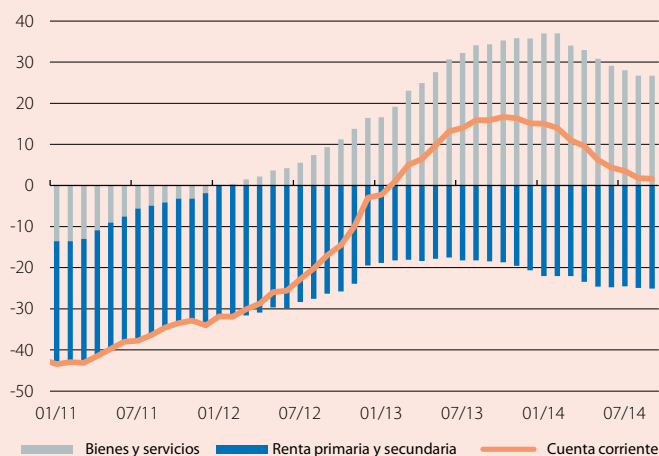


Corrección del déficit exterior: luces y sombras

Uno de los mayores logros de la economía española durante la crisis ha sido la corrección de uno de sus principales desequilibrios macroeconómicos: el déficit exterior. Mientras que en 2008 el déficit por cuenta corriente representaba el 10% del PIB, en 2013 anotó un modesto superávit, del 1,4% del PIB, el primero en 25 años.¹ Sin embargo, durante el año 2014 se ha vuelto a producir un deterioro de la cuenta corriente. Así, el saldo por cuenta corriente acumula un déficit de 4.200 millones entre enero y septiembre, lo que contrasta con el superávit de 9.300 millones en el mismo periodo de 2013. Esta situación ha hecho saltar las alarmas: parece que la economía española no pueda (o no sepa) crecer sin acumular déficits externos. No obstante, un análisis más detallado nos permite matizar esta conclusión, una cuestión de máxima relevancia dada la elevada posición deudora neta de la economía española frente al exterior.

Saldo por cuenta corriente

Acumulado de 12 meses (miles de millones de euros)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Banco de España.

importancia de determinar el peso relativo de los factores cíclico y estructural en la corrección del déficit por cuenta corriente. Un ajuste cíclico, que refleja la debilidad de la demanda interna y una elevada brecha de producción, implica que el saldo corriente volverá a registrar déficit tan pronto como la producción se recupere y el PIB se acerque al PIB potencial. Si, al contrario, el ajuste es mayoritariamente de carácter estructural, fruto de mejoras de productividad y una reorientación de recursos productivos hacia el sector exportador, entonces se podría crecer sin que se deteriorase el saldo externo.

En la práctica, el cálculo del saldo corriente ajustado de ciclo depende de forma crucial de la estimación del PIB potencial y la brecha de producción. Pero hay un inconveniente: el PIB potencial es una construcción teórica y, como tal, no es observable. Las conclusiones, por lo tanto, pueden llegar a ser muy distintas en función de la evolución del PIB potencial que se utilice. Así, por ejemplo, la CE estima que la mayor parte de la corrección del déficit entre 2009 y 2013 sería estructural.³ Concretamente, le atribuye 9,8 de los 11,1 puntos de corrección, es decir, un 88% del ajuste. Según estas estimaciones, el déficit por cuenta corriente ajustado por el ciclo se situó en el $-0,2\%$ del PIB en 2013 (el superávit registrado fue del $1,4\%$). Este resultado es fruto de suponer un importante retroceso del PIB potencial, por lo que la brecha de producción estaría cerca de cerrarse. El FMI, en cambio, considera una caída menor del PIB potencial y, en consecuencia, es menos optimista en cuanto a la corrección estructural. En concreto, estiman que alrededor del 30% del ajuste es atribuible a factores cíclicos.⁴

Dada la dificultad de discernir con fiabilidad qué parte del ajuste ha sido estructural por la elevada incertidumbre que rodea estas estimaciones, la economía española debería focalizarse en afianzar un superávit corriente con un margen suficientemente amplio para asegurarse de que podrá reducir la posición deudora frente al exterior. Los últimos datos disponibles referentes al 2T 2014 muestran que la posición inversora internacional neta (PIIN) ascendía a -999.000 millones de euros, es decir, una posición deudora equivalente al 95% del PIB.⁵ Esta cifra se sitúa muy por encima del umbral del 35% establecido por la CE para evaluar los desequilibrios macroeconómicos de los países de la UE, lo que pone de relieve la importancia de reducirla hasta niveles más sostenibles.

El deterioro del saldo corriente en 2014 se explica fundamentalmente por dos factores. Por un lado, las importaciones de bienes y servicios nominales, que cayeron un 2,7% en 2013, han crecido un 5,1% durante los primeros nueve meses de 2014 respecto al mismo periodo del año anterior. Este incremento se debe a que los componentes de la demanda interna que más han crecido durante la recuperación que se inició en el 3T 2013 han sido el consumo privado de bienes duraderos, como electrodomésticos y automóviles, y la inversión en equipo, ambos con un fuerte contenido importador.² Por otro lado, las exportaciones de bienes y servicios nominales registraron un mal comportamiento, pasando de crecer un 3,5% en 2013 al 2,2% en lo que va de año hasta septiembre respecto al mismo periodo del año anterior.

Aunque es probable que estas tendencias cambien de sentido a medida que la demanda interna se reequilibre hacia bienes y servicios de menor contenido importador y la demanda europea mejore en los próximos trimestres, el deterioro del saldo comercial en 2014 ha puesto de relieve la vulnerabilidad del ajuste producido. Ello ha reabierto el debate sobre la

1. Los datos utilizados en este artículo corresponden a la nueva metodología de la balanza de pagos (MPB6), excepto el dato de 2008, que corresponde a la metodología antigua.

2. El contenido importador hace referencia a la proporción del valor de la producción que corresponde a consumos intermedios importados. Ello implica que al aumentar el consumo privado, o la inversión, las importaciones también incrementan.

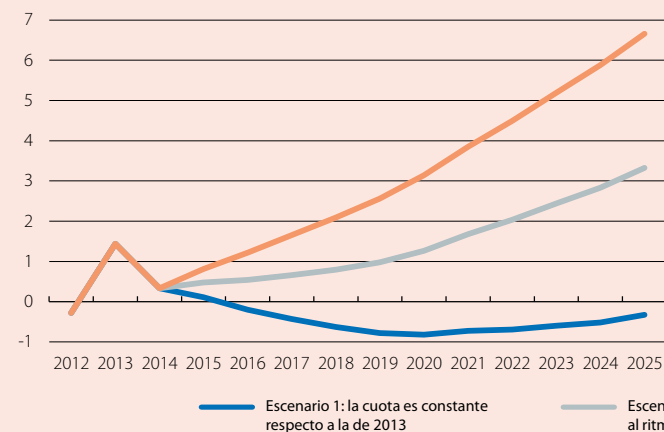
3. «The cyclical component of current-account balances», European Economic Forecast Winter 2014.

4. «Rebalancing in the euro area and cyclical adjustment», IMF WP 14/130, julio de 2014.

5. La PIIN es la diferencia entre las inversiones de un país en el exterior (activos) y las inversiones procedentes del exterior (pasivos). Si el saldo es negativo, equivale a la deuda externa neta.

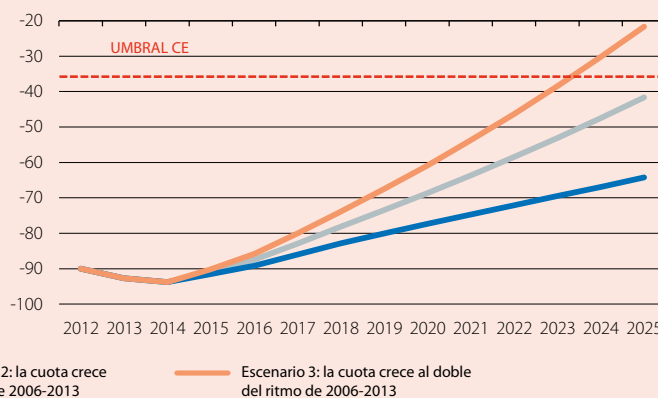
Evolución del saldo por cuenta corriente

(% del PIB)



Evolución de la posición de inversión internacional neta

(% del PIB)



Nota: Cuota se refiere a la cuota de exportación española (exportaciones españolas a un país entre el total de importaciones que lleva a cabo el país en cuestión).
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Banco de España.

Para analizar con más precisión el impacto del saldo por cuenta corriente sobre la evolución de la PIIN, construimos distintos escenarios. En un primer escenario, asumimos que las cuotas de exportación (exportaciones españolas a un país entre el total de importaciones que lleva a cabo el país en cuestión) se mantienen constantes al nivel de 2013 y, por lo tanto, las exportaciones solo aumentan en la medida en que la demanda externa crezca (asumimos que las importaciones de cada país crecen a una tasa igual al crecimiento de su PIB). En un segundo escenario, partimos de la hipótesis de que las cuotas de exportación se incrementan anualmente al mismo ritmo que el incremento anualizado del periodo 2006-2013. Finalmente, en el escenario más optimista, se parte de que las cuotas de exportación se aceleran y cada año crecen el doble que en el escenario 2.

En todos los escenarios se utilizan las proyecciones de crecimiento de la demanda interna de "la Caixa" Research. Concretamente, las importaciones se estiman a partir del contenido importador de los componentes de la demanda interna y de las exportaciones. Para cada uno de los escenarios se proyecta la evolución de las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios bajo los distintos supuestos antes comentados y se calcula el saldo comercial.⁶

En el primer escenario, el más conservador, el incremento anual promedio de las exportaciones nominales entre 2015 y 2025 sería del 2,6%, el mismo que el de las importaciones. Ello implica que el saldo corriente se mantendría ligeramente negativo hasta 2025. En este caso, la PIIN solamente se reduciría gracias al efecto denominador, es decir, gracias al crecimiento del PIB nominal. Por ello, el ajuste de la posición deudora internacional sería muy gradual y no alcanzaría un nivel inferior al 35% hasta 2035, ¡dentro de 20 años!

Este escenario pone de relieve que no es suficiente mantener la posición competitiva que se ha conseguido hasta ahora. Hay que seguir ganando competitividad. Esto es lo que se pretende capturar en el segundo escenario, donde suponemos que las cuotas exportadoras crecen al mismo ritmo que en el periodo 2006-2013. En este escenario, las exportaciones nominales aumentarían un 4,3% anual en promedio y las importaciones, un 3,2%. En consecuencia, el superávit por cuenta corriente incrementaría gradualmente hasta alcanzar el 3,3% del PIB en 2025 y ello se traduciría en una corrección de la PIIN sustancial que rebasaría el umbral del 35% en 2027.

Para ilustrar lo que sucedería en un escenario más optimista, en el que se implementarían reformas estructurales de calado que acelerasen las ganancias de competitividad, suponemos que el ritmo de crecimiento de las cuotas exportadoras se duplica respecto al escenario anterior. En este caso, las exportaciones nominales crecerían un 5,6% anual promedio y las importaciones, un 3,7%. El saldo por cuenta corriente aumentaría de forma sustancial y alcanzaría el 6,7% del PIB en 2025. La PIIN se situaría por debajo del 35% en 2024.

En definitiva, la corrección del saldo corriente de los últimos años ha sido el primer paso para estabilizar la posición exterior de la economía española. Ahora hay que seguir mejorándola para garantizar la sostenibilidad de la deuda externa a largo plazo. Para lograrlo, es imprescindible continuar ahondando en todas aquellas medidas que permitan seguir ganando competitividad. Solo así el crecimiento de la economía española será sostenible y equilibrado.

Judit Montoriol-Garriga

Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

6. Para obtener el saldo por cuenta corriente se utilizan las previsiones del saldo de rentas primarias y secundarias de "la Caixa" Research (las mismas en los tres escenarios) y se suman al saldo comercial. La capacidad/necesidad de financiación de la economía se obtiene de sumar la cuenta corriente y la cuenta de capital; por simplicidad, esta última se considera igual al 0,6% del PIB en cada periodo (en línea con el promedio histórico). Finalmente, la PIIN de un periodo es igual a la PIIN del periodo anterior más la capacidad/necesidad de financiación, asumiendo que no hay efecto valoración de la PIIN. Los efectos de valoración corresponden a cambios en el valor del *stock* de activos externos mantenidos por residentes y en el valor del *stock* de pasivos externos mantenidos por no residentes.