¿Es sostenible la posición externa de España?

Desde la adopción del euro, España ha acumulado 666 mil millones de euros en déficits externos. De hecho, debemos remontarnos a mediados de los años ochenta para encontrar el último rastro de superávits. Como no podía ser de otra manera, los déficits se han financiado con capital extranjero, causando un aumento considerable de los pasivos frente al resto del mundo, en su mayor parte, en forma de deuda. Dicha posición externa constituye, en estos momentos, una de las vulnerabilidades clave de la economía española pues suscita dudas acerca de la solvencia del país y, a la vez, exige un acceso continuado a los mercados de financiación internacionales.

A cierre de 2011, la posición inversora internacional neta (PIIN) de España alcanzó un saldo pasivo equivalente al 92% del PIB. Dicha posición combina unos activos en el exterior equivalentes al 129% del PIB y unos pasivos del 221% del PIB (véase la tabla siguiente). La cifra puede preocupar por distintos motivos: se trata de una de las posiciones deudoras más altas del mundo, solo superada en la zona del euro por Irlanda y Portugal, por lo que cabe preguntarse si su coste es asumible; una elevada proporción del total de pasivos son en forma de deuda y esta, al obligar a una serie de pagos por amortización e intereses, supone una mayor vulnerabilidad que otros tipos de pasivos, como las acciones y otras formas de participación en el capital de las empresas; y, por último, la posición pasiva neta se ha multiplicado por tres desde la adopción del euro, lo que podría sugerir que está instalada en una dinámica explosiva. Todas estas preocupaciones pueden matizarse.

POSICIÓN INVERSORA INTERNACIONAL DE ESPAÑA Diciembre 2011, en % del PIB Activos Pasivos Posición neta Total excluyendo el Banco de España 120 205 -84 Inversión directa 45 2 46 Inversión de cartera (acciones, bonos, obligaciones, etc.) 24 81 -57Otras inversiones (préstamos, depósitos, etc.) 37 66 -29 Derivados financieros 13 13 0 Banco de España 9 16 -8 Total 129 221 -92

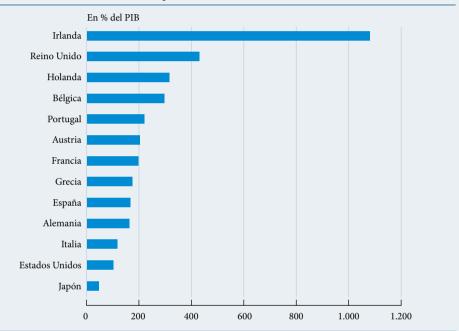
FUENTES: Banco de España y estimaciones propias.

En primer lugar, aunque la PIIN es relativamente alta, el coste de financiarla es relativamente modesto. La cuenta de rentas de la balanza de pagos, que refleja fundamentalmente los pagos netos por intereses y dividendos, arrojó un déficit de solo el 2,4% del PIB en 2011 –una cifra similar al promedio de los cinco años anteriores–. El coste promedio sobre los pasivos se limitó al 2,9% gracias al bajo nivel de los tipos de interés oficiales, que influyen sobre los tipos a corto a los que está referenciada una proporción significativa de la deuda externa, y a la moderación en los pagos por dividendos. Además, el impacto del aumento de la prima de riesgo fue moderado ya que se traslada muy gradualmente al coste promedio (el ritmo lo marca principalmente la renovación de la deuda que vence). Por su parte, los activos externos recibieron un retorno promedio del 3,0%, ligeramente superior al de los pasivos, gracias a los beneficios de las multinacionales españolas.

 En segundo lugar, si bien es cierto que tres cuartas partes de todos los pasivos son en forma de deuda, el nivel de deuda externa de España, equivalente al 165% del PIB, no compara desfavorablemente con el de otros países de nuestro entorno (véase el gráfico siguiente). En particular, la deuda externa de las administraciones públicas (26% del PIB) es de las más bajas de la zona del euro. La deuda externa privada (139% del PIB) es relativamente más alta, pero su peso en el PIB es similar al de países como Francia o Austria e inferior al de Portugal y otros países donde el sistema financiero tiene una actividad internacional considerable (Reino Unido, Irlanda, Bélgica, Holanda).

EL NIVEL DE LA DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA NO COMPARA DESFAVORABLEMENTE

Deuda externa. 2011 o último dato disponible



FUENTES: Bancos centrales nacionales y cálculos propios.

Por último, la posición inversora neta parece haberse estabilizado en los últimos años. Desde 2009, los pasivos netos se han situado en torno al 90% del PIB mientras que la deuda externa ha fluctuado en torno al 165% del PIB. Ello puede atribuirse, fundamentalmente, al fuerte ajuste del déficit comercial, que pasó del 6,5% del PIB en 2007 al 0,5% del PIB en 2011 (lo que permitió ajustar el déficit por cuenta corriente del 10,0% del PIB al 3,5% del PIB, véase recuadro «Objetivo superávit: ¿realidad o quimera?» en la página 17). Sin embargo, los efectos de las revalorizaciones de activos y pasivos también han contribuido significativamente. En particular, las mayores caídas relativas de la bolsa española y el aumento de la prima de riesgo han reducido el valor de mercado de los pasivos frente a no residentes, ayudando a contener el aumento de los pasivos netos.

Dado que no podemos esperar que las revalorizaciones ayuden a sostener el nivel de pasivos año tras año, el déficit externo deberá seguir ajustándose para poder estabilizar de forma duradera, y aun mejor reducir, la posición deu-

★ "laCaixa" INFORME MENSUAL

JULIO-AGOSTO 2012 63

AGOSTO 2012 63

JULIO-AGOSTO 2012 63

AGOSTO 2012 63

JULIO-AGOSTO 2012 63

dora neta de la economía española. El ajuste necesario dependerá, en gran medida, del tipo de interés que España deba pagar por su deuda externa. Por ejemplo, en un escenario en el que la rentabilidad promedio exigida por los pasivos netos aumentara hasta el 4,0% (como consecuencia, por ejemplo, de la persistencia de una prima de riesgo elevada) y el crecimiento nominal del PIB fuera del 3,0% (un supuesto conservador si tenemos en cuenta el crecimiento potencial de la economía española a medio plazo), se necesitaría un superávit comercial del 0,9% del PIB para estabilizar la posición deudora neta en el 90% del PIB. Una exigencia nada descabellada puesto que, para 2012, ya prevemos que el superávit comercial se acerque a esta cifra. Ahora bien, para reducir la posición deudora neta hasta el 70% del PIB en 10 años, deberíamos registrar superávits comerciales de prácticamente un 3% del PIB cada año. Por lo tanto, la corrección encauzada por la balanza comercial en los últimos años debe proseguir teniendo en cuenta, además, que cuanto mayor sea el diferencial entre el tipo de interés de la deuda externa y la tasa de crecimiento de la economía, mayor deberá ser el superávit comercial para estabilizar o reducir la deuda externa.

La dinámica de la posición inversora, de práctica estabilización, y el coste del servicio de la deuda, asumible si la prima de riesgo no se dispara, sugieren que el principal problema de la posición externa está más relacionado con cuestiones de liquidez que de solvencia. Pero liquidez y solvencia son dos conceptos íntimamente ligados: una crisis de liquidez que dispara las primas de riesgo e impone un desapalancamiento acelerado limita la capacidad de refinanciar parte de la deuda que vence y pone, con ello, en cuestión la solvencia del deudor; por otra parte, en un entorno de aversión al riesgo generalizada como el actual, dudas sobre la solvencia de un deudor, aunque sean pocas, pueden provocar una crisis de liquidez.

Romper el círculo vicioso entre problemas de liquidez y dudas sobre la solvencia exige dar un vuelco a las expectativas de los inversores y ello solo se conseguirá con medidas de actuación simultáneas en ambos frentes. Actuar en el frente de la liquidez requiere que alguien ejerza el rol de prestamista de última instancia, con capacidad de inyectar liquidez a entidades financieras y adquirir deuda pública. Ello debe complementarse, sí o sí, con acciones que disipen las dudas sobre la solvencia de los sectores público y privado del país y, en ese sentido, la clave está en: otorgar una mayor credibilidad a los objetivos de reducción del déficit; acelerar el saneamiento y reestructuración del sistema financiero; y continuar mejorando la competitividad de nuestra economía. Aunque es cierto que los avances para reforzar ambos frentes –liquidez y solvencia– han sido sustanciales, no hay duda de que queda mucho camino por recorrer.

(1) La ecuación que describe la dinámica de la posición deudora externa es: $d_t = \frac{(1+i)}{(1+g)} d_{t-1} - p_t$, donde d denota la posición deudora como porcentaje del PIB (en el periodo designado por el subíndice); i se refiere a la rentabilidad promedio a pagar; g es el crecimiento nominal del PIB; g es el saldo de la balanza comercial por bienes g servicios más las transferencias netas corrientes g de capital. En España, g fue equivalente al g –0,6% del PIB en 2011 (coincidiendo básicamente con el saldo comercial por bienes g servicios g que el superávit en transferencias de capital prácticamente compensó el déficit en transferencias corrientes; por ello, en el texto nos referimos a g como el saldo comercial).

Este recuadro ha sido elaborado por Enric Fernández Departamento de Economía Internacional, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

64 JULIO-AGOSTO 2012 INFORME MENSUAL X "Ia Caixa"