

Recuadro “La corrección del desequilibrio exterior en España: una visión desde las cuentas no financieras de los agentes”

El proceso de expansión previo a la crisis se caracterizó en España, como en otros países del área del euro, por la acumulación de importantes desequilibrios exteriores. Esta situación era reflejo de un choque crediticio prolongado con origen en la incorporación en el área del euro, que permitía sostener un fuerte dinamismo de la demanda interna y un avance mayor de las importaciones respecto a las exportaciones. La ralentización de la economía española en 2007, la recesión iniciada en verano de 2008 y el agravamiento posterior han supuesto una sensible corrección del consumo e inversión de familias y empresas, a la que ha comenzado a unirse la contención del consumo público por la necesidad de ajuste fiscal. En este contexto, con la restricción sobre el gasto que supone un elevado endeudamiento de los agentes y con el mayor dinamismo de los mercados exteriores, el déficit por cuenta corriente se encuentra en una tendencia de reducción. Este recuadro analiza las partidas y los sectores que han contribuido al ajuste registrado hasta ahora, y recoge al final las perspectivas a corto y a medio plazo.¹

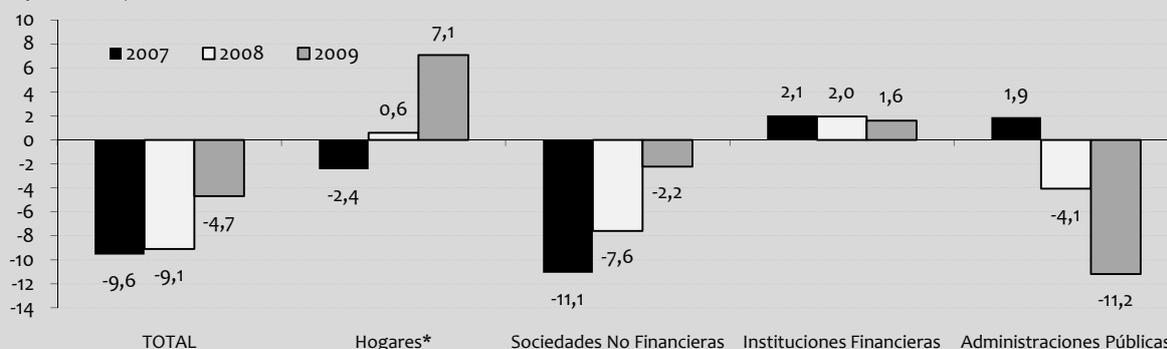
1. Ajustes de ahorro e inversión privada y acción de los estímulos fiscales y monetarios

La economía española redujo en 2009 sus necesidades de financiación del 9,1 al 4,7% del PIB, gracias a la reducción de 11,9 puntos en el sector privado no financiero y a la compensación por el aumento del déficit público de 7,1 puntos

La economía española registró en 2009 unas necesidades de financiación de 49.297 millones de euros, la mitad que el año anterior, por debajo del máximo de 100.632 millones de 2007 y en valores intermedios de 2004-2005. De la variación positiva total por 49.653 millones de euros entre 2008 y 2009, 68.071 millones correspondieron a los hogares y 59.263 millones a las sociedades no financieras, aumentos que compensaron el descenso de 4.310 millones en las instituciones financieras y de 73.371 millones en las administraciones públicas.

Gráfico 1. Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la economía española. 2007-2009

En porcentaje del PIB



*Incluye Instituciones sin Finalidad de Lucro al Servicio de los Hogares (ISFLSH).

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE.

En términos del PIB, la ratio ha pasado de un 9,6% en 2007 y un 9,1% en 2008 a un 4,7% en 2009, el valor más bajo desde 2003. Los hogares incrementaron su capacidad de financiación un 0,6% del PIB en 2008 al 7,1% en 2009 y las sociedades no financieras redujeron sus necesidades del 7,6 al 2,2% el mismo periodo. En conjunto, por lo tanto, el sector privado no financiero explicaría una reducción de 11,9 puntos

¹ Las cifras que aparecen al recuadro se corresponden con las publicadas el 1 de julio de 2010. No incorporan la revisión de Contabilidad Nacional realizada por el INE y publicada el 25 de agosto de este año. No contando con los datos homogéneos para todas las partidas, se han mantenido los valores originales. Es preciso decir que la revisión realizada ha amplificado los efectos de la recesión, cosa que, como señala el mismo INE a su nota de prensa, se corresponde con una mayor necesidad de financiación de la economía española en 2009 (un 5,1%, ante el 4,7% del PIB que se comenta en el recuadro).

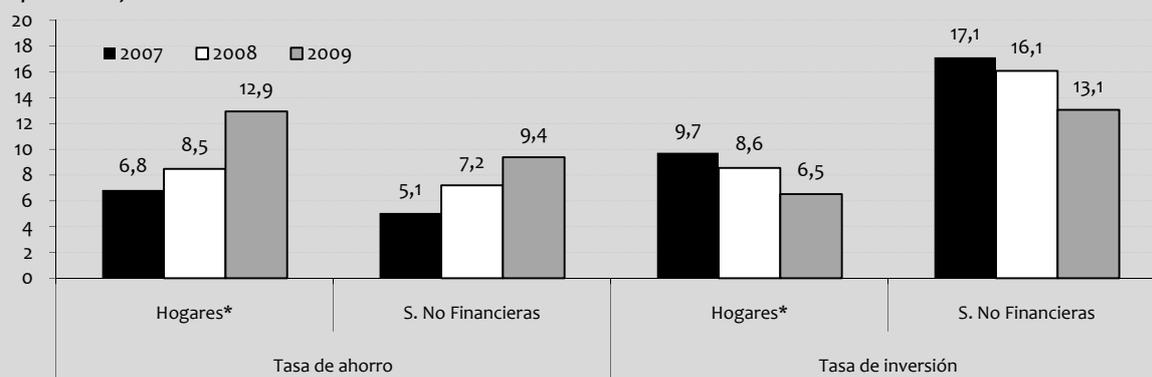
en las necesidades de financiación de la economía española durante el año pasado. Esta variación quedó contrarrestada parcialmente por el aumento del déficit público, que pasó del 4,1% al 11,2%, y, en menor medida, por una menor capacidad de financiación de las instituciones financieras, 0,4 puntos menos el 2009, hasta un 1,6% del PIB.

El ajuste en la posición financiera del sector privado se explica fundamentalmente por la mayor tasa de ahorro en los hogares (del 8,5% al 12,9% del PIB) y por la menor tasa de inversión en las empresas no financieras (del 16,1% al 13,1% del PIB)

De manera más desagregada, la mejora en el saldo de los hogares puede descomponerse básicamente entre un incremento de 43.579 millones de euros en el ahorro bruto y una reducción de 24.582 millones en la formación bruta de capital. Las ratios respectivas sobre PIB pasaron en 2009 del 8,5% al 12,9% y del 8,6% al 6,5%. En el aumento del ahorro bruto puede diferenciarse, a su vez, la caída del gasto en consumo final por 34.066 millones, y el moderado incremento de la renta bruta disponible por 7.862 millones. Y en este último componente se observan evoluciones contrarias en la caída de 28.882 millones en las rentas vinculadas al trabajo (remuneración de asalariados y excedente bruto de explotación) y en el aumento en la capacidad de financiación por mayores rentas netas de la propiedad, 8.869 millones (con 14.829 millones menos de intereses pagados), menor pago de impuestos corrientes, 9.646 millones, y mayores prestaciones sociales, 17.696 millones.

Gráfico 2. Tasa de ahorro y de inversión del sector privado no financiero. 2007-2009

En porcentaje del PIB



*Incluye Instituciones sin Hasta de Lucro al Servicio de los Hogares (ISFLSH).

Fuente: Elaboración propia a partir del INE.

La lectura no es demasiado diferente en el caso de las sociedades no financieras, con un aumento de 20.230 millones de euros en su ahorro bruto en 2009 (de un 7,2% a un 9,4% del PIB) y una reducción de 37.747 millones en la formación bruta de capital (del 16,1% al 13,1% del PIB). El incremento en el ahorro bruto es el resultado de una disminución del valor añadido bruto en 22.479 millones de euros, más que compensado por la caída de pagos por remuneración de asalariados, 19.262 millones, mayores rentas netas de la propiedad, 17.685 millones (18.546 millones por menores intereses pagados) y menor pago de impuestos corrientes, 6.451 millones.

El mayor ahorro del sector privado no financiero se produce en un contexto de fuerte caída de sus ingresos, y apoya en el menor pago de intereses y de impuestos corrientes y, en el caso de los hogares, también en las mayores prestaciones sociales

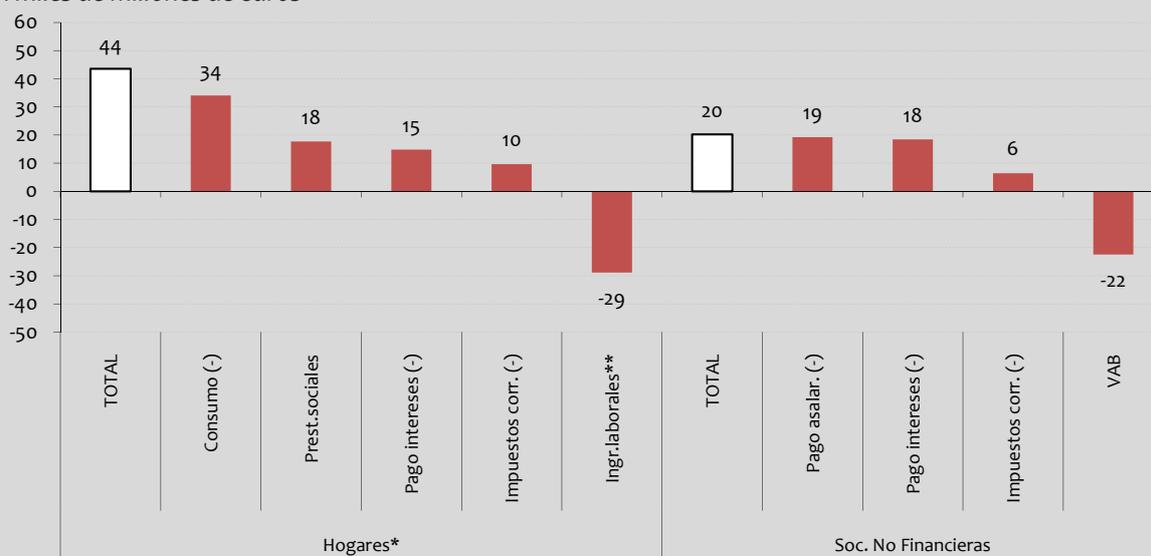
En definitiva, el mayor ahorro del sector privado no financiero en 2009 explica una mejora en la capacidad de financiación de la economía española por un valor de 63.809 millones de euros. La caída de ingresos laborales de los hogares y del VAB de las empresas se habría trasladado, respectivamente, a un menor consumo y a una reducción del pago de salarios (por la destrucción de ocupación). Del resto de factores, una gran parte del mayor ahorro vendría del menor pago de intereses, en torno a una cuarta parte del menor pago de impuestos corrientes, y el resto de los mayores ingresos de las familias por prestaciones sociales. O sea, de la política monetaria expansiva del BCE en el primer caso y de la acción de los estabilizadores automáticos y de los estímulos fiscales en el segundo y tercer caso. Por el lado del

gasto, la menor formación bruta de capital ascendió a 62.329 millones, un 5,9% del PIB, y la contracción del consumo de las familias a 34.066 millones, un 3,2% del PIB.

Este ajuste tan severo en el gasto del sector privado no financiero fue compensado en buena parte por la acción del sector público, tanto pasiva (estabilizadores automáticos) como activa (medidas de estímulo). De la ampliación comentada de 73.371 millones de euros en el déficit del conjunto de administraciones, la práctica totalidad, 66.033 millones, se debió a un descenso del ahorro bruto (de un superávit del 1,1% a un déficit del 5,2% del PIB), y 4.361 millones a un aumento de la formación bruta de capital (del 3,% al 4,4% del PIB). De la considerable caída del ahorro, la menor recaudación de impuestos corrientes (IRPF, Sociedades) subió a 16.459 millones, la de los tributos sobre la producción y las importaciones (IVA, Especiales) a 15.859 millones y las transferencias de capital recibidas (fondos de la UE) a 3.090 millones, a la vez que se incrementaron las prestaciones sociales (por desempleo entre otros) de 17.708 millones, el gasto en consumo final de 11.234 millones y la remuneración de asalariados de 6.644 millones.

De esta forma, se observa como la acción fiscal, al lado del estímulo monetario del BCE (traducido en la comentada caída de capacidad de financiación de las instituciones financieras), ha mejorado la posición financiera de hogares y empresas a costa de deteriorar la del sector público, hecho que explica por qué la corrección del desequilibrio exterior no ha sido mayor pese a la fuerte contracción del gasto privado.

Gráfico 3. Principales aportaciones a la variación del ahorro del sector privado no financiero en 2009
En miles de millones de euros



*Incluye Instituciones sin fin de Lucro al Servicio de los Hogares (ISFLSH).
**Ingresos por remuneración de asalariados y excedente bruto de explotación.
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE.

2. Perspectivas y límites a la corrección del desequilibrio exterior

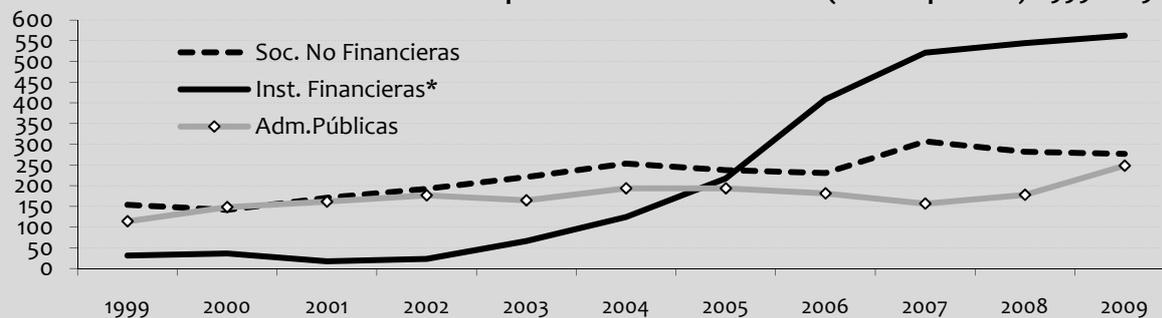
El informe de primavera de la Comisión Europea anticipaba unas necesidades de financiación para España de un 4% del PIB en 2010 y 2011, mientras que el FMI, en sus proyecciones de abril, situaba el déficit por cuenta corriente estable en el 5% del PIB hasta 2015. Estas previsiones son indicativas que el grueso del ajuste respecto a los años de expansión previos a la crisis tuvo lugar en 2009 y que el desequilibrio exterior presenta una rigidez en su corrección, como lo mostraron los datos referidos al primer trimestre de 2010.²

² Las necesidades de financiación de la economía española se situaron en el 4,3% del PIB en el acumulado del último año. Esta cifra es cuatro décimas inferior a la del conjunto de 2009, pero supone un descenso significativamente menos intenso que el registrado el año pasado, cuando la reducción se producía a un ritmo medio trimestral de 1,1 puntos porcentuales. La menor caída responde a la

Esta rigidez estaría relacionada fundamentalmente con dos elementos, el elevado endeudamiento externo y la desfavorable posición competitiva.

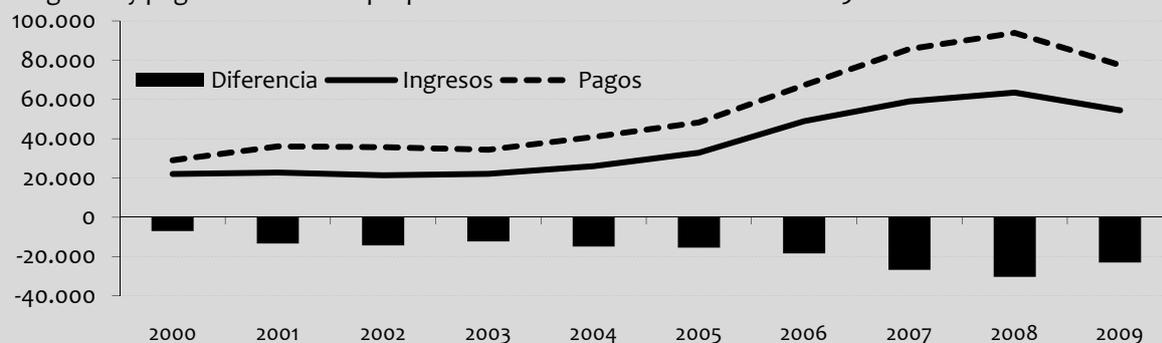
Gráfico 4. Deuda exterior de la economía española

A. Deuda neta en miles de millones de euros por sectores institucionales (final de periodo). 1999-2009



*El Banco de España excluido.

B. Ingresos y pagos de rentas de propiedad en millones de euros. 2000-2009



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España y del INE.

El endeudamiento neto de la economía española subía en 2009 a 968 mil millones de euros, un 92% del PIB y 5,6 veces más que al inicio del área del euro, con unos pagos netos por rentas de propiedad equivalentes al 2,2% del PIB...

El primer factor es el elevado endeudamiento externo de la economía. Según las Cuentas Financieras publicadas por el Banco de España, el cuarto trimestre de 2009 el pasivo bruto frente al resto del mundo era de 2,37 billones de euros. En términos netos de los activos financieros al exterior, la cifra ascendía a 968 mil millones de euros activo, equivalente a un 92% del PIB del pasado año y a un volumen 5,6 veces superior al que se registraba antes de la entrada al euro en 1999. Por sectores de contrapartida, de los 968 mil millones de deuda neta, 471 mil correspondían a 'otras instituciones financieras monetarias', o sea a las entidades bancarias, mientras que 277 mil estaban contraídos por sociedades no financieras y 248 mil por las administraciones públicas. Reflejo de esta situación es el desequilibrio entre recursos y puestos de trabajo en concepto de renta de la propiedad, ya que en 2009 los agentes económicos españoles abonaron al exterior 77.474 millones de euros (un 7,4% del PIB) y percibieron 54.464 millones (un 5,2% del PIB), lo que determina un saldo negativo equivalente al 2,2% del PIB. Y eso pese a que la reducción de los dos flujos el año pasado fue más intensa en el primer caso, unos 17 mil millones, que en el segundo, unos 9 mil millones.

práctica finalización de los ajustes en la capacidad de financiación de los hogares, que incluso han mostrado una ligera reducción de su tasa de ahorro, en un contexto de debilidad del mercado laboral y de finalización de buena parte de los estímulos vigentes en 2009.

... cifra que aumentará previsiblemente en próximos años por el mayor endeudamiento público y un encarecimiento de la financiación

En los próximos años es preciso esperar que la deuda externa neta continúe incrementándose por la acumulación de déficits del sector público, mientras que, en caso de darse, el incremento en el sector privado sería moderado. De hecho, la deuda neta contraída con el exterior por las sociedades no financieras y por las instituciones financieras, el Banco de España excluido, se ha mantenido estancada prácticamente desde finales de 2007, mientras que la posición deudora de las administraciones públicas ha aumentado más de 90 mil millones en idéntico periodo, unos 70 mil sólo en 2009. La implicación de esta evolución es que los pagos de rentas de propiedad se mantendrán elevados y con tendencia alcista, en mayor grado según se produzca un encarecimiento de la financiación, como lo que se está registrando desde finales de abril en el mercado de deuda soberana. Si bien la rentabilidad del bono español a 10 años se mantiene baja (en el 4,1% el 30 de septiembre, ante el mínimo histórico del 3,0% registrado el mismo mes de 2005), la prima de riesgo respecto a Alemania se sitúa próxima a los 200 puntos básicos. La Comisión Europea estimaba en el último informe de previsiones de primavera que la carga de intereses en el sector público español aumentará del 1,8% del PIB en 2009 al 2,6% en 2011, escenario que sería optimista en caso de mantenerse las actuales condiciones de financiación.

La corrección adicional del desequilibrio por intercambio de bienes y servicios pasa por un incremento más contenido del gasto a corto plazo y por la adopción de medidas que fomenten la competitividad y la exportación a medio y a largo plazo

El segundo factor que condiciona un límite a la baja en la corrección del desequilibrio externo es la situación competitiva y dependencia exterior de la economía española. Pese a la fuerte contracción del gasto de familias y empresas en 2009, las importaciones de bienes y servicios continuaron superando de manera significativa las exportaciones, 270.437 millones de euros, ante 248.884 millones; por lo tanto, un déficit comercial y en la sub-balanza de servicios de 21.553 millones de euros, equivalente al 2,1% del PIB del pasado año. Dos son, lógicamente, las posibles vías de corrección adicional en próximos años: mayores exportaciones o menores importaciones. Ambas presentan complicaciones. En el primer caso, el escenario no es especialmente favorable para los principales socios comerciales, con un crecimiento del área del euro alrededor del 1,7% en 2010, mientras que ganar cuota en otros mercados más dinámicos, como los emergentes, no resulta sencillo a corto plazo, aunque sí que parece la vía adecuada a medio y a largo plazo. En el segundo caso, una reducción adicional de las importaciones comportaría un menor dinamismo de la demanda interna (menor gasto de familias y empresas) y de la economía en conjunto, salvo que se reduzcan la dependencia energética exterior y el contenido de importaciones en las exportaciones, aspectos que tampoco son flexibles a corto plazo. Por lo tanto, si no se quiere 'sacrificar' mayor crecimiento, hacen falta medidas de impacto atrasado, que mejoren la eficiencia, la productividad y la competitividad de los productos españoles (tanto bienes como servicios).

El elevado volumen de remesas al exterior y la pérdida de fondos de la Unión Europea limitan en mayor grado la reducción del desequilibrio exterior

Es preciso finalizar esta exposición sobre las previsiones haciendo mención de los capítulos de transferencias con el exterior, que limitan también una reducción adicional en las necesidades de financiación de la economía española. En el caso de las de naturaleza corriente, el componente más relevante es el de remesas enviadas por la población inmigrante. De acuerdo con las cuentas no financieras, los pagos al exterior en el epígrafe "otras transferencias corrientes n.c.a.", donde irían incluidos estos flujos, subieron en 2009 a 21.573 millones de euros, equivalentes a un 2,1%. El freno a la entrada de población extranjera a raíz de la crisis ha estabilizado este volumen desde 2007, pero tampoco se ha reducido en estos dos últimos años. En el caso de las transferencias de capital, asociadas fundamentalmente a recursos procedentes de la UE, los ingresos han caído de manera sistemática desde 2003, pasando de 10.048 millones de euros a 5.723 millones en 2009, que representan un 0,5% del PIB. De cara a los próximos años, es preciso tener en cuenta que España perderá buena parte de los fondos en la nueva programación presupuestaria de la UE a partir de 2014, por lo que, para mantener el mismo nivel de desequilibrio externo, tendrá que compensarlo con otros ingresos o menores pagos.