



- ◆ Trabajo realizado por el equipo de la Biblioteca Digital de CEU-Universidad San Pablo
- ◆ Me comprometo a utilizar esta copia privada sin finalidad lucrativa, para fines de investigación y docencia, de acuerdo con el art. 37 de la M.T.R.L.P.I. (Modificación del Texto Refundido de la Ley de Propiedad Intelectual del 7 julio del 2006)

¿Qué relevancia tienen los desequilibrios de balanza de pagos en los países industrializados? El caso de la UEM y de Estados Unidos

Este artículo ha sido elaborado por Juan M^a Peñalosa, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCIÓN

La balanza de pagos, como registro de las transacciones comerciales y financieras de un país con el exterior, es una importante fuente de información para valorar la situación económica. Sin embargo, el análisis de estos datos no es sencillo, pues están sujetos a interpretaciones diversas. En un mundo donde la mayor parte de los flujos comerciales y financieros se canaliza a través de los agentes privados, un déficit por cuenta corriente solo es preocupante en la medida en que alcance un nivel que ponga en entredicho la sostenibilidad del régimen cambiario —o anticipe fuertes movimientos del tipo de cambio—, o sea indicativo de graves problemas de competitividad. En cualquiera de los dos casos, es difícil realizar un diagnóstico atendiendo solo a la información que proporciona la balanza de pagos y debe acudir a otras variables para realizar una valoración mejor fundada. Así, es complicado precisar bajo qué condiciones los mercados financieros perciben que la situación del sector exterior no es sostenible y puede producirse una corrección brusca del tipo de cambio. Un déficit por cuenta corriente alto y persistente puede ser síntoma de que la producción nacional es poco competitiva, pero también puede ser resultado de un crecimiento intenso de la inversión nacional, que se financia, en parte, recurriendo al ahorro externo y que, a medio plazo, mejorará la competitividad y restaurará el equilibrio de las cuentas exteriores. Asimismo, es difícil evaluar en qué medida las transacciones por cuenta corriente son las que determinan una posición financiera que debe cubrirse con entradas netas de capital o, por el contrario, son los flujos financieros con el exterior los que dominan la evolución de la cuenta corriente.

En el apartado 2 de este artículo se analiza qué variables ayudan a caracterizar el tratamiento que debe merecer el análisis de la balanza de pagos. El caso de una economía desarrollada con régimen de tipo de cambio flexible, como Estados Unidos o la UEM, se examina en el apartado 3, mientras que en el apartado 4 se considera el caso de los países que se encuentran vinculados por una moneda común, como los que se han incorporado a la UEM. En estos se observa que, mientras que la moneda única ha eliminado el riesgo de que el déficit exterior dé lugar a una corrección brusca del tipo de cambio, los problemas de competitividad que pueden acumularse son, potencialmente, más graves, puesto que se carece de la posibilidad de corregirlos mediante la devalua-

ción de la moneda. Las conclusiones se recogen en el apartado 5.

2. EL DESEQUILIBRIO DE BALANZA DE PAGOS COMO INDICADOR DE INESTABILIDAD

En los últimos años se han producido en el mundo diversos casos de crisis económicas (Méjico, en 1994; Rusia y el Sudeste Asiático, en 1998; Argentina, en 2001) que se desencadenaron, entre otros factores, a raíz de los desequilibrios registrados en la balanza de pagos. Aunque el núcleo del problema no era en todos los casos la presencia de un elevado déficit por cuenta corriente, el detonante de esas crisis fueron los bruscos cambios ocurridos en los flujos financieros con el exterior, de forma que países que normalmente recibían inversiones netas del resto del mundo comenzaban a sufrir una masiva fuga de capitales, que daba paso a fuertes depreciaciones del tipo de cambio. Un rasgo común a estos países es que se trataba de economías emergentes —o, al menos, no incorporadas plenamente al grupo de países industrializados—, dependientes de la financiación exterior y con regímenes cambiarios que ligaban de forma más o menos estricta la moneda local con otra extranjera —normalmente, el dólar—. En las economías industrializadas, por el contrario, no se han producido en los últimos años crisis de balanza de pagos similares. En Europa, el último episodio con características algo parecidas a estas ocurrió en el período 1992-1994, cuando una serie de factores condujeron a la crisis del Mecanismo de Cambios del Sistema Monetario Europeo y diversos países abandonaron ese mecanismo o devaluaron sus monedas.

En general, pueden destacarse algunos factores que hacen que la presencia de un desequilibrio de balanza de pagos sea preocupante (1). El elemento esencial es, probablemente, el régimen cambiario que se haya elegido, pues este determina en qué medida las variaciones en la demanda relativa de activos financieros denominados en moneda nacional y extranjera puede autocorregirse mediante los propios movimientos del tipo de cambio. En regímenes de tipos de cambio fijo o semifijo, en los que las autoridades tienen un compromiso para mantener la estabilidad cambiaria de forma más o menos estricta, el banco central

(1) El déficit por cuenta corriente es el indicador que habitualmente se utiliza para evaluar el desequilibrio exterior o la vulnerabilidad de las economías ante cambios en la actitud de los mercados financieros, si bien la ausencia de déficit en la balanza por cuenta corriente no evita que un país pueda verse afectado por cambios bruscos en la orientación de los flujos financieros.

debe responder con intervenciones —ya sean automáticas, como en el caso de los *currency board*, o discrecionales— en los mercados monetarios o cambiarios a las eventuales variaciones en los flujos netos de capital, con el fin de mantener el tipo de cambio al nivel deseado. Las posibilidades de éxito de esta estrategia son limitadas, pues las intervenciones del banco central se encuentran restringidas por la disponibilidad de reservas o por la dificultad de mantener de modo indefinido contracciones monetarias severas. Así, la experiencia demuestra que si, como consecuencia de los desequilibrios de balanza de pagos, se produce una presión depreciatoria intensa, estos episodios suelen saldarse con la devaluación del tipo de cambio.

El grado de estabilidad de las entradas de capital es, asimismo, fundamental para valorar si el desequilibrio exterior es un factor relevante a tener en cuenta (2). Este elemento está relacionado con la credibilidad de que disfruten las autoridades nacionales, con la tradición de estabilidad macroeconómica y política del país, con la ubicación de la economía nacional en el mundo, su especialización, etc. Obviamente, cuanto más volátiles sean esas entradas de capital y más ligadas se encuentren a la obtención de beneficios altos en inversiones con contenido especulativo, mayores son los riesgos de que esos flujos reviertan hacia el exterior y generen una crisis de balanza de pagos. En este sentido, el déficit por cuenta corriente puede contener un elemento de vulnerabilidad si se considera que la financiación exterior resulta más inestable que la interior, lo que tiende a ocurrir cuando las entradas de capital se encuentran muy influidas por el nivel del tipo de cambio o por las expectativas sobre su evolución futura.

En los países industrializados se observa que estos factores resultan, en general, poco significativos. Por un lado, en el caso de las tres grandes áreas económicas, existe un tipo de cambio flexible entre sus monedas —euro, dólar y yen—, de modo que los bancos centrales de estas zonas no tienen objetivos cambiarios que defender y los movimientos de entradas y salidas de capital conducen a variaciones cambiarias que, en sí mismas, podrían corregir, si fuera necesario, el desequilibrio exterior. Por otro lado, el hecho de que estos países constituyan zonas de alto bienestar, con estabilidad de precios y una elevada credibilidad de su po-

(2) De hecho, un indicador que también se utiliza con frecuencia como medida del equilibrio exterior es el saldo de la denominada *balanza básica*, que se obtiene al sumar el saldo de la balanza por cuenta corriente y los flujos netos de las inversiones que se juzgan más permanentes, como son las inversiones directas y de cartera.

lítica económica, facilita una financiación estable del eventual déficit exterior. Aunque también existen entradas de capital de corto plazo, de contenido más especulativo, su importancia relativa es menor, por lo que es menos probable que se produzca un cambio brusco en el sentimiento del mercado que modifique sustancialmente las pautas de inversión en estas zonas. Obviamente, esto no quiere decir que, en ocasiones, la persistencia de un elevado déficit exterior no exija un ajuste en estos países, aunque suele ser menos traumático que el que experimentan las economías emergentes. Dentro de este grupo de países industrializados, este artículo presta atención a dos casos que presentan un especial interés: Estados Unidos y la UEM.

3. EL DESEQUILIBRIO EXTERIOR EN UN RÉGIMEN DE ESTABILIDAD MACROECONÓMICA Y TIPOS DE CAMBIO FLEXIBLES: EL CASO DE ESTADOS UNIDOS Y DE LA UEM

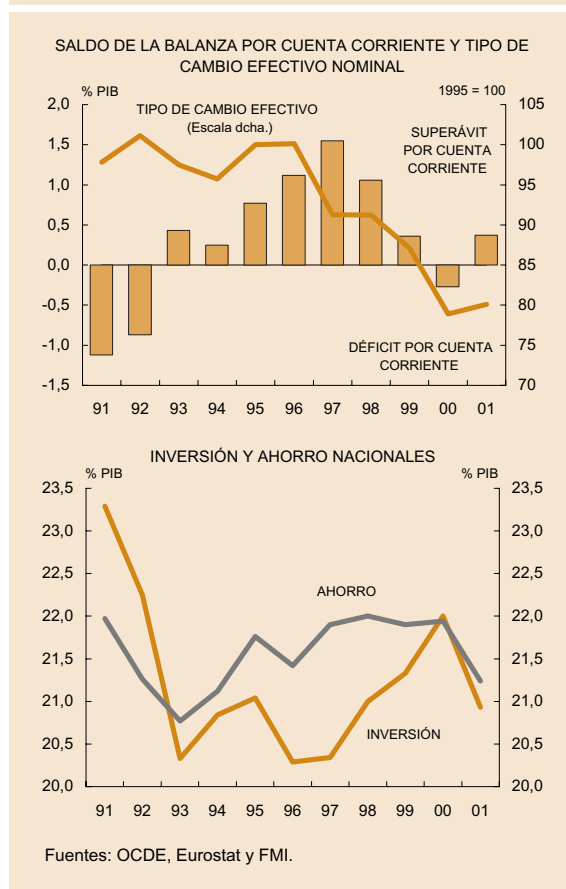
La zona del euro ha venido presentado un superávit de la balanza por cuenta corriente desde 1993, con la única excepción del año 2000 (véase la parte superior del gráfico 1). Como se comentó anteriormente, el hecho de que no sea necesario recurrir al ahorro del resto del mundo para financiar la inversión nacional no supone, necesariamente, que la UEM se encuentre al abrigo de los efectos de las variaciones en la orientación de los flujos financieros internacionales sobre el tipo de cambio y la situación económica (3). Además, resulta muy relevante conocer en qué medida la introducción del euro ha modificado la capacidad de los países integrantes del área para incurrir en un déficit de balanza de pagos, lo que se analiza en el siguiente apartado.

En cuanto a Estados Unidos, este país viene mostrando un déficit por cuenta corriente muy abultado, que, además, se ha manifestado de forma persistente durante las dos últimas décadas (véase gráfico 2). Este déficit se ha interpretado, en ocasiones, como una consecuencia del papel central que el dólar desempeña en el sistema financiero internacional y del dinamismo de la economía estadounidense, lo que hace que los activos en dólares tengan

(3) De hecho, la balanza básica mostró un acusado déficit durante el período 1998-2001, que puede explicar, en parte, la significativa depreciación del tipo de cambio del euro que tuvo lugar en ese período. La reversión hacia un superávit de la balanza básica hacia finales de 2001 coincidió con el comienzo de un período de cierta recuperación del euro en los mercados cambiarios.

GRÁFICO 1

Saldo de la balanza por cuenta corriente, ahorro e inversión en el área del euro

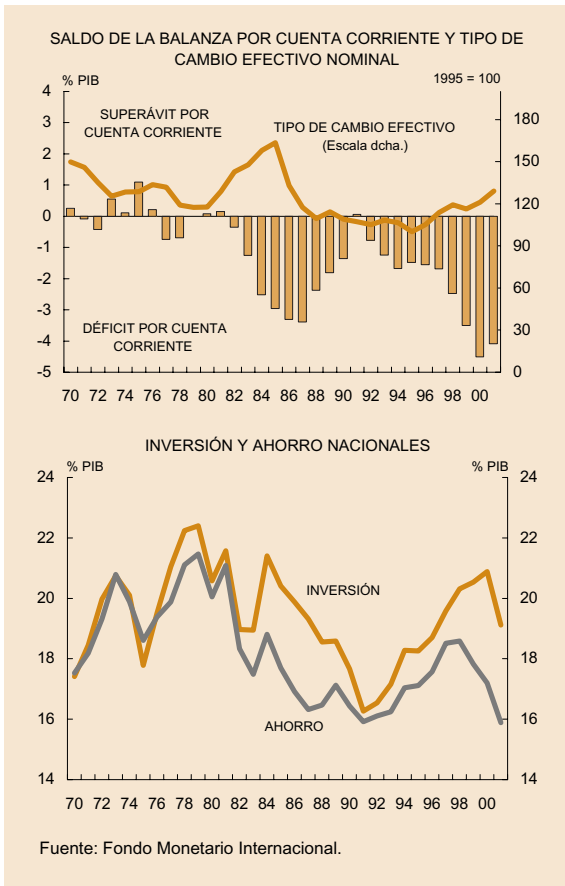


un gran atractivo e incentiva las entradas de capital en EEUU, la apreciación de su moneda y, en definitiva, la aparición de un déficit. De hecho, en el caso de EEUU, el desequilibrio crónico de la balanza de pagos por cuenta corriente no solo no ha conducido a una debilidad del dólar, sino que este ha mostrado una relativa fortaleza durante períodos prolongados.

En los últimos años, el elevado y creciente déficit exterior de EEUU ha sido motivo de preocupación para las autoridades económicas mundiales, ante el temor de que las pautas de inversión en la economía estadounidense pudieran modificarse significativamente, dando lugar a una brusca variación del tipo de cambio, que generara perturbaciones en la dinámica de crecimiento mundial. De hecho, en el análisis del sector exterior de las economías industrializadas de las últimas décadas se observa que habitualmente el ajuste se produce cuando el déficit por cuenta corriente alcanza niveles próximos al 5% del PIB, en torno a los cuales se sitúa la economía estadounidense en los últimos años [véase Freund (2000)]. Además, mientras que, durante casi toda la década de los noventa, el elevado déficit por cuenta corriente supuso un recurso al

GRÁFICO 2

Saldo de la balanza por cuenta corriente, ahorro e inversión en EEUU

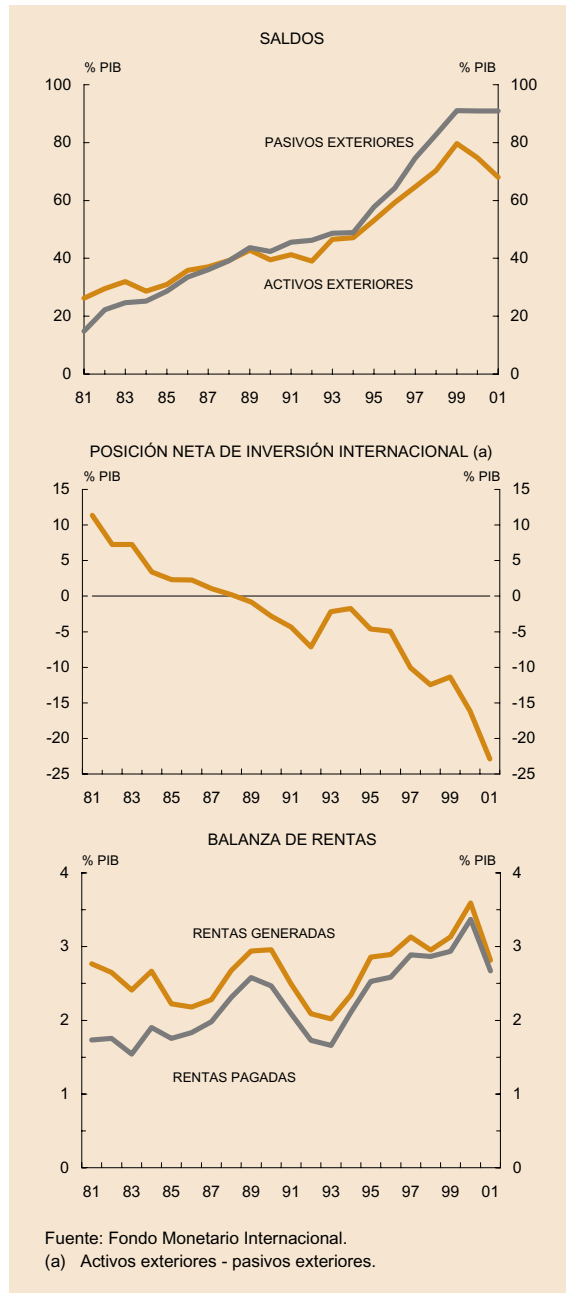


ahorro exterior ante la insuficiencia del ahorro nacional para financiar una inversión creciente, la caída observada recientemente en la inversión no ha venido acompañada de una moderación del déficit. El intenso deterioro de la posición de inversión internacional de EEUU también es un signo que apunta a la dificultad de que se mantenga la tendencia actual, pese a que las rentas que deben pagarse por los pasivos frente al exterior son similares a las que devengan los activos financieros frente al resto del mundo (véase gráfico 3).

Como se comentó anteriormente, la naturaleza de las entradas de capital es también un elemento relevante para evaluar el desequilibrio exterior. En los últimos años, los EEUU han recibido cuantiosas entradas de capital materializadas en la adquisición de acciones —mediante inversión directa o en cartera—, vinculadas al auge de los sectores de alta tecnología (véase gráfico 4). En este sentido, el alto potencial de crecimiento de la economía de EEUU y el carácter del dólar como moneda refugio —que hace que, por ejemplo, el dólar sea la principal moneda de reserva de los bancos centrales— son factores que incentivan una de-

GRÁFICO 3

Activos y pasivos exteriores en EEUU

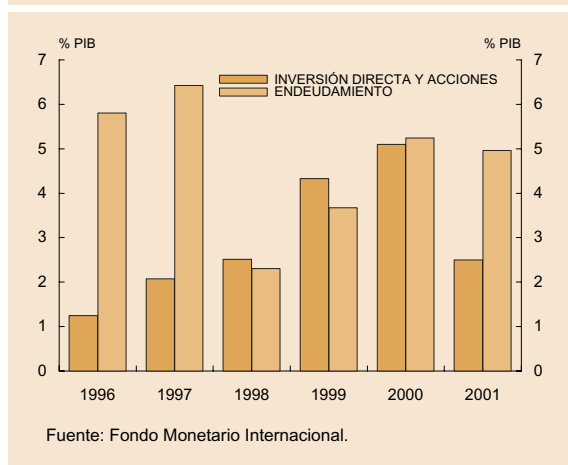


manda estable de activos emitidos por los agentes estadounidenses. En 2001, sin embargo, la pauta de años anteriores se modificó y el grueso de las entradas de capital se canalizó a través de endeudamiento (créditos y valores de renta fija), mientras que la inversión directa y la compra de acciones se redujo ostensiblemente.

Para evaluar las posibilidades de que se produzca una reducción del déficit es, asimismo, conveniente analizar la situación patrimonial de los sectores residentes. En el gráfico 5 se advierte cómo el creciente déficit exterior observa-

GRÁFICO 4

Entradas de capital en EEUU

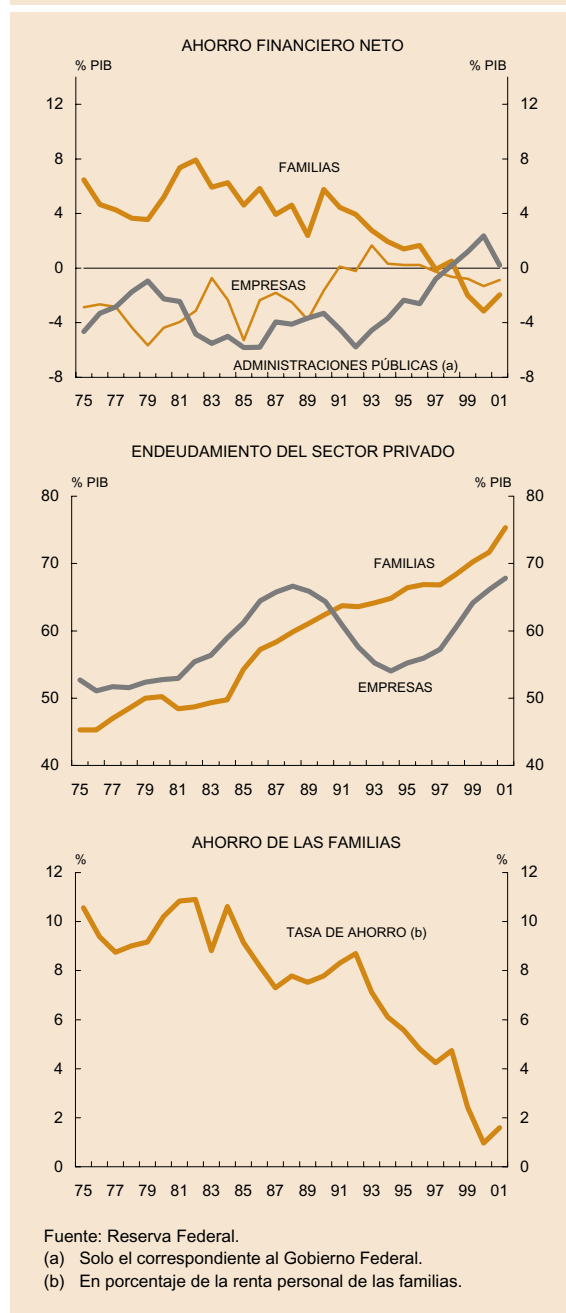


do en EEUU hasta 2001 se debió a una disminución sustancial de la capacidad de financiación de las empresas y, sobre todo, de las familias, que no fue más que parcialmente compensada por la mejora de las cuentas públicas. En este sentido, debe destacarse el fuerte aumento experimentado por el endeudamiento del sector privado en la última década, cuyo saldo se eleva al 75% del PIB, en el caso de las familias, y a algo menos del 70%, en el de las empresas no financieras. Mientras que, en el caso de las empresas, el endeudamiento recientemente registrado es similar al de finales de los ochenta, los niveles alcanzados en el saldo de financiación concedida a las familias son muy superiores a los de las últimas décadas, como también es extraordinariamente reducida la tasa de ahorro alcanzada (véase la parte inferior del gráfico 5). Aunque se arguye que, si se contabilizaran las plusvalías obtenidas mediante la tenencia de activos reales y financieros, la caída de la tasa de ahorro de las familias no habría sido tan significativa, cabe esperar que esta tasa recupere niveles más elevados. En ausencia de una política fiscal expansiva, esto conduciría a un cierto ajuste del déficit exterior.

En suma, se comprueba que la información sobre el nivel alcanzado por el déficit por cuenta corriente en una economía como EEUU es insuficiente para valorar su sostenibilidad o las posibilidades de que se produzca una reversión con mayor o menor brusquedad. Para esto, es necesario acudir al análisis de otra evidencia, más amplia, relacionada con las causas del déficit y con el uso que se hace internamente del ahorro exterior. En este caso, el análisis de las cuentas patrimoniales —en EEUU, especialmente, de las familias— proporciona información significativa sobre la posible trayectoria del déficit por cuenta corriente. Esta información adicional, como se

GRÁFICO 5

Ahorro y endeudamiento en EEUU



verá en el próximo apartado, resulta también imprescindible en el caso de una unión monetaria para evaluar la evolución de la balanza de pagos de sus países miembros.

4. EL DESEQUILIBRIO EXTERIOR EN LOS PAÍSES MIEMBROS DE UNA UNIÓN MONETARIA: EL CASO DE LA UEM

En una unión monetaria, los países miembros renuncian a uno de los principales ele-

GRÁFICO 6

Saldo de la balanza por cuenta corriente en el área del euro en 2001

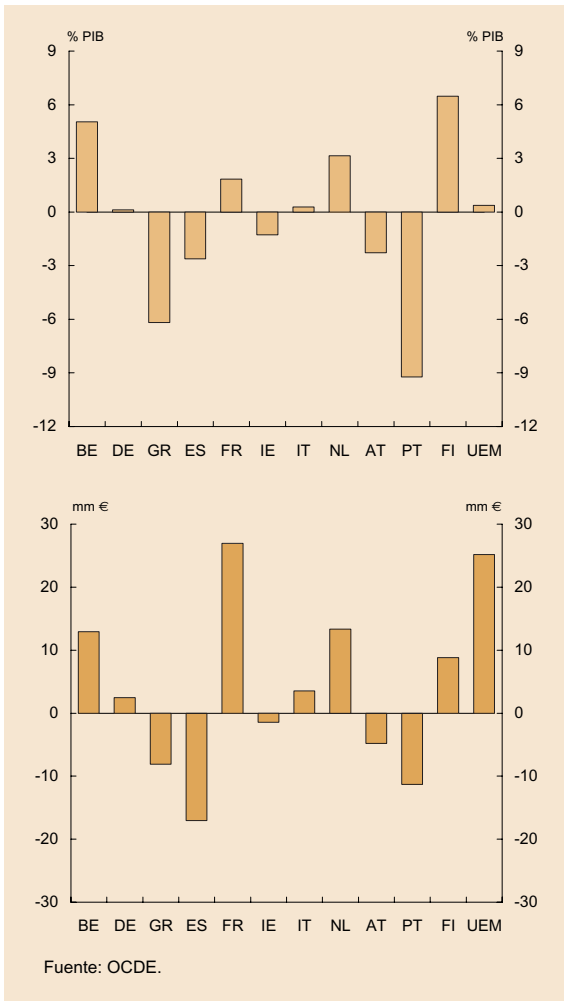
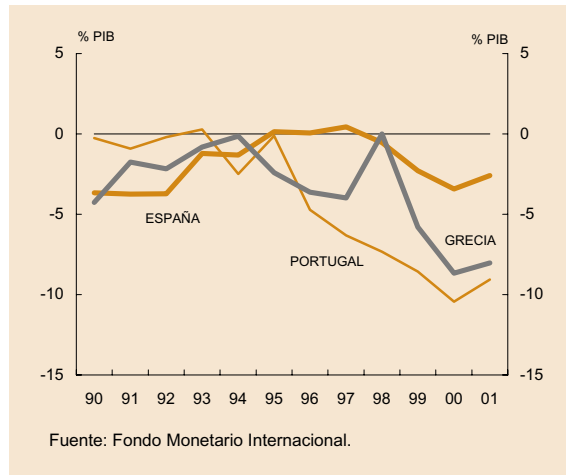


GRÁFICO 7

Saldo de la balanza por cuenta corriente en España, Portugal y Grecia



De hecho, podría analizarse el sector exterior de un país integrado en una unión monetaria como si estuvieran examinándose las relaciones económicas de una región con otras del mismo país y con terceros países. En este sentido, podría deducirse que, en una unión monetaria, la relevancia de presentar un déficit por cuenta corriente es considerablemente menor. Sin embargo, tampoco debe olvidarse que, a diferencia de lo que ocurre respecto a las regiones de un determinado país, es posible que en una unión monetaria no se cuente con dos instrumentos de ajuste importantes, como una política fiscal en el conjunto de la unión con suficiente potencial estabilizador y un grado elevado de movilidad del trabajo. Por ello, la presencia de un déficit por cuenta corriente persistente en un país incluido dentro de una unión monetaria no deja de ser relevante, pues puede representar un síntoma de problemas de competitividad que lastren su potencial de crecimiento y cuya solución exija ajustes más costosos que en el caso de economías que cuentan con su propia moneda.

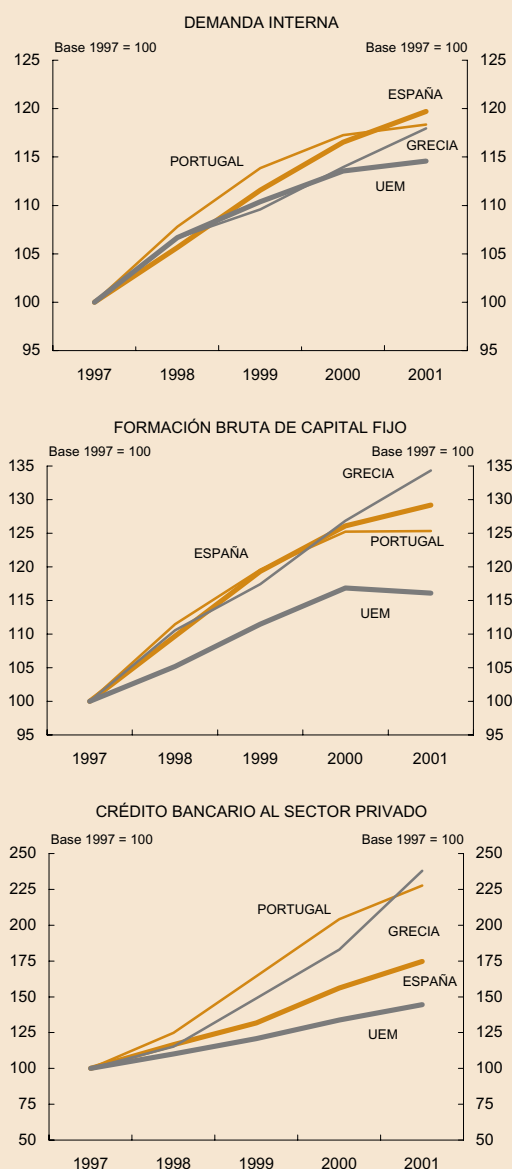
Si se observa la evolución de la balanza de pagos en la UEM, se comprueba que el saldo, en general, equilibrado del conjunto de la zona es el resultado de un superávit en algunos países y de un déficit relativamente elevado en otros (véase gráfico 6) (4). En particular, en porcentaje del PIB, Finlandia, Bélgica y Holanda re-

mentos de ajuste para resolver los problemas de balanza de pagos, como es la depreciación del tipo de cambio, al menos, en lo que concierne a la relación entre sus monedas. Al mismo tiempo, esos problemas se vuelven menos acuciantes en ese contexto. En particular, en los países con una menor tradición de estabilidad macroeconómica, la imposibilidad de que la moneda de un país se deprecie frente a las de sus socios en la unión elimina la prima de riesgo cambiario para los inversores, lo que reduce el nivel de los tipos de interés exigido e incentiva mayores y más estables entradas de capital en esas economías que, de otro modo, estarían sujetas a un escrutinio muy estricto por parte de los mercados. En este sentido, podría decirse que en los países que se han incorporado con éxito en una unión monetaria regida por una política económica creíble y orientada a la estabilidad macroeconómica resulta más fácil obtener entradas de capital que financien su inversión interior, por lo que el nivel de déficit exterior que resulta sostenible es mayor.

(4) En las cifras que se muestran por países se computa el saldo de la balanza por cuenta corriente frente al resto del mundo, incluyendo el resto de países de la UEM. De esta forma, no puede establecerse que los países que presentan un déficit por cuenta corriente son los que contribuyen al déficit de la UEM frente al resto del mundo, pues es posible que, en realidad, el déficit de un país individual sea el resultado de un superávit frente a los países de fuera de la UEM y un déficit —más elevado— frente al resto de la zona.

GRÁFICO 8

Evolución económica en España, Portugal y Grecia



Fuentes: Fondo Monetario Internacional y Eurostat.

registraron los mayores superávits por cuenta corriente en 2001, mientras que los déficits más elevados fueron los de Portugal y Grecia. España, junto con Austria, mostró también un déficit alto, aunque bastante inferior al de los dos primeros en porcentaje del PIB, si bien fue el país cuyo déficit, en valor absoluto, fue más elevado. Obviamente, no es casual que este grupo de países —Portugal, Grecia y España— coincidan con los Estados que muestran una menor renta *per cápita* en la UEM, puesto que son estos países los que tienen una menor dotación de capital y mayores posibilidades de inversión y de extracción de rentabilidades altas, lo que incentiva

el recurso al ahorro exterior para proseguir con el proceso de convergencia real. De hecho, estos países han venido mostrando tradicionalmente déficits persistentes en la balanza por cuenta corriente (véase gráfico 7). Además, es en estos países donde la incorporación a la UEM ha representado un cambio más radical en el régimen de política económica, pues no contaban con una larga tradición de estabilidad, y la UEM ha supuesto, entre otros factores, una disminución acusada de los tipos de interés, lo que ha impulsado la demanda interna y el aumento del endeudamiento (5). En el gráfico 8 se observa cómo estos tres países han mostrado desde 1997 un crecimiento de la demanda interna, la inversión y el crédito bancario al sector privado bastante superior al del conjunto de la UEM.

En algunos casos, como el de España, el nivel actual del déficit por cuenta corriente ha sido el resultado de un intenso crecimiento de la inversión nacional, que no ha sido compensado por el ahorro nacional, que se ha mantenido estable gracias a la contribución de las Administraciones Públicas en los últimos años (véase gráfico 9). En Portugal y Grecia se observa, además, que parte del déficit exterior se explica por una disminución del ahorro nacional, en especial, del ahorro privado.

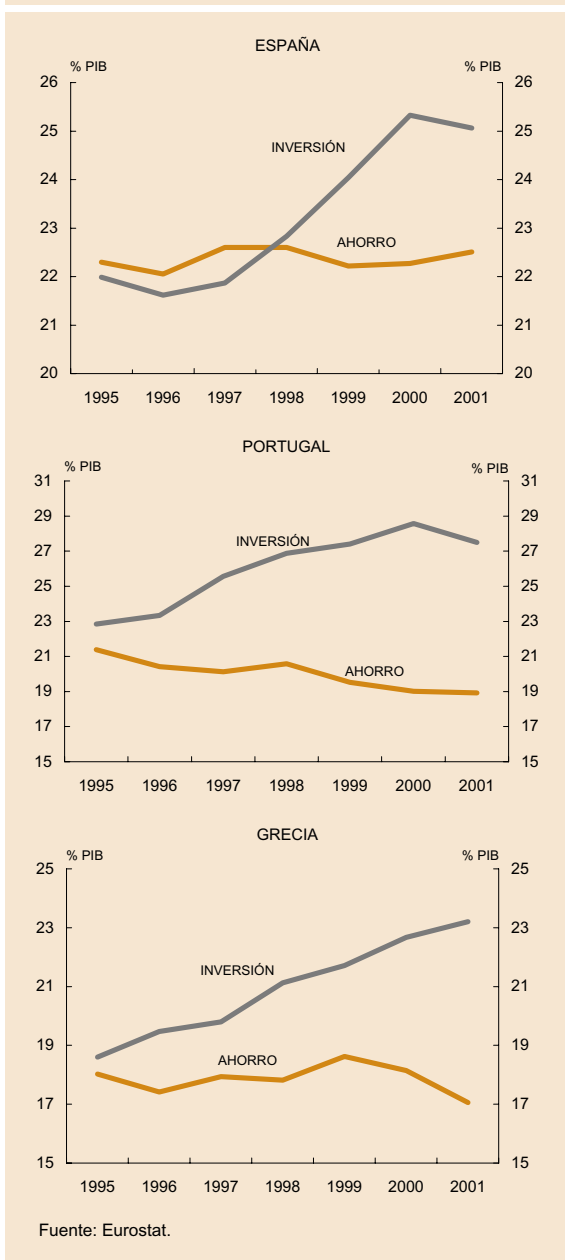
A diferencia de la situación en países con moneda propia, el déficit exterior de estos Estados difícilmente va a afectar al tipo de cambio del euro: por un lado, hasta ahora, ese déficit está siendo compensado por el superávit de otros países; por otro lado, esos países con déficit elevados representan una pequeña parte del conjunto de la UEM, por lo que no parece probable que marquen la tendencia del sector exterior del área (véase, además, la nota a pie de página número 4). Como se observa en la parte inferior del gráfico 6, aunque en términos del PIB su déficit es elevado, en valores absolutos, Grecia y Portugal representan una cantidad relativamente reducida del déficit del conjunto de la zona. Además, como ilustra el caso de EEUU, incluso si esos déficits nacionales condujeran a una situación deficitaria en la UEM, esto no permite prever ni a corto ni, posiblemente, a medio plazo la trayectoria del tipo de cambio.

Sin embargo, esto no implica que no pueda llegar a ser necesario un ajuste de esos desequilibrios. En principio, las vías de ajuste más razonables deberían ser nacionales. En la medida en que la moneda de un país que presenta problemas de balanza de pagos es la misma

(5) En Blanchard y Giavazzi (2002) se arguye que la creciente integración económica entre los países de la UEM ha conducido a que disminuya sustancialmente la correlación entre la inversión y el ahorro nacionales.

GRÁFICO 9

Ahorro e inversión en España, Portugal y Grecia



que la que tienen otros países, es improbable que esos problemas se traduzcan en un menor atractivo de los activos denominados en esa moneda (6). En una unión monetaria, la importancia de la balanza de pagos es menor en la

(6) Sin embargo, no puede descartarse que el desequilibrio exterior de un país determinado acabe afectando al resto de países de la zona. De hecho, cabe esperar algunos efectos *spill over*, cuya intensidad dependerá de las causas de ese desequilibrio, sus consecuencias potenciales sobre el tipo de cambio y los tipos de interés, y las implicaciones que pueden derivarse de las medidas de ajuste que se pongan en práctica para corregir el desequilibrio [véase Catte (1998)].

medida en que la solvencia del prestatario es mucho más relevante que su nacionalidad. Dentro del conjunto de emisores activos en los mercados internacionales —grandes empresas y entidades de crédito—, lo importante son sus perspectivas de rentabilidad, y estas, en un sistema económico globalizado, cada vez guardan menos relación con la evolución económica de un país determinado. Obviamente, puede seguir habiendo vínculos nacionales relevantes, porque una parte significativa del negocio de algunas entidades de crédito y empresas puede estar todavía concentrada en un mercado nacional.

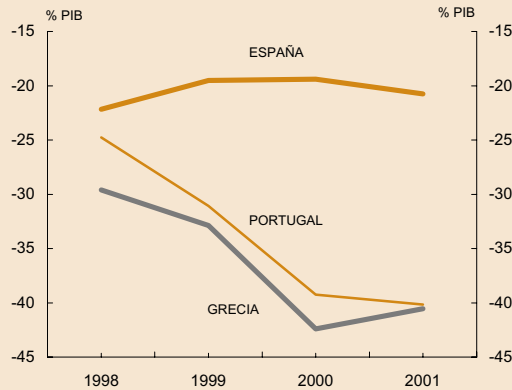
En este sentido, cabe esperar que una parte del proceso de corrección del desequilibrio exterior venga determinado por el propio mercado. Así, si las entidades de crédito juzgan que su exposición frente al sector de empresas no financieras y familias es excesiva, reducirán el crédito disponible o lo encarecerán, lo que restringirá la demanda interna y, con ella, el desequilibrio exterior. Los participantes en los mercados de valores realizarán una labor de control y evaluación de riesgos similar. En la medida en que este proceso puede no ser automático o eficaz, las autoridades —y, en particular, el banco central, como garante de la estabilidad financiera— deben desempeñar un papel muy relevante; en primer lugar, llevando a cabo una labor de supervisión bancaria rigurosa, para asegurar que las entidades están valorando adecuadamente los riesgos implícitos en sus préstamos; y, en segundo lugar, analizando la situación patrimonial de los sectores económicos y alertando de los eventuales problemas de sostenibilidad que se aprecien. Finalmente, la evaluación de riesgos por parte del mercado será tanto más eficaz cuanto más fiable y exhaustiva sea la información que se exija a los prestatarios.

En el caso de los tres países mencionados anteriormente no ha habido problemas para la financiación del déficit por cuenta corriente, si bien el endeudamiento en el exterior ha sido —más que la inversión directa o la venta de acciones— el instrumento más utilizado para captar ahorro del resto del mundo. En términos de su posición de inversión internacional, la acumulación de déficit por cuenta corriente ha conducido a una sustancial disminución en los casos de Grecia y Portugal, que se ha detenido en 2001 (véase gráfico 10). En el caso de España, el déficit exterior registrado no ha impedido que esa posición se haya mantenido en unos niveles estables.

En términos de las rentabilidades exigidas a los activos financieros, no se observa que el mercado penalice a los valores emitidos por es-

GRÁFICO 10

Posición neta de inversión internacional de España, Portugal y Grecia (a)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.
(a) Activos exteriores - pasivos exteriores

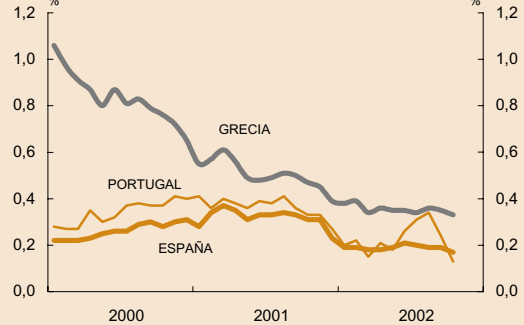
tos países. Así, por ejemplo, los diferenciales de los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo respecto a Alemania siguen siendo reducidos y mantienen un perfil decreciente (véase gráfico 11). En el caso de Portugal, se observa un aumento transitorio en los meses centrales de 2002, que está ligado a la desfavorable evolución de las finanzas públicas en ese país, que condujo a que se iniciara un procedimiento de déficit excesivo para corregirla. En cuanto a los mercados de renta variable, el comportamiento de los índices bursátiles de Lisboa y Atenas en los dos últimos años ha sido negativo, pero muy similar al de los índices europeos, como el Euro Stoxx. De aquí se deduce que los mercados financieros no parecen estar evaluando directamente las necesidades financieras globales que presenta cada país, sino la posición financiera específica de cada agente que demanda recursos.

En suma, el análisis de la balanza de pagos de los países de una unión monetaria sigue siendo relevante: aunque el desequilibrio exterior de las economías nacionales no vaya a tener implicaciones sobre la sostenibilidad cambiaria, las cifras de déficit por cuenta corriente constituyen un indicador inicial, aunque impreciso, de los problemas de competitividad que puede presentar un país, que son potencialmente más preocupantes dentro de una unión monetaria. Obviamente, es difícil determinar en qué medida el déficit exterior es síntoma de esos problemas de competitividad o, por el contrario, es una respuesta eficiente de los agentes a un nuevo entorno que, al estar caracterizado por tipos de interés más bajos y mayores oportunidades de inversión, permite que el déficit por cuenta corriente sostenible a largo plazo sea mayor. Para realizar esa evaluación habría

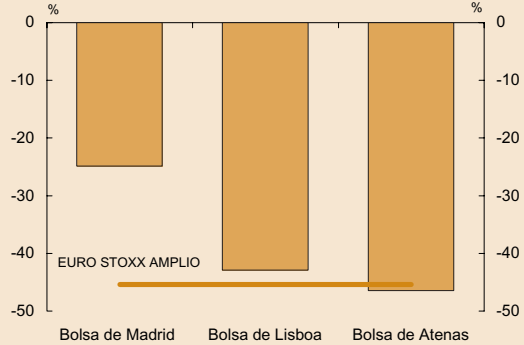
GRÁFICO 11

Rentabilidad en los mercados de renta fija y variable

DIFERENCIAL DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS CON ALEMANIA



ÍNDICES BURSÁTILES. VARIACIÓN ACUMULADA DESDE FINAL DE 2000



Fuentes: Banco de España y Reuters.

que recurrir a un conjunto amplio de indicadores, que incluyera tanto variables de precios relativos y de evolución de cuotas de mercado como otras relacionadas con la situación patrimonial de empresas y familias, y la solvencia de las entidades de crédito, su posición en los mercados internacionales y plazos de endeudamiento. La evolución de los precios de los activos nacionales (deuda pública, valores privados, Bolsa) en comparación con los del conjunto de la UEM y las calificaciones de las empresas que realizan las agencias de *rating* también ofrecen información relevante acerca de la confianza de los inversores en la situación económica interna.

5. CONCLUSIONES

La información que proporciona la balanza de pagos sigue siendo útil para el análisis económico y para la definición de la política económica. Sin embargo, su importancia relativa es muy diferente, según el grado de desarrollo y el diseño de política económica de los países. Así, el déficit por cuenta corriente sigue siendo un indicador cuyo seguimiento es fundamental

en países emergentes, en Estados con regímenes cambiarios fijos o semifijos, o en los que los flujos financieros con el exterior están sometidos a una gran volatilidad.

Por el contrario, en los países con sistemas de tipo de cambio flexible, con un alto grado de desarrollo y de credibilidad de su política económica, y en aquellos incluidos dentro de una unión monetaria que tiene esas características, las posibilidades de que el desequilibrio por cuenta corriente dé lugar a una crisis de balanza de pagos son más remotas. En estos países, el nivel del déficit exterior es poco indicativo de la magnitud de los problemas o desequilibrios acumulados, y estos deben evaluarse sobre la base de un conjunto de indicadores más amplio, que tengan en cuenta, entre otros elementos, la evolución de la situación patrimonial de los sectores nacionales —familias, empresas y entidades de crédito— y de los precios de los activos nacionales. En este contexto, el déficit por cuenta corriente es solo un indicador más de la naturaleza de las dificultades que afronta cada economía y difícilmente aporta información, por sí mismo, sobre la necesidad de su corrección y los efectos que puede acarrear.

En el caso de una unión monetaria, como la UEM, la información que proporciona la balanza de pagos es incluso menos concluyente y debe completarse con el análisis de aspectos de tipo más microeconómico y vinculados a la estabilidad financiera, relacionados con la evaluación de los riesgos y vulnerabilidad de los principales sectores económicos. Estos son los que determinan, a la larga, en qué medida un determinado nivel de déficit por cuenta corriente resulta o no preocupante. En ningún caso, la mayor facilidad para financiar el déficit exterior dentro de una unión monetaria reduce el posible problema de competitividad que

puede presentarse en una economía nacional integrada en la UEM. Es más, las dificultades para detectar esos problemas y el mayor coste potencial de los ajustes necesarios para resolverlos dentro de una unión monetaria —ante la imposibilidad de recurrir a la devaluación cambiaria— exigen llevar a cabo una evaluación temprana de la situación que permita anticipar soluciones y, así, reducir los costes del eventual ajuste.

20.12.2002.

BIBLIOGRAFÍA

- BLANCHARD, O. y GIAVAZZI, F. (2002). «Current account deficits in the euro area. The end of the Feldstein-Horioka puzzle?», mimeo.
- CATTE, P. (1998). «Current accounts: are they still relevant for and within a Monetary Union?», en *Current account Imbalances in East and West: Do they matter?*, Oesterreichische Nationalbank.
- DECRESSIN, J. y DISYATAT, P. (2000). «Capital markets and external current accounts: what to expect from the euro», IMF Working Paper, WP/00/154.
- EDWARDS, S. (2001). «Does the current account matter?», National Bureau of Economic Research, Working Paper 8275.
- FREUND, C. (2000). «Current account adjustment in industrialized countries», Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, nº 692.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2002). «How worrisome are external imbalances?», en el capítulo II del *World Economic Outlook*, septiembre.
- MILESI-FERRETTI, G. M. (1996). «Persistent current account deficits: a warning signal?», *International Journal of Finance and Economics*.
- TSAVEAS, N. T. (2001). «Greece's Balance of Payments and Competitiveness», en Bryant, Garganas y Tavlas (eds.), *Greece's Economic Performance and Prospects*, Bank of Greece.