

Resumen

El presente trabajo analiza, ante todo, el origen, naturaleza y sostenibilidad del dilatado déficit exterior español, déficit que, en términos relativos, se sitúa entre los más elevados del mundo. En el estudio se pone de manifiesto que el desequilibrio ha alcanzado esos niveles por la condición de escudo que caracteriza a la moneda común; que no ha sido causado por una reducción del ahorro nacional, sino por el aumento de la inversión, especialmente de la inversión en vivienda; y que su sostenibilidad plantea serios problemas que ya vienen siendo anunciados por el aumento de las primas de riesgo. Finalmente, y desde la óptica de la no sostenibilidad, se sugieren varias medidas de política económica que servirían para reducir el déficit y mejorar su financiación.

Palabras clave: déficit por cuenta corriente, necesidad de financiación, sostenibilidad del déficit, primas de riesgo, traslación del riesgo de crédito.

Abstract

This paper focus on the roots, nature and sustainability of the impressive Spanish external deficit, which, right now, stands among the highest in the world. The main findings are that the disequilibrium has been nursed by the shield condition of the euro, that the primary cause of the deficit is not the reduction of national savings but the rapid increase in investment, specially in residential building, and that the gap may not be sustainable in the near future as anticipated by the increase in risk premia. Finally, and since its sustainability is jeopardized, some economic policy steps are suggested, so as to reduce the current account deficit and to improve the ways of financing it.

Key words: current account deficit, net borrowing, sustainability, financing the deficit, risk premia.

JEL classification: E62.

QUOUSQUE TANDEM...?

Jaime REQUEIJO (*)

Catedrático Emérito de Economía Aplicada, UNED

I. LOS HECHOS ESCUETOS

LOS gráficos que figuran a continuación reflejan cómo han evolucionado los saldos de la balanza comercial, de la cuenta corriente exterior, de la cuenta de capital y de la posición neta de inversión internacional en el período 1999-2007, expresados los cuatro en porcentajes del producto total. El período elegido se inicia con la incorporación de España al euro y, por tanto, analiza el comportamiento del sector exterior tras haberse desnacionalizado la política cambiaria (1).

Es fácil colegir la relación de causalidad entre las tres últimas variables: los déficit por cuenta corriente necesitan del ahorro exterior, ahorro que puede canalizarse a través de la cuenta de capital-transferencias de capital o de la cuenta financiera-inversiones, en formas diversas. En el primer caso, y si las transferencias de capital son positivas, la necesidad de financiación disminuye; en el segundo caso, la apelación al ahorro externo se traducirá en un aumento de los pasivos exteriores y en un empeoramiento de la posición neta de inversión internacional. Y eso es, exactamente, lo que se refleja en los gráficos: el creciente déficit corriente, aunque ligeramente aminorado por los saldos positivos de la cuenta de capital (gráfico 1) ha dilatado la necesidad de financiación, hasta situarla, en 2007, en un 10 por 100 del producto interior bruto, con una posición neta internacional deudora que, a septiembre del 2007, equivalía al 90 por 100 de la producción total (gráfico 2).

La actual situación no resulta envidiable porque, en términos relativos, España es, en la hora presente, uno de los países más endeudados del mundo (2), y porque, aunque se forme parte de una Unión Monetaria, un endeudamiento elevado anticipa problemas futuros de crecimiento y solvencia.

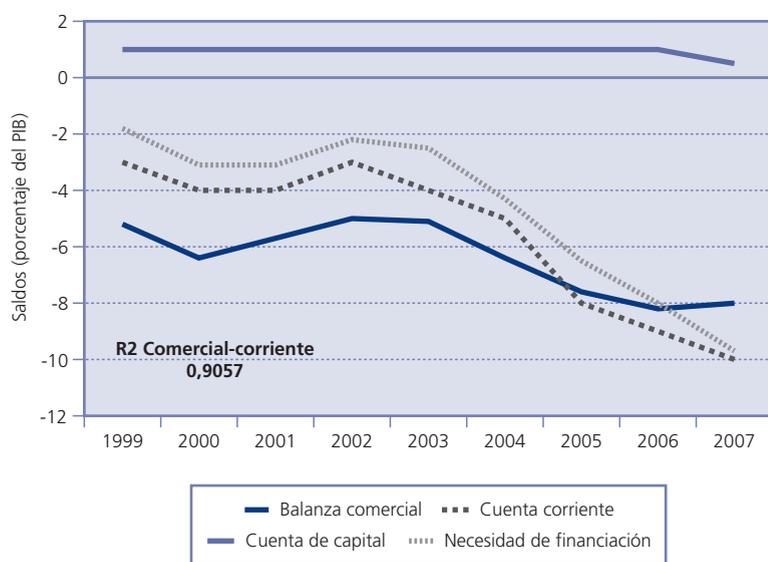
El presente trabajo se organiza de la siguiente forma. En primer lugar, busca elucidar por qué ha ocurrido: por qué la pertenencia al euro ha dado por resultado un creciente desequilibrio exterior. En segundo lugar, trata de aclarar, tanto desde la óptica global como desde el análisis de transacciones, la naturaleza del déficit. En tercer lugar, examina la financiación actual del déficit y su sostenibilidad. Por último se enumerarán algunas conclusiones y se recomendarán las posibles vías de corrección.

II. ¿POR QUÉ HA OCURRIDO?

Son dos las razones que explican el desequilibrio de las cuentas exteriores. La primera, y más importante, es nuestra pertenencia al euro; la segunda es el dinamismo mostrado por la economía española en el período 1996-2007.

El euro actúa, a la vez, como escudo y como hipnótico. Como escudo, porque no transmite a los mercados financieros internacionales los desequilibrios de una economía de tamaño medio, como la española, pero que, en la Eurozona, supone, tan sólo, un 9 por 100 del total; y tanto más

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DEL SECTOR EXTERIOR



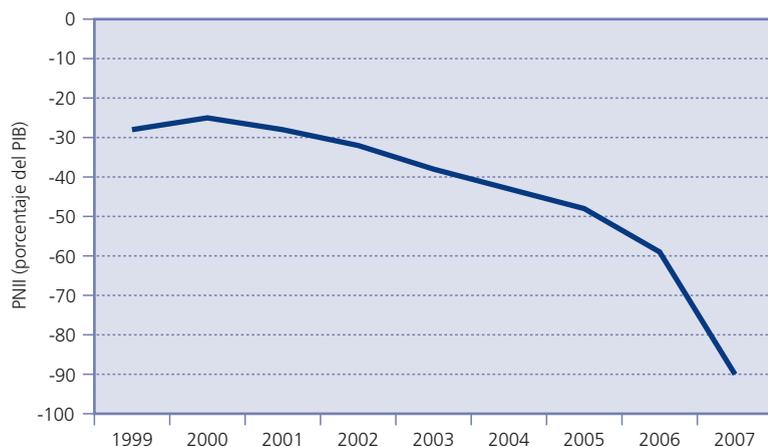
Fuente: Banco de España y Contabilidad Nacional.

cuanto que la cuenta corriente del conjunto se mantiene en un razonable equilibrio (3). La Unión Monetaria, por tanto, encubre el desequilibrio exterior de un país

que, en la Eurozona, hace las veces de una región.

De no ser por la existencia de ese escudo cambiario, la moneda

GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DE LA POSICIÓN NETA DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



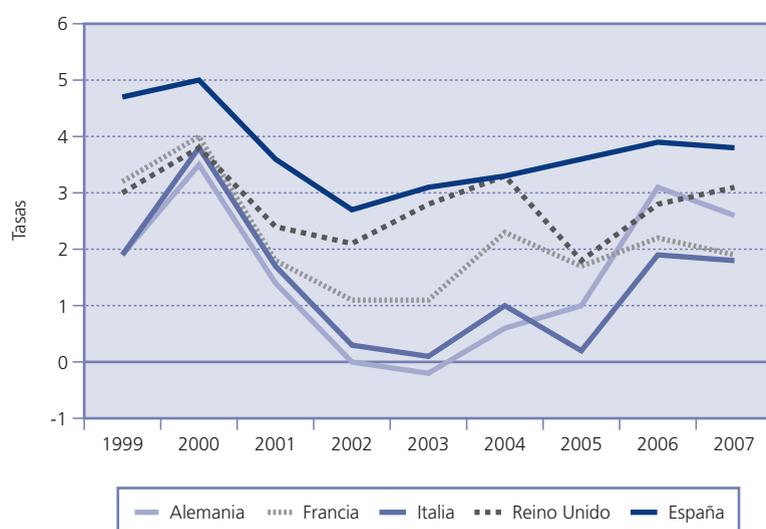
Fuente: Banco de España y Contabilidad Nacional.

española habría sufrido ya los descalabros que afectan a cualquier economía cuya situación exterior, medida a través de la cuenta corriente, empeora velozmente. Recuérdense, por ejemplo, las devaluaciones de 1977, 1982, 1992-1993 y 1995. Recuérdese, también, que toda devaluación no acompañada por un recorte de la absorción interna tiene efectos fugaces. Normalmente, pues, un persistente desequilibrio exterior, con moneda propia, desencadenaría una secuencia bien conocida: ataque frontal a la moneda, por pérdida de confianza, y devaluación como pieza del esfuerzo de estabilización, lo que supondría, a la postre, menor crecimiento y mayor desempleo durante el período de ajuste. Lo que el euro permite, por tanto, es dilatar las medidas de ajuste y permitir crecer pese al desequilibrio exterior.

De ahí que, durante el lapso considerado, la economía española haya podido crecer a una tasa media interanual del 3,74 por 100 (4), muy cerca de su producto potencial y claramente por encima del ritmo de Alemania, Francia, Italia y Reino Unido, nuestros principales socios en la Unión Europea. Las diferencias pueden observarse en el gráfico 3.

¿Todo crecimiento diferencial se traduce, siempre, en un empeoramiento de las cuentas exteriores? No necesariamente, como muestra la experiencia japonesa de los años setenta y ochenta y, en general, la de los países del Sudeste asiático antes de la crisis de 1997. En todos esos casos, el impulso a la exportación ha sido la clave del crecimiento, lo que ha supuesto que el saldo neto exterior haya resultado positivo y haya contribuido al aumento del producto total, amén de reforzar la posición exterior y generar un aumento continuado del nivel de re-

GRÁFICO 3
TASAS DE CRECIMIENTO REAL



Fuente: OCDE, *Economic Outlook*, diciembre 2007.

servas. Aun con los recelos del caso, por tratarse de una economía dirigida, aunque permita la existencia de un sector privado boyante, la China actual sigue el mismo camino y con los mismos resultados: saldo neto exterior fuertemente excedentario, fortaleza del sector exterior y acumulación de reservas (5).

Pero en el caso español no ocurre así porque es la demanda interna la que sustenta el crecimiento y la externa la que lo frena, a consecuencia de un saldo neto exterior continuamente negativo en el período 1999-2007. Para esos años, esa contribución negativa ha sido, en media, de un punto (6). Y aún hay más: el dinamismo mostrado por la demanda interna ha facilitado la aparición de una inflación superior a la de nuestros principales competidores, lo que, a la postre, y al apreciar el tipo de cambio real, ha mermado la competitividad de la oferta exportable de bienes y servicios.

Pero, además de esa condición de escudo protector, la moneda única actúa, por añadidura, como amplificador del desequilibrio; por varias razones.

El trabajo, tantas veces citado, de Feldstein y Horioka (7) ponía en entredicho un presupuesto de la economía tradicional: que, en ausencia de barreras reguladoras, el ahorro generado en un país buscaría, dentro o fuera del mismo, la inversión más rentable, lo que difuminaría la correlación entre ahorro e inversión internos. Por tanto, y en el área OCDE, debería advertirse la ausencia de una correlación positiva entre esas dos variables. Del estudio citado se desprende lo contrario; es decir, que, para el período estudiado, 1960-1974, y en el caso de 16 países OCDE, el coeficiente de correlación era alto y, por tanto, revelaba que, en gran medida, el ahorro interno de los países se invertía en esos mismos países. La aparente contradicción fue

denominada «el enigma de Feldstein-Horioka».

Años más tarde, Blanchard y Giavazzi (8) revisaron el problema y encontraron que, para los años examinados en el trabajo inicial, la correlación seguía siendo alta, pero que en el período 1991-2001 era ya muy baja en el caso de la zona euro, sin que lo fuera en el conjunto OCDE. Conclusión: el grado de integración financiera en área de moneda única es muy elevado, lo que permite financiar la inversión nacional con ahorro procedente de otros países de la misma zona. La moneda única, por tanto, ha dado como resultado un mercado financiero único, entre otras razones porque ha eliminado el riesgo de cambio, pero también ha alumbrado un mercado de dimensiones mucho mayores, lo que lleva a que el endeudamiento exterior de un país sea menos preocupante porque resulta más fácil financiarlo.

Pero además la moneda única, que requiere una política monetaria común, genera, por definición, una perturbación asimétrica duradera, por cuanto aplica un único tipo de interés con independencia de la posición cíclica en que se encuentren los países integrantes. Y así ha ocurrido: a lo largo de los años estudiados, la política monetaria del Banco Central Europeo ha resultado ser restrictiva para países en fase de lento crecimiento, como Alemania y Francia, y expansiva para países, como España, de ritmo de crecimiento sustancialmente mayor.

El euro, por tanto, ha permitido ignorar hasta el momento el desequilibrio externo de la economía española y, además, lo ha magnificado, al facilitar, vía política monetaria expansiva, un crecimiento impulsado por la demanda interna. Ha cumplido así

su doble condición de escudo e hipnótico, sin cuya colaboración nuestra economía hubiera tropezado, años ha, con la restricción exterior.

III. LA NATURALEZA DEL DÉFICIT EXTERIOR ESPAÑOL

Para la macroeconomía moderna, un déficit por cuenta corriente, o diferencia entre el ahorro y la inversión nacionales, constituye un fenómeno intertemporal, dado que tanto el ahorro como la inversión se basan en factores intertemporales tales como el ciclo vital o los rendimientos esperados de los proyectos de inversión (9).

A partir de esa concepción intertemporal del déficit, el hilo del razonamiento se bifurca: deben analizarse de forma distinta los desequilibrios causados por los déficit públicos y los que resultan de decisiones económicas descentralizadas, adoptadas por agentes económicos privados. En el primero de los casos, los gobiernos deben enjuagarlos lo antes posible, sobre todo si reflejan un exceso de gasto de consumo; en el caso segundo, en lo que podría denominarse un déficit corriente de carácter privado, se entiende que son los agentes los que mejor pueden calibrar el efecto de sus decisiones de ahorro e inversión, que esas decisiones pueden ser óptimas y que los mismos agentes absorberán el déficit, con el paso del tiempo, al aumentar su ahorro o reducir su inversión que, se entiende, ha buscado aumentar el flujo esperado de bienes y servicios. Esa apreciación positiva de los déficit generados por el sector privado es lo que se conoce como «doctrina Lawson», puesto que fue el por entonces ministro de Hacienda británico, Nigel Lawson, el

que, ante el Fondo Monetario Internacional y en 1988, restara importancia a los desequilibrios corrientes de la economía del Reino Unido, precisamente por no venir impulsados por déficit fiscales (10).

Sobre la base de las anteriores consideraciones, de cuestionable validez empírica, podría concluirse que si el déficit corriente no viene provocado por déficit fiscales, sino por un exceso de inversión privada que aumente la capacidad productiva de la economía, el desequilibrio no ha de ser preocupante: con los años, el exceso de inversión, sobre todo en bienes y servicios comercializables internacionalmente, generará un superávit corriente que permitirá aligerar la deuda contraída para financiar los déficit.

El gráfico 4 permite comprobar que, de 1999 a 2007, el déficit público español se ha reducido hasta convertirse en un superávit; de lo que se desprende que las cuentas públicas nada tienen que ver con los actuales déficit exteriores, déficit que, por aplicación

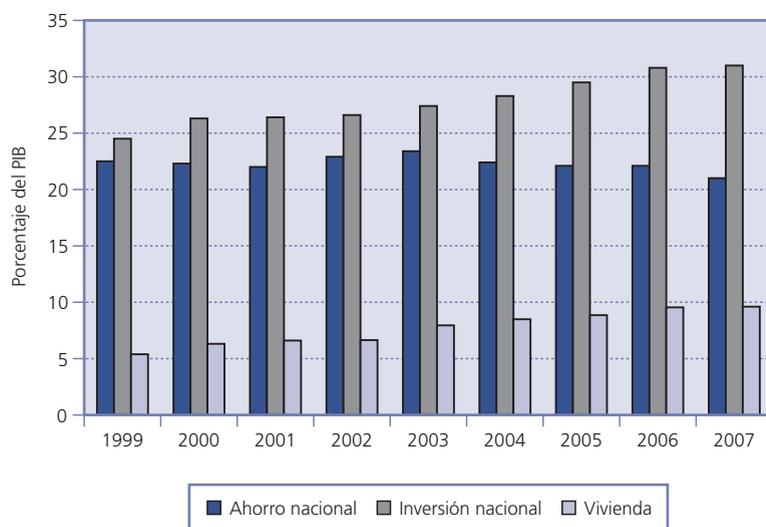
de la doctrina Lawson, no deberían resultar preocupantes.

El gráfico 5 refleja la evolución, para el mismo lapso de tiempo, del ahorro nacional, de la inversión nacional y, dentro de ésta, de la inversión en vivienda, es decir, en construcción residencial nueva.

Las conclusiones que se desprenden de este gráfico son las siguientes. En primer lugar, el ahorro nacional, suma del público y privado, se ha mantenido muy estable a lo largo del período, alrededor del 22-23 por 100 del producto interior bruto, lo que significa que el déficit corriente no proviene de una reducción del ahorro. En segundo lugar, la inversión nacional sí ha crecido sustancialmente a lo largo de esos años, a un ritmo medio del 11 por 100. Por último, el acelerador de la tasa de inversión resulta ser la inversión en vivienda, que ha pasado de significar el 22 por 100 de la formación bruta de capital fijo en 1999 al 30 por 100 en 2007. ¿Qué puede inferirse de todo ello? En principio, que el dé-



GRÁFICO 5
AHORRO NACIONAL, INVERSIÓN NACIONAL E INVERSIÓN EN VIVIENDA



Fuente: Contabilidad Nacional.

ficit corriente se debe a un aumento de la tasa de inversión, sin que ese aumento anticipe la reversión futura del déficit, por incremento de la producción y exportación de bienes y servicios, porque la nueva inversión ha estado dirigida predominantemente hacia la construcción de viviendas y no a potenciar la capacidad productiva de la economía. Aun aceptando los presupuestos del déficit corriente como fenómeno intertemporal, e incluso los de la doctrina Lawson, el desequilibrio español sí parece inquietante por cuanto no parece automáticamente absorbible.

IV. LA FINANCIACIÓN ACTUAL DEL DÉFICIT CORRIENTE

Cualquier déficit por cuenta corriente puede ser compensado o ha de ser financiado. Como ya se ha dicho, puede ser compensado

si, a través de la cuenta de capital, se recibe un continuo flujo financiero, en forma de transferencias, que lo neutralice total o parcialmente; que, en suma, elimine o reduzca la necesidad de financiación exterior. Ha de ser financiado si esa compensación no existe, o sólo tiene efectos limitados, y en tal caso importa la forma de financiarlo, porque la permanencia y el plazo de la financiación incidirán, muy claramente, en el coste de ésta.

En la cuenta de capital de la balanza de pagos española se registran, sobre todo, las transferencias de capital que efectúan los residentes en España y las que reciben. A todos los efectos, las más importantes de las que se reciben, y las que condicionan el saldo final, son las transferencias de capital de la Unión Europea, en forma de fondos Feder, fondos de cohesión y Feoga-Orientación. En el gráfico 1, y siempre para el pe-

ríodo estudiado, puede verse en porcentaje de PIB la evolución del saldo de la cuenta de capital.

Obsérvese que entre 1999 y 2007 esa cuenta de capital arroja un saldo positivo recurrente del 1 por 100 del PIB, situación que cambia en 2007 porque en ese último año la aportación desciende al 0,5 por 100 del PIB. Cabría pensar que una única observación no debe resultar significativa y que, para años próximos, el saldo puede mejorar, pero hay una razón básica para suponer lo contrario; es decir, que hacia el futuro ese saldo empeorará. Y la razón no es otra que la ampliación de la Unión Europea. Por el doble juego del efecto estadístico —la economía española mejora su situación relativa respecto de la media europea— y de la contención presupuestaria, los fondos netos recibidos de la UE tenderán a reducirse, y probablemente, y a partir del 2013, España dejará de ser receptora neta de fondos para convertirse en contribuyente neto. Lo cual, sin duda, eliminará la aportación positiva de la cuenta de capital (11).

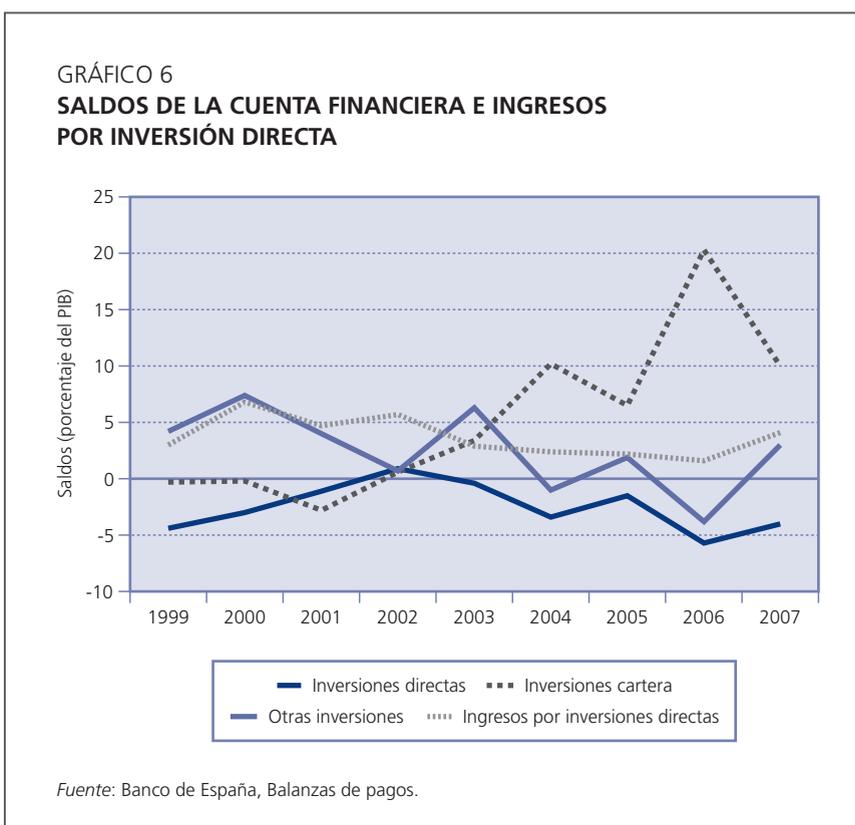
En la cuenta financiera de la balanza de pagos se registran los movimientos de fondos que, a la postre, van a ser la contrapartida de la capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la economía. Recordemos que la capacidad implica un préstamo neto al exterior a través de las rúbricas de la cuenta financiera, y la necesidad, una apelación al ahorro externo por el mismo conducto.

De las partidas de la cuenta financiera hay que destacar las tres primeras: inversiones directas, inversiones de cartera y otras inversiones. Aunque la distinción entre la primera y la segunda es convencional (¿quién puede asegurar que una inversión del 9 por 100 en el capital de una empresa ha

de ser menos permanente que otra del 11 por 100?), se da por sentado que la inversión directa es más estable (10 por 100 o más del capital) porque busca influir en la gestión de la compañía y, por tanto, permanecer en ella, que la inversión en cartera persigue beneficios a corto plazo (menos del 10 por 100 del capital o adquisición de renta fija) y que la tercera de las rúbricas engloba, fundamentalmente, créditos y préstamos, sobre todo de instituciones financieras, sin que sea posible calificarlos de más o menos permanentes. Conclusión: se entiende que, a los efectos de cubrir la necesidad de financiación, los flujos más estables corresponden a la inversión directa, por considerar que son más permanentes.

El gráfico 6 presenta, en porcentaje del PIB, las inversiones del exterior hacia España y los saldos de las tres formas de inversión durante el período analizado.

Nótese que desde 2002 el porcentaje correspondiente a los ingresos por inversiones directas ha experimentado una disminución tendencial, pese al dato favorable de 2007; situación extraña en una economía que ha crecido, como la española, a ritmo vivo, y que muy probablemente viene causada por la pérdida de atractivo de nuestra economía; pérdida de atractivo que requiere una doble explicación. En primer término, Asia y los países del Centro y Este de Europa ofrecen mejores oportunidades de inversión directa porque sus niveles salariales son muy inferiores a los de Europa occidental y, por ende, a los españoles. En segundo lugar, y como es bien sabido, el impuesto de sociedades español se cuenta entre los más altos de los países UE. Nada tiene, pues, de extraño que la inversión directa fluya cada vez menos hacia la economía nacional (12).



Pero, además, la capacidad financiadora de la inversión directa es negativa. Si nos fijamos en la evolución de esa rúbrica —inversiones hacia adentro y hacia fuera— el resultado ofrece ese signo. Lo cual no tiene nada de extraño porque, desde finales de los años ochenta, las empresas españolas han seguido el camino de la internacionalización en busca de economías de escala y de presencia directa en otros mercados, y a impulsos de la deslocalización productiva y comercial (13). Naturalmente, la moneda única y la integración de los mercados financieros comunitarios han ayudado mucho a ese proceso de expansión exterior. Pero, en lo que se refiere a la necesidad de financiación del déficit corriente, los ingresos por inversión directa quedan más que compensados por los pagos, puesto que, en realidad, somos inversores netos.

Situación distinta es la que presentan las rúbricas de «cartera» y «otras inversiones», cuya evolución neta, sobre todo la de la primera, demuestra que es ahí donde radica la cobertura fundamental del déficit exterior, razón por la cual viene mostrando una tendencia ascendente en los últimos años. Ahora bien, ese flujo es, por esencia, volátil si se tienen en cuenta el alcance y el dinamismo de los mercados financieros secundarios y la presencia destacada de los inversores institucionales en busca de combinaciones adecuadas de rentabilidad-riesgo, y dados, por tanto, a cambiar posiciones con cierta frecuencia. Por eso no resulta aventurado asegurar que la financiación del déficit por cuenta corriente es, hoy por hoy, lábil y sujeta a múltiples incertidumbres.

¿Qué puede ocurrir si no se invierte la tendencia actual del déficit corriente? Como ya se ha di-

cho, el saldo neto exterior, o suma de las rúbricas de mercancías y servicios, ha venido restando, en el lapso estudiado, un punto aproximado al crecimiento porcentual de la economía; y lo ha hecho con una pujante demanda interna, fruto de la cual es que el crecimiento medio se haya situado en el 3,74 por 100. Es muy improbable que la demanda interna siga manteniendo un ritmo similar al de esos años, puesto que tan sólo la crisis del sector inmobiliario será suficiente para rebajar los niveles de consumo global e incrementar el nivel de desempleo. De ahí que, sin entrar en polémica acerca de las décimas de crecimiento, no resulte inadecuado afirmar que, en los años próximos, la demanda interna española experimentará una caída sustancial. En concreto, la OCDE anticipa, para 2008 y 2009, una reducción de dos puntos respecto del crecimiento estimado para 2007, del 4,3 por 100. En esa previsión, se supone que el saldo neto exterior apenas restará capacidad de crecimiento, con lo cual la tasa de aumento para esos dos años será del 2,5 por 100 en el 2008 y del 2,4 por 100 en el 2009 (14).

Sin olvidar que, por lo general, un menor crecimiento de la demanda interna alivia el desequilibrio del saldo neto exterior, por la condición procíclica del déficit comercial y por la menor importación de servicios derivada de la caída de la renta disponible, nos parece que la previsión OCDE sobre la demanda externa peca de optimismo y que, aunque el saldo neto exterior mejore, su freno al crecimiento total dejará, para esos dos años, la tasa de expansión de la economía española en el entorno del 2 por 100 (15), perspectiva nada halagüeña porque, con esas tasas de crecimiento, el desempleo expe-

rimentará una subida muy apreciable y las tensiones económicas y sociales se multiplicarán.

Por tanto, no tomar medidas para intentar reducir ese déficit, dentro de las escasas posibilidades con que cuenta la política económica, equivale a dejar que la brecha exterior alargue el período recesivo.

Pero hay algo más que puede ocurrir si el déficit persiste a los niveles actuales y si la posición neta de inversión internacional sigue deteriorándose; porque ocurrirá que la confianza de los mercados en la economía española se deteriorará también, ya que nuestra presencia en el euro elimina el riesgo de cambio, pero no elimina el de mercado. El primero no existe para las transacciones entre los países miembros del eurosistema y, en el caso de terceros países, sólo aparecería si la situación de la balanza de pagos agregada experimentase un empeoramiento continuado; lo cual no es óbice para que los cambios entre las principales monedas oscilen sin que, a veces, sea fácil prever el signo y alcance de la oscilación, pero, en todo caso, ese riesgo puede cubrirse haciendo uso de los mecanismos habituales. El riesgo de mercado, sin embargo, definido como la posibilidad de que una inversión pierda valor por la influencia de factores varios, no desaparece. El inversor extranjero que ha adquirido acciones o bonos denominados en euros y emitidos por entidades españolas estará siempre interesado en que su activo no se deprecie, situación que puede nacer, por ejemplo, de la merma de resultados de la entidad emisora. Y, ante tal incertidumbre, ¿qué decisión adoptará? Puede no invertir o puede exigir que los rendimientos de esos activos se aseguren mediante una prima de riesgo que se instru-

mentaría a través de un valor de adquisición menor del que tienen otros activos considerados más seguros; en suma, exigiendo un diferencial (*spread*) sobre un activo de referencia. Esa sería la respuesta tanto en renta fija como en variable, lo que equivaldría a un mayor coste de la financiación exterior y, por tanto, a una pérdida de competitividad.

Y existen ya los síntomas de desconfianza hacia la economía española. Dos de ellos, y dos importantes, aparecen en los gráficos 7 y 8.

Como puede advertirse en el primero de ellos, el diferencial del bono español a diez años sobre el bono alemán, al mismo plazo, ha evolucionado a lo largo del período examinado. En el eje de ordenadas figuran los puntos básicos (pb) y, en el de abscisas, las fechas. Lo que el gráfico muestra es lo que la deuda pública española debe ofrecer sobre la alemana para competir con ella. Descontando los cambios de referencia en las series, generadores de los saltos apreciables en el gráfico, puede advertirse que el diferencial es elevado en los años iniciales, que a mediados de 1994 la tendencia era descendente —entre 2004 y 2005 el diferencial llegó a ser negativo—, y que, desde finales de 2006, ha vuelto a ascender, tendiendo ahora a la verticalidad. Lo que el diferencial pone de manifiesto es que la desconfianza de los mercados respecto de la economía española ha aumentado, desconfianza que hunde sus raíces en la inflación diferencial, el horizonte empresarial y la situación del sector exterior.

Pasemos ahora al gráfico 8, referido al *Credit Default Swap* (CDS) para la renta fija a cinco años. El CDS se usa para trasladar el riesgo de crédito, y consiste en un con-

**GRÁFICO 7
DIFERENCIAL DEL BONO RESPECTO DEL BUND**



Fuente: Bloomberg.

trato en virtud del cual el protegido paga un canon al protector porque, ocurrida la contingencia, este último soportará los costes.

Lo que el gráfico revela es que hacia mediados de 2007 los diferenciales formaban racimo.

principios de 2008 la separación es patente, con Grecia, Portugal, Italia y España en el pelotón de cabeza, Bélgica en la zona intermedia y Reino Unido, Francia, Holanda y Alemania en la zaga. Lo que quiere decir que, a efectos de asegurar el riesgo de crédito, los ope-

radores internacionales se fían menos de los primeros países citados, entre los que se encuentra España, y más de los últimos, en especial de Alemania.

Todo lo hasta aquí reseñado pone de manifiesto que el déficit

**GRÁFICO 8
CREDIT DEFAULT SWAP PARA LA RENTA FIJA A CINCO AÑOS**



corriente de la balanza de pagos española no es sostenible; y no lo es porque su financiación es problemática y porque contribuye a la pérdida de confianza internacional en la economía española. Realidades todas ellas que auguran un porvenir complicado si las tendencias observables no se corrigen.

V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Una rápida ojeada a las rúbricas de la balanza pondrá de manifiesto que el núcleo del desequilibrio corriente radica en la balanza comercial, tal y como se desprende del gráfico 1 y del R2 entre saldos comerciales y corrientes, expresiones ambas de la estrecha correlación existente entre las dos variables. Situación que no tiene nada de extraña porque la permanencia de la brecha comercial constituye la característica más conocida de las cuentas exteriores españolas.

Durante años, el déficit comercial podía quedar compensado por los saldos de servicios y transferencias corrientes, pero desde nuestra incorporación al euro esa compensación no se produce y, como hemos advertido, el desequilibrio corriente se agrava. En primer lugar porque el déficit comercial crece, en segundo lugar porque disminuye el saldo positivo de servicios, dado que, en su renglón fundamental, el turismo, se aprecia un estancamiento de los ingresos y un aumento de los pagos, y finalmente porque, al haberse convertido España en un país de inmigrantes, la rúbrica de transferencias ha pasado a ser crecientemente negativa desde el año 2003 (16). Si a ello le añadimos lo ya dicho sobre las perspectivas a medio plazo de la cuenta de capital, no resultará

difícil concluir que para corregir el déficit corriente es preciso aménorar el comercial.

Son varias las razones que explican ese desequilibrio, pero, desde nuestro punto de vista, dos de ellas revisten especial relevancia: escasa competitividad-tecnología de la oferta exportable de manufacturas y empeoramiento de la competitividad-precio de los bienes y servicios que componen esa oferta.

Parece probado que la exportación de manufacturas de un país crece más cuanto mayor sea la proporción de bienes de alta tecnología que la configure. En primer lugar, porque la elasticidad-renta de la demanda mundial es más elevada para esos productos, y, en segundo lugar, porque la elasticidad-precio es más baja. Dicho de otra forma: los crecimientos de la renta mundial se reflejan en crecimientos altos de la demanda de ese tipo de productos mientras que la sensibilidad de esa demanda a los aumentos de precios no parece muy elevada (17).

Por otro lado, la proporción que representan esos productos en la exportación española es todavía reducida: parecida a la italiana (alrededor del 10 por 100 del total), pero notablemente inferior a la francesa, inglesa, alemana o norteamericana (18). Tal proporción, que ha venido aumentando en los últimos años, mejorará en el futuro, pero por el momento constituye un obstáculo para el aumento de la exportación española.

El otro obstáculo, el de la competitividad-precio, queda representado por los índices de competitividad de nuestro país frente a los diferentes grupos de países y, por tanto, abarca tanto bienes como servicios. Con base en 1999,

el índice, calculado con precios al consumo, muestra un empeoramiento —aumento del 10 por 100— a febrero de 2008 frente a la zona euro, debido al diferencial de inflación, puesto que la moneda es la misma; frente a países desarrollados, el empeoramiento es del 15 por 100, para el mismo período, con predominio claro del componente precios (19). En suma, lo que parece dificultar la exportación española de bienes y servicios es nuestra mayor inflación, y sobre esa variable sí se puede actuar.

Ya hemos señalado que el impuesto de sociedades español se encuentra entre los más elevados de la UE-27, y ésta es una de las razones por las que la inversión directa extranjera se ha contraído. Si la tarifa del impuesto se redujera, el cambio debería tener efectos positivos sobre la inversión directa y la de cartera. El capital exterior vería acrecentado su interés por invertir en España; en el primero de los casos, porque sus rendimientos serían superiores, y también en el segundo, porque los beneficios de las empresas también lo serían.

Son pocas, pues, las recomendaciones que pueden hacerse para mejorar la situación de las cuentas exteriores españolas porque, a corto plazo, sólo la reducción de la inflación y del impuesto de sociedades resultarán eficaces.

Con política monetaria desnationalizada, las únicas vías para reducir la inflación son la política fiscal y las reformas estructurales. Por lo que a la primera se refiere, conviene sobremanera mantener y reforzar el equilibrio presupuestario, porque cualquier política fiscal expansiva avivaría las presiones inflacionistas. La liberalización adicional de los mercados de factores y productos serviría para in-

suflar competencia en esos mercados y frenar el crecimiento de los precios. Por lo que atañe al impuesto de sociedades, una rebaja considerable de la tarifa, que nos situase en la zona intermedia de la UE-27, constituiría, sin duda, un considerable estímulo para aumentar la inversión hacia España.

Somos conscientes de que esas recomendaciones no son fáciles de aplicar, y menos aún en tiempos difíciles, pero la peor política económica posible sería la que diese la espalda a ese gran desequilibrio exterior porque cuanto más se tarde en reducir la brecha más doloroso será, con toda seguridad, el ajuste necesario. Por eso hemos repetido, en el título de este trabajo, la pregunta con la que Cicerón iniciaba su primera catilinaria: ¿hasta cuándo...?

NOTAS

(*) Agradezco a Rafael Flores, Javier Lizán y Matilde Madrid la ayuda prestada para escribir este artículo. Los posibles errores son de mi exclusiva responsabilidad.

(1) Véase, sobre estos puntos, REQUEJO, J., *El euro y la economía española: esperanzas*,

inquietudes y realidades, Marcial Pons, 2001, capítulo 2.

(2) Consúltense el *Economic Outlook*, n.º 82 de la OCDE (cuadro 51) y el *Balance of Payments Statistics Yearbook* del FMI, enero 2008.

(3) Con superávit por encima de los 13.000 millones de euros en 2007. ECB, *Monthly Bulletin*, marzo 2008.

(4) Datos de la Contabilidad Nacional de España.

(5) Se recomienda, sobre este punto, la lectura del DINARAN, B. *et al.* «Competing with giants. Who wins, who loses?», en *Dancing with Giants. China, India and the Global Economy*, WINTERS, A., y YUSUF, S. (eds.), Institute of Policy Studies and World Bank, 2007.

(6) Cuadro 9 del anexo estadístico del OCDE, *Economic Outlook*, diciembre 2007.

(7) «Domestic saving and international capital flows», *Economic Journal*, 90, 1980.

(8) «Current account deficits in the Euro Area: The end of the Feldstein-Horioka Puzzle?», *Brooking Papers on Economic Activity*, volumen 2, 2002.

(9) Véase, por ejemplo, SACHS, J., «The current account in the macroeconomic adjustment process», *The Scandinavian Journal of Economics*, 84 (2), 1982; también SEBASTIAN, E., «Thirty years of current account imbalances, current account reversals, and sudden stops (macroeconomic analysis)», *IMF Staff Papers*, 2004.

(10) Citado, entre otros, por Helmut Reisen en «Sustainable and excessive current account deficits», OECD Development Centre, *WP* número 132, febrero 1998.

(11) Véase SERRANO, C., «El acuerdo sobre las perspectivas financieras 2007-2013: claves e implicaciones», *Análisis Financiero Internacional*, n.º 122, 2005, en especial el apartado 6.

(12) Véase CÍRCULO DE EMPRESARIOS, *Informe Círculo sobre la economía española: cómo garantizar el futuro*, Madrid, julio de 2006, cuadro 13, pág. 85.

(13) Véase REQUEJO, J., «La internacionalización de la economía española», *ICE*, diciembre 2003.

(14) Véase OCDE, *Economic Outlook*, 82, diciembre 2007, en la parte correspondiente a España.

(15) No se olvide que, para evitar el síndrome de «profecía autocumplida» —sucede así porque así lo hemos anunciado—, las instituciones, públicas y privadas, de previsión tratan de no ser demasiado pesimistas. Actitud que puede observarse dentro y fuera de España.

(16) En el *Boletín Económico de ICE*, número 2916, de julio de 2007, figura un análisis histórico de las rúbricas del sector exterior. Véase, en especial, el apartado 10 de apéndice estadístico.

(17) Véase, por ejemplo, «Export market performance of OECD countries: An empirical examination of the role of cost competitiveness», de GLYN, A.; CARLIN, W., y VAN REENEN, J. *The Economic Journal*, 111, 2001.

(18) Para más detalles, véase OECD, *Science, Technology and Industry Scoreboard 2007*, cuadros de la pág. 215.

(19) Cuadros 19.6 y 19.07 del *Boletín Estadístico* del Banco de España, abril 2008.