*Jaime Requeijo González**

EN TORNO A LA FINANCIACIÓN DEL DÉFICIT EXTERIOR ESPAÑOL

En este artículo se analiza el desequilibrio exterior de nuestra economía desde el punto de vista de su financiación. Se estudia el proceso desde sus causas, pasando por las peculiaridades de las fuentes de financiación y sus efectos, hasta llegar a unas propuestas de corrección.

El autor apoya, y los mercados así lo han confirmado, que el pertenecer a la eurozona ha eliminado los riesgos político y cambiario, pero no así el de mercado. Al encarecerse nuestras fuentes de financiación externas, el autor propugna aumentar el ahorro, disminuir la inversión residencial, y mejorar la competitividad de nuestras exportaciones.

Palabras clave: desequilibrio corriente, financiación exterior, deuda externa, *rating* de la deuda, eurozona, mercados financieros internacionales.
Clasificación JEL: E21, E58.

1. Las preguntas previas

Al analizar el desequilibrio exterior de una economía, cabe formular cuatro preguntas previas: ¿Por qué ha ocurrido? ¿Cómo se ha financiado? ¿Qué efectos desencadena? ¿Cómo se corrige? Un déficit puede deberse a un exceso de gasto público o de gasto privado y el tratamiento será distinto, en uno y otro caso, puesto que distinto es su origen; aunque todo déficit implica apelación al ahorro exterior, el coste de la financiación variará de acuerdo con el canal de financiación utilizado; por lo general un déficit abultado terminará por provocar un ataque a la moneda del país, seguido de medidas estabilizadoras encaminadas a impedir que el ataque se repita, salvo que el país forme parte de un área de moneda única; para corregir el déficit conviene conocer la naturaleza del mismo, con objeto de poner en práctica aquellas medidas de política económica que puedan resolver el problema al menor coste posible en términos de crecimiento.

El análisis que sigue pretende examinar el déficit exterior español a través de esas cuatro preguntas.

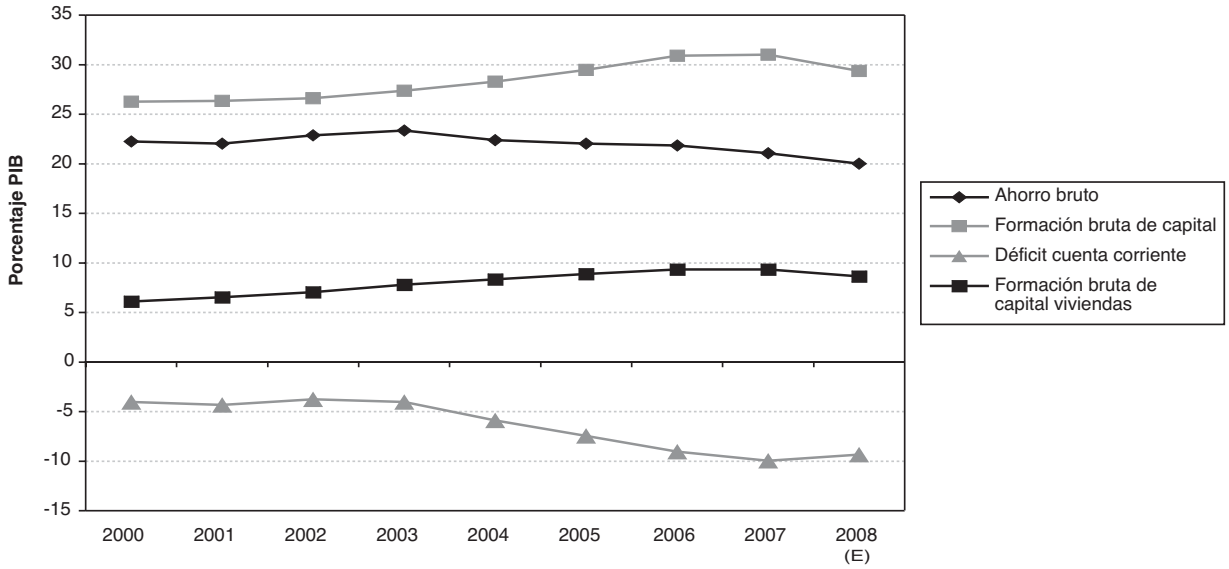
2. ¿Por qué ha ocurrido?

El Gráfico 1 desvela lo ocurrido en el período 2000-2008: la formación bruta de capital, la inversión nacional, ha sido superior al ahorro nacional y, por tanto, ha generado un déficit de cuenta corriente creciente, déficit que, en el lapso 2006-2007, se ha movido en torno al 10 por 100 del producto interior bruto.

Las razones de ese desequilibrio no ofrecen demasiadas dudas. En primer lugar, el largo período expansivo de 1996-2007, con ritmo medio de crecimiento real del 3,7 por 100 anual, ha descansado sobre la demanda interna, espoleada por la ▷

* Catedrático Emérito de Economía Aplicada, UNED e IEB.

GRÁFICO 1
ORIGEN DEL DÉFICIT CORRIENTE



Fuente: Datos Contabilidad Nacional.

inversión en vivienda, cuya evolución puede también observarse en el Gráfico 1, y por el gasto de consumo. En segundo lugar, ese tipo de crecimiento hacia adentro ha generado un continuo déficit corriente que ha tenido que ser financiado con recurso al ahorro externo.

En tercer lugar, y dada la evolución del saldo financiero de las Administraciones Públicas, en el período mencionado –a partir del 2004 las cuentas públicas se saldan con superávit[1]– el desequilibrio corriente no puede ser atribuido a las Administraciones Públicas. Su origen es otro: emana del sector privado y su raíz primera es la construcción de viviendas. No olvidemos que, de 1998 a 2007, se construyeron en España 5,7 millones de viviendas y que, todavía en 2006, se iniciaron 760.000 nuevas viviendas[2]. Claro está que la construcción de viviendas nuevas era el resultado del dinamismo de su demanda y que ésta, a su vez, estaba sostenida por la política monetaria laxa practicada, de 2002 a 2006, por el Banco Central Europeo y por las condiciones financieras muy favorables aplicadas por los intermediarios. Recuérdese que, en los mejores momentos, el coste del crédito hipotecario se situaba en el 3 por 100 (2003-2005) y que, confiados en el continuo incremento de los precios de la vivienda, muchas entidades de crédito concedían hasta el 120 por 100 del precio de tasación y a plazos muy dilatados. ¡Quién no iba a adquirir una vivienda y quién iba a prestar atención al hecho de que transcurrido un tiempo limitado, a interés fijo, los intereses variarían de acuerdo con el euribor, ligado, a su vez, al tipo de interés básico del Banco Central Europeo! De esa forma se generó nuestra propia burbuja inmobiliaria y de esa forma se fue agrandando la brecha exterior.

En cuarto lugar, y por lo que se refiere a la continuidad del déficit, no hay que pasar por alto nuestra pertenencia al Eurosistema. 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 sólo un 9 por 100 aproximado del producto total; como hipnótico porque hace olvidar a los Gobiernos los perjuicios que entraña un desequilibrio exterior continuado y, por tanto, dilata la aplicación de medidas correc- ▷

[1] REQUEIJO, J. (2008): «Quousque tandem…». *Papeles de Economía Española*, nº 116.

[2] BANCO DE ESPAÑA (2007): «Desaceleración y reequilibrio de la economía española: el ciclo inmobiliario y el funcionamiento del mercado de trabajo», Informe Anual.

toras. Sin nuestra pertenencia al euro, el ataque a nuestra moneda se hubiera producido ya hace tiempo y hubiera conducido a una devaluación, seguida de un recorte de la absorción y, por tanto, de un ritmo de crecimiento menor. Lo que se ha hecho, por tanto, es financiar, a través del endeudamiento externo, la expansión del sector residencial.

3. ¿Cómo se ha financiado el déficit exterior?

Existen varias formas de financiar un déficit corriente: transferencias de capital, inversiones directas, inversiones de cartera, otras formas de inversión y variación de reservas del Banco Central.

Puede ocurrir que la balanza de capital ofrezca un saldo neto positivo importante, debido a la entrada de transferencias sustanciales. Nos encontraremos, en tal caso, con una financiación indolora del déficit aunque, por lo general, el saldo no bastará para hacer frente al desequilibrio corriente.

La inversión directa exterior constituye otra forma de financiación. Tiene la ventaja de ser más estable y a menor coste puesto que, por lo general, sólo dará lugar a la repatriación de dividendos. De todas maneras, no hay que olvidar que la inversión directa, de carácter autónomo, depende mucho de la confianza que los potenciales inversores depositen en la economía del país. Si la confianza desaparece, en un entorno de libertad de movimientos de capital, parte de esa inversión desaparecerá y, lo que es peor, las entradas de capital por esa vía tenderán a reducirse.

La inversión de cartera es más lábil puesto que busca la rentabilidad a corto plazo, sobre todo si opera en un país con mercados financieros secundarios de importancia, mercados que difuminen la diferencia entre corto y largo plazo. Una acción se puede vender en muy corto tiempo y lo mismo ocurre con un bono, con participaciones en fondos de inversión y con cualquiera de los productos que se integran en esa rúbrica.

Las otras formas de inversión recogen los instrumentos no clasificables en las dos rúbricas anteriores y que, por lo general, incluyen préstamos, depósitos y repos; es decir préstamos entre residentes y no residentes, créditos comerciales con vencimiento superior a un año, depósitos en entidades de crédito y adquisiciones y cesiones temporales de activos.

La variación de reservas del Banco Central supone la vía última de financiación del déficit: cuando los saldos netos de los flujos de inversión ya enumerados no sean suficientes para enjugar el desequilibrio, serán las reservas las que completarán la financiación porque, por definición, y descontando errores y omisiones, el saldo corriente será siempre igual a la suma de los saldos de la balanza de capital, de las diferentes formas de inversión de la cuenta financiera y de la variación de reservas.

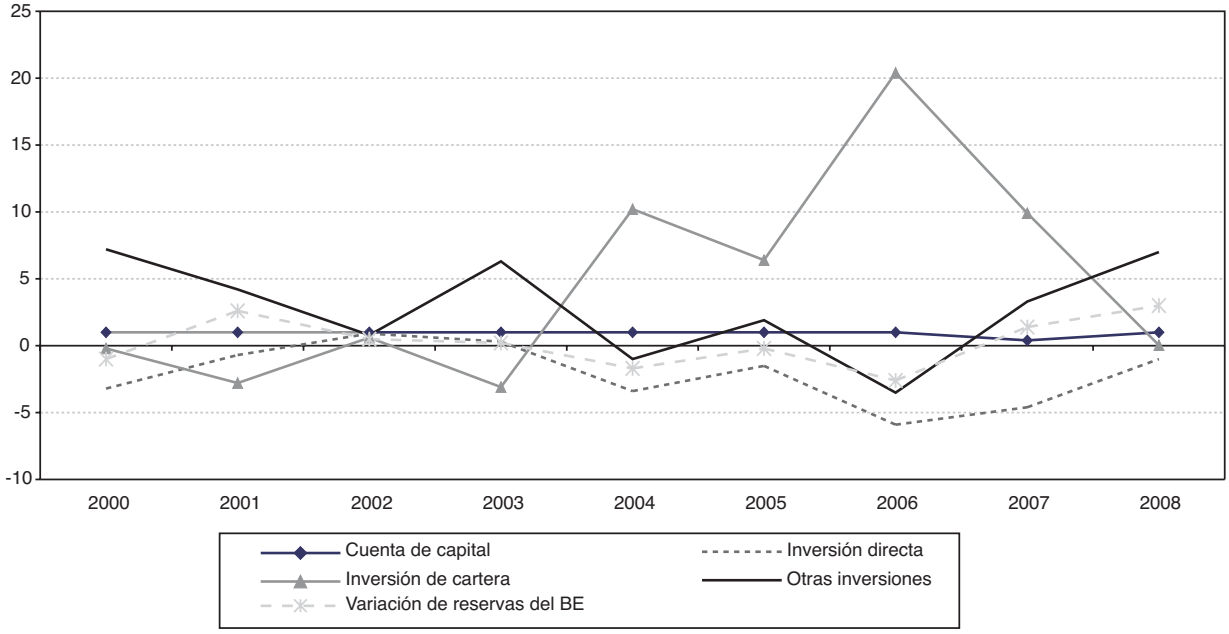
La evolución de las diferentes partidas financiadoras del déficit aparece en el Gráfico 2. Se trata, en todos los casos, de flujos netos si bien, y por lo que atañe a las reservas, debe recordarse que un signo negativo supone un aumento de las mismas y uno positivo su disminución.

¿Qué se deduce del gráfico? En primer lugar, se observa que los saldos de la cuenta de capital son bastante estables, en términos de PIB, y que vienen a suponer alrededor del 1 por 100 del mismo, salvo alguna excepción. En todo caso, y por lo que se refiere a los últimos años de la serie, su capacidad compensadora es muy limitada puesto que el desequilibrio corriente es muy alto.

En segundo lugar, puede apreciarse que la inversión directa no ha financiado el desequilibrio puesto que, las más de las veces, las entradas de capital por ese concepto han sido menores que las salidas. Lo cual no tiene nada de extraño puesto que, en el período estudiado, muchas empresas españolas se instalaron en otros países, especialmente en países miembros de la Unión Europea y de América Latina.

Destaca, en tercer lugar, la importancia del saldo de inversión de cartera, sobre todo a partir del 2004 y, muy especialmente, en los dos últimos ▷

GRÁFICO 2
FINANCIACIÓN DEL DÉFICIT CORRIENTE
(Flujos netos en porcentaje PIB)



Fuente: Elaboración propia con datos de la Balanza de Pagos del Banco de España.

años analizados. Una inversión protagonizada por las instituciones financieras y por las empresas no financieras[3].

En cuarto lugar, y aunque la capacidad financiadora de eso flujos sea menor que la de la rúbrica anterior, importan también las otras inversiones, en las que apenas se aprecia la presencia de las Administraciones Públicas y en las que destaca, de nuevo, la actividad de intermediarios financieros y empresas no financieras[4].

En quinto lugar debe hacerse referencia a la variación de reservas del Banco de España. Se trata, como se ha dicho, de una rúbrica de ajuste que compensa, por diferencias, la suma de los cuatro saldos anteriores. Si esos saldos han compensado, con creces, el déficit corriente, las reservas aumentan; si no, las reservas disminuyen. Por lo general, las reservas han aumentado, salvo en el período 2001-2003, en el que se observa una continuada disminución[5].

[3] Véase el Cuadro 3.1 de la Balanza de Pagos y Posición Internacional de España 2007, Banco de España.

[4] Ibídem.

[5] Cuadro 3.1 de la Balanza de Pagos y Posición Internacional de España 2004, Banco de España.

De todo lo anterior parece deducirse una conclusión simple: que, a lo largo de ese período, la financiación del desequilibrio corriente ha descansado sobre la inversión de cartera y las otras inversiones; es decir, sobre flujos no demasiados estables y en los que predomina el corto plazo. Flujos, por lo tanto, proclives a reflejar, con prontitud, la evolución del entorno económico general y las perspectivas de la economía española.

4. ¿Qué efectos genera la financiación del déficit corriente español?

El primer efecto, y el más directo, es el endeudamiento externo, endeudamiento que podemos valorar haciendo uso de dos indicadores: la deuda exterior y la posición de inversión internacional. La primera refleja los pasivos exigibles y, por tanto, pendientes de reembolso; la segunda muestra todos los pasivos y todos los activos. No todos los pasivos son exigibles –por ejemplo la inversión directa exterior– y, por tanto, la deuda exterior agrupa casi todos los saldos de cartera y otras ▷

CUADRO 1
SALDOS NETOS A FIN DE AÑO DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL
(Millones euros)

Años	Posición neta sin BE	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Otras inversiones	Posición neta BE
2000	-244,1	12,2	-117,0	-139,3	84,0
2001	-256,4	16,3	-100,4	-172,3	68,5
2002	-296,6	-22,1	-105,7	-168,9	60,6
2003	-353,8	-37,4	-102,3	-214,2	56,1
2004	-504,5	-91,9	-203,2	-209,4	68,1
2005	-577,2	67,1	-273,6	-236,5	71,7
2006	-760,3	-35,7	-508,9	-206,1	95,7
2007	-906,6	-9,9	-647,6	-230,3	78,9
2008	-927,0	-23,7	-595,3	-301,6	50,9

No se incluyen, por su escasa entidad, los derivados financieros.
Fuente: Cuadro 7.6 del Boletín Económico, abril 2009, del Banco de España.

inversiones de los residentes en España frente al resto del mundo. La posición neta compara activos y pasivos puesto que los residentes españoles son acreedores y deudores y lo que importa, a efectos de las relaciones financieras con el exterior es saber cuál es la diferencia. Se trata, en todos los casos, de saldos a fin de período.

El continuo endeudamiento ha hecho que la deuda exterior aumentara desde 763.516 millones de euros en 2003 –primer año en que el Banco de España publica el indicador– hasta 1.662.246 millones de euros en 2008[6]. Aunque ya sabemos que la comparación no es rigurosa –no se deben comparar fondos y flujos–, vale la pena señalar que, en proporción del PIB, la deuda ha pasado, entre esos años, del 98 por 100 al 152 por 100.

El Cuadro 1, que resume los saldos netos de la posición de inversión internacional para cada uno de los años, es, además, suficientemente revelador.

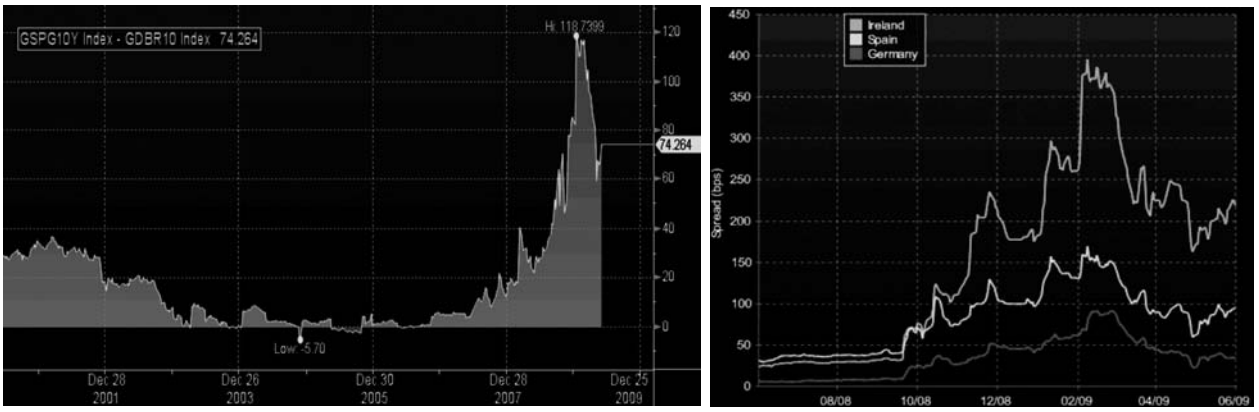
Puede observarse que la inversión directa, aunque presente resultados negativos desde el 2002, no es, en saldo neto, la rúbrica importante. Sí lo es la inversión de cartera, cuyo déficit creciente pone de manifiesto la importancia de esa vía de financiación del desequilibrio corriente; al igual que sucede con las otras inversiones, cuyo saldo ha seguido idéntico camino. En cuanto a la posición neta del Banco de España, ya hemos señalado que se trata, a efectos del saldo de la cuenta corriente, de una partida de ajuste. El hecho de que, en este caso, todos los saldos sean positivos no se contrapone a lo reflejado en el Gráfico 2 porque en éste figura la variación de reservas mientras que, en el Cuadro 1, aparece el saldo a fin de año. Dicho de otra manera: pueden perderse reservas a lo largo del año sin que el saldo final sea negativo.

Una economía muy endeudada es una economía que suscita dudas a los mercados financieros. Un segundo efecto importante. En este terreno, cabe hacer mención a las dos posturas teóricas que analizan, de manera opuesta, la financiación exterior de un país que forma parte de una unión monetaria. Un primer enfoque considera que, dentro de una unión monetaria, un país hace las veces de una región dentro de un mismo país. No debe, por tanto, tropezar con obstáculo alguno para financiarse en otros países de esa misma unión al igual que una región necesitada de ahorro, dentro de un mismo país, lo encuentra en el resto de las regiones.

Un segundo enfoque estima que, el hecho de pertenecer a una unión monetaria, no varía las perspectivas de la apelación al ahorro exterior de los países de la Unión; y no las varía porque no es posible equiparar, en ese contexto, los países a las regiones, dado que los países, aunque sean miembros de una unión monetaria, siguen siendo unidades diferenciadas, regidas por Gobiernos distintos y sujetos a combinaciones de política económica que pueden diferir sustancialmente. Sin olvidar, por otro lado, que, dentro de un mismo país, la valoración del riesgo que efectúan los intermediarios financieros varía de una región a otra. Por ▷

[6] Banco de España: Boletines Económicos de abril 2004 y 2009. Los datos corresponden a saldos a fin de año.

GRÁFICO 3
DIFERENCIAL SOBRE DEUDA Y *CREDIT DEFAULT SWAPS*



Fuente: Bloomberg.

tanto, y aunque el riesgo de cambio y el riesgo político hayan desaparecido en el seno de una unión monetaria, el riesgo de mercado subsiste, lo que hace que las primas de riesgo se eleven cuando el país está muy endeudado y las calificaciones de la deuda empeoren.

Los hechos parecen dar la razón al segundo de los enfoques. No ha mucho, dos conocidas agencias internacionales de calificación –*Standard & Poor´s y Moody´s*– han cuestionado la solvencia de la deuda pública española. Aquélla rebajando la triple A de la que gozaba, por causa de debilidades estructurales; ésta sin rebajarla pero señalando que se trata de una economía vulnerable[7]. Naturalmente, se trata de opiniones emitidas tras ponderar la actual recesión por la que atraviesa la economía española pero que tienen muy en cuenta su nivel de endeudamiento exterior. Es decir, su gran debilidad externa.

Por otro lado, y como puede verse en el Gráfico 3, tanto los diferenciales de la deuda española con relación a la alemana como los *Credit Default Swaps* muestran la desconfianza de los mercados financieros internacionales hacia la economía española, desconfianza, repetimos, que tiene que ver con su endeudamiento exterior.

Los diferenciales de deuda se refieren a la deuda pública a diez años y expresan la prima de riesgo –mayor interés– que debe pagar el Tesoro español por comparación con la deuda alemana, la considerada más segura. En el período 2003-2006 el diferencial, si lo había, era inapreciable; en 2006-2008 ese diferencial se eleva de forma espectacular al gestarse y estallar la crisis española; en los momentos presentes el diferencial se ha reducido hasta niveles mucho más tolerables pero no porque la deuda española haya mejorado su calidad sino porque la calidad de la alemana ha empeorado.

Los *Credit Default Swaps* se refieren a deudas públicas, en este caso, y suponen contratos de seguros, en virtud de los cuales el prestamista, mediante el pago de una prima, traslada al asegurador el riesgo de impago.

Si bien los índices muestran una tendencia al alza, el correspondiente a España se encuentra a mitad del camino entre el país más seguro, Alemania, y el más inseguro, Irlanda.

Es decir, el considerable endeudamiento externo, unido a la recesión, hace que el ahorro exterior resulte más costoso.

El tercero de los efectos que conviene reseñar es la probable inestabilidad de la financiación exterior. Hasta hace poco la economía española crecía continuamente, inserta en una economía mundial que, salvo excepciones, también se encontraba en expansión. Aunque su endeudamiento externo aumentara, no había razones suficientes para no encontrar la ▷

[7] A mediados de Junio del 2009, *Moody´s* ha anunciado que rebajará la calificación de la deuda española.

financiación necesaria. Pero el panorama ha cambiado radicalmente: nuestra economía se encuentra en recesión, al igual que sucede con las economías de casi todos los países OCDE. Cabe, por tal razón, pensar que los flujos financieros se harán mucho más sensibles al riesgo y mucho más difíciles de atraer.

5. ¿Cómo se corrige el déficit corriente?

Si el déficit de la cuenta corriente expresa la diferencia entre ahorro e inversión nacionales, la solución parece clara. Debe aumentarse el ahorro y reducirse la inversión. Tendencia que las previsiones sobre el comportamiento de la economía española ya ponen de manifiesto: impulsada por la incertidumbre, la tasa de ahorro de las familias españolas se sitúa ya por encima del 16 por 100 de su renta disponible, al tiempo que la inversión residencial puede contraerse un 20 por 100 en el año en curso. Resultado previsto: la necesidad de financiación de la economía española que, en 2008, supuso un 9,1 por 100 del producto interior bruto, se reducirá hasta el 5, 3 por 100 en 2009[8]. Se trata, por supuesto, de proyecciones y los datos finales diferirán, sin duda, pero la fórmula correctora atrae por su simplicidad. Una simplicidad que encubre problemas complejos. El ahorro nacional es la suma del ahorro de las familias, de las empresas y de las Administraciones Públicas. Es claro que el motivo precaución llevará a las dos primeras a reducir su gasto pero ¿qué ocurrirá con las Administraciones Públicas? Lo que sucederá es que el déficit, reaparecido en 2008 tras varios años de superávit, aumentará velozmente hasta superar, en el año en curso, el 8 por 100 del Producto Interior Bruto, sin que se sepa muy bien qué puede ocurrir en años posteriores[9]. Por lo tanto, y del lado del ahorro, poco es lo que puede esperarse para corregir el desequilibrio exterior.

¿Y del lado de la inversión? Sin duda la inversión residencial disminuirá en los próximos años, y aminorará el déficit corriente pero, dado que la inversión de hoy es el crecimiento de mañana, hay que desear que la inversión privada no residencial aumente para estimular el ritmo de crecimiento.

Y analicemos, ahora, el déficit corriente desde otro ángulo. Ese déficit viene causado por el desequilibrio de la balanza comercial, desequilibrio que no compensan las otras tres rúbricas de la cuenta corriente –servicios, rentas y transferencias– y que provoca dos consecuencias negativas: recortar la capacidad de crecimiento y generar el déficit corriente. La manera de ayudar a corregir esa brecha pasa, por tanto, por una reducción del desequilibrio comercial, reducción que implica un aumento de la exportación de bienes apoyado en un mayor incremento de su capacidad competitiva.

Lograr que la diferencia ahorro-inversión disminuya, sin que quede afectada la capacidad de crecimiento de la economía, y conseguir aumentar la exportación de bienes debería ser un objetivo primordial de la política económica si se quiere disminuir un desequilibrio exterior de tintes cada vez más amenazadores.

[8] Boletín Económico del Banco de España, marzo 2009: Informe de proyecciones de la economía española.

[9] Ibídem.

INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA *en* INTERNET

www.revistasICE.com