DINERO
LA VANGUARDIA

Fecha: 27/01/2013
Sección: DINERO
Páginas: 10

IDEAS Y DEBATES

Jordi Gual

Economista jefe de La Caixa y profesor del Iese

> **"La deuda externa española es una losa significativa para la economía y dificulta la recuperación de la confianza de los inversores, pero la devolución de la misma es asumible en las condiciones actuales"**

A VUELTAS CON LA DEUDA EXTERNA

El grueso de la deuda externa es de empresas no financieras y del sistema bancario, incluyendo el recurso al BCE RALPH ORLOWSKI / BLOOMBERG

El elevado endeudamiento exterior de la economía española preocupa a los inversores internacionales y a las autoridades europeas. Una parte significativa del problema reside en la confusión que reina tanto en relación con la magnitud y la naturaleza de este desequilibrio, como respecto a su impacto en la capacidad de crecimiento del país. Un examen detallado de las cifras, distinguiendo entre los diferentes indicadores disponibles, muestra que el nivel de deuda externa es elevado, pero asumible si se mantienen las tendencias actuales de corrección de los desequilibrios de nuestra economía.

En cuanto a la magnitud, es preciso distinguir, en primer lugar, entre el total de los pasivos de los residentes españoles y lo que es, estrictamente, deuda financiera. Es decir, las obligaciones de pago que normalmente deben ser satisfechas con regularidad y vencen en algún momento futuro.

El primer concepto, el de los pasivos totales de los residentes españoles frente al exterior –que incluye además de deuda, inversiones en bolsa, inversión extranjera directa e incluso viviendas en manos de no residentes–, ascendía en el tercer trimestre del 2012 a 225% del PIB, es decir, aproximadamente 2,4 billones de euros. Por el contrario, si consideramos sólo la deuda financiera, la cifra desciende al 166% del PIB.

Es clave enfatizar que tanto el agregado de pasivos totales frente al exterior como la deuda financiera externa, son conceptos brutos. Es decir, a ambos cabe contraponer los activos (más o menos líquidos) que los residentes en España tienen en el exterior. En el tercer trimestre del 2012 estos activos representaban un 135% del PIB.

En definitiva, la posición pasiva neta del país asciende al 90% del PIB. Este es el concepto, conocido como la posición inversora internacional neta (PIIN), que las autoridades europeas consideran que debería ser inferior al 35% en una situación de equilibrio. La PIIN española ha oscilado alrededor del 90% durante los últimos cuatro años. Creció en cerca de 40 puntos porcentuales entre el 2005 y el 2009, para estabilizarse con la crisis.

Sin embargo, hay quien argumenta que el concepto de deuda más relevante es en términos brutos, ya que el servicio de la deuda y la atención de sus vencimientos vienen determinados por esta magnitud. Examinemos, pues, esta cuestión para el caso español.

Del total de deuda exterior bruta (166% del PIB), el grueso corresponde al sector privado. Fundamentalmente es de empresas no financieras y del sistema bancario, incluyendo el recurso al Banco Central Europeo (BCE). La deuda externa del sector público representa sólo un 24% del PIB. ¿A cuánto asciende la carga del servicio y la devolución de la deuda externa española? ¿Se trata de magnitudes asumibles?

En los últimos doce meses anteriores a septiembre, el saldo de la balanza de rentas, que es una buena aproximación a los intereses que cobra y paga el país, fue negativo en un 2,2% del PIB. A ello habría que añadir la devolución del capital. Una parte de la deuda externa vence a corto plazo (65% del PIB). Esta cifra incluye el recurso al BCE así como posiciones interbancarias, a las que naturalmente se deben contraponer los activos líquidos que España tiene en el exterior.

Centrándonos en la deuda a largo, asciende a un total del 101% del PIB. Si se amortiza, por ejemplo, en siete años, esto supone unos pagos anuales del 14,4% del PIB, por lo que añadiendo los pagos netos de intereses, los compromisos anuales del país ascienden a un 16,6% del producto generado en un año.

¿Es posible hacer frente a unas obligaciones tan elevadas en relación con la capacidad de generación de riqueza del país?

Es necesario seguir alimentando la confianza sobre la sostenibilidad de la deuda española

Lógicamente, el objetivo de la economía española debe ser generar confianza y mantener el acceso a los mercados internacionales, no sólo para mantener la financiación a corto plazo, sino también para que el desendeudamiento de la economía sea gradual, gracias a la refinanciación de parte de la deuda que vence. Un objetivo razonable sería que, por ejemplo, la reducción anual de deuda financiera a largo plazo fuera de aproximadamente dos puntos porcentuales del PIB, lo que significaría refinanciar en el exterior, en el caso sencillo anterior, un 12,4% del PIB. Unos 125.000 millones de euros.

Por tanto, para reducir gradualmente el endeudamiento externo, la economía española debe afrontar pagos anuales al exterior de aproximadamente un 4,2% del PIB. Dos puntos porcentuales de reducción de deuda y 2,2% en intereses ¿Es esto factible?

Lo que significa es que España debe ser capaz de producir un superávit exterior primario, es decir, antes del pago de intereses, de esta magnitud. Mientras esto no sea así, se puede recurrir (lo que ya está sucediendo) a la venta de activos y a la financiación oficial (vía BCE o vía Mecanismo Europeo de Estabilidad). Naturalmente, otra manera de reducir el endeudamiento es cuando no se devuelve toda la deuda, lo que en parte también está ocurriendo mediante las quitas de deuda privada en manos de no residentes en procesos concursales.

Sin embargo, la noticia positiva es que dada la evolución del sector exterior de la economía española, no parece que falten muchos trimestres para que el superávit exterior primario ya se acerque a la cifra requerida. Los datos más recientes, correspondientes a octubre del 2012, muestran que para los doce últimos meses hasta esa fecha ya se obtuvo un saldo primario positivo del 0,8% del PIB, con una mejora de casi dos puntos porcentuales en sólo un año.

La confianza es clave para la refinanciación de la deuda, que debe apoyar el crecimiento y el desendeudamiento

En conclusión, la deuda externa española es –qué duda cabe– una losa significativa para la economía española y dificulta la recuperación de la confianza de los inversores internacionales. Un examen detallado de los datos muestra, sin embargo, que la devolución de la misma es asumible en las condiciones actuales.

La complacencia, por otro lado, sería muy desaconsejable. Los riesgos de que la deuda alcance niveles insostenibles no son menospreciables: piénsese, por ejemplo, cómo se alterarían las perspectivas si aumentase de manera sostenida el coste financiero de los pasivos, en el supuesto de que los acreedores sólo estuvieran dispuestos a ofrecer refinanciación a tipos sustancialmente más altos. Y, en definitiva, es preciso recordar cómo de sensible es a la evolución de la economía la propia ratio deuda/PIB. Si la economía se contrae en términos de euros corrientes, es muy difícil reducir la ratio, aunque la deuda externa caiga en valor absoluto.

En definitiva, la deuda externa española es, a fecha de hoy, manejable. Sin embargo, se ha de continuar en la senda de tomar medidas que convenzan a los tenedores de la deuda española de que esta se sitúa en niveles sostenibles y por tanto puede ser refinanciada a un coste moderado. Generar con hechos esta confianza es clave para que la refinanciación de la deuda externa sirva para apoyar el crecimiento económico, lo que a su vez favorecerá el éxito del proceso de desendeudamiento.