

# La relevancia del déficit exterior español: un enfoque agregado\*

Javier Blanco González

Ignacio del Rosal Fernández\*\*

## 1. Introducción

Pocas cuestiones de la macroeconomía internacional actual suscitan tanta atención como los desequilibrios globales de las balanzas por cuenta corriente. El desafío intelectual es 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. Así es que el gran interés actual se enmarca en una trayectoria de la visión de los economistas sobre el asunto que, como señala Edwards (2002), ha variado en los últimos 25 años desde posiciones de los déficit importan, son irrelevantes si el sector público está en equilibrio (la llamada "doctrina Lawson", asociada al que fue ministro de economía británico entre 1983 y 1989), vuelta a los déficit importan, para recalcar en la visión predominante en nuestros días que podría resumirse en "los déficit pueden importar".

También ha ido variando el énfasis en las diversas interpretaciones de la cuenta corriente. Ésta 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 la renta nacional y la absorción nacional, o como el ahorro nacional menos la inversión doméstica. Los análisis tradicionales del sector exterior se centraban en las exportaciones netas como factor determinante y el énfasis

se ponía en la influencia de los precios relativos en el saldo comercial. El análisis moderno de la cuenta corriente concede 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, la cuenta corriente es en esencia un fenómeno intertemporal. 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.

Aunque se ha prestado gran atención a los desequilibrios corrientes a escala global, y en especial al caso estadounidense, resulta llamativa la escasez de análisis sobre los desequilibrios corrientes en el seno de la Unión Económica y Monetaria (UEM) europea, a pesar de que la moneda única, sin duda, cambia el significado de los desequilibrios corrientes. Por ejemplo, es sabido que en una unión monetaria los países miembros pierden la soberanía sobre su moneda y su autonomía en política monetaria, y que la pérdida del tipo de cambio como mecanismo de ajuste conlleva que el crecimiento diferencial de 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 el de la nación: la cotización de su moneda. En vez de la solvencia del 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.

\* Este artículo resume parte del documento de trabajo número 315 de FUNCAS (BLANCO y DEL ROSAL, 2007).

\*\* Departamento de Economía Aplicada. Universidad de Oviedo.

Uno de los pocos trabajos que aborda con mayor profundidad la cuestión del significado del déficit corriente de un país miembro de una unión monetaria se debe a Blanchard y Giavazzi (2002). En el mismo se plantea que el déficit corriente de un país atrasado dentro de una unión monetaria será mayor cuanto mayor sea su crecimiento respecto al de la unión, cuanto menores sean el tipo de interés al que se puede endeudar y 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, es decir, que tengan un menor ahorro y una mayor inversión. De esta forma, viene a ser natural que los países menos desarrollados de una unión monetaria presenten mayores déficits corrientes en el proceso de convergencia o *catch-up*.

Centrándonos en el caso español, es bien conocido nuestro sector exterior se caracteriza, normalmente, por tener un saldo corriente negativo. En los últimos años, esta característica estructural se ha acentuado: desde 1998 el sector exterior se ha deteriorado hasta unas cotas que no tienen precedentes en la historia reciente. 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, en términos de balanza de pagos, ha alcanzado el 8,2 por 100 del PIB en 2006. 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.

Sintetizando, podría decirse 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 aumento del déficit exterior hasta los niveles tan altos que ha alcanzado en España en los últimos años. Seguramente, la razón se halla en que, por el momento, existe una gran incertidumbre sobre cómo operan los mecanismos de ajuste de los desequilibrios externos dentro de una unión monetaria (Banco de España, 2006: 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>1</sup> pasa por atender a tres gran-

des cuestiones que vertebran el resto del artículo. En primer lugar, cuáles son la magnitud y las causas de nuestro déficit exterior (apartado 2), en segundo, en qué grado es preocupante el endeudamiento de la economía española (apartado 3) y en tercero, en qué medida opera la restricción financiera, y, relacionado con ello, si es sostenible nuestro endeudamiento (apartado 4). El trabajo se cierra con un apartado a modo de conclusiones.

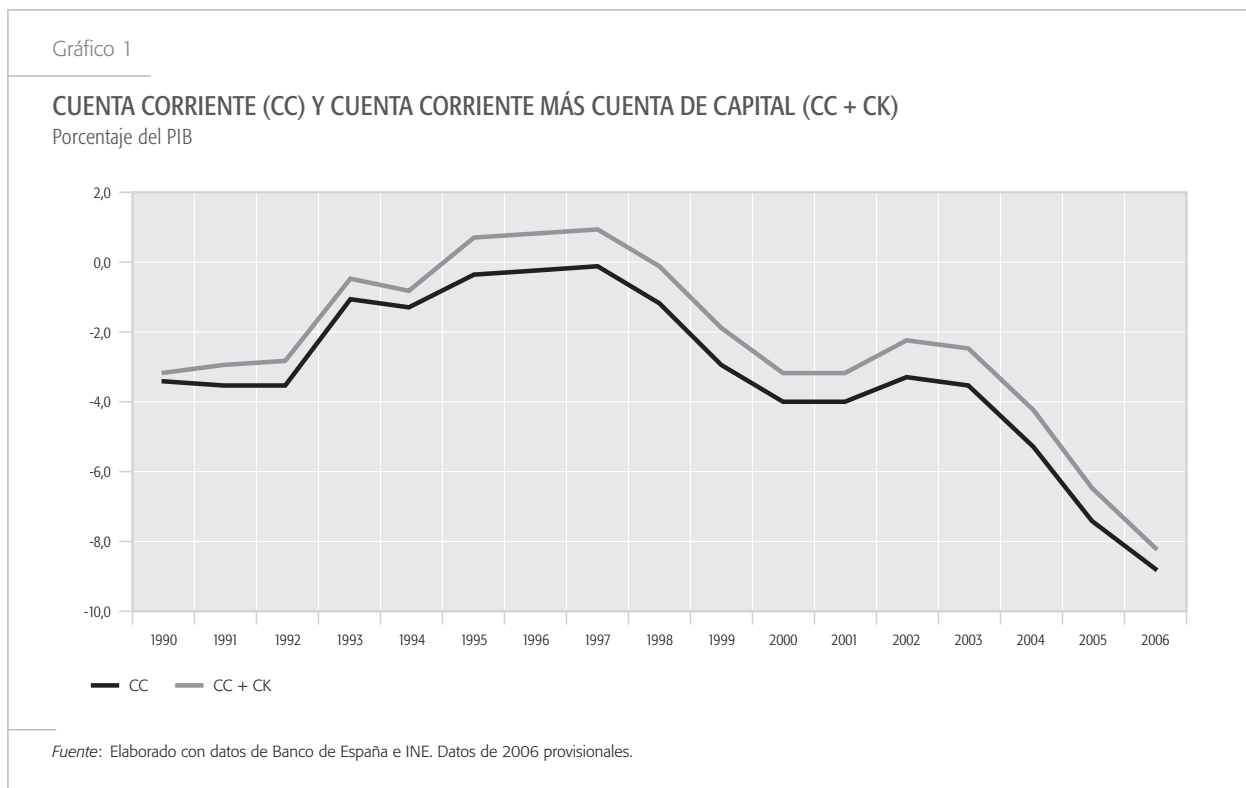
## 2. La magnitud y las causas del déficit exterior

La economía española presenta uno de los sectores exteriores más deficitarios de los países de la OCDE. Dejando aparte la cuestión de los errores y omisiones de la balanza de pagos como instrumento de contabilización del sector exterior<sup>2</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. En el gráfico 1 se representa, para el período 1990-2006, 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 los noventa, la necesidad de financiación es la situación más habitual de la economía española, y en los años transcurridos del presente siglo, parece ser una realidad acuciante. Según los datos (con carácter provisional) para 2006, el déficit corriente asciende al -8,8 por 100 del PIB, mientras que la necesidad de financiación se sitúa en el -8,2 por 100.

En el desglose de la cuenta corriente (véase el cuadro 1) destaca el deterioro del tradicional déficit comercial de la economía española, cuyo saldo negativo viene aumentando desde 1996, hasta alcanzar en 2006 el 8,2 por 100. 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 por 100 del PIB, mientras que en 2006 era del 2 por 100. 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

<sup>1</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>2</sup> Asunto de creciente importancia, especialmente en los países de la UE; véase REQUEJO (2004).



registrando un paulatino empeoramiento desde finales de los noventa hasta alcanzar un saldo negativo del 2 por 100 del PIB en 2006, relacionado con el creciente saldo neto deudor de la Posición de Inversión Internacional (PII), como veremos más adelante. Asimismo, las transferencias corrientes presentan un ligero saldo negativo desde 2003, relacionado con el cambio de signo de las remesas de emigrantes y con la disminución de las públicas procedentes de la UE.

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 por 100 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.

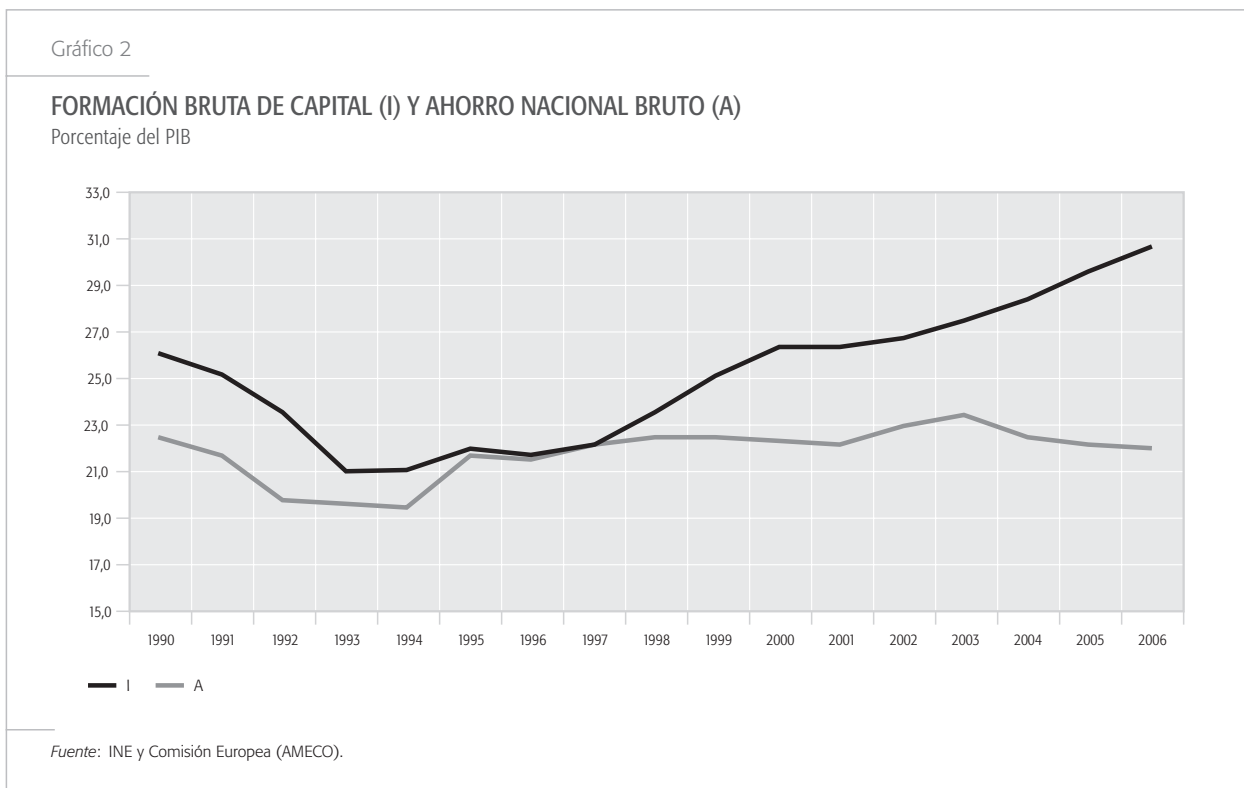
En términos de ahorro e inversión —gráfico 2—, destaca el hecho de que el crecimiento de las necesidades de financiación de los últimos años se debe, sobre todo, a un crecimiento de la inversión más que a una caída del

Cuadro 1

**COMPONENTES DE LA CUENTA CORRIENTE Y CUENTA DE CAPITAL**  
Porcentaje del PIB

	Balanza comercial	Balanza de servicios	Balanza de rentas	Balanza de transferencias	Cuenta de capital
<b>Media 1990-1994</b>	-4,32	2,32	-0,91	0,37	0,50
<b>Media 1995-1999</b>	-3,38	3,15	-1,28	0,57	1,08
<b>Media 2000-2006</b>	-6,34	2,85	-1,64	-0,02	0,89

Fuente: Elaborado con datos de Banco de España e INE. Datos de 2006 provisionales.



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 en torno al 22 por 100 del PIB desde mediados de los noventa, mientras que la inversión ha crecido hasta alcanzar el mayor nivel del período en 2006 (en torno al 30 por 100).

Comparativamente, las tasas de ahorro españolas son superiores a la media de la Zona Euro y 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 en términos de PIB: Grecia y Portugal (véase el cuadro 2). En ambos, es la baja tasa de ahorro la que se muestra incapaz de financiar el dinamismo inversor.

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 alcance en 2006 el tercer mayor porcentaje (30,4 por 100) de inversión respecto al PIB de toda la UE-25, sólo superado por Estonia (32,5 por 100) y Letonia (33,4 por 100), según los avances de Eurostat.

La magnitud alcanzada en los últimos años por el déficit corriente español, y la consiguiente necesidad de financiación, 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.

Como quiera que en una unión monetaria la solvencia financiera de los prestarios individuales cobra mayor relevancia que la del país considerada globalmente, es necesario comentar cuál es el comportamiento de los sectores institucionales en la generación de la demanda de ahorro externo, aunque por cuestiones de espacio no podamos entrar en detalle<sup>3</sup>. 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.

<sup>3</sup> Véase Banco de España (2006), MAZA y DEL RÍO (2006) y Caixa Catalunya (2005).

Cuadro 2

**AHORRO NACIONAL BRUTO (S) E INVERSIÓN (I) COMO PORCENTAJE DEL PIB**

	Déficit corriente (porcentaje del PIB) Media 2002-2006*		2002	2003	2004	2005	2006*
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>	<b>S</b>	<b>22,9</b>	<b>23,4</b>	<b>22,4</b>	<b>22,1</b>	<b>22,0</b>
		<b>I</b>	<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

Fuente: European Commission (2006) y Eurostat.

\* Datos para 2006: previsiones.

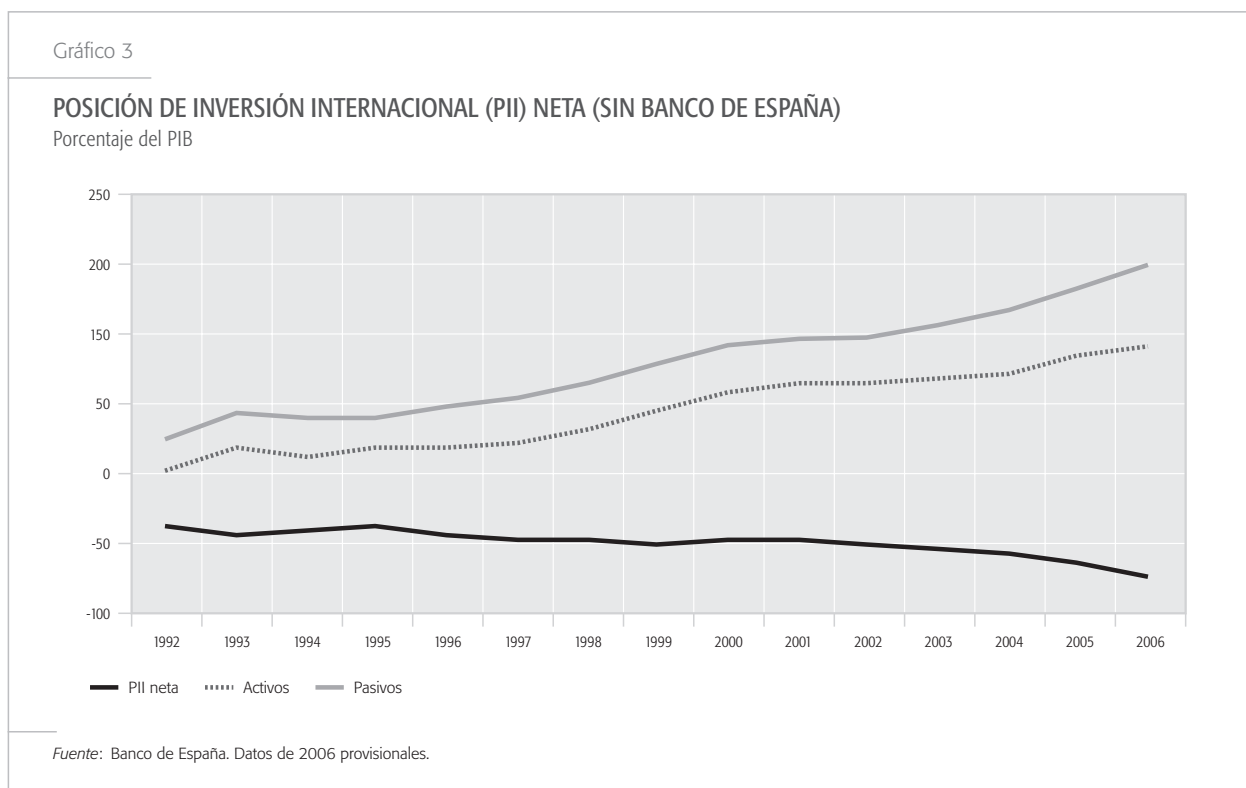
Por otro lado, son las entidades financieras las encargadas de canalizar buena parte de la financiación exterior que necesitan los otros agentes privados, toda vez que la captación de ahorro a través de deuda pública ha ido perdiendo peso en consonancia con la evolución del déficit público. Y esta canalización del ahorro externo se está haciendo en buena medida mediante emisiones a largo plazo, teniendo un papel especialmente relevante las respaldadas por créditos con garantía hipotecaria. 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 pueden incidir, en alguna medida, en las condiciones de financiación exterior de la economía española (Banco de España, 2006, pág. 34).

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 las instituciones financieras de todo tipo. En este sentido, hasta ahora no 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.

### 3. El grado de endeudamiento de la economía española

No es posible analizar el sector exterior sin examinar la posición patrimonial del conjunto del país con 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, es decir, de la diferencia entre los activos y los pasivos exteriores de España. En 2006 la PII neta negativa alcanzó el 66,8 por 100 del PIB (sin incluir los activos del Banco de España; si se incluyen, la posición deudora sería de 57,9 por 100).

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 éstos en los últimos años (gráfico 3), 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 315 por 100 del PIB en 2006), en la línea de otras economías desarrolladas.



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  $[PIIN / (\text{Activos} + \text{Pasivos})] \times 100$ — 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 4). Este indicador nos viene a señalar que la PII neta negativa no tiene una magnitud creciente en relación con los flujos de entrada y salida, es decir, 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 que una creciente integración financiera, y que, en comparación con los flujos de capitales, el grado de endeudamiento está contenido frente a los niveles de hace una década.

En definitiva, con un saldo corriente negativo, la economía española es receptora de ahorro 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 5 se muestra la posición neta de cada uno de estos tres tipos de inversión con

relación al PIB. En efecto, el comportamiento de la inversión directa es distinto a los otros dos tipos, en cartera y otra inversión. Mientras que éstas muestran un afianzamiento de la posición deudora, llegando en el caso de la inversión en cartera a niveles negativos en torno al 50 por 100 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.

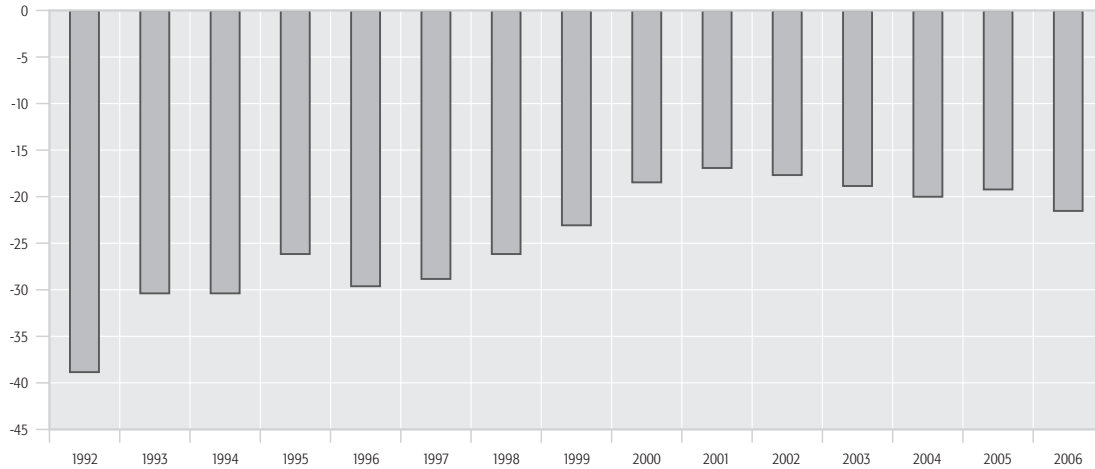
Todo lo dicho respecto a la importancia de los flujos de entrada y de salida de inversión viene a señalar que la apelación al ahorro externo está financiando la inversión interna pero, hasta cierto punto, también la expansión internacional del sector privado. Este proceso de “apalancamiento” internacional 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, 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, y a cómo evoluciona la valoración de mercado de dichos instrumentos financieros<sup>4</sup>. En efecto, en la cuenta corriente se recogen los pagos netos de las rentas de inversión, pero en absoluto los cambios en la valoración

<sup>4</sup> Un trabajo de referencia es LANE y MILESI-FERRETI (2001); véase también OBSTFELD (2004).

Gráfico 4

**SALDO RELATIVO DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL ([PIIN/[ACTIVOS + PASIVOS)] X 100)**



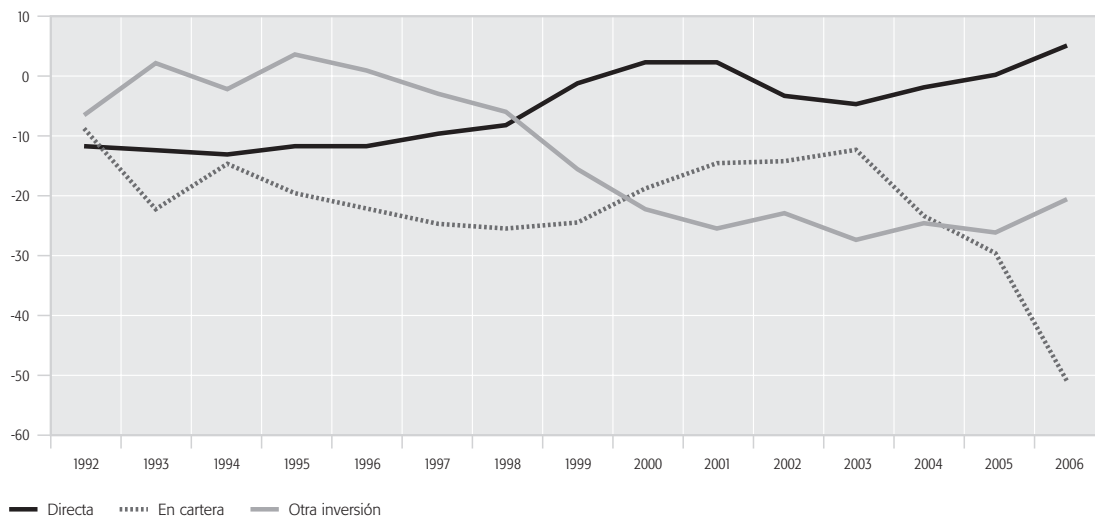
Fuente: Elaborado con datos del Banco de España. Datos de 2006 provisionales.

de los activos mantenidos por residentes y no residentes. Así, el déficit o superávit corriente de un país no tiene un 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 mo-

vimientos de los tipos de cambio. 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, su importancia gana relevancia.

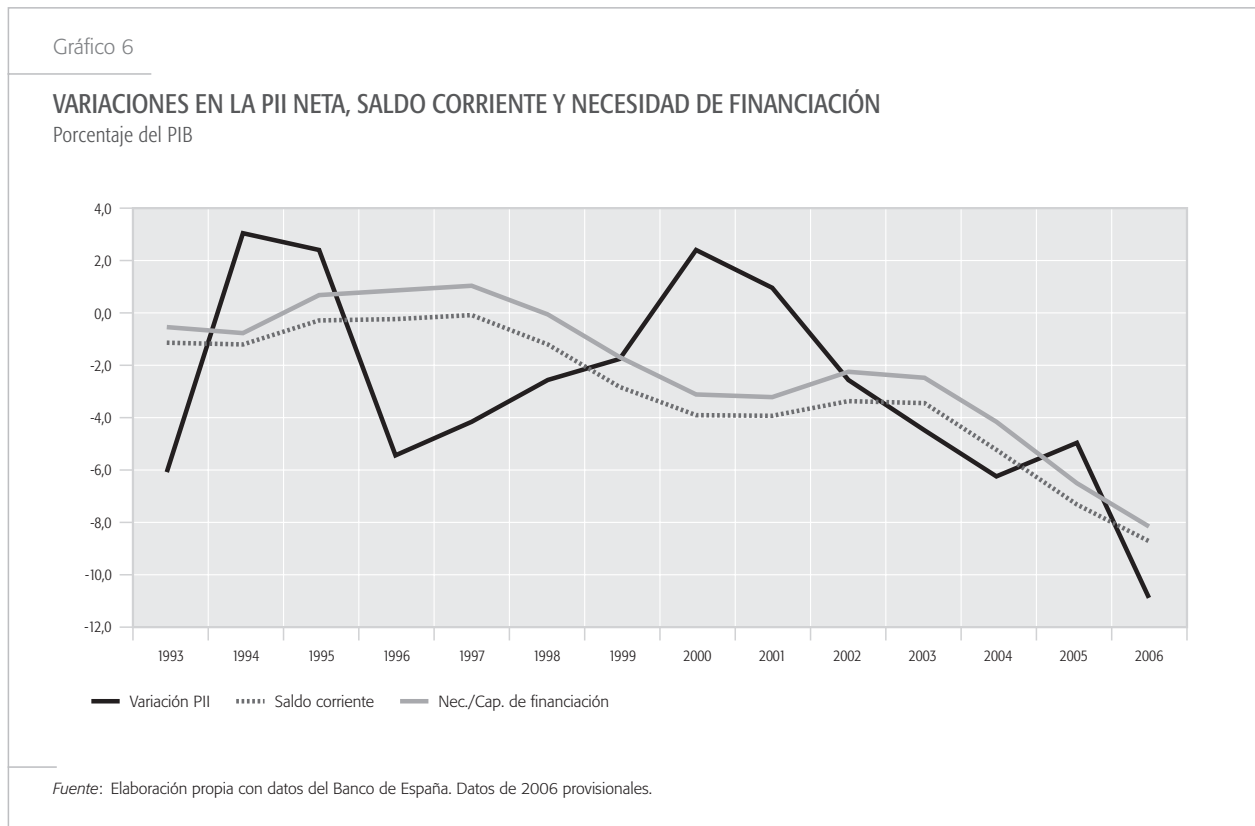
Gráfico 5

**POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA POR TIPOS DE INVERSIÓN**  
Porcentaje del PIB



Fuente: Banco de España. Datos de 2006 provisionales.





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 6 muestra esta cuestión. En él están representados, por una parte, el déficit corriente de la balanza de pagos en términos de PIB o, alternativamente, la necesidad de financiación. Por otra parte, en el gráfico aparecen los cambios en la posición de inversión internacional (PII) neta, es decir,  $(PIIN_t - PIIN_{t-1})$ , con relación al PIB de cada año.

Como claramente ilustra el gráfico 6, 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 por 100 del PIB y sin embargo su PII neta empeoró en un 4,1 por 100. Por el contrario, en el año 2000 la necesidad de financiación fue del 3,1 por 100 del PIB, pero la posición deudora mejoró un 2,4 por 100. En otros casos, la evolución de la posición internacional tiene el mismo signo, pero una magnitud muy distinta (necesidad de financiación del 0,5 por 100 en 1993 y empeoramiento de la posición deudora del 6 por 100). En conclusión, no hay

una traslación automática del saldo exterior de cada año a la posición de inversión internacional neta, debido a los efectos de 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, es necesario comparar la PII neta española con la de otros países de su entorno. En el cuadro 3 se recoge el saldo de la cuenta corriente y la Posición de Inversión Internacional (PII) neta para varios países europeos en el año 2005. Como se puede observar, la posición deudora de la economía española se encuentra entre las más destacadas, aunque no llega al nivel de Portugal (64,6 por 100 de su PIB) o Grecia (79,2 por 100). El epígrafe de Países de Europa Central y del Este reúne a un conjunto de países (entre los que se encuentra República Checa, Polonia, Hungría, Eslovaquia y otros) con un endeudamiento medio elevado, 45,5 por 100 del PIB. Finalmente, otros países del cuadro presentan una clara posición acreedora, como Bélgica (28,1 por 100) o Alemania (14,3 por 100). En definitiva, es cierto que la economía española presenta un endeudamiento elevado, pero no hay ningún indicador o señal que muestre que pudiera ser desorbitado. En todo caso, existen otras formas de aproximarse a esta cuestión, cuya aplicación al caso español se presenta en el apartado siguiente.



Cuadro 3

**SALDO CORRIENTE Y POSICIÓN DE LA INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA, 2005**

En porcentaje del PIB

	Saldo corriente	PII neta
Austria	1,3	-18,4
Bélgica	1,8	28,1
Finlandia	2,6	-14,9
Francia	-1,8	7,0
Alemania	4,1	14,3
Grecia	-8,0	-79,2
Irlanda	-1,9	-19,4
Italia	-1,5	-13,7
Holanda	6,4	-11,8
Portugal	-9,3	-64,6
España	-7,4	-44,5
Dinamarca	2,4	1,1
Suecia	6,6	-8,6
Reino Unido	-2,6	-16,8
Países de Europa Central y del Este	-4,6	-45,5

Fuente: Lane y Milesi-Ferretti (2006).

#### 4. La restricción financiera exterior y la sostenibilidad del endeudamiento

Un sector exterior deficitario, 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.

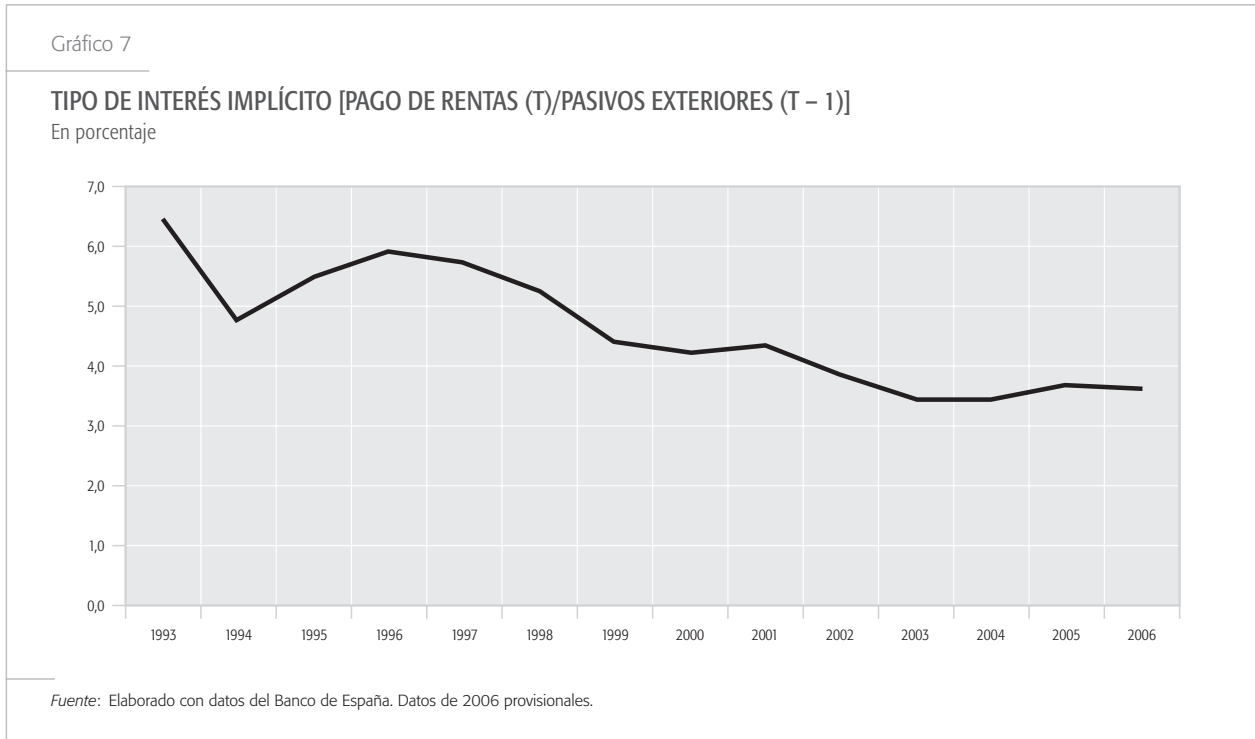
Estas reflexiones nos llevan la cuestión de cuál es el tipo de interés al que se está endeudando la economía española. Ahora bien, esta pregunta no tiene una respuesta enteramente satisfactoria, en el sentido de que el tipo de interés único es una simplificación del análisis económico. No hay un solo tipo de interés sino muchos, dependiendo del tipo de operación, el agente involucra-

do, 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 período 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 7 se presenta el tipo de interés implícito que resulta de los datos de la balanza de pagos española. Para su cálculo 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.

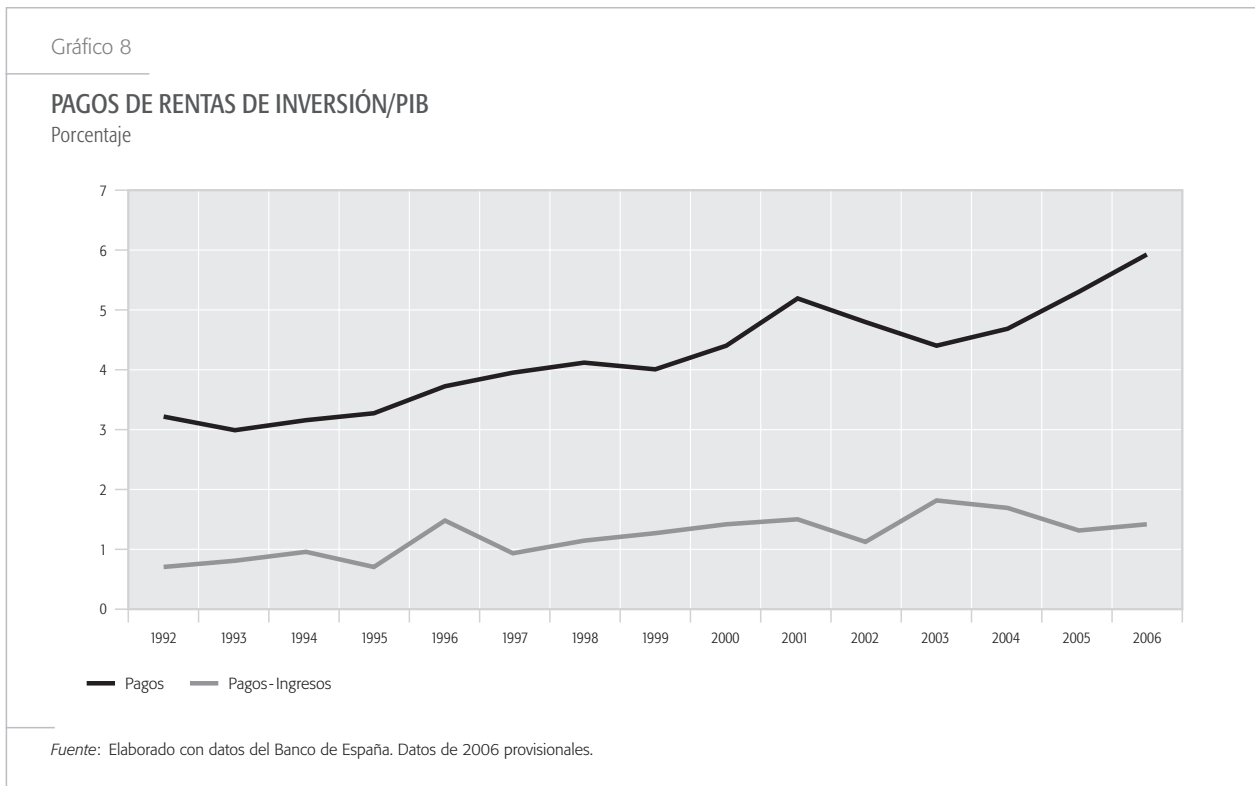
Como se puede observar, el tipo de interés implícito que representa la relación entre pago de rentas de inversión y pasivos exteriores ha decrecido desde los años noventa, mostrando una estabilización en los últimos años en el intervalo 3-4 por 100. Si este es un indicador significativo, apuntaría a que la economía española ha podido financiarse con un coste financiero bajo, lo que ayudaría a explicar la magnitud creciente del endeudamiento exterior.

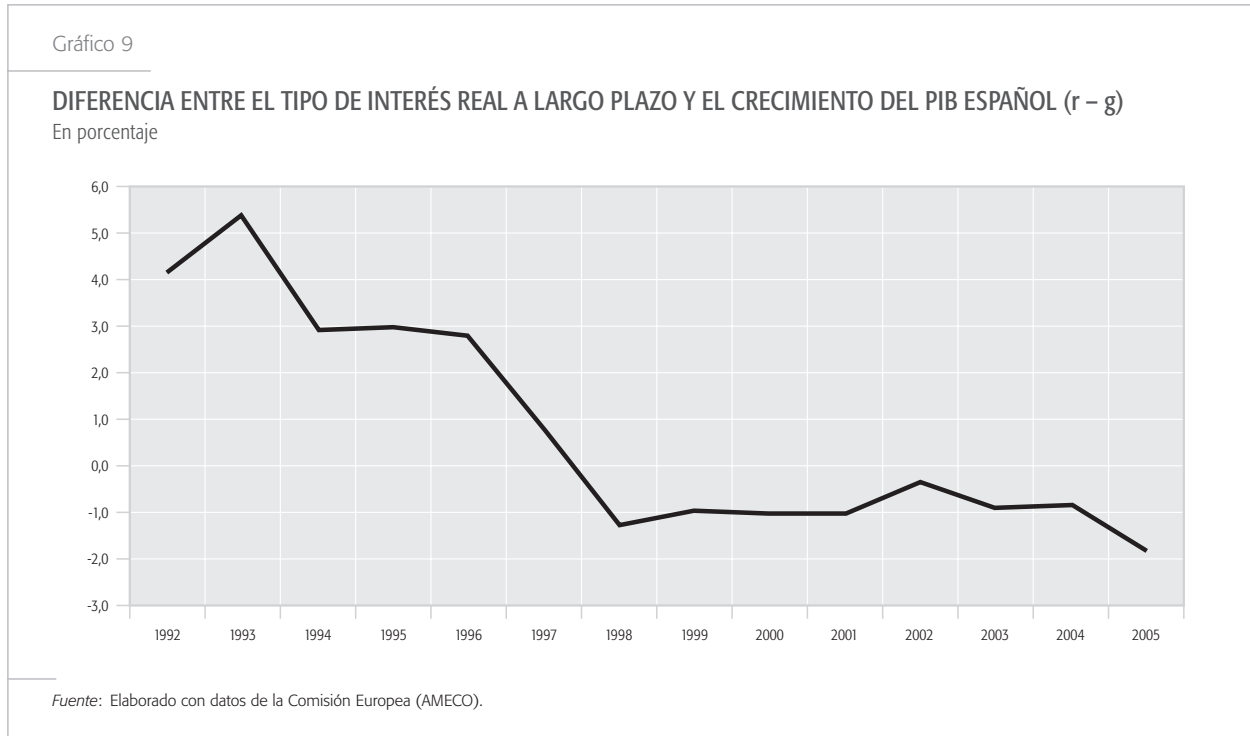
¿Cabe preguntarse por la "sostenibilidad" de la deuda exterior española, teniendo en cuenta nuestra pertenencia a la UEM? A este respecto, sólo es posible acudir a los criterios tradicionales de sostenibilidad basados, en general, en la idea de solvencia financiera. En este sentido, un país es solvente 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. Sin embargo, estos criterios "teóricos" no tienen operatividad. En términos prácticos, la solvencia financiera de un país se asocia a la carga de la deuda en relación con los ingresos exteriores o la renta nacional. Pensando en esto último, cobra especial relevancia tener en cuenta el crecimiento de la economía: cuanto mayor sea, menos gravoso será servir los intereses y el principal de la deuda.



Así pues, un primer indicador consiste en observar cuál es el servicio de la deuda —entendida aquí como la PII neta— en relación con la renta. En el gráfico 8 se recoge la

evolución de los pagos por rentas de inversión con relación al PIB, en términos brutos y en términos netos, es decir, descontando los ingresos debidos a los activos españoles en





el exterior. Como se observa, el creciente endeudamiento español ha llevado a un aumento de los pagos brutos, desde niveles del 3 por 100 del PIB en 1992 hasta el 6 por 100 en 2006. Sin embargo, en términos de pagos netos la tendencia creciente apenas es perceptible, sin superar el 2 por 100 del PIB en todo el período, incluidos los años recientes.

Los análisis de la solvencia exterior con mayor respaldo teórico incluyen el crecimiento como variable decisiva para acercarse a la idea de sostenibilidad<sup>5</sup>. Así, Cohen (1985) propone un índice de solvencia ( $b$ ) como la fracción de los ingresos del país que tiene que asignarse al pago de la deuda para que la relación entre ésta y su renta sea constante:

$$b = \left( \frac{r - g}{1 + g} \right) \frac{PIIN_0}{PIB_0}$$

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), siendo  $PIIN_0$  y  $PIB_0$  la Posición de la Inversión Internacional neta y el PIB en el momento inicial. Ahora bien, las expresiones de solvencia como la anterior sólo tienen

<sup>5</sup> Véanse, por ejemplo, OBSTFELD y ROGOFF, 1996, capítulo 2, COHEN, 1985, y DOLADO y VIÑALS, 1992, para el caso español.

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.

Por tanto, puede ser ilustrativo reconstruir ese indicador  $(r - g)$  de la carga financiera para la economía española, como se muestra en el gráfico 9. Como tipo de interés real ( $r$ ) representativo del largo plazo, se ha tomado el de la deuda pública a diez 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.

Como se puede apreciar, el avance de la UEM y la introducción del euro ha supuesto que las posibilidades y facilidades financieras se hayan multiplicado. Particularmente desde 1998, el factor  $(r - g)$  es permanentemente negativo, con lo que, 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 resulta extraño que éstos actúen aprovechándolas.

## 5. Conclusiones

Como se ha apuntado al inicio de este trabajo, existe sustento teórico para predecir el aumento de la dispersión de los saldos corrientes de los países miembros de una unión monetaria. Ello implica, además, que 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. Con todo, y a pesar de que no disponemos todavía de un conocimiento preciso sobre cómo operan los ajustes de los desequilibrios externos en el seno de una unión monetaria, la cuestión relevante es si el abultado déficit exterior español ha alcanzado niveles realmente excesivos o insostenibles. A nuestro juicio, de los análisis realizados en los apartados anteriores se desprenden algunas conclusiones que pueden ayudar a la interpretación del desequilibrio exterior 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, aun así, 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.

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, como hemos visto, la capacidad o necesidad de financiación no tiene su traducción lineal en una mejora o deterioro de su posición de inversión internacional, pues los efectos de valoración en los 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 de valoración han incidido negativamente en la posición exterior de la economía española en los últimos años, pero nada impide, a priori, que puedan mejorar sustancialmente dicha posición en el futuro.

En cuarto lugar, los indicadores de sostenibilidad que hemos discutido, 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 pesimista y supongamos que el déficit exterior no es sostenible. ¿Qué instrumentos de política económica estarían 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, a nuestro juicio, poco factible desde un punto de vista político. 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 relevancia 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.

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 o externo no pueda generar un cambio brusco en el 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 mejora del saldo exterior 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 o *catch-up* 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

- Banco de España (2006): *Informe Anual 2005*, Madrid.
- BLANCHARD, O. y GIAVAZZI, F. (2002): "Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein Horioka Puzzle?", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. (2002), núm. 2, págs. 147-186.
- BLANCO, J. y DEL ROSAL, I. (2007): "¿Es relevante el déficit corriente en una unión monetaria? El caso español", *Documento de Trabajo*, núm. 315/2007, FUNCAS.
- Caixa Catalunya (2005): *Economía española y contexto internacional. Informe semestral II/2005*, Barcelona.
- COHEN, D. (1985): "How to evaluate the solvency of an indebted nation", *Economic Policy*, 2, 140-167.
- 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 EDWARDS, S. y FRANKEL, J., *Preventing currency crisis in emerging markets*, University of Chicago Press, Chicago, 21-75.
- European Commission (2006): *European Economy*, núm. 5.
- LANE, P. R. y MILESI-FERRETI, G. M. (2001): "The external wealth of nations: measures of foreign assets and liabilities for industrial and developing countries", *Journal of International Economics*, 55, 263-294.
- (2006): "Europe and global imbalances", Fondo Monetario Internacional, *7th Jaques Polak Annual Research Conference*.
- L'HOTELLERIE-FALLOIS, P. y PEÑALOSA, J. (2006): "El diagnóstico del déficit exterior español dentro de la UEM", *Cuadernos de Información Económica*, núm. 192, mayo/junio, págs. 17-29.
- MALO DE MOLINA, J. L. (2006): "La financiación del auge de la economía española", *Economistas*, núm. 108 (extra), págs. 19-26.
- 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.
- 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).
- (2005): "Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1/2005, págs. 67-123.
- REQUEJO, J. (2004): "La contabilidad del sector exterior español: balanza de pagos y posición de inversión internacional", *Papeles de Economía Española*, núm. 100, 155-165.