

LA BALANZA DE PAGOS ESPAÑOLA TRAS LA ADHESION A LA CEE:  
EVOLUCION Y PERSPECTIVAS

1.- Breve reseña histórica

Tradicionalmente, la Balanza de Pagos ha constituido en España un hándicap importante para el desenvolvimiento normal y sin sobresaltos de la economía. Ello ha sido así, sin duda, porque una economía que mantiene un diferencial de crecimiento significativo respecto al resto del mundo, como la española hasta la primera crisis energética, tiende por regla general a generar desequilibrios de balanza por cuenta corriente. Pero, también ello se ha debido al alto grado de proteccionismo frente al exterior que ha supuesto hasta hace pocos años el mantenimiento de una política de sustitución de importaciones. Esta política, si bien es cierto que pudo contribuir a una rápida industrialización en la década de los sesenta, hizo que este nuevo tejido industrial naciera débil, poco acostumbrado a competir internacionalmente -en muchos casos ni siquiera dentro de las fronteras nacionales- y, por tanto, falto de reflejos para superar cualquier contingencia proveniente del exterior.

Por otra parte, y este es un dato que suele quedar relegado a un segundo plano cuando se habla del proteccionismo, éste era acompañado de un fuerte control de los movimientos de capital, que conducía a una balanza de capitales esclerotizada, incapaz de financiar autónomamente los déficits por cuenta corriente. Así, estos se traducían en una rápida disminución del escaso nivel de reservas de divisas existente, lo cual constituía la última señal de alerta para tomar duras

medidas de ajuste de la economía real, ya que de otro modo podía desenvocarse a corto plazo en una situación de práctica suspensión de pagos internacionales.

Esta era, quizás un poco simplificada, la situación de la economía española en 1977, año en que la Balanza de Pagos todavía no se había recuperado de los efectos de la primera crisis energética, que la habían sumido en un enorme déficit equivalente al 3,5% del PIB (Cuadro 1). Aún teniendo en cuenta las dificultades que para el normal desenvolvimiento de la economía suponía en aquellos años la especial situación sociopolítica del país, los casi cuatro años transcurridos desde la crisis ilustran de esa falta de reflejos anteriormente mencionada. Sólo las medidas de choque adoptadas tras los Acuerdos de la Moncloa, entre ellas la devaluación de la peseta en un 20% en julio de 1977 (anteriormente, en 1976, ya se había producido otra devaluación del 10%), y el impulso que para las exportaciones supuso el fuerte dinamismo del comercio internacional en aquellos años, lograron reequilibrar el citado déficit.

Sin embargo, como puede apreciarse en el Cuadro 1, dicho ajuste puede calificarse de negativo. En efecto, como es sabido, las identidades macroeconómicas básicas indican que el saldo de la balanza por cuenta corriente es igual a la diferencia entre exportaciones e importaciones, pero también entre el ahorro y la inversión nacionales, siendo a su vez el ahorro el residuo de la renta nacional no gastada en consumo. De las varias posibilidades con que pueden interrelacionarse estas variables para desembocar en una mejora del saldo corriente, la que se dió en 1977-78 no fue ciertamente la más positiva, ya que no se basó en un ajuste a la baja del consumo que hubiera hecho aumentar el ahorro, sino que manteniéndose el nivel de ahorro,

fue la inversión la que continuó descendiendo, posibilitando así el reequilibrio de la balanza.

Puede argüirse, de todas formas, que al menos se frenó el rápido avance que había experimentado el consumo en los tres años anteriores. Por otra parte, hubiera sido difícil conseguir en un contexto económico deteriorado como el de aquellos años un ajuste positivo, es decir, con aumento del ahorro y mantenimiento o avance de la tasa de inversión, desde los primeros momentos. Por un lado, es difícil socialmente asumir caídas importantes y rápidas del consumo y, por otro, el relanzamiento de la inversión requiere de apreciaciones y expectativas claras sobre la economía, difíciles de entrever en esa situación inicial.

El paso de un tipo de ajuste a otro se estaba produciendo a la altura de 1980, año en el que, como puede observarse en el citado cuadro, la tasa de inversión avanzó rápidamente. Este proceso quedó cortado, nueva y bruscamente, por la segunda crisis energética. Al producirse un descenso de la renta disponible respecto a la esperada por los agentes económicos, como consecuencia del deterioro de la relación real de intercambio, y dado que los planes de consumo e inversión tardan en ajustarse a la nueva situación, el resultado fue un descenso de la tasa de ahorro de la economía, que al ser incapaz de financiar en su totalidad la inversión, tuvo que recurrir de nuevo al ahorro externo, es decir, incurrió en un déficit de balanza corriente equivalente al 2,4% del PIB, cifra importante, pero inferior a la que se derivó de la primera crisis energética.

En todo caso, se hace de nuevo patente la falta de flexibilidad de la economía española para

adaptarse a la nueva situación. El consumo, lejos de ajustarse para propiciar la recuperación de la deteriorada tasa de ahorro, continuó progresando en proporción de la renta disponible, lo cual desembocó en un agravamiento del déficit exterior a pesar del repliegue de la inversión.

La posición deficitaria de la balanza corriente se extendió de nuevo durante más tiempo del deseable. A ello pudo contribuir también, al igual que en los años posteriores a la primera crisis, la coincidencia con un Gobierno políticamente débil, apoyado en un partido en descomposición, e incapáz, por tanto, de aglutinar el necesario consenso en torno a la política económica adecuada. La financiación de tales déficits supuso, por un lado, una disminución de las reservas de divisas hasta niveles mínimos, unos 7.000 millones de dólares en 1983 sin incluir el oro, lo cual representaba entonces unos dos meses de pagos al exterior por operaciones corrientes. Al mismo tiempo, el nivel de deuda exterior creció un 50%, al pasar de unos 20.000 millones de dólares a finales de 1979 a 30.000 millones en 1983. Si bien este nivel de deuda no era preocupante por motivos de solvencia o liquidéz, sí que lo era su crecimiento en cuanto que se destinaba a financiar el consumo y no la inversión, que continuaba cayendo.

Las medidas de ajuste tomadas por el primer Gobierno socialista a partir de diciembre de 1982, que incluyeron una devaluación formal de la peseta en un 8%, comenzaron a dar frutos, por lo que concierne a la balanza de pagos, a mediados de 1983, de forma que el déficit del 2,5% del PIB en 1982 se redujo al 1,5% en el año siguiente. Dicha mejora, sin embargo, tampoco puede calificarse de positiva en ese año, ya que se consiguió

a consecuencia de una nueva caída de la tasa de inversión, manteniéndose intacta la del consumo. Esta no flexionaría a la baja hasta 1984, año que marca un hito histórico, ya que, sin mediar una mejora significativa de la relación real de intercambio, se produjo una caída de 1,6 puntos en dicha tasa y, por tanto, un aumento en la misma cuantía en la tasa de ahorro nacional. Como, por otra parte, la inversión continuó descendiendo, el saldo exterior registró una fuerte mejora, pasando a ser superavitario por un 1,4% del PIB. Ello fue posible, por otra parte, en un contexto económico internacional especialmente favorable, que permitió, vía aumento de las exportaciones, un cierto aumento del producto nacional a pesar del duro ajuste a la baja del gasto interno.

Durante 1985 y 1986, la balanza de pagos por cuenta corriente continuó mejorando su saldo excedentario. Pero lo realmente positivo es que ello empezó a lograrse no a costa de caídas de la inversión, como hasta entonces, sino con caída de la porción de la renta destinada al consumo y aumentos paralelos del ahorro y de la inversión. Este avance, por su parte, ha sido fortísimo, lo que ha permitido que en los tres últimos años se recuperasen las pérdidas en la tasa de inversión acumuladas durante los seis años anteriores.

La nueva posición de la balanza corriente, unida a unas elevadas entradas de capital durante 1983 y 1984 desembocó en un fuerte aumento de las reservas de divisas, hasta situarse en un nivel suficiente para las necesidades de liquidez y seguridad. Por su parte, la escalada del dólar en aquellos años estaba convirtiendo en una carga demasiado pesada las obligaciones de la deuda exterior. De ahí que se optase por una política de amortización anticipada de dicha deuda, en vez de ir

acumulando reservas, lo cual, por otra parte presionaba excesivamente al alza a la cotización de la peseta. Ello explica los signos negativos del saldo del capital a largo plazo en 1985 y 1986, que pueden observarse en el Cuadro 3 y, con más detalle, en el Cuadro 4. Así, la deuda exterior disminuyó desde los 30.000 millones de dólares citados para 1983 hasta 24.000 millones en 1986. En términos relativos, la disminución aún fue mayor, al pasar del 19,4% al 10,5% del PIB.

Todos estos cambios positivos en la posición frente al exterior de la economía española tienen su base, como se ha expuesto, en las medidas de ajuste tomadas a partir de diciembre de 1982, pero junto a ello también han actuado factores externos que explican en buena parte dichos cambios. Entre ellos, el más importante fue la caída de los precios del petróleo en 1986 y la consiguiente mejora de la relación real de intercambio. Ello, al actuar en sentido inverso a lo expuesto para las subidas de 1973-74 y 1979-80, propició un aumento de la tasa de ahorro, que pudo financiar el aumento de la tasa de inversión, sin deteriorarse el saldo exterior.

En cualquier caso la posición exterior de la economía española a la altura de 1986 era lo suficientemente sólida como para poder encarar la integración en la CEE con cierta tranquilidad.

## 2.- Comportamiento de la Balanza de Pagos tras la adhesión a la CEE.

### 2.1.- La balanza comercial

Tras la firma del Tratado de Adhesión de España a las Comunidades Europeas, el sector exterior de la economía, y más concretamente, los intercambios comerciales se han visto sometidos a profundos cambios, sólo comparables a los que acompañaron al Plan de Estabilización de 1959. Sus efectos, al igual que los del citado Plan, se dejarán sentir en la economía española a lo largo de muchos años, no sólo por la existencia de períodos transitorios más o menos largos en el tiempo, sino porque afectan a la propia estructura productiva del sistema económico.

A modo de recordatorio y sintetizando, los cambios aludidos pueden agruparse en los siguientes puntos:

1.- Reducciones arancelarias. Supone el desarme arancelario total frente a los países de la CEE y de la EFTA y la implantación de la Tarifa Exterior Común frente a terceros países, a lo largo de un período transitorio. Cálculos aproximados cifran este efecto en un abaratamiento medio de las importaciones en un 1% en cada uno de los años del período transitorio, tanto para los países CEE como para terceros.

2.- Regímenes Comerciales. Las mercancías incluidas en estos regímenes no están liberalizadas, sino sometidas a restricciones cuantitativas. La adhesión a la CEE supone el desmantelamiento de tales restricciones, si no de forma total, sí en su mayor parte.

3.- Cambios fiscales en el llamado Sistema de Ajustes en Frontera. Han supuesto la sustitución de los Impuestos de Compensación de Gravámenes Interiores (ICGI) sobre las importaciones y la Desgravación Fiscal

a la exportación por el nuevo IVA. La existencia del sistema anterior, dada su poca transparencia, permitía levantar barreras proteccionistas adicionales a los aranceles y restricciones cuantitativas o subvencionar encubiertamente a determinadas exportaciones, actuaciones que, si bien estaban prohibidas por la normativa internacional, eran de difícil comprobación dada la opacidad del sistema de imposición indirecta anterior.

#### 4.- Cambios en el Sistema de Reglas de Origen.

Se suprimen las Reglas de Origen frente a los países de la CEE, pasándose al sistema de la libre práctica, es decir, que toda mercancía legalmente importada en estos países pasa a tener para España la consideración de mercancía comunitaria, cerrándose, por tanto, la posibilidad de mantener o instrumentar barreras proteccionistas por esta vía.

5.- Por último, la adhesión a la CEE ha supuesto cambios que afectan al tratamiento del comercio por áreas geográficas o que derivan de la existencia de una política comunitaria común, lo que puede dar lugar a desviaciones comerciales de unas zonas a otras. Cabe incluir aquí todos los cambios que pueden producirse en el comercio agrícola como consecuencia del principio de la preferencia comunitaria que impone la Política Agrícola Común (PAC) y en general, los que se derivan de la existencia de Acuerdos o Tratados Preferenciales de la CEE con terceros países.

Por si todos estos cambios institucionales o normativos no fueran suficientes, durante estos primeros años de pertenencia de España a la CEE se han producido en el contexto internacional hechos de enorme impacto

sobre el comercio exterior. Cabe destacar la ya comentada caída de los precios del petróleo y la profunda depreciación del dólar que ha seguido a una no menos espectacular apreciación durante el período 1982-85.

En el contexto nacional, la adhesión a la CEE ha coincidido en el tiempo con un cambio del ciclo económico, pasando la economía española de una fase de ajuste, con bajas tasas de crecimiento, a otra fase de rápida expansión. Este cambio de comportamiento, especialmente intenso, queda puesto de manifiesto al observar la tasa anual de crecimiento de la demanda interna, que pasa del 0,7% en el período 1974-85 al 7,1% en los tres últimos años.

El rasgo más destacable de la evolución del comercio exterior a partir de 1985 es el profundo y rápido deterioro del saldo comercial. Ello no se puso de manifiesto hasta 1987, aunque en realidad el proceso comienza en 1985, cuando la economía española abandona el largo período de ajuste y enfila, de forma bastante acelerada, la fase de expansión de un nuevo ciclo económico. A partir de ese año las importaciones en volumen vienen creciendo ampliamente por encima de las exportaciones, lo que se traduce en aportaciones negativas del comercio exterior al crecimiento del PIB, como puede observarse en el Cuadro 2.

Este hecho, singular por su dimensión y rápido desarrollo, se explica por la conjunción de varios factores, que pueden agruparse en dos grandes categorías. En la primera cabe situar a aquellos que constituyen las variables determinantes básicas del comportamiento del comercio exterior. Son fundamentalmente la demanda, tanto nacional como

internacional, y la evolución de la competitividad o de los precios relativos reales, es decir, expresados en una moneda común. En la segunda categoría se agruparían los factores derivados de la adhesión de España al Tratado de Roma, que en el fondo ha supuesto una profunda liberalización del sector exterior y un cambio histórico respecto a una política comercial proteccionista, basada en el principio de sustitución de importaciones.

Cuantificar la incidencia de cada una de estas dos grandes categorías de factores es difícil y arriesgado, dado el escaso instrumental analítico disponible y la dificultad de captar en modelos cuantitativos factores de difícil especificación. No obstante, pueden avanzarse algunas estimaciones, aunque las mismas sólo puedan considerarse como aproximativas.

Por lo que respecta a las importaciones, y más concretamente a las no energéticas, la elasticidad histórica de las mismas respecto a la demanda interna se sitúa, para el período anterior a la crisis de 1974, en 1,7 y la elasticidad respecto a los precios relativos, en 0,5. Dado un aumento de la demanda interna del 23% entre 1985 y 1988 y una caída del 10% de los precios de importación de productos no energéticos respecto a los precios de producción en España (precios industriales sin energía), el crecimiento de las importaciones no energéticas hubiera sido teóricamente del 44% en estos tres años. Ello supone aproximadamente el 50% del crecimiento realmente observado.

Despreciando el término de error de la estimación, que para un período determinado puede llegar a ser bastante elevado, la parte no explicada de dicho crecimiento, es decir el 50% restante, debe ser asignada

a los efectos de los cambios normativos e institucionales descritos anteriormente. De ellos, parece que el desmantelamiento de la mayor parte de los regímenes comerciales (restricciones cuantitativas) ha debido de tener la mayor incidencia, más que la reducción arancelaria o los cambios en el régimen fiscal.

En cuanto a las exportaciones, las dos variables que determinan históricamente su comportamiento son la evolución de los mercados exteriores, y la competitividad o precios relativos España/Paises competidores. Las elasticidades observadas se sitúan en 1,6 respecto a los mercados y -0,6 respecto a los precios. Tomando como indicador de precios relativos los de exportación de España respecto a los correspondientes de los paises industrializados, lo que da un aumento del 15%, y un crecimiento de los mercados exteriores en estos tres años del 17%, las exportaciones no energéticas deberían haber crecido un 18%, mientras sólo lo han hecho en un 7%.

Aún corrigiendo el "efecto anticipación" ocasionado por la entrada en vigor del IVA, por el cual parte de exportaciones que hubieran correspondido a los primeros meses de 1986 se adelantaron a los meses finales de 1985, el crecimiento de las exportaciones no energéticas en estos dos años ha sido inferior en unos nueve puntos y medio porcentuales al teóricamente estimado. Sin duda, gran parte de ello cabe atribuirlo a los cambios derivados de la adhesión a la CEE, lo que se confirma al observar que estas pérdidas de exportaciones se produce casi enteramente en el primer año de la integración, coincidiendo con la sustitución de la desgravación fiscal por la restitución del IVA, y que afectó en mayor medida a aquellos tipos de productos

-metálicos, bienes de equipo- que más se beneficiaban con el anterior sistema fiscal.

Partiendo de los cálculos anteriores, que como se advirtió sólo deben ser tomados como aproximativos, pueden sustituirse en la Contabilidad Nacional las exportaciones e importaciones no energéticas realmente observadas por las estimadas según las variables determinantes básicas (las exportaciones e importaciones de productos energéticos quedarían sin modificar ya que los efectos sobre ellas de las medidas de liberalización han debido ser irrelevantes). El resultado de realizar la sustitución anterior es que el saldo comercial a pesetas constantes de 1980 se hubiese deteriorado entre 1985 y 1988 en unos 450 miles de millones, es decir, un 68% menos del deterioro observado. En términos de contribución al crecimiento del PIB, en vez de una aportación negativa de 8,7 puntos en los tres años, tal detracción hubiera sido de sólo 2,8 puntos porcentuales.

No debe deducirse de ello, sin embargo, que el PIB sería en 1988 un 5,9% superior -diferencia entre las aportaciones negativas del comercio exterior estimada y observada- de no haberse producido la integración en la CEE y los cambios derivados de ella. Ello sólo hubiera sido así, entre otras condiciones, siempre que la demanda interna en consumo e inversión hubiera crecido en ambos casos a la misma tasa y que la oferta nacional hubiera sido capaz de satisfacer tal aumento de la demanda en la misma proporción en que lo venía haciendo antes de la integración.

Es razonable pensar que ninguna de las condiciones citadas se hubiera dado. El fuerte crecimiento de la inversión en equipo que está teniendo lugar desde 1985 tiene mucho que ver con la necesidad de

la empresa española de ponerse al día tecnológicamente para poder competir sin las protecciones del pasado. Otra parte de esa inversión, la realizada por residentes extranjeros se ha hecho para aprovechar las ventajas comparativas de la economía española dentro del amplio mercado europeo. Incluso aunque la inversión hubiera crecido a las mismas tasas, difícilmente la producción nacional hubiera podido satisfacer la parte que le hubiera correspondido de tal crecimiento, especialmente tratándose de maquinaria y aparatos de alta tecnología. Lo mismo puede decirse para muchos bienes de consumo, desde alimentos elaborados hasta grandes automóviles de turismo. Es decir, se ha dado un crecimiento de la demanda provocado en parte por la propia adhesión a la CEE y el proceso liberalizador que le ha acompañado, al que la oferta nacional no ha podido satisfacer en la proporción que lo hacía anteriormente, dado que ello requiere de cambios estructurales en el sistema productivo imposibles de llevar a cabo en el corto plazo.

El fuerte y rápido deterioro del saldo comercial en términos reales que acaba de ser puesto de manifiesto y que, como se ha señalado, comenzó a producirse ya en 1985, no se tradujo en un deterioro de similar magnitud en términos nominales hasta 1987, como puede observarse en los Cuadros 2 y 3. Ello fue debido a la sustanciosa mejora de la relación real de intercambio en 1986, producida por la caída del precio del petróleo y materias primas en general y por la depreciación del dólar. En dicho año, este efecto fue de tal magnitud que España pudo comprar al exterior casi un 17% más de mercancías pagando por ellas lo mismo que había pagado el año anterior. Ello representó en torno a un 2,6% del PIB de ese año, o bien, 6.000 millones de dólares. La

mejora de la relación real de intercambio ha continuado en 1987 y 1988, si bien en mucha menor magnitud.

Sin estas transferencias de rentas desde el exterior, la posición actual de la balanza de pagos por cuenta corriente sería prácticamente insostenible. En efecto, una estimación de dicha balanza bajo los supuestos de que los flujos reales de exportación e importación hubiesen sido los mismos, pero aplicando a las importaciones la variación de precios de las exportaciones, es decir, suponiendo que la relación real de intercambio no hubiese variado desde 1985, muestra que el saldo por cuenta corriente hubiera pasado a ser deficitario ya en 1986, por un 0,8% del PIB; para 1987, este déficit hubiera ascendido a un 3,1% del PIB, pasando al 4,8% en 1988. Ello supone, para este último año, 1,9 billones de pesetas unos 16.000 millones de dólares.

Este déficit podría haberse financiado sin grandes problemas, teniendo en cuenta que las entradas de capital autónomo, a largo plazo, durante este año van a rondar el billón de pesetas y podían haber sido superiores de no haberse tomado medidas para frenarlas. Además, el nivel de reservas es tan elevado, que incluso una disminución para financiar parte de dicho déficit hubiera venido bien a las autoridades monetarias. Sin embargo, hay que admitir que un nivel tal de déficit exterior, que, por otra parte, iría engordando de no tomarse medidas para atajarlo, no es sostenible a medio plazo por muchas y variadas razones, entre ellas que los inversores extranjeros perderían confianza en la economía española y su financiación se haría difícil, a no ser que fuese a un coste -tipos de interés- excesivo. Cualquier ministro de economía, por tanto, hubiera tomado medidas de ajuste antes de llegar a esta

situación, una de cuyas consecuencias sería la desaceleración del ritmo de crecimiento y, especialmente, el del gasto o demanda interna.

## 2.2.- La balanza de capitales

Un análisis del impacto sobre la balanza de pagos de la adhesión de España a la CEE que sólo abarcara los intercambios comerciales quedaría bastante incompleto y quizás sesgado negativamente. En efecto, aunque la cuantificación de los efectos de la adhesión en el área de los movimientos de capitales sea prácticamente una tarea imposible, sí que puede decirse, a la vista de los datos, que la misma ha actuado positivamente, especialmente por lo que concierne a las inversiones extranjeras en España.

Buena parte del fuerte aumento que vienen experimentando las mismas desde 1985 debe atribuirse al efecto adhesión. Ello, por otra parte, es válido fundamentalmente para las inversiones directas, pero también, sin duda, la mejora de las expectativas sobre el potencial de crecimiento la economía española, su mayor internacionalización y la mayor seguridad que para los inversores supone la integración en una zona de economías fuertes y estables, han debido ser factores importantes para explicar el espectacular crecimiento de las inversiones en cartera.

Como puede observarse en el Cuadro 4, el saldo neto de éstas, que en 1982 no llegaba a los 1.000 millones de pesetas había pasado en 1985 a 82.100 millones. Ello, que en términos de variación porcentual representa un enorme crecimiento, seguía siendo una cifra extramadamente baja. El salto se produce en 1986,

en el que el saldo entre compras y ventas aumenta a 235.000 millones, y prosigue en 1987, hasta alcanzar 434.800 millones de pesetas. En términos de volumen negociado, es decir, sumando compras y ventas, el salto es más espectacular, pasando de 157.900 millones en 1985 a más de dos billones y medio en 1987.

A los factores genéricos señalados anteriormente como causas explicativas de este hecho, cabe añadir otras más concretas, como los bajos precios de la bolsa española y la recuperación de la cuenta de resultados de las empresas, factores que configuraban los títulos de renta variable española entre los más rentables a nivel internacional; en cuanto a la renta fija, los altos tipos de interés y la tendencia al alza de la peseta también suponían una rentabilidad excepcionalmente elevada para los inversores extranjeros. Junto a todo ello, la depreciación del dólar y la consecuente penalización para las inversiones en esta divisa, hacían que parte de los enormes flujos internacionales de capitales buscaran rentabilidad y seguridad en otras divisas, entre ellas, la peseta.

La crisis bursátil de octubre de 1987 paralizó esta tendencia creciente, de forma que en el último trimestre de dicho año el saldo pasó a ser ligeramente negativo. No se paralizaron las compras, que siguieron afluyendo a buen ritmo, pero aumentaron más rápidamente las ventas.

A lo largo de 1988, el saldo por inversiones extranjeras en cartera ha recuperado su signo positivo, aunque, como era de esperar tras la crisis, es significativamente inferior al de un año antes. No ha disminuído significativamente el volumen negociado (1.699 miles de millones hasta septiembre frente a

1.839,6 miles de millones en el año anterior, pero ahora las ventas igualan más a las compras, alcanzando el saldo 183,8 miles de millones, un 59% menos que el de enero-septiembre de 1987.

Aunque las tasas de crecimiento no sean tan espectaculares como las de la inversión en cartera, las inversiones directas también han registrado un enorme avance. En 1986 aumentaron un 73,1%, desaceleraron su ritmo de crecimiento hasta el 13,1% en 1987 y en 1988, hasta el mes de septiembre, vuelven a registrar una aceleración, con un crecimiento del 61%. Su nivel en relación al PIB ha pasado del 0,6% en 1985 al 1,2% en 1988.

Los efectos de la integración en la CEE sobre esta evolución han debido ser más importantes aún que en el caso de las inversiones en cartera. El potencial y la dimensión del mercado español, la necesidad de las empresas internacionales ya instaladas en España de modernizar y ampliar sus capacidades productivas y las ventajas comparativas, especialmente en costes laborales, que sigue manteniendo España respecto a los países europeos más desarrollados, las cuales se han revalorizado al suprimirse las fronteras comerciales con el mercado más amplio del mundo, explican la evolución de las inversiones directas. Hay que señalar, además, que dado que las estadísticas de la balanza de pagos sólo recogen estas inversiones cuando suponen flujos del exterior a España o de España al exterior, en ellas no están incluidas las inversiones realizadas por empresas internacionales ya instaladas con cargo a autofinanciación o a financiación interior.

El efecto de estas inversiones sobre la balanza de pagos es que, dado su carácter estable, mucho

más permanente que cualquier otra forma de entradas de capital, permite mantener sin ningún problema déficits por cuenta corriente. Ello amplía el potencial de crecimiento equilibrado de la economía, compensando la disminución del mismo que, a corto plazo, ha podido suponer la liberalización de los intercambios comerciales.

La evolución de la rúbrica de créditos y préstamos del exterior en los últimos años presenta un perfil particular, condicionado en buena medida por la posición del saldo por cuenta corriente y la afluencia de divisas vía inversiones extranjeras. Como ya se mencionó en el capítulo introductorio, el cambio positivo de dicho saldo a partir de 1984, junto a unas entradas netas de capitales de cierta entidad, habían conducido a importantes excedentes en la balanza de pagos y por tanto, a una recomposición suficiente de las reservas exteriores, no siendo necesario entonces que éstas adquiriesen un nivel significativamente superior. Paralelamente, la cotización del dólar se estaba disparando al alza en aquellos años, lo cual hacía sumamente gravosas tanto para las empresas como para las administraciones públicas las obligaciones de una deuda exterior contraída en no muy buenas condiciones en los años anteriores.

Esta situación condujo a la decisión por parte de las autoridades económicas de amortizar anticipadamente parte de esa deuda, así como de autorizar e incluso estimular al sector privado para que hiciese otro tanto. Como puede observarse en el Cuadro 4, tanto el sector privado en la rúbrica de créditos y préstamos del exterior, como el sector público registran en 1985 y 1986 unas amortizaciones del orden del doble de lo que hubiera correspondido normalmente, a la vez

que los nuevos créditos disminuían considerablemente. Ello, por otra parte, pudo llevarse a efecto porque las condiciones monetarias y financieras internas se hicieron más fáciles después de una actuación bastante restrictiva por parte de la política monetaria en los años anteriores.

Así se explican los signos negativos de la balanza de capital a largo plazo en esos dos años, los únicos con tal signo desde que viene confeccionándose la balanza de pagos en España.

El proceso de amortización anticipada de la deuda y la escasa apelación a los mercados financieros exteriores finaliza en 1987, dado que muchas de las principales causas que los determinaron cambiaron su signo. El dólar volvió a depreciarse tan rápida y profundamente como se había apreciado hasta la primavera de 1985; el diferencial entre los tipos de interés internos y externos aumentó considerablemente debido a la actuación de las autoridades para mantener el crecimiento de los agregados monetarios dentro del objetivo fijado y la peseta se fortalecía no sólo frente al dólar, sino también frente a las divisas europeas, eliminando riesgos de tipo de cambio.

Todo ello volvió a hacer atractiva la financiación exterior que, además, quedó liberalizada para operaciones superiores al año, cambiando de nuevo el signo de la rúbrica de créditos y préstamos del exterior. Como, además, se seguían produciendo fuertes entradas por inversiones extranjeras, el saldo de todas las operaciones a largo plazo pasó a ser superavitario por más de un billón de pesetas, frente al déficit de casi medio billón en 1986. A ello se añadían importantes entradas de capital a corto plazo por otro medio billón

de pesetas, a pesar de las medidas tomadas para desincentivar tales entradas.

Estos resultados presionaban, evidentemente, al alza sobre la cotización de la peseta, obligando al Banco de España a comprar grandes cantidades de divisas con el fin de que ésta no se apreciara en exceso, lo que hubiera incidido en un todavía mayor deterioro del déficit comercial. Así, las reservas centrales aumentaron a lo largo de 1987 en 14.171 millones de dólares, 1,6 billones valorados en pesetas. Ello supuso casi duplicar el nivel existente un año antes.

Pero, si de esta forma se conseguía mantener el tipo de cambio de la peseta, el aumento de las reservas se traducía en una fuente importante de creación de liquidez interna, contribuyendo ello a un aumento de los ALP por encima del objetivo. El intento de reconducir este aumento dentro de la senda prevista elevaba los tipos de interés y su diferencial con los tipos exteriores provocando ello, a su vez, una mayor afluencia de capitales. Esta contradicción entre los objetivos internos -control de cantidad de dinero, tipos de interés- y externos -tipo de cambio- de la política monetaria -contradicción que deriva de la imposibilidad de controlar todas esas variables a la vez en un contexto de libertad de movimiento de capitales-, provocó que el Banco de España tuviera que abandonar en la práctica el objetivo de mantener el crecimiento de los ALP dentro de la senda marcada y, a la vez, permitir una cierta apreciación de la peseta. Ello y las salidas de capital que se produjeron a raíz de la crisis bursátil de octubre de 1987 lograron detener las presiones alcistas sobre la peseta.

Sin embargo, esto sólo fue así momentáneamente. Pasados los primeros efectos de la crisis, la afluencia de capitales fue de nuevo copiosa, tanto en forma de inversiones como de créditos. Durante el primer semestre de 1988, sólo en concepto de créditos privados del exterior se produjeron unas entradas netas de 404.000 millones de pesetas. Aunque los efectos expansivos de tales entradas sobre los ALP no causaban las consecuencias del pasado año, entre otras razones porque ahora el aumento del crédito interno al sector público se estaba comportando de forma moderada, sí habían vuelto a aparecer las presiones alcistas sobre la peseta. Ello podía agudizarse, por otra parte, en los meses del verano, a consecuencia de las estacionales entradas de divisas por turismo.

Recordando la difícil experiencia de 1987, las autoridades decidieron cortar la masiva afluencia de capitales del exterior y dado que no juzgaban procedente utilizar los tipos de interés, disminuyendo el diferencial con los tipos extranjeros, optaron en el mes de junio por suspender temporalmente la liberalización de las operaciones a más de un año, que quedaron de nuevo sujetas a autorización. Desde entonces el saldo por créditos y préstamos del exterior vuelve a ser negativo, lo que supone que las amortizaciones superan a los nuevos créditos recibidos.

### 3.- Perspectivas en el horizonte 1992

Efectuar proyecciones económicas a medio o largo plazo siempre resulta un ejercicio arriesgado. No por ello, sin embargo, debe abandonarse tal intento, ya que muchas decisiones que se toman tanto en el mundo empresarial como en el de la política económica a nivel

nacional, entre ellas quizás las más importantes, las que pueden considerarse estratégicas o programáticas, necesitan una dimensión temporal más allá del corto plazo.

Esa dificultad intrínseca en la previsión a medio plazo es especialmente manifiesta en el caso que nos ocupa, es decir, en proyectar la evolución de la balanza de pagos española en el horizonte de 1992. Ello es así, en primer lugar, porque la balanza de pagos, como puente y reflejo de los acontecimientos en las economías nacional e internacional viene afectada en su evolución por una enorme y variada relación de factores y variables interrelacionadas. Por otra parte, los profundos cambios institucionales y estructurales introducidos a partir de la integración en la CEE, han venido a cambiar el comportamiento o las relaciones históricas de unas variables con otras. Por poner un ejemplo, las elasticidades históricas de las exportaciones e importaciones respecto a la renta/demanda o a los precios relativos poco han servido en los últimos años para explicar la evolución de las mismas, como se puso de manifiesto anteriormente. Tampoco, por otra parte, cabe extrapolar mecánicamente el comportamiento del comercio exterior en los tres últimos años, porque los efectos del primer impacto de la liberalización deben ir diluyéndose en el tiempo, dando paso a comportamientos más normales. De todo esto se deduce que cualquier proyección a medio plazo de la balanza de pagos, incluida la que aquí se presenta, debe ser tomada como un escenario situado entre una banda más o menos amplia de posibilidades. Por supuesto, conforme se va más allá en el tiempo, los márgenes de esta banda son más amplios.

En el ejercicio aquí presentado, que se recoge en el Cuadro 5, se ha supuesto que las exportaciones e importaciones españolas tienden a comportarse paulatinamente en relación a sus variables determinantes básicas como lo hacen las de las economías europeas con las que la economía española se está integrando. Además de este supuesto, en el citado cuadro se explicita la evolución de las principales variables que afectan a la balanza de pagos. Algunas de ellas, como el tipo de cambio peseta/dólar, no deben ser tomadas sino como una hipótesis de trabajo, nunca como una previsión. Ello es así fundamentalmente porque estas proyecciones son tendenciales, es decir, tratan de presentar la evolución de la balanza sin que en algún momento del período considerado se introduzcan modificaciones sustanciales de la política económica que pudieran hacerla variar.

Entre las hipótesis más importantes utilizadas, cabe señalar un crecimiento del PIB de los países desarrollados situado entre el 2,5 y el 3% anual, que posibilita un crecimiento del comercio internacional del orden del 5% y ello, a su vez, haría posible un crecimiento de las exportaciones españolas de bienes y servicios del 6%. En cuanto a la economía española, se contempla una tasa de crecimiento del PIB en el entorno del 4% y unas importaciones que crecen al 8,5%. Por último, una hipótesis importante es también la del comportamiento neutro de la relación real de intercambio, es decir, que los precios de importación, tanto de los productos energéticos como no energéticos, crecen igual que los de exportación, al 4% anual.

Bajo estas hipótesis, el déficit comercial va creciendo hasta situarse en 1992 en un 8% del PIB. Tal cifra sería la mayor alcanzada en la historia económica española moderna, ligeramente superior al 7,9% del PIB

registrado en 1974 tras la primera crisis energética y bastante superior al 5,6% ocasionado por la segunda crisis.

Este deterioro del déficit comercial no sería, por otra parte, paliado por el aumento del superavit de servicios y rentas ya que éste permanece prácticamente al mismo nivel actual en términos absolutos, lo que supone retroceder en relación al PIB. La causa fundamental de ello es que el saldo por turismo se mantiene en términos de PIB, pero avanzan los pagos netos por rentas de inversión. Ello es consecuencia, en primer lugar, del fuerte aumento de las inversiones extranjeras, que se prevé continúe aunque no al ritmo de los últimos años, y que generarían pagos crecientes por dividendos y otros beneficios; en segundo lugar, de un aumento de la deuda externa, necesario para financiar los déficits por cuenta corriente, especialmente a partir de 1990; por último, dejarían de aumentar los ingresos por este concepto, al detenerse primero e invertirse después el proceso de aumento de las reservas de divisas cuya colocación en el exterior proporciona la principal fuente de ingresos por este concepto.

Sí que se prevé, en cambio, un comportamiento favorable por parte de las transferencias, por lo que concierne a las provenientes de los fondos estructurales de la CEE y dados los programas en marcha para duplicar estos fondos de aquí a 1992. Este aumento de las transferencias compensaría, parcialmente al menos, el correspondiente a los pagos por rentas de inversión.

Como resultado de todo ello, el saldo deficitario por cuenta corriente tiende a deteriorarse rápidamente, alcanzando en 1992 una cifra equivalente al 4,4% del PIB. Como referencia, los déficits registrados

ese año, un 2,6% del PIB, o bien, poco más de 10.000 millones de dólares, podría financiarse con las entradas por inversiones extranjeras, que en la actualidad alcanzan justamente ese porcentaje del PIB y que es previsible se mantenga en los próximos años. Únicamente la financiación de las inversiones y créditos españoles al exterior, de mucha menor cuantía, requeriría entradas adicionales de capital vía endeudamiento, o bien una ligera disminución de reservas de divisas. Hay que tener en cuenta, a este respecto, que el nivel de reservas se eleva en la actualidad al 11,5% del PIB.

Este amplio margen de maniobra no debiera, sin embargo, hacer olvidar la necesidad de moderar el rápido deterioro del déficit de la balanza de pagos. En primer lugar, porque lo que hoy no plantea problemas de financiación puede plantearlo más adelante si los inversores extranjeros juzgan insostenible tal situación. En segundo lugar, no se debe olvidar que si el déficit no alcanza ya esos niveles insostenibles es en gran parte debido a las continuas mejoras de la relación real de intercambio, especialmente la de 1986. Un fenómeno inverso de cierta entidad dejaría en poco tiempo a la economía española en una difícil posición exterior. Por último, porque una vez alcanzado un abultado nivel de déficit, conseguir frenarlo y sobre todo reducirlo requiere de duras medidas de ajuste, tanto más cuanto que tales déficits ya no pueden atajarse, como antaño, poniendo barreras a las importaciones.

Por tanto, uno de los objetivos clave para mantener a largo plazo la fase expansiva de la economía española es estimular el avance de las exportaciones, aumentando su competitividad no ciertamente por la vía de la política cambiaria, sino por la de ganancias en

---

productividad y ampliación de la capacidad productiva. Ello requiere, desde otro punto de vista, seguir dedicando más recursos al ahorro e inversión que al consumo, es decir, la continuación del proceso de acumulación de capital que se ha seguido en los últimos años. Sólo así podrá mantenerse un diferencial de crecimiento respecto al resto de países desarrollados y una balanza de pagos sólida, al abrigo de los movimientos coyunturales de los capitales internacionales.