

El déficit exterior de la economía española en perspectiva interna

Jesús Paúl Gutiérrez*

Desde el inicio de la Unión Monetaria Europea la economía española ha registrado un continuo y creciente desequilibrio exterior que ha hecho que su necesidad de financiación sea muy elevada, tanto en perspectiva histórica como internacional. Este aumento de la necesidad de financiación, que es el resultado de la ampliación de la brecha entre ahorro e inversión privada, está asociado a las nuevas condiciones monetarias y financieras existentes en la Eurozona y que han tenido un impacto especialmente acusado en los países con una mayor tradición inflacionista.

Palabras clave: financiación, ahorro, inversión, déficit exterior, UE.

Clasificación JEL: F32, E21, F41.

1. Introducción

La economía española desde mediados de los noventa atraviesa la fase expansiva más larga y de crecimiento comparativamente más elevado de la historia económica reciente. Así, desde 1994 hasta 2005 el crecimiento medio anual de la economía española ha sido del 3,4 por 100, algo más de un punto superior al crecimiento que experimentó la economía de la Unión Europea.

Este período expansivo se ha sustentado en un modelo de crecimiento que tiene como principales rasgos característicos:

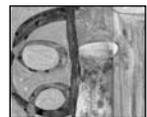
a) Desde el lado de la demanda agregada, ha sido la demanda interna y, en concreto, el consumo y la inversión en construcción, los motores principales del crecimiento económico.

b) Desde el lado de la oferta, el crecimiento se ha basado en una utilización intensiva del trabajo, favorecida por la moderación salarial, y que si bien ha permitido una reducción significativa del desempleo, ha tenido un impacto negativo en el crecimiento de la productividad.

El peculiar patrón de crecimiento de la economía española conlleva algunos desequilibrios latentes (en la vertiente real, el deterioro de la productividad y la competitividad, y en la vertiente financiera, el endeudamiento de las familias y la sobrevaloración de la vivienda) (1), que pueden constituir un riesgo para la sostenibilidad del actual ciclo expansivo y que tienen su principal y mejor plasmación en el elevado y creciente déficit exterior que registra la economía española.

(1) Para un excelente análisis del patrón de crecimiento de la economía española y de los riesgos que conlleva véase MALO DE MOLINA (2005).

* Universidad San Pablo CEU.



COLABORACIONES

El hecho de que en la actual fase expansiva el motor del crecimiento de la economía española se encuentre en la expansión de la demanda interna, y que la presión de ésta traiga consigo crecientes desequilibrios externos, no es algo novedoso en la economía española, sino que por el contrario casi constituye una constante (2). Ahora bien, lo que sí resulta novedoso y lo que confiere unas características particulares al ciclo expansivo que atraviesa la economía española es que se enmarca en un régimen macroeconómico diferente, el que representa nuestra pertenencia a la Unión Monetaria Europea (UME).

La etapa expansiva que atraviesa la economía española en los últimos doce años no puede entenderse si no se vincula a los importantes resultados obtenidos en el proceso de convergencia con los países más estables de la Unión Europea y a su posterior participación en la UME, ya que ha posibilitado unas condiciones monetarias y financieras extraordinariamente favorecedoras para la expansión de la demanda interna.

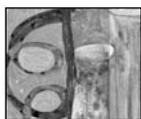
Igualmente, la evolución del déficit exterior español en esta fase expansiva tampoco puede entenderse si no se enmarca en el nuevo régimen macroeconómico que representa nuestra pertenencia a la UME, en el cual la supresión del tipo de cambio, supone un cambio sustancial en la naturaleza y en las consecuencias del desequilibrio externo. No obstante, el hecho de que el déficit exterior en el contexto de una unión monetaria deje de representar en sí mismo una restricción al crecimiento económico, no supone que no sea una variable relevante en la medida que es el síntoma que refleja los dese-

quilibrios que subyacen en la economía del país.

El elevado y creciente déficit exterior de la economía española es habitualmente explicado desde la perspectiva de los flujos de bienes y servicios, desde la cual el acusado deterioro en el déficit exterior respondería a la pérdida de competitividad registrada por la economía española en los últimos años, lo que unido a la estructura del comercio exterior español por productos y por áreas geográficas, junto con la creciente competencia en los mercados internacionales de los países emergentes, ha hecho que se frenen nuestras ventas al exterior y, sobre todo, que aumente sensiblemente la penetración de las importaciones.

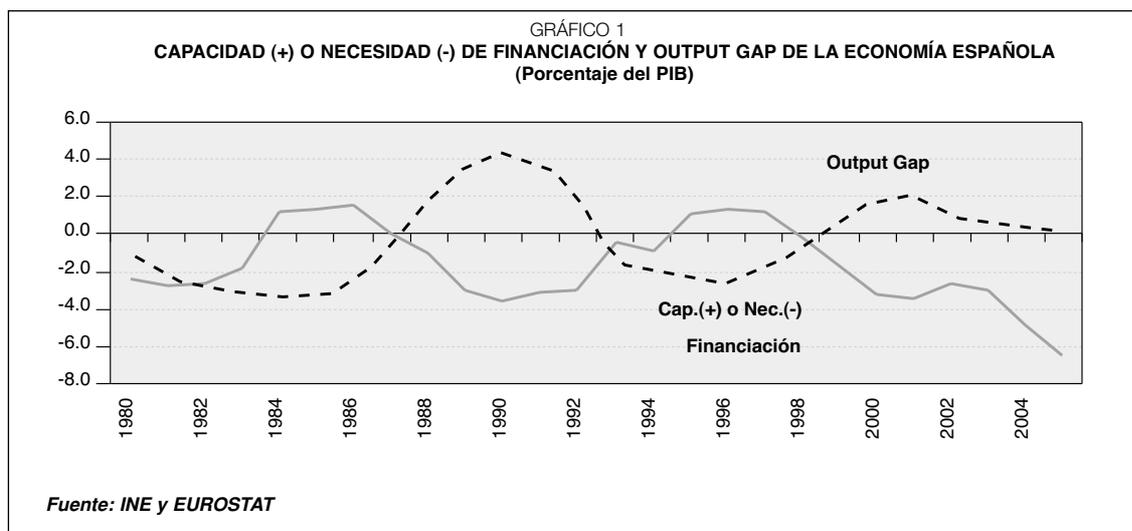
Sin embargo, tratar de explicar el deterioro de nuestras cuentas exteriores exclusivamente a partir de los factores que determinan de forma directa los flujos comerciales, si no erróneo sí resulta insuficiente, ya que para hallar una explicación adecuada hay que considerar la incidencia que sobre el desequilibrio exterior han tenido otras variables, entre las que destacan los tipos de interés y el precio de los activos, la evolución de las cuales a su vez es el resultado de otras fuerzas fundamentales. Y para comprender la incidencia de estas variables resulta más conveniente adoptar una perspectiva alternativa, la que podríamos denominar interna, según la cual el saldo exterior es el resultado de la diferencia entre ahorro e inversión nacional, en cuyo caso el déficit exterior de la economía española refleja la necesidad de financiación derivada de la existencia de un nivel de ahorro insuficiente para cubrir la inversión nacional y que, por tanto, obliga a acudir a los mercados financieros internacionales para su financiación.

Estas dos formas alternativas de abordar el análisis del desequilibrio externo de



COLABORACIONES

(2) Un análisis del papel de la demanda interna en el crecimiento de la economía española en las últimas décadas puede verse en DE LA DEHESA (2003).



un país son consistentes entre sí (3), ya que de hecho se derivan de identidades contables y, por tanto, son en última instancia dos caras de una misma moneda. No obstante, analizar el déficit exterior en perspectiva interna nos permitirá ampliar las causas de su deterioro y, lo que quizá sea más importante, relacionarlas con el patrón de crecimiento que ha seguido la economía española en los últimos años, basado en el *boom* de la construcción y en el elevado crecimiento del consumo.

El resto del artículo se estructura de la forma siguiente: en el apartado dos se analiza la evolución del desequilibrio exterior de la economía española en las últimas décadas y se compara su nivel actual con el existente en los principales países desarrollados; los apartados tres y cuatro estudian el aumento de la necesidad de financiación de la economía española desde la perspectiva del ahorro y la inversión nacional y desde la perspectiva de los distintos sectores institucionales residentes; el apartado cinco analiza las principales causas explicativas del comportamiento del ahorro y la inversión y, por último, el sexto apartado evalúa el riesgo que

la elevada necesidad de financiación puede suponer para la actual fase de crecimiento económico.

2. El desequilibrio exterior en perspectivas histórica e internacional

La apelación al ahorro externo para financiar la inversión nacional no es algo nuevo en la economía española, sino que por el contrario ha sido uno de sus rasgos característicos en la mayoría de los ciclos expansivos de las últimas décadas (Gráfico 1) (Banco de España, 2006). Así, en el período 1980-2005 el promedio de la necesidad de financiación de la economía española se situó en torno al 2 por 100 del PIB y tan sólo hubo dos cortos períodos (1984-1985 y 1995-1997) en los que nuestra economía financió al exterior y en ambos casos estuvieron precedidos de fuertes devaluaciones y de procesos de ajuste económico (4).

(4) El período 1984-1985 estuvo precedido de una devaluación de la peseta frente al dólar del 7,6 por 100 a finales de 1982 y el período 1995-1997 estuvo precedido de cuatro devaluaciones frente al marco y al resto de monedas del Sistema Monetario Europeo (dos en 1992, una en 1993 y una en 1995).

(3) Las diferentes perspectivas de análisis de la cuenta corriente aparecen recogidas en Mann (2002).



COLABORACIONES

No obstante, aunque la presencia de déficit exteriores es un elemento definitorio de la economía española, el nivel alcanzado por la necesidad de financiación y el ritmo de deterioro registrado en los últimos años no tiene precedentes históricos.

En el conjunto de 2005 la necesidad de financiación exterior generada por las operaciones no financieras de la economía supusieron el 6,5 por 100 del PIB (58.642 millones de euros) (5), mientras que en períodos anteriores de elevados desequilibrios exteriores nunca se llegó a alcanzar un déficit superior al 4 por 100 del PIB, ya que cuando la necesidad de financiación de la economía española superaba o se situaba en el entorno del 3 por 100 del PIB, el sector exterior actuaba como una restricción al crecimiento económico doméstico, al registrarse dificultades para la obtención de financiación externa, que al final obligaban a llevar a cabo devaluaciones y/o programas de ajuste, con sus correspondientes costes en términos de crecimiento económico y de empleo. Así, por ejemplo, en 1992 con una necesidad de financiación de la economía española del 3 por 100 del PIB, las presiones sufridas por la peseta en el seno del mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo obligaron a las autoridades monetarias españolas a realizar dos devaluaciones de la peseta, del 5 por 100 y 6 por 100, respectivamente, que facilitaron la corrección del desequilibrio exterior, el cual se redujo en 2,5 puntos del PIB en 1993.

En el nuevo marco actual que supone la UME, y en el que es posible financiarse en el exterior en nuestra propia moneda,

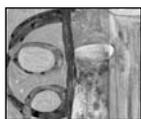
(5) La necesidad de financiación de la economía española supera el nivel que según la evidencia empírica constituye el umbral típico a partir del cual es probable que se desencadene un proceso de corrección del desequilibrio exterior (Freund, 2000).

la restricción financiera externa no actúa con la misma intensidad y eso está permitiendo que la necesidad de financiación de la economía española alcance niveles hasta ahora desconocidos. Así, a diferencia de lo ocurrido en 1992, en 2003 con un déficit exterior también del 3 por 100 del PIB, lejos de registrarse problemas para su financiación externa, en tan sólo dos años la necesidad de financiación de la economía española se ha más que duplicado, alcanzando el 6,5 por 100 del PIB en 2005.

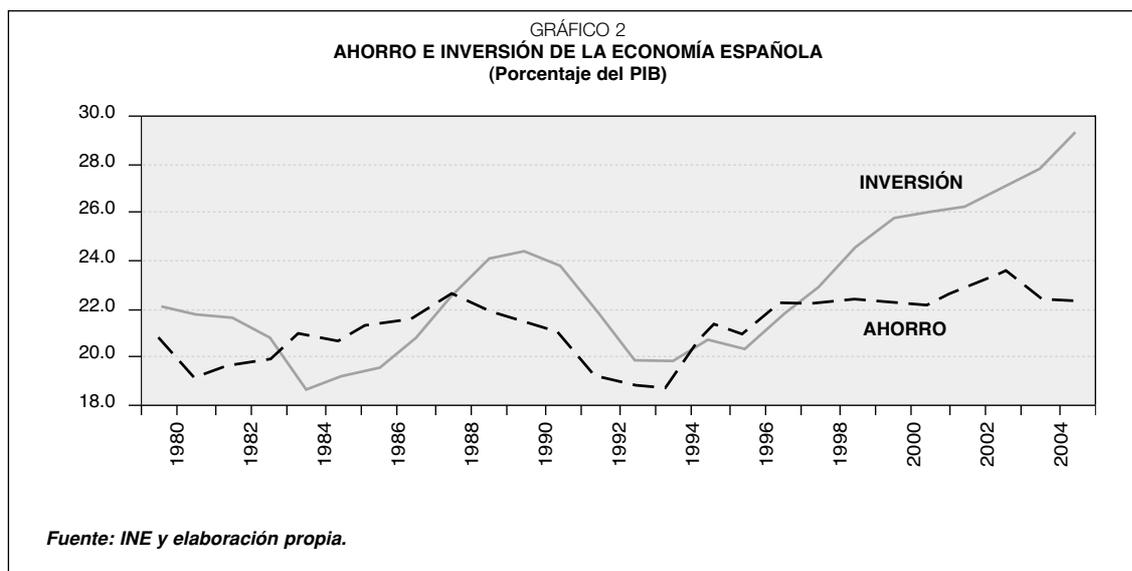
La magnitud alcanzada por la necesidad de financiación de la economía española no sólo es muy elevada si la analizamos en perspectiva histórica, sino que también lo es si la comparamos con las registradas en los principales países desarrollados. De hecho, la necesidad de financiación de la economía española es sensiblemente superior al promedio de las economías avanzadas y al de los países del área euro, siendo su magnitud tan sólo comparable con el desequilibrio exterior de Estados Unidos, con los países más pobres de la UME, Portugal y Grecia, y con algunos países avanzados insulares (Nueva Zelanda, Australia e Islandia), que tradicionalmente registran elevados déficit por cuenta corriente.

3. El aumento de la necesidad de financiación de la economía española: ¿caída del ahorro? o ¿aumento de la inversión?

Dado que la necesidad de financiación de un país es igual a la diferencia entre ahorro e inversión nacional, el rápido aumento de la necesidad de financiación de la economía española podría responder a un descenso en el ahorro nacional y/o a un aumento de la inversión.



COLABORACIONES



Cuál es el origen del déficit por cuenta corriente es un hecho relevante ya que constituye uno de los factores que condiciona la sostenibilidad de un déficit exterior y, en principio, ésta será mayor si el ahorro externo se está destinando a financiar un aumento de la inversión nacional en lugar de un mayor consumo (o lo que es lo mismo un menor ahorro) (Milesi-Ferretti y Razín, 1996). La existencia de elevadas tasas de inversión aumentan la solvencia intertemporal de un país, al incrementar su capacidad productiva y, en consecuencia, aumentan su capacidad para generar futuros ingresos potenciales vía exportaciones, que permiten afrontar el servicio de la deuda externa.

Si observamos el Gráfico 2 podemos comprobar que la ampliación de la necesidad de financiación de la economía española se debe fundamentalmente a un aumento de la inversión nacional y no a una disminución del ahorro. De hecho, en 2005 la inversión nacional se situó en el 29,4 por 100 del PIB, cuando la media del período 1980-2005 fue del 22,8 por 100. Por su parte, el ahorro nacional representó en 2005 el 22,3 por 100 del PIB, aproximadamente un punto por en-

cima de la media de los últimos veinticinco años (6).

Entre 1998 y 2005 la economía española ha pasado de tener una capacidad de financiación de 0,2 puntos del PIB a una necesidad de financiación del 6,5 por 100, y este deterioro se explica prácticamente en exclusiva por el aumento experimentado por la inversión nacional (Cuadro 1) (7).

El hecho de que el rápido deterioro del déficit exterior español registrado a partir de 1998 se deba a un aumento de la inversión y no a un descenso en el ahorro, contrasta con lo ocurrido en la economía norteamericana en la que el principal responsable de la ampliación de la necesidad de financiación se encuentra en el descenso registrado en el ahorro interno. Por tanto, considerando sólo esta infor-



COLABORACIONES

(6) La tasa de ahorro de la economía española no sólo se ha mantenido estable en perspectiva histórica, sino que la tasa existente en la actualidad es superior a la de las principales economías de la UME.

(7) No obstante, a pesar de que la ampliación de las necesidades de financiación de la economía española responden fundamentalmente al incremento experimentado por la inversión, es cierto también que a partir de 2003 se ha producido también un descenso del ahorro nacional, que ha pasado del 23,4 por 100 del PIB en 2003 al 22,3 por 100 del PIB en 2005.

CUADRO 1
AHORRO, INVERSIÓN Y CAPACIDAD O NECESIDAD DE FINANCIACIÓN
 Variación entre 1998 y 2005 (Porcentaje del PIB)

	Ahorro Bruto	FBCF	Capacidad Financiación
Sociedades No Financieras	-2.8	2.7	-5.7
Instituciones Financieras	0.0	0.1	-0.2
Administraciones Públicas	4.1	0.3	4.1
Hogares e ISFLSH	-1.5	3.4	-4.9
Economía Nacional	-0.1	6.4	-6.7

Nota: La variación en la capacidad de financiación no coincide exactamente con la variación del ahorro bruto menos la variación de la inversión, ya que no se incluyen las variaciones registradas por las transferencias de capital y las existencias.

Fuente: INE y elaboración propia

mación cabría la posibilidad de realizar un juicio más benevolente del déficit de España que del norteamericano, al tener su origen en el esfuerzo inversor.

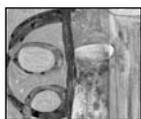
Esta idea también se vería ratificada al constatar que España es la economía de la UME que tiene una tasa de inversión más elevada, 29,4 por 100 del PIB en 2005, muy por encima de los países de mayor peso económico como Alemania o Francia, que no alcanzan el 20 por 100 del PIB. Igualmente, respecto al conjunto de países de la OCDE, España también tiene una de las tasas más elevada de inversión, tan sólo superada por Corea (Gráfico 3).

El crecimiento experimentado por la inversión en la economía española contrasta con el comportamiento registrado en la mayoría de los países industrializados y, en especial, en los países del área euro, donde la tendencia generalizada ha sido de continuado descenso hasta alcan-

zar mínimos históricos en 2002, y situarse en torno al 20 por 100 del PIB en 2004 (IMF, 2005).

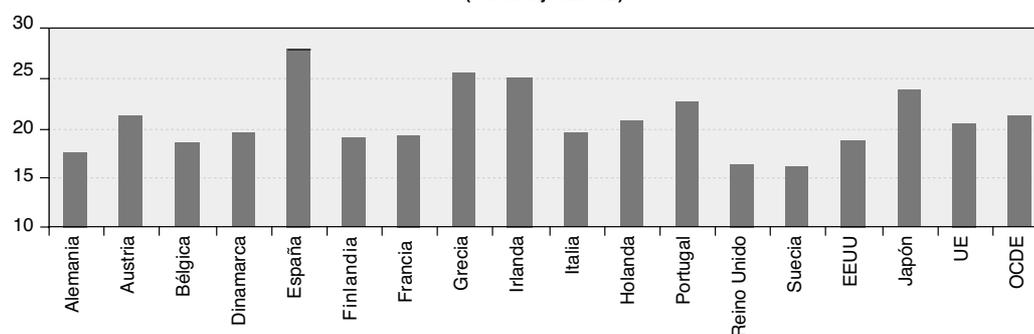
Sin embargo, el crecimiento que ha experimentado la inversión no se ha producido de forma homogénea en sus distintos componentes, sino que se ha concentrado fundamentalmente en el sector de la construcción, y dentro de éste en vivienda. Así, tal y como podemos comprobar en el Cuadro 2, de los 6,4 puntos porcentuales del PIB que aumentó la inversión nacional entre 1998 y 2005, 5,3 puntos se han debido al aumento experimentado por la inversión en construcción y de ellos 3,8 puntos del PIB se deben al aumento registrado en la inversión en vivienda. Por el contrario, la inversión en bienes de equipo redujo su participación en el PIB en 0,5 puntos.

Esta diferente evolución de los distintos componentes de la inversión y que haya sido el aumento en la inversión en



COLABORACIONES

GRÁFICO 3
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO, 2004
 (Porcentaje del PIB)



Fuente: OECD Factbook 2006.

Cuadro 2
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO
 (Porcentaje del PIB)

	1998	2005	Variación
Formación Bruta de Capital Fijo	23.0	29.4	6.4
F.B.C. Bienes de Equipo	7.5	7.0	-0.5
F.B.C. Construcción	11.8	17.1	5.3
- Vivienda	5.0	8.8	3.8
- Otras Construcciones	6.8	8.3	1.5
F.B.C. Otros Productos	3.8	5.2	1.4

Fuente: INE y elaboración propia

vivienda el principal responsable del aumento del conjunto de la inversión, nos obliga a matizar esa valoración positiva en cuanto al origen del desequilibrio exterior de la economía española, en el sentido de que el ahorro externo está siendo destinado a «inversiones no productivas», lo que haría menos sostenible el desequilibrio exterior que si la financiación externa se dirigiera a inversiones en bienes de equipo. No obstante, a este respecto conviene resaltar la dificultad de diferenciar entre inversiones productivas y no productivas atendiendo exclusivamente a si constituyen inversiones en bienes de equipo o inversión en construcción. Así, algunos economistas argumentan que en una economía especializada en turismo y con un importante volumen de inversión extranjera en inmuebles, como es el caso de España, la inversión en construcción no puede catalogarse como «no productiva», sino que, por el contrario, puede constituir una de las bases de su estructura productiva (8).

4. ¿Qué sectores institucionales han originado el déficit exterior de la economía española?

El análisis del ahorro y la inversión nacional nos ha proporcionado una prime-

(8) La idea de que parte de la inversión en vivienda constituye inversión productiva es defendida por el Servicio de Estudios del BBVA, véase al respecto BBVA (2005) y Balmaseda (2006).

ra explicación de las causas del aumento de la necesidad de financiación de la economía española. Sin embargo, para clarificar las causas últimas del deterioro exterior es conveniente descomponer la necesidad de financiación de la nación en los distintos sectores institucionales que la componen: sociedades no financieras, instituciones financieras, administraciones públicas y hogares e instituciones financieras sin fines de lucro al servicio de los hogares (IFSLH).

El patrón habitual de distribución por sectores institucionales de la necesidad de financiación de la economía española ha sido tradicionalmente el siguiente:

a) Las familias han constituido la fuente fundamental de financiación para el resto de sectores de la economía, ya que su ahorro bruto era más que suficiente para hacer frente a la compra de vivienda, que constituye su único gasto de inversión. Así, entre 1990 y 1998 el sector familias e IFSLH tuvo una capacidad de financiación promedio anual en torno al 5,5 por 100 del PIB.

b) Las empresas no financieras generalmente no han dispuesto de ahorro suficiente para cubrir sus inversiones en bienes de equipo y construcción y la cuantía de su necesidad de financiación se ampliaba en las fases expansivas del ciclo económico en las que se incrementaba sensiblemente su esfuerzo inversor y se reducía en las fases bajistas del ciclo económico.

c) Las instituciones financieras han



COLABORACIONES

sido un sector fundamentalmente intermediador con capacidad de financiación, aunque de una cuantía moderada, en el entorno del 1 por 100 del PIB.

d) Las Administraciones Públicas constituían el principal demandante de financiación. Entre 1990 y 1998, el sector público español tuvo una necesidad de financiación promedio anual ligeramente por encima del 5,5 por 100 del PIB.

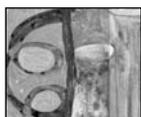
En definitiva, el déficit exterior español ha tenido tradicionalmente su origen en unas Administraciones Públicas con una elevada necesidad de financiación, que era cubierta o no por la capacidad de financiación del sector privado, dependiendo de cual fuera la coyuntura económica. Sin embargo, a partir de 1999 la distribución por sectores institucionales de la necesidad de financiación experimentó cambios sustanciales. De tal forma que, como se puede comprobar en el Gráfico 4 y en el Cuadro 1, la aparición y posterior crecimiento del déficit exterior registrado a partir de 1999 responde a un patrón de comportamiento justamente contrario al tradicional de la economía española, ya que se debe exclusivamente al crecimiento que han experimentado las necesidades de financiación del sector privado no financiero, mientras que, por el contrario,

las Administraciones Públicas han dejado atrás su tradicional papel de demandante de financiación para pasar en 2005 a constituirse en un sector con capacidad de financiación (Banco de España, 2006).

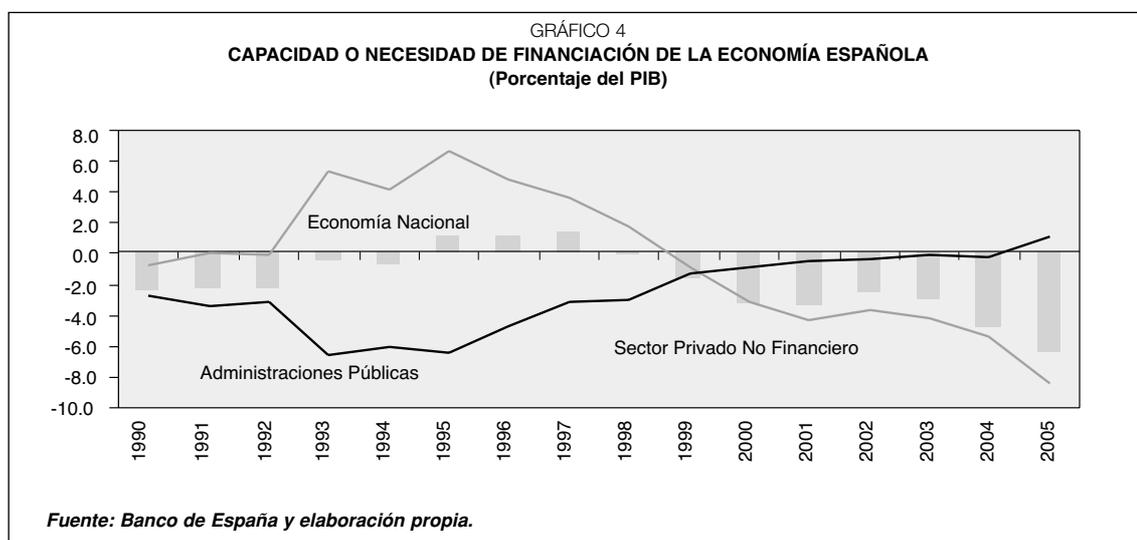
El rápido crecimiento de la necesidad de financiación del sector privado no financiero responde, tal y como se puede comprobar en el Cuadro 1, tanto al rápido aumento de la necesidad de financiación de las empresas no financieras como al continuado descenso de la capacidad de financiación de las familias.

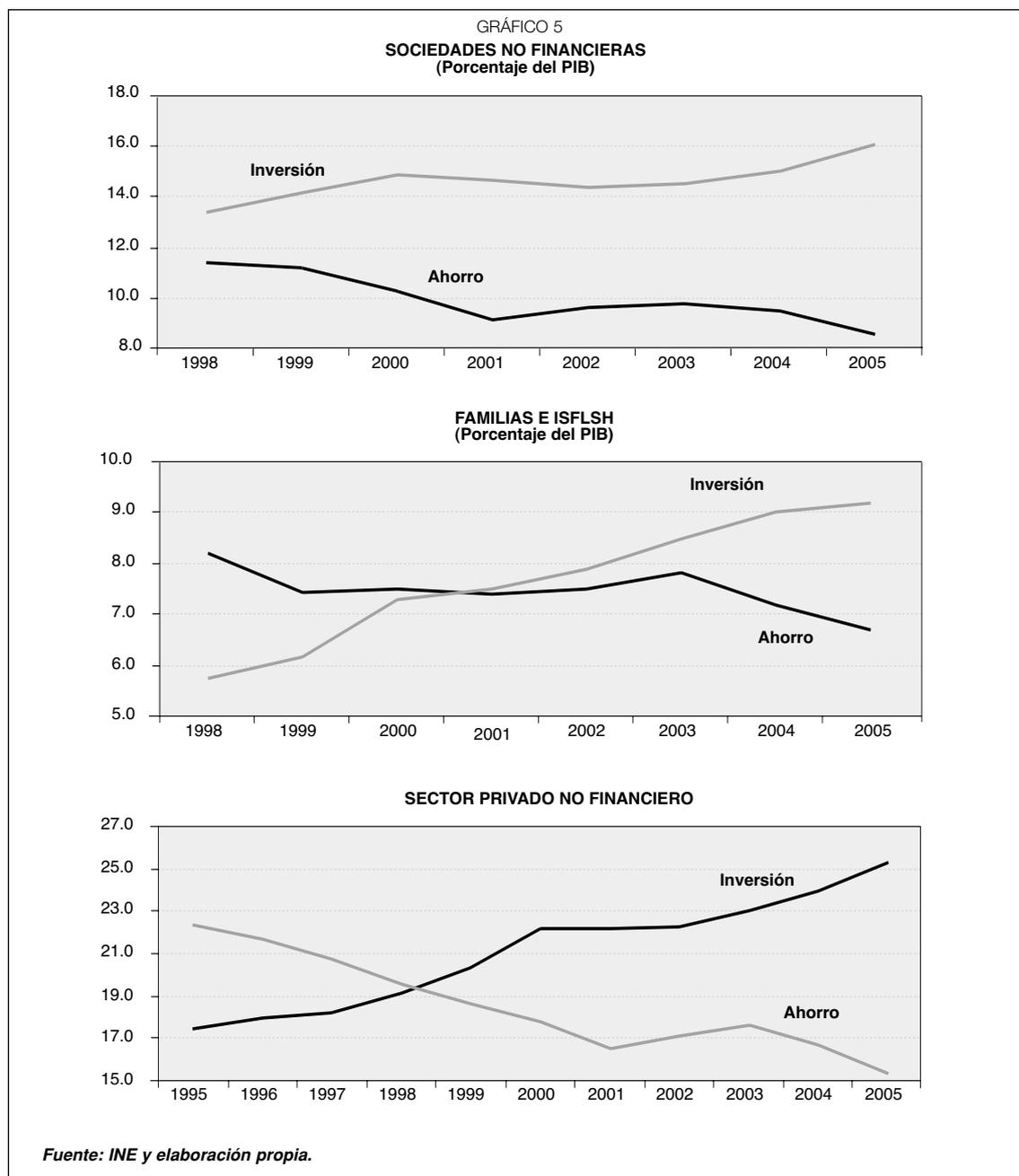
Las sociedades no financieras han pasado de tener una necesidad de financiación en 1998 del 1,1 por 100 del PIB hasta el 6,8 por 100 del PIB en 2005, y este deterioro responde a partes iguales a un descenso del ahorro y a un aumento en la inversión, dentro de la cual juega un papel relevante la inversión en construcción (Cuadro 1 y Gráfico 5).

El rápido deterioro en la necesidad de financiación de las sociedades no financieras españolas registrado en los últimos años contrasta con lo acaecido en los principales países desarrollados, donde las empresas no financieras han dejado atrás su tradicional papel de demandantes de financiación para convertirse en un agente oferente de fondos al resto de sec-



COLABORACIONES





COLABORACIONES

tores institucionales. Este comportamiento de las empresas se ha registrado de forma muy extendida entre los países desarrollados, tanto en los que en los últimos años han crecido a ritmos elevados (Estados Unidos, Reino Unido y Canadá), como en otros en los que el crecimiento económico ha sido débil (Europa y Japón) (IMF, 2006).

Las familias e ISFLSH, tradicional-

mente principal suministrador de financiación al resto de sectores, han registrado desde 1995 una tendencia de continuo descenso en su capacidad de financiación hasta pasar en 2003 a demandar fondos y en 2005 a registrar una necesidad de financiación del 1,7 por 100 del PIB. Este comportamiento, al igual que en las empresas no financieras, responde tanto a la caída del ahorro y, en espe-

cial y de forma más acusada que en las empresas, a un aumento de la inversión residencial.

El ahorro de las familias se ha reducido entre 1998 y 2005 en 1,5 puntos porcentuales del PIB y la inversión de las familias, de carácter exclusivamente residencial, ha pasado del 5,7 por 100 del PIB en 1998 al 9,2 por 100 del PIB en 2005 (Cuadro 1 y Gráfico 5).

A diferencia del comportamiento particular de las empresas no financieras españolas respecto a los principales países desarrollados, el comportamiento de las familias españolas en sus decisiones de ahorro e inversión tiene elementos comunes con los del resto de países desarrollados. En concreto, la continua tendencia de descenso del ahorro de las familias iniciada a mediados de los noventa también se ha registrado en las principales economías avanzadas (en especial, en Estados Unidos, Reino Unido, Canadá y Japón), bien es cierto, que el crecimiento de la inversión residencial no ha sido la tónica común en todos los países desarrollados.

En definitiva, el rápido deterioro y el nivel alcanzado por la necesidad de financiación de la economía española es el resultado de la ampliación de la brecha entre ahorro e inversión privada, debido al descenso del ahorro y, sobre todo, al aumento de la inversión, en especial, de la inversión en construcción.

5. ¿Qué explica el descenso del ahorro y el aumento de la inversión privada?

La evolución del ahorro y de la inversión privada es el resultado de las decisiones optimizadoras de las familias y empresas no financieras. Por tanto, si deseamos analizar las causas que, desde

la perspectiva interna, han provocado la ampliación del déficit exterior debemos preguntarnos por los principales determinantes del ahorro y la inversión y por las variaciones que éstos han registrado.

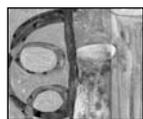
Dado que la decisión de ahorrar no es más que la decisión de posponer el consumo, los factores determinantes del consumo son, en última instancia, los que nos permiten explicar el comportamiento del ahorro. Y de acuerdo con las teorías del consumo basadas en la elección intertemporal —renta permanente y ciclo vital— los principales factores determinantes de la demanda de consumo de las familias son: el valor esperado de la renta real, la riqueza o patrimonio neto y el tipo de interés real. Y en cuanto a la adquisición de viviendas, principal gasto de inversión de las familias, a los anteriores factores hay que añadir el coste de uso de la vivienda, el cual está relacionado con la evolución prevista del precio de la vivienda. La inversión de las empresas, por su parte, depende del nivel de producto, del coste de uso del capital y del precio de los restantes factores productivos (9).

La evolución en los últimos años del conjunto de factores determinantes del gasto de familias y empresas, y, en consecuencia, del ahorro y la inversión privada, no puede entenderse si no se tienen en cuenta los efectos derivados del proceso de incorporación de la economía española a la UME.

Los países que se han incorporado a la UME han experimentado un verdadero cambio de régimen económico que ha supuesto, entre otros, los siguientes efectos:

1. Una reducción permanente del nivel

(9) Para un análisis de los determinantes de las decisiones de demanda de hogares y empresas de la economía española véase L'Hotellerie-Fallois y Sastre (2005).



COLABORACIONES

y la volatilidad de los tipos de interés y del coste del capital, así como de sus expectativas de evolución futura.

2. Un aumento de la riqueza, tanto financiera como real, como consecuencia del aumento de la demanda de activos reales derivado de la reducción de los tipos de interés.

3 Una reducción de las restricciones de liquidez a las que se enfrentan familias y empresas, dado que la UME permite financiarse en el exterior en la propia moneda nacional, y, por tanto, elimina el riesgo de cambio. En consecuencia, la capacidad para captar financiación externa en la actualidad depende básicamente de la calidad crediticia del demandante de financiación y no de los desequilibrios macroeconómicos nacionales.

Estas modificaciones en las condiciones monetarias y financieras afectan a las decisiones de gasto de familias y empresas fundamentalmente a través de dos canales (Constâncio, 2005):

— El descenso de los tipos de interés, el consiguiente aumento de la riqueza y las menores restricciones de liquidez, favorece que las familias reduzcan su tasa de ahorro (Blanchard y Giavazzi, 2002).

— El descenso en el coste de uso del capital y las perspectivas de un mayor crecimiento como consecuencia de la mayor integración de los mercados de bienes, lleva a las empresas a aumentar la inversión (Rose, 1999).

Ahora bien, el *shock* expansivo de demanda que ha supuesto el proceso de integración monetaria europea no ha sido uniforme para todos los países que forman la Unión, dado que (10):

a) La reducción experimentada por los tipos de interés no ha sido de la misma cuantía en todos los países, ya que los tipos de interés existentes a mediados de los noventa, cuando se inicia el proceso de convergencia eran muy superiores en aquellos países que tenían una tradición inflacionista y, por tanto, tenían una elevada prima de riesgo.

b) Aunque la política monetaria sea única para el conjunto de la UME, el grado de holgura de las condiciones monetarias y financieras difiere entre los países del área, siendo tanto más holgadas en aquellos países que registran mayores tasas de inflación y, por tanto, menores tipos de interés reales, que son, en principio, los que influyen en las decisiones de gasto de empresas y familias.

La economía española ha disfrutado en los últimos años de unas condiciones monetarias y financieras muy holgadas, tanto si las comparamos con las existentes antes del inicio de la UME, como si las comparamos con los países centrales de la UME. Como se puede comprobar en el Cuadro 3, los tipos de interés reales en España se encuentran entre los más bajos de la UME y, a su vez, entre los países que han registrado un mayor descenso (11).

Este descenso de tipos de interés, junto a las menores restricciones de liquidez, por un lado, ha facilitado el endeudamiento de empresas y familias y, por otro lado, ha impulsado la demanda de activos financieros y reales, con el consiguiente aumento de la riqueza patrimonial de empresas y familias. Una especial mención requiere el efecto que



COLABORACIONES

(10) Un análisis de cómo en sí misma la UME es fuente de divergencias macroeconómicas se encuentra en Lane (2005).

(11) Esta holgura de las condiciones monetarias en la economía española también se observa si se comparan los tipos de interés determinados por la regla de Taylor y los efectivamente observados, véase Blanco y Cabrero (2005).

CUADRO 3 TIPOS DE INTERÉS REALES (Porcentaje)				
	Pre-UME 1993-1998	Post-UME 1999-2005	Variación	2005
Austria.....	2.5	1.4	-1.1	0.1
Bélgica.....	3.1	1.1	-2.0	-0.3
Finlandia.....	3.7	1.5	-2.2	1.3
Francia.....	3.9	1.3	-2.6	0.3
Alemania.....	2.5	1.7	-0.8	0.3
Grecia.....	7.4	-0.2	-7.6	-1.3
Irlanda.....	4.5	-0.5	-5.0	0.0
Italia.....	4.9	0.7	-4.2	-0.1
Luxemburgo.....	3.1	0.8	-2.3	-0.3
Holanda.....	2.1	0.5	-1.6	0.7
Portugal.....	4.7	0.1	-4.6	0.1
España.....	4.3	0.0	-4.3	-1.2

Nota: Media anual de tipos de interés reales a corto plazo.
Fuente: Elaboración propia a partir de OCDE y FMI.

sobre la riqueza patrimonial ha tenido el aumento experimentado por el precio de la vivienda, con un crecimiento medio anual desde 1998 superior al diez por ciento (12).

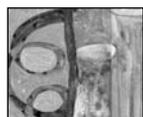
En definitiva, la incorporación de España a la UME ha tenido un efecto muy importante sobre las condiciones en las que familias y empresas toman sus decisiones de consumo, ahorro e inversión. El aumento en el valor esperado de la renta real, el aumento de la riqueza, en especial, la inmobiliaria, y el descenso de los tipos de interés reales son factores que han provocado un aumento del consumo, un descenso del ahorro y un crecimiento de la inversión, en particular, en construcción, con su lógica plasmación en un acusado deterioro de la necesidad de financiación de la economía española.

6. ¿Es la necesidad de financiación de la economía española una amenaza a su crecimiento económico futuro?

El aumento de la necesidad de financiación de la economía española que se ha registrado desde el inicio de la UME podría ser contemplado como un nuevo equilibrio intertemporal resultado de la adaptación eficiente de familias y empresas, en sus decisiones de ahorro e inversión, a unas condiciones monetarias y financieras más holgadas derivadas de nuestra pertenencia a la UME. Y, desde esa perspectiva, el desequilibrio exterior de la economía española, en la medida en que es el resultado del comportamiento optimizador de los agentes económicos privados, no debería ser contemplado como un desequilibrio que pueda suponer una amenaza al crecimiento económico futuro. Sin embargo, es posible que las decisiones de ahorro e inversión de los agentes privados puedan estar distorsionadas por distintos fallos de mercado (13) o por decisiones financieras arriesgadas, en cuyo caso el desequilibrio

(12) La relación entre *boom inmobiliario* y deterioro de la cuenta corriente, como consecuencia de la incidencia que sobre la demanda interna tiene el precio de la vivienda, vía efectos riqueza, no es patrimonio de la economía española. Tal y como ha resaltado Daniel Gross (2006), en los países de la UME se ha registrado una correlación muy alta entre aumento en el precio de la vivienda y variación en el saldo por cuenta corriente. En concreto, Gross estima que las variaciones en el precio de la vivienda explicarían aproximadamente el 80 por 100 de las variaciones en la cuenta corriente.

(13) Por ejemplo, los prestatarios privados pueden no internalizar el creciente coste marginal social de su endeudamiento externo o pueden tener unas expectativas excesivamente optimistas respecto a los futuros niveles de renta.



COLABORACIONES

exterior sí podría tener efectos adversos sobre el crecimiento económico (Peñalosa y Restoy, 2005). Por tanto, no se debe restar relevancia al déficit exterior de la economía española simplemente argumentando que su nivel es óptimo por ser el resultado del comportamiento racional de los agentes económicos.

Los riesgos potenciales que pueden derivarse de la elevada y creciente necesidad de financiación de la economía española es preciso evaluarlos en el nuevo régimen económico que supone nuestra pertenencia a la UME, ya que formar parte de una unión monetaria modifica sensiblemente la definición de déficit exterior sostenible, los mecanismos de ajuste, así como el calendario y la forma de corrección (14).

La pertenencia a la UME ha aumentado el umbral de desequilibrio exterior sostenible de la economía española, como consecuencia de la mayor facilidad de acceso a la financiación externa. Como ya señalamos en el *apartado 2*, previamente a nuestra pertenencia a la UME cuando la necesidad de financiación de la economía superaba o se situaba en el entorno del 3 por 100 del PIB, el sector exterior actuaba como una restricción al crecimiento económico doméstico, al registrarse dificultades para la obtención de financiación externa, que al final obligaban a llevar a cabo devaluaciones y/o programas de ajuste, mientras que en la actualidad a pesar de la elevada necesidad de ahorro externo no se ha producido ningún problema de financiación. Por tanto, se ha constatado que el ingreso de España en la Eurozona ha alejado notablemente el tradicional problema de la restricción exterior al crecimiento. No obstante, por ello no es

correcto concluir que como consecuencia de nuestra pertenencia a la UME el desequilibrio exterior no tiene ninguna relevancia y que su seguimiento vendría a ser algo similar a la preocupación que pueda representar el desequilibrio exterior de una provincia o de una comunidad autónoma frente a España o al resto del mundo.

El ajuste de los desequilibrios en cuenta corriente se produce, en parte, por los mecanismos automáticos del mercado y, en parte, por medidas de política económica. El principal mecanismo automático lo constituyen las variaciones de precios relativos y de salarios, mientras que los instrumentos de política económica utilizados son las modificaciones en los tipos de cambio, así como la adopción de políticas monetarias y/o fiscales restrictivas. En España tradicionalmente cuando se han producido crisis de balanza de pagos la corrección se ha producido fundamentalmente mediante devaluaciones y políticas de demanda restrictiva, consiguiendo de esta forma tanto una reducción del gasto agregado, como una modificación en su composición.

Los países de la UME, y, por tanto, España, han visto profundamente alterados los instrumentos de política económica que pueden utilizar para solventar las crisis de balanza de pagos, al no poder utilizar ni el tipo de cambio frente a sus principales socios comerciales, ni la política monetaria, por lo que todo el ajuste de los desequilibrios externos descansa en las modificaciones de precios relativos y salarios, ajustes que se producen de forma mucho más lenta. Asimismo, las propias autoridades económicas tienen un incentivo mucho menor a corregir sus desequilibrios externos, ya que al financiarse en euros, no tienen el miedo de que los mercados consideren insostenibles sus cuentas exteriores y fuercen la devaluación de su moneda.

(14) Para un análisis de la relevancia de los desequilibrios en cuenta corriente en el contexto de una unión monetaria véase Catte (1998).



COLABORACIONES

De lo anterior se deduce un riesgo importante que se deriva de la nueva dimensión que tienen los desequilibrios exteriores en el contexto de la UME: alcanzar un déficit exterior insostenible durante demasiado tiempo. El mayor margen de financiación externa que disponen los países deficitarios pertenecientes a la UME si bien puede ser considerado una ventaja, tiene el inconveniente de que puede conducir a un excesivo déficit exterior, y en ese caso, dada la limitación de instrumentos de política económica de carácter corrector, la única vía de ajuste del desequilibrio externo será la de la desinflación competitiva, con los consiguientes costes en términos de crecimiento y de desempleo.

La evolución de la economía portuguesa desde el inicio de la UME podría ser considerada como ejemplo de lo que le puede ocurrir a un país perteneciente a la UME y que de forma prolongada mantiene un déficit exterior excesivo. El acusado descenso de los tipos de interés, las mayores expectativas de crecimiento y la facilidad de captación de financiación externa condujo a un *boom* inversor y a una caída en el ahorro privado, con el consiguiente deterioro del déficit por cuenta corriente, que se situó en el entorno del 10 por 100 del PIB. Posteriormente, el *boom* inversor llegó a su fin, y ante el elevado endeudamiento y las peores expectativas futuras, el ahorro privado aumentó, siendo compensado parcialmente por un mayor desahorro público. De tal forma que, en los últimos años la economía portuguesa atraviesa un período de recesión económica, con un notable aumento del desempleo y con un déficit exterior muy elevado, como consecuencia de las mayores necesidades de financiación de las Administraciones Públicas.

Algunos reputados economistas han manifestado que la evolución seguida por la economía portuguesa de *boom* seguido

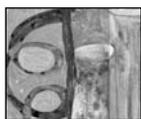
de una profunda recesión, con un creciente deterioro del déficit exterior, probablemente sea el espejo de lo que en el futuro más o menos próximo le ocurra a la economía española (15). En este sentido es cierto que en la economía española subyacen problemas comunes a los que condujeron a la recesión en la economía portuguesa, como es el reducido aumento de la productividad, las tensiones inflacionistas y la pérdida de competitividad, síntomas de una insuficiente adaptación a las exigencias del nuevo régimen económico que supone la UME. Sin embargo, probablemente algunos de los errores de política económica que se cometieron en la economía portuguesa no se han registrado en la economía española, en concreto, la adopción de una política fiscal expansiva y un excesivo crecimiento salarial.

No obstante, aunque la economía española no siga los pasos de la portuguesa, lo que sí es evidente es que el nivel y la tendencia de deterioro del déficit exterior son insostenibles a medio plazo. A pesar de que nuestra pertenencia a la UME haya reducido notablemente las restricciones para su financiación, difícilmente la economía española podrá continuar de forma prolongada el actual proceso de convergencia real si se mantienen la actual necesidad de financiación, o en última instancia si se mantiene el tradicional modelo de crecimiento basado en la demanda interna.

Bibliografía

1. BALMASEDA, M. (2006): «Balanza por cuenta corriente: cuestionando algunas afirmaciones», *Servicio de Estudios Económicos*, BBVA, Mimeo.

(15) Véase Blanchard (2006, a y b).



COLABORACIONES

2. BANCO DE ESPAÑA (2006): *El déficit exterior de la economía española desde una perspectiva histórica*, Informe Anual 2005, págs. 30-1.
3. BBVA (2005): *Desequilibrio exterior, ausencia de restricciones de financiación*, Situación España, Julio, págs. 19-20.
4. BLANCHARD, O. y F. GIAVAZZI (2002): «Current account deficits in the Euro Area. The end of the Feldstein Horioka puzzle», MIT, Department of Economics, *Working Paper* 03-05, Septiembre.
5. BLANCHARD, O. (2006, a): «Adjustment with the euro. The difficult case of Portugal», MIT, Department of Economics, *Working Paper* 06-04, Febrero.
6. BLANCHARD, O. (2006, b): «Portugal, Italy, Spain, and Germany. The implications of a suboptimal currency area», Mimeo.
7. BLANCO, R. Y A. CABRERO (2005): «Las condiciones monetarias y financieras», en *El análisis de la economía española*, Servicio de Estudios del Banco de España, Alianza Editorial.
8. CATTE, P. (1998): «Current accounts: are still relevant for and within a Monetary Union», en *Current Account Imbalances in East and West: Do they matter?*, Oesterreichische Nationalbank.
9. CONSTÂNCIO, V. (2005): «European monetary integration and the Portuguese case», en C. Detken *et al.* (eds.), *The new EU Member States: convergente and stability*, European Central Bank.
10. DE LA DEHESA, G. (2003): «Balance de la economía española en los últimos veinticinco años», *Información Comercial Española*, N° 811, págs. 53-79.
11. GROSS, D. (2006): «Bubbles in real state?. A longer-term comparative analysis of housing prices in Europe and the US», *CEPS Working Document* N° 239/ Febrero 2006.
12. IMF (2005): «Global imbalances: a saving and investment perspectives», *World Economic Outlook*, Septiembre, Capítulo 2.
13. IMF (2006): «Awash with cash: why are corporate savings so high?», *World Economic Outlook*, Octubre, Capítulo 4.
14. LANE, P. R. (2005): «The real effects of EMU», Mimeo.
15. L'HOTELLERIE-FALLOIS, P. y T. SASTRE (2005): «Las decisiones de demanda de hogares y empresas», en *El análisis de la economía española*, Servicio de Estudios del Banco de España, Alianza Editorial.
16. MALO DE MOLINA, J.L. (2005): «Una larga fase de expansión de la economía española», *Banco de España, Documentos Ocasionales* N° 0505.
17. MANN, C.L. (2002): «Perspectives on the U.S. current account deficit and sustainability», *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 16, N°3.
18. MAZA, L.A. y A. DEL RIO (2006): «La financiación del déficit exterior de la economía española», *Boletín Económico del Banco de España*, Marzo.
19. MILESI-FERRETTI, G.M. y A. RAZIN (1996): «Current-account sustainability», *Princeton Studies in International Finance*, N° 81.
20. PEÑALOSA, J. y F. RESTOY (2005): «Implicaciones de la integración en la UEM y en el nuevo contexto internacional», en *El análisis de la economía española*, Servicio de Estudios del Banco de España, Alianza Editorial.
21. ROSE, A.K. (1999): «One money, one market: estimating the effect of common currencies on trade», *NBER Working Paper*, 7432.



COLABORACIONES

EL SECTOR EXTERIOR

- *Capítulo 1*
ANÁLISIS MACROECONÓMICO DEL SECTOR EXTERIOR ESPAÑOL
- *Capítulo 2*
EL COMERCIO MUNDIAL DE MERCANCIAS Y SERVICIOS EN 2005
- *Capítulo 3*
EL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA EN 2005
- *Capítulo 4*
EL COMERCIO DE SERVICIOS
- *Capítulo 5*
INVERSIONES EXTRANJERAS
- *Capítulo 6*
LA POLÍTICA COMERCIAL ESPAÑOLA

- APÉNDICE ESTADÍSTICO
Evolución histórica
Comercio exterior por sectores
Comercio exterior por secciones arancelarias
Comercio exterior por capítulos arancelarios
Comercio exterior por áreas geográficas
Comercio exterior por áreas y países
Comercio exterior por Comunidades Autónomas
Turismo
Inversiones extranjeras
Balanza de pagos
Comercio internacional
Competitividad



Información:
Ministerio de Industria, Turismo y Comercio
Paseo de la Castellana, 162-Vestíbulo
28071 Madrid
Teléf. 91 349 36 47