/2007 Spain is Different: Relative Wages 1989-98  
José Antonio Carrasco Gallego

- 306/2007 Poverty reduction and SAM multipliers: An evaluation of public policies in a regional framework  
Francisco Javier De Miguel-Vélez y Jesús Pérez-Mayo
- 307/2007 La Eficiencia en la Gestión del Riesgo de Crédito en las Cajas de Ahorro  
Marcelino Martínez Cabrera
- 308/2007 Optimal environmental policy in transport: unintended effects on consumers' generalized price  
M. Pilar Socorro and Ofelia Betancor
- 309/2007 Agricultural Productivity in the European Regions: Trends and Explanatory Factors  
Roberto Ezcurra, Belen Iraizoz, Pedro Pascual and Manuel Rapún
- 310/2007 Long-run Regional Population Divergence and Modern Economic Growth in Europe: a Case Study of Spain  
María Isabel Ayuda, Fernando Collantes and Vicente Pinilla
- 311/2007 Financial Information effects on the measurement of Commercial Banks' Efficiency  
Borja Amor, María T. Tascón and José L. Fanjul
- 312/2007 Neutralidad e incentivos de las inversiones financieras en el nuevo IRPF  
Félix Domínguez Barrero
- 313/2007 The Effects of Corporate Social Responsibility Perceptions on The Valuation of Common Stock  
Waymond Rodgers , Helen Choy and Andres Guiral-Contreras
- 314/2007 Country Creditor Rights, Information Sharing and Commercial Banks' Profitability Persistence across the world  
Borja Amor, María T. Tascón and José L. Fanjul
- 315/2007 ¿Es Relevante el Déficit Corriente en una Unión Monetaria? El Caso Español  
Javier Blanco González y Ignacio del Rosal Fernández