

REFLEXIONES SOBRE EL DÉFICIT EXTERIOR

INTRODUCCIÓN

El intenso crecimiento del déficit de nuestra balanza de pagos por cuenta corriente durante estos últimos años ha ido acompañado de algunos análisis y recomendaciones de política económica tan populares como carentes de fundamentación teórica. Una parte de estos errores de juicio proceden de no apreciar cabalmente las diferencias y similitudes existentes entre un déficit exterior dentro y fuera de una unión monetaria. Otra, de confundir los fenómenos del largo plazo, en cuya configuración el lado de la oferta de la economía desempeña el papel fundamental, con los del corto plazo, en los que la capacidad de moldear la oferta es limitada y la demanda agregada constituye la fuerza determinante.

El propósito de estas notas es examinar estos malentendidos y destilar lo que a mi juicio constituye el análisis correcto del déficit exterior de nuestra economía. En la primera sección se explican las causas de la diferente magnitud que puede alcanzar el déficit exterior fuera y dentro de una unión monetaria, así como las similares consecuencias que se derivan de incurrir en déficit exteriores excesivos tanto fuera como dentro de una unión monetaria. En la segunda

José Luis Feito es Técnico Comercial y Economista del Estado. Ha sido Director ejecutivo del FMI y Embajador de España ante la OCDE.

sección se discuten algunos enfoques erróneos de las causas y remedios del déficit exterior. Finalmente, en la última sección se resumen las cuestiones tratadas en el documento y se extraen las principales conclusiones.

LÍMITES Y CONSECUENCIAS DEL DÉFICIT EXTERIOR

¿Hasta dónde puede llegar el déficit exterior en una unión monetaria?

Un déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente (déficit exterior en lo que sigue) implica un aumento del endeudamiento neto de los residentes del país con el resto del mundo. Dejando de lado complicaciones innecesarias, se puede decir que el límite a la acumulación de saldos deficitarios de la balanza de pagos por cuenta corriente puede venir por una de las dos vías siguientes: un endurecimiento más o menos drástico de la oferta de financiación exterior al país en cuestión o una reducción voluntaria de la demanda de financiación por parte de los residentes de dicho país. La primera de estas dos vías opera habitualmente cuando el país tiene una política monetaria independiente y se endeuda con el exterior en una moneda que no es la suya. También opera esta vía, aunque de manera más alambicada, cuando el país se endeuda en su propia moneda con países que tienen otras monedas diferentes. En este tipo de países, los estadios iniciales de la acumulación de deuda exterior neta van normalmente acompañados de un vivo crecimiento económico y de una apreciación significativa del tipo de cambio nominal y real que realimenta la importación de ahorro exterior.

A partir de cierto punto, sin embargo, la persistencia del aumento de la deuda exterior despliega una concatenación de presiones devaluatorias y subidas de los tipos de interés que cuestionan la continuidad del crecimiento económico y hacen rápidamente inelástica la oferta de financiación exterior. La evidencia empírica, especialmente frágil y movediza en este terreno, sugiere que en estos casos el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente suele empezar a reducirse cuando se alcanzan los alrededores del 6% del PIB o cuando el ratio deuda exterior/PIB se ha alejado excesiva-

mente del peso relativo del sector de bienes comerciados en el PIB. Naturalmente, la mayor o menor oferta global de ahorro en cada momento, que normalmente se traducirá en menores o mayores tipos de interés en los mercados financieros internacionales, es un regulador fundamental de estos límites¹.

Para una oferta de ahorro global determinada, estos límites se pueden sobrepasar ampliamente si la deuda exterior se contrae frente a países con los que se comparte una unión monetaria y no hay, por tanto, riesgo cambiario para el acreedor ni para el deudor. En estas circunstancias, los tipos de interés, y por ende el coste del servicio de la deuda exterior del país, los determina la política monetaria común y son normalmente insensibles al aumento del déficit exterior de uno de los países del área, siempre y cuando su tamaño no sea decisivo para el comportamiento económico del conjunto del área monetaria. Así pues, un país que contrae el grueso de su deuda exterior con otros países con los que convive en una unión monetaria contará con una oferta de ahorro exterior de elasticidad casi infinita a los tipos de interés vigentes en el área en cada momento. Esto es, los mercados financieros del área pueden absorber el crecimiento de la demanda de financiación exterior neta del país sin aumentos apreciables de tipos de interés. Por lo tanto, el límite a la acumulación de déficit de balanza de pagos en estos casos vendrá determinado por el lado de la demanda, por ejemplo por un deterioro de las expectativas de crecimiento económico del país que reduzca la demanda de financiación de sus agentes económicos.

El diferente comportamiento del tipo de cambio real según se funcione dentro o fuera de una unión monetaria es otro factor que también contribuye a elevar el nivel del déficit exterior sostenible o financiable en la primera categoría de países. En la etapa expansiva, el tipo de cambio real se apreciará normalmente con más intensidad si se opera fuera de una unión monetaria porque en este caso el tipo de cambio nominal se puede apreciar mucho más y porque los diferenciales de inflación son habitualmente mayores que si se opera dentro de una unión monetaria. Esta más intensa apreciación del tipo de

¹ Véase por ejemplo: «Current Account Adjustment and Capital flows», *BIS working papers* N° 169 (Febrero 2005) y «The end of large current account deficits, 1970-2002...», Sebastian Edwards, *NBER* (Septiembre, 2005).

cambio real erosiona el crecimiento y consiguientemente acorta la duración de la etapa expansiva. Por esta vía se limita el tamaño máximo del déficit exterior en relación con la situación en una unión monetaria. Por ejemplo, en la anterior etapa expansiva de nuestra economía, el periodo 1985-92, el tipo de cambio real (medido por los IPC relativos) se apreció un 22%, siendo un 8% resultante de la apreciación del tipo de cambio nominal y el 14% restante del diferencial acumulado de inflación. En aquella etapa, el déficit exterior alcanzó un techo del 3,5% del PIB. En el periodo 1997-2005, la apreciación del tipo de cambio real ha sido del 10% y el déficit exterior se ha situado alrededor del 7,5% del PIB ².

De los razonamientos anteriores se infiere que no es correcto comparar el déficit exterior actual de la economía española con déficit registrados en ciclos anteriores a la adopción del euro, ni con los de países funcionando con moneda propia y política monetaria independiente.

¿Importa el tamaño del déficit exterior dentro de una unión monetaria?

Siendo evidente que la acumulación de saldos exteriores deficitarios que puede registrar un país integrado en un área monetaria es muy superior a la que alcanzaría si funcionara fuera del área, no lo es menos que las consecuencias de sobrepasar niveles excesivos de déficit y deuda exterior son similares en uno y otro caso. Que el déficit exterior sostenible sea mayor dentro que fuera de una unión monetaria no significa que no exista un umbral más allá del cual deje de serlo. A veces, sin embargo, se ha esgrimido una supuesta analogía entre el déficit exterior de un país dentro de un área monetaria y el déficit exterior de una región dentro de un país para sugerir la irrelevancia de dicho desequilibrio para la política económica. Entre otras cosas, hay que hacer notar que el déficit exterior financiable sin problemas en una región es superior al de un país dentro de una unión monetaria porque en el primer caso se dispone de transferencias más abultadas y permanentes que las existentes en el segundo, y porque los diferenciales de

² Datos extraídos de *European Economy*, N.º. 6 (Statistical Annex).

inflación son habitualmente menores entre regiones de un país que entre países de una unión monetaria. Por otra parte, la mayor movilidad de la mano de obra dentro de un país facilita considerablemente el proceso de ajuste de las regiones.

Los déficit exteriores regionales y nacionales tienen en común que entrañan un aumento de la deuda neta de los residentes del territorio frente a los de otras regiones o naciones. Los agentes económicos residentes en el territorio en cuestión están hoy consumiendo e invirtiendo por encima de lo que permite su renta porque pueden complementar dicha renta con las deudas contraídas con otras regiones o países. Los préstamos y los intereses correspondientes, sin embargo, tendrán que ser pagados a lo largo de un periodo más o menos dilataado, absorbiendo en su momento parte de la renta destinada al consumo o la inversión. Esto es, los déficit financiados mediante la importación de ahorro exterior hoy tendrán que ser pagados con superávit exterior o exportación de ahorro mañana. Un endeudamiento excesivo indica por definición problemas de sobreinversión (o de inversión ineficiente) o ahorro insuficiente para hacer frente al servicio de la deuda en el futuro, tanto en una región como en un país dentro de una unión monetaria. Ahora bien, en el primer caso el comportamiento económico de otras regiones puede compensar y suavizar el ajuste de manera que el país en su conjunto no tiene por qué verse afectado. En el caso de un país que sufre las secuelas de un proceso de endeudamiento excesivo no es mucho consuelo que otros países de la unión monetaria vayan bien y que el comportamiento económico del conjunto de la unión sea satisfactorio.

No se debe confundir el hecho de que la entrada en una unión monetaria permita a un país financiar sin problemas un mayor nivel de déficit exterior que antes con que la acumulación de dichos déficit no pueda ocasionar serios perjuicios para los residentes del país si se sobrepasan ciertos límites. No se debe confundir, por ejemplo, que hoy no existan problemas para conseguir un crédito para financiar la adquisición de una vivienda u otro activo con que no los habrá mañana para devolver dicho crédito. Como se señalaba anteriormente, el déficit exterior es el reflejo del aumento del endeudamiento neto de los residentes con el resto del mundo, y un endeudamiento excesivo im-

plica que algún subconjunto de los agentes económicos del país no contará en el futuro con la renta suficiente para hacer frente al servicio de su deuda y simultáneamente mantener sus niveles de consumo. El problema estriba en saber cuándo la economía se ha adentrado en la zona de endeudamiento exterior excesivo, un problema arduo de dirimir *ex ante* tanto para países operando dentro como fuera de una unión monetaria.

En el caso de un país fuera de una unión monetaria, la acumulación de déficit exteriores es preocupante si acarrea una pérdida de competitividad pronunciada o si abre una brecha notable entre la proporción que supone la deuda exterior del país en el conjunto de sus pasivos financieros y la capacidad de generar divisas de sus activos productivos. Lo primero exigirá tarde o temprano una devaluación del tipo de cambio real, lo que puede ocasionar pérdidas de producción y empleo si los salarios y otras rentas nominales son rígidos a la baja. Lo segundo implica que la deuda exterior del país es elevada en proporción a su producción de bienes exportables e importables; significa, en otras palabras, que el país se ha endeudado en divisas para financiar gastos de consumo o para invertir en sectores que producen bienes y servicios no comerciables. En estos casos, antes o después el país se enfrentará a una insuficiencia de divisas para atender sus pagos exteriores, ocasionándose así presiones devaluatorias, subidas de tipos de interés y consecuentemente una caída de su crecimiento económico de intensidad proporcional al aumento del coste del servicio de su deuda exterior.

Un país integrado en una unión monetaria que haya acumulado una pérdida excesiva de competitividad también tendrá que sufrir antes o después una devaluación de su tipo de cambio real reduciendo su inflación por debajo de la inflación media del área monetaria, un ajuste que será más o menos doloroso en función de la flexibilidad de su mercado de trabajo. Si bien en este caso el país no padecería la citada incongruencia entre la estructura de sus activos productivos y la de sus pasivos financieros, puede estar expuesto a otros desequilibrios de balance que tendrían efectos semejantes a los señalados. Por ejemplo, si el país ha contraído una deuda voluminosa indicida a los tipos de interés a corto para financiar activos cuya rentabilidad varía en proporción inversa a dichos tipos, la elevación de los tipos de interés

podría aumentar la carga financiera de unos u otros agentes económicos por encima del crecimiento de su renta e inducir un proceso de ajuste similar al provocado por la brecha antes mencionada. En un país con estos desequilibrios, la subida de los tipos de interés sería el resorte que eliminaría el diferencial de inflación y en su momento corregiría la pérdida de competitividad. A corto plazo, sin embargo, si existe un desequilibrio de balance como el señalado, dicha subida podría tener un impacto contractivo notable sobre el crecimiento de la producción y el empleo.

De lo anterior se desprende que el déficit exterior de España en términos de PIB puede mantenerse e incluso superar sus niveles actuales. Lo verdaderamente relevante, sin embargo, no es tanto si dicho déficit supone un mayor o menor porcentaje de la renta nacional sino la evolución de la competitividad y el monto y estructura del endeudamiento de los agentes económicos. Lo más preocupante de la competitividad en España no es si la pérdida acumulada en estos últimos ocho años es o no excesiva sino la aparentemente imparable continuidad del proceso. Obviamente, cuanto mayor sea la pérdida de competitividad acumulada mayor será el drenaje del gasto interior hacia los productos de otros países, menor será el crecimiento de las exportaciones en proporción al crecimiento económico de nuestros socios comerciales y más intenso o dilatado habrá de ser en su día el proceso de desinflación respecto al promedio del área monetaria. Por otra parte, si un subconjunto de los agentes económicos del país se ha endeudado fuertemente a tipos de interés variables e históricamente bajos (y por tanto propensos a subir) para financiar activos cuyo precio oscila en proporción inversa a las subidas de los tipos de interés, antes o después el país sufrirá un ajuste a la baja de su crecimiento económico. Ajuste éste cuya intensidad dependerá de la deuda acumulada cuando los tipos de interés alcancen su nivel de equilibrio y de la diferencia entre dicho nivel de los tipos de interés y el ritmo de variación del precio de los activos que mayoritariamente se han financiado con dicha deuda. En otras palabras, el país es extremadamente vulnerable a una subida de los tipos de interés reales de los préstamos hipotecarios, subida ésta que puede venir por cierto también por la vía de una bajada o brusca desaceleración del ritmo de incremento del precio de la vivienda.

CAUSAS Y REMEDIOS DEL DÉFICIT EXTERIOR

Patrón productivo y déficit exterior

Recientemente han proliferado estudios y opiniones que consideran el patrón productivo de la economía española como una de las causas de nuestro déficit exterior. Según esta interpretación, nuestra estructura productiva y por ende nuestras exportaciones estarían concentradas en sectores que se enfrentan a una demanda internacional con relativamente bajo potencial de crecimiento, y serían además especialmente vulnerables a la competencia de los dinámicos países emergentes en Asia y en la Unión Europea. La raíz del problema estaría en el escaso avance de la productividad a lo largo de estos últimos años, lo que habría anclado nuestra especialización productiva en productos de tecnología baja y tecnología media-alta que serían el campo de expansión de los países emergentes citados. También se menciona como una causa adicional o derivada de dicha raíz la excesiva concentración de nuestras exportaciones en la Unión Europea, cuyo crecimiento ha sido netamente inferior al de Asia o Estados Unidos durante estos últimos años. De acuerdo con estos postulados, nuestra competitividad continuará erosionándose y nuestro déficit exterior aumentando mientras no se consiga acelerar sustancialmente el incremento tendencial de la productividad y reorientar con ello nuestro patrón productivo y exportador hacia actividades de tecnología alta y países de elevado crecimiento.

Esta visión suscita múltiples interrogantes. Para empezar, no está garantizado que los productos que hoy son objeto de una pujante demanda internacional lo sigan siendo mañana ni que la competencia en los mercados de los productos de tecnología alta sea más llevadera que en otros ámbitos³. Otro tanto se puede decir de las pautas de crecimiento de la Unión Europea (UE), Asia y Estados Unidos, cuyos ritmos de crecimiento en los próximos años no tienen por qué ser similares a los del pasado reciente. Por otra parte, una mayor concen-

³ Por ejemplo, la National Academy of Science de Estados Unidos acaba de publicar un informe («The Gathering Storm») alertando de la excesiva dependencia del crecimiento de dicho país del cambio tecnológico, ante los rápidos avances que países como China e India están consiguiendo en la aplicación del desarrollo científico a la producción de bienes y servicios.

tración de las exportaciones (y también de las importaciones) en el área de la UE hace a nuestra economía menos sensible a las variaciones del tipo de cambio real del euro frente a las divisas de aquellos otros países. Al respecto, se debe señalar, en contra de opiniones aireadas con frecuencia, que la economía española no es de las más abiertas de la UE, y de hecho es menos abierta que el promedio de dicha área. Así, las exportaciones de bienes y servicios en proporción al PIB alcanzaron en España el 27% a finales del pasado año mientras que dicho ratio se situaba para la UE-15 en el 36%, siendo del 40% en Alemania y del 65% en Holanda, países estos con una proporción de sus exportaciones hacia países fuera de la UE muy superior a la nuestra. Esto indica, entre otras cosas, que los países exportan primero a los mercados más cercanos y sólo cuando su grado de apertura exterior es muy elevado su cuota relativa de mercados geográficamente más lejanos es significativa.

Tampoco está claro que un país desarrollado no pueda ser competitivo en algunos productos intensivos en trabajo que exigen otros *input* en los que dicho país tenga una ventaja comparativa frente a los países emergentes (por ejemplo, clima y ubicación geográfica en el caso del turismo). Pero sobre todo, ¿cuánto se tarda en transformar significativamente la senda de avance de la productividad y el patrón productivo de un país? Por ejemplo, si súbitamente se hicieran todas las reformas necesarias para conseguir un sistema educativo óptimo, así como para fomentar el ahorro y reasignar los recursos productivos hacia los sectores más dinámicos, ¿cuántos años serían necesarios para que el impacto de estas reformas sobre la calidad de los stocks de capital humano y capital físico, y, consiguientemente sobre la estructura productiva fuera de suficiente entidad?

Sea cual sea la respuesta a estas cuestiones, la visión anterior adolece de un error que invalida sus corolarios de política económica: *el déficit exterior no tiene prácticamente nada que ver con la especialización productiva y la composición de los flujos comerciales*. Las fuerzas que deciden cuáles son los bienes que ha de producir y consumir un país son diferentes y básicamente independientes de las que determinan la cantidad de bienes que produce y consume el país. Las primeras configuran los bienes y servicios que componen los flujos comerciales mientras que las segundas delimitan la magnitud del déficit exterior.

Simplificando, los gustos de los habitantes y la dotación de factores de un país en relación con la de los otros países determinan la especialización productiva y la composición de sus exportaciones e importaciones de bienes y servicios. La diferencia entre su nivel de gasto interior y su nivel de producción determina su déficit exterior.

Esto es, Polonia o Hungría no pueden producir ni exportar servicios turísticos de sol y playa; España o Alemania no pueden producir ni exportar petróleo. De la misma manera, un país no producirá ni exportará apreciablemente bienes y servicios que exigen cualificaciones científicas y profesionales de las que mayoritariamente carece su fuerza de trabajo. Cualquier país, sin embargo, puede incurrir en déficit de balanza de pagos por cuenta corriente si gasta por encima de su nivel de renta. Un país puede producir y exportar bienes de tecnología baja o intensivos en mano de obra e importar bienes de tecnología superior y registrar un elevado superávit exterior si su gasto es inferior a su producción, verbigracia China. Un país puede exportar bienes de tecnología alta e importar bienes de tecnología inferior registrando al mismo tiempo un elevado déficit exterior, verbigracia Estados Unidos.

Se puede aducir que siendo cierto que un déficit exterior refleja siempre un exceso de demanda agregada interna sobre el nivel de producción, su causa puede obedecer tanto a un rápido crecimiento del gasto interior como a un deterioro de la capacidad productiva. De hecho, los déficit por cuenta corriente proporcionalmente más elevados del mundo los registran habitualmente países en vías de desarrollo que han sufrido caídas de su nivel de producción (y han conseguido transferencias o préstamos para mantener su nivel de gasto). Por ejemplo, Nicaragua, Líbano y Eritrea tienen déficit exteriores por encima del 20% del PIB; Bulgaria, Mozambique, Togo y Bosnia, superiores al 10%. Incluso en estos países, la causa fundamental del déficit exterior reside en una aguda contracción de su capacidad productiva, originada por desastres naturales o sociales, y no en un patrón productivo deficiente cuya alteración pudiera corregir el déficit exterior. No merece la pena, en todo caso, explorar esta vía de razonamiento en el caso de España ya que la expansión del déficit exterior de nuestro país ha coexistido con ritmos de crecimiento del PIB sensiblemente superiores o en el mejor de los casos cercanos al potencial de nuestra economía. Tampoco tiene sentido discutir si el déficit exterior

procede de un aumento de la inversión o una caída del ahorro –por cierto, un proceso de sobreinversión o inversión ineficiente puede ser tan dañino como una caída pronunciada de la tasa de ahorro– ya que en uno u otro caso sigue siendo verdad que no existe relación alguna entre el patrón productivo y el déficit exterior.

Así pues, la reorientación de la estructura productiva de la economía española hacia las ramas más intensivas en capital y con mayor capacidad de innovación es sin duda deseable por muchas razones, pero entre ellas no se encuentra su supuesto efecto corrector del déficit exterior. Si se consiguiera esta reorientación, en cuyo caso nos estaríamos refiriendo a un futuro lejano antes del cual el déficit exterior se habría encogido y quizá vuelto a expandir, nuestra economía estaría tan expuesta a sufrir desequilibrios exteriores y pérdidas de competitividad excesivas como lo está hoy, ya que estos fenómenos son esencialmente ajenos a la especialización productiva.

Visto de otra manera, el ritmo de crecimiento tendencial de la productividad determina el crecimiento de la renta *per cápita* a largo plazo. Si dicho ritmo es bajo, el crecimiento tendencial de la renta *per cápita* será bajo, pero el saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente será uno u otro dependiendo de la diferencia entre la demanda interna y el nivel de renta en cada periodo. Por cierto, si el crecimiento tendencial de la productividad es bajo, digamos por ejemplo del 1%, el crecimiento a largo plazo de la renta *per cápita* tenderá al 1% con independencia de que existan países emergentes o desarrollados que compitan con nuestros productos.

Competitividad *versus* productividad

Por competitividad entiendo el tipo de cambio efectivo real, un indicador que intenta medir el comportamiento de la rentabilidad de los sectores productores de bienes y servicios comerciables internacionalmente en relación con los otros sectores de la economía. Se pierde competitividad con las apreciaciones del tipo de cambio nominal y con la generación de ritmos de inflación superiores a los de nuestros socios comerciales. Se ha de hacer notar que las apreciaciones del tipo de cambio real no son siempre negativas para un país, ni conse-

cuentemente las depreciaciones son siempre positivas. Un ejemplo de lo segundo sería el caso de un país sumido en una situación de estancamiento económico que propicia una inflación sustancialmente inferior a la de sus socios comerciales; un ejemplo de lo primero sería un país cuyo tipo de cambio nominal se apreciara o cuya inflación aumentara debido a un proceso de recuperación económica.

Como ocurre con otros indicadores que intentan medir conceptos económicos, el tipo de cambio real no es un termómetro preciso de la competitividad exterior de un país. Un supuesto tácito en la utilización de este indicador es que las variaciones de la calidad de los bienes son idénticas en los países considerados. Así pues, podría ocurrir que una apreciación del tipo de cambio real fuera compensada (o agravada) por mejoras (deterioros) de la calidad de nuestros bienes frente a los de nuestros competidores. Ahora bien, a corto y medio plazo el margen abierto a variaciones de la competitividad a través de mejoras o deterioros relativos de calidad es más limitado que los márgenes que puede abrir el diferencial de inflación y, en su caso, las variaciones del tipo de cambio nominal. Por lo general, el tipo de cambio efectivo real no recoge factores que puedan afectar a la competitividad de los sectores que producen bienes y servicios comerciables internacionalmente que no se reflejen en los precios y costes de producción que mide dicho indicador. Si se reflexiona, sin embargo, se observará que estos factores no son muchos ni relativamente muy importantes ni, sobre todo, operan con la misma persistencia y recorrido que los diferenciales de precios y costes.

Otro problema del tipo de cambio real es la selección de índices de precios y costes relativos para deflactar el tipo de cambio nominal efectivo e incluso la propia construcción del tipo de cambio nominal efectivo. Estos problemas son serios cuando la cesta de bienes y servicios que componen las exportaciones difiere sensiblemente de la que producen los sectores que compiten con las importaciones o cuando hay diferencias notables entre los orígenes y destinos geográficos de las importaciones y exportaciones respectivamente. En estos casos sería deseable construir tipos de cambio efectivos reales diferentes para los sectores exportadores y para los sectores que producen bienes que compiten con las importaciones. Dicho todo esto, la utilización del tipo de cambio efectivo real como indicador de la competitividad

exterior de un país se justifica por dos razones: primero, porque cuando la pérdida de competitividad es excesiva todas las posibles medidas del tipo de cambio real se mueven en la misma dirección; y segunda, porque no existe otro indicador mejor.

A largo plazo, en el trascurso de periodos dilatados en los que el crecimiento del empleo es proporcional al crecimiento de la población, el ritmo de avance de la productividad tiende a coincidir con el de la renta *per cápita* del país. Este crecimiento tendencial de la productividad está fundamentalmente determinado por variables tecnológicas, por la calidad del sistema educativo y el grado de eficiencia en el funcionamiento de los mercados de bienes y factores, así como por los componentes del marco fiscal y legislativo que inciden en la acumulación de capital.

Es frecuente leer y escuchar que aumentar este crecimiento tendencial de la productividad, operando sobre todos los elementos señalados, es imprescindible para mejorar la competitividad del país. Sin embargo, *los movimientos a corto plazo del tipo de cambio real o competitividad exterior de un país no tienen por qué guardar relación con el comportamiento del ritmo de crecimiento tendencial de su productividad. Ni tampoco, cabe añadir, con su comportamiento a más corto plazo.* En principio, si la diferencia entre la expansión de la demanda nominal de un país y su ritmo de crecimiento es superior a la de sus socios comerciales dicho país perderá competitividad con independencia de que dicho crecimiento sea impulsado predominantemente por un avance de la productividad o por una utilización intensiva del factor trabajo. Por lo tanto, un país puede tener un problema de competitividad aunque el comportamiento de su productividad sea satisfactorio y puede tener un bajo e incluso menguante crecimiento de su productividad sin padecer problemas de competitividad.

Un ejemplo de lo primero es Estados Unidos, que registró un crecimiento anual medio de la productividad del 2,5% en el periodo 2001-04, incluso por encima del ya elevado crecimiento de los años anteriores, acumulando al mismo tiempo un notable deterioro de su competitividad y duplicando el déficit de su balanza de pagos por cuenta corriente respecto al quinquenio anterior. Un ejemplo de lo segundo es Alemania, donde el crecimiento anual medio de la productividad en ese periodo 2001-2004 apenas alcanzó el 0,9%, des-

ciendo desde un magro 1,1% registrado en el quinquenio anterior. Entre ambos periodos, sin embargo, la competitividad alemana mejoró tanto como se deterioró la de Estados Unidos y el saldo medio de la cuenta corriente de su balanza de pagos en términos de PIB pasó del -0,5% al 2,3%⁴. No se piense que esta evidencia es excepcional. Los países asiáticos tuvieron un febril crecimiento de la productividad en los años anteriores a la crisis de balanza de pagos de 1997, crisis desatada por las no menos intensas pérdidas de competitividad acumuladas durante aquellos años. Igualmente se pueden encontrar varios episodios de crisis de balanza de pagos en Iberoamérica inducidos por un deterioro insostenible de la competitividad sobrevenido en años en los que el crecimiento de la productividad era especialmente elevado. También se puede recordar la anterior etapa expansiva de la economía española, el periodo 1985-92, cuando un crecimiento anual medio de la productividad del 1,4% no impidió acumular una pérdida de competitividad del 22% ni que dicho periodo se cerrara con déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente del orden del 3,5 del PIB.

De lo anterior se colige que es un error considerar que la pérdida de competitividad de la economía española tiene su raíz en el lento crecimiento tendencial de nuestra productividad y otro aún más desafortunado pensar que la terapia adecuada para tratar esta segunda dolencia serviría también para curar la primera. Pretender frenar la inflación o la pérdida de competitividad mediante medidas encaminadas a estimular el crecimiento tendencial de la productividad tiene tan poco sentido como intentar promover el crecimiento potencial de un país manipulando los tipos de interés u otros instrumentos de gestión de la demanda agregada. Negar esto es afirmar que la inflación es un fenómeno real que se puede controlar mediante manipulaciones, misteriosamente posibles, de la productividad. No faltará quien diga: ¿acaso no es cierto que el diferencial de inflación es el motor de nuestra pérdida de competitividad, que la inflación es más o menos proporcional al crecimiento de los costes laborales unitarios, que dicho crecimiento resulta de la diferencia entre los ritmos de avance de los salarios nominales y de la productividad, y que por tanto se ha de

⁴ Fte: *European Economy*, N° 6, 2004 (Statistical Annex).

concluir que fomentar la productividad es equivalente a mejorar la competitividad? La conclusión no es correcta. Por una parte, el comportamiento de la productividad a corto o medio plazo está dominado por factores cíclicos y no es muy sensible a los cambios del sistema educativo o de la política de I+D o incluso a un aumento de la inversión en infraestructuras. Esto es, la productividad a corto o medio plazo está dominada por factores cíclicos como los tipos de interés, los flujos de inmigración o el comportamiento de los salarios reales, y la influencia de las fuerzas que determinan la productividad tendencial es imperceptible en este horizonte temporal. Por otra parte, la aceleración del crecimiento de la productividad puede ir acompañada de aumentos similares del ritmo de crecimiento de los salarios nominales o de los márgenes empresariales, sin evitar por tanto la persistencia del diferencial de inflación.

Dicho de otra manera, el crecimiento de la productividad tiende a coincidir con el de los salarios reales pero el ritmo de variación de los salarios reales puede resultar de diferentes combinaciones de aumento de salarios nominales y aumento de inflación. Un crecimiento bajo de la productividad no inducirá necesariamente un crecimiento elevado de los costes laborales unitarios si la inflación y por ende los salarios nominales crecen moderadamente. Por el contrario, un determinado ritmo de crecimiento de la productividad puede ocasionar una subida excesiva de los costes laborales unitarios si la política financiera impulsa un crecimiento excesivo de la inflación y los salarios nominales. En suma, mientras la combinación de política monetaria y fiscal continúe induciendo una diferencia entre el ritmo de expansión de nuestra demanda nominal y nuestro crecimiento económico sustancialmente superior a la registrada por nuestros socios comerciales, seguiremos perdiendo competitividad ocurra lo que ocurra con la productividad.

Como cierre de esta sección, no me resisto a recomendar la lectura de una crítica de Paul Krugman a las confusiones entre la competitividad exterior de una economía y el crecimiento tendencial de su productividad. Los argumentos de Krugman son distintos de los expuestos en estas notas, pero sus conclusiones son análogas, si bien expuestas con la radicalidad que veces caracteriza a este autor. Krugman cierra su artículo con la siguiente frase: «... Así pues, si us-

ted escucha a alguien decir algo como, *América necesita mayor productividad para poder competir en la economía global de hoy día*, no importa quien lo diga ni cuán persuasivo sea, es como si levantara un cartel escrito en luces de neón diciendo: «NO SÉ DE LO QUE ESTOY HABLANDO»⁵.

Causas y remedios del déficit exterior

La economía española está incurriendo en déficit exteriores elevados porque la combinación de políticas monetaria y fiscal permite financiar una expansión del gasto interior muy por encima del crecimiento potencial, alentando con ello un incremento de los costes de producción superior al de nuestros socios comerciales que realimenta el desequilibrio exterior. Sin duda alguna, factores como la subida del precio del petróleo o el relativamente bajo crecimiento de nuestros socios comerciales contribuyen a ensanchar transitoriamente nuestro déficit exterior. Pero esto no ocasionaría mayor problema si la política financiera no estuviera permitiendo un crecimiento del gasto interno en términos nominales cercano al 10%.

El retorno del déficit exterior a niveles más equilibrados pasa inexorablemente por una reducción significativa del ritmo de crecimiento del gasto interior, idealmente acompañada de un aumento de la proporción de dicho gasto y del gasto del resto del mundo que se destinan a la producción nacional. Esto último requiere una reducción de nuestros costes de producción relativos frente a nuestros mayores socios comerciales, que son los países principales de la Unión Europea; también depende, aunque en mucha menor medida, de la evolución del tipo de cambio efectivo del euro.

Frecuentemente se postulan las siempre pendientes reformas para aumentar el grado de competencia de los mercados de productos y factores productivos como medidas alternativas o complementarias para controlar la inflación. Estas reformas son siempre deseables y eficaces para aumentar el crecimiento potencial. También re-

⁵ Paul Krugman, *Peddling Prosperity* (1994). Appendix to Chapter 10: Productivity and Competitiveness, pp. 268-280.

ducirían los costes de ajuste de la economía ante una desaceleración del ritmo de crecimiento del gasto nominal. Sus efectos sobre la inflación, sin embargo, son despreciables. Baste decir al respecto que imperfecciones en estos mercados mucho más serias que las nuestras no han impedido que Alemania, Francia o Japón hayan tenido una inflación muy inferior a la nuestra en todas las fases del ciclo económico⁶.

El impacto a corto plazo de las posibles alteraciones del crecimiento tendencial de la productividad y del patrón productivo sobre nuestros costes relativos de producción es imperceptible. Además, a corto o medio plazo no se conseguirá ninguna mejora de la competitividad mientras el gasto interior en términos nominales siga creciendo a los ritmos actuales. Dada la política fiscal que se está llevando a cabo y excluyendo sucesos excepcionales, el gasto interior sólo se desacelerará suficientemente cuando los tipos de interés a corto superen apreciablemente el ritmo de inflación anual. Cuando esto ocurra, dicha desaceleración del gasto inducirá una reducción de nuestros costes de producción relativos ya sea por la vía de la moderación salarial o, en su ausencia, por la vía de aumentos de productividad provocados por una disminución del crecimiento del empleo.

RESUMEN Y CONCLUSIONES

A lo largo de estas reflexiones se han examinado algunos puntos de vista muy extendidos sobre los crecientes déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente acumulados por nuestra economía a lo largo de los últimos años. En concreto, se ha intentado esclarecer los límites y consecuencias del déficit exterior dentro de la Unión Monetaria; asimismo, se han analizado las visiones que postulan una relación de causalidad entre nuestro patrón productivo y el déficit exterior, y entre el bajo crecimiento de la productividad y la pérdida de competitividad.

⁶ Sobre estas cuestiones, que no son el objeto central de estas reflexiones, permítaseme remitir al lector interesado a mi artículo «El control de la inflación dentro del euro», en Fuentes Quintana, E., editor, *Economía y economistas españoles*, VOL. 8. Galaxia Gutenberg, 2005.

Los límites del déficit exterior

Para una oferta de ahorro global dada, el déficit exterior y el nivel de deuda exterior neta pueden alcanzar niveles mucho más elevados cuando el país pertenece a una unión monetaria. A diferencia de lo que ocurre con países que tienen moneda independiente y, por tanto, tipos de cambio potencialmente variables, en la Unión Monetaria no existe riesgo cambiario para el acreedor ni para el deudor y con este riesgo desaparece una de las fuerzas que hacen la oferta de ahorro exterior rápidamente inelástica a partir de ciertos niveles de endeudamiento exterior neto. En estas circunstancias, dicho país se enfrenta a una oferta de ahorro exterior de elasticidad casi infinita a los tipos de interés vigentes en el área en cada momento, ya que los mercados de la Unión Monetaria pueden absorber los aumentos de la demanda de financiación exterior del país sin subidas apreciables de su coste de financiación. El límite a la acumulación de déficit exteriores en este caso depende fundamentalmente del comportamiento de la demanda de financiación por parte de los agentes económicos del país.

Por lo tanto, no es correcto comparar el déficit exterior español actual con los registrados antes de la adopción del euro o con los de países de mayor o menor tamaño que operan con políticas monetarias independientes. Para una oferta de ahorro global (o para unos niveles dados de los tipos de interés en los mercados financieros internacionales), el nivel del déficit exterior y de la deuda exterior de un país dentro de una unión monetaria puede superar ampliamente los límites que rigen en países con monedas independientes.

Consecuencias del déficit exterior

No se debe confundir el hecho de que la pertenencia a una unión monetaria permita a nuestro país financiar sin problemas un mayor nivel de déficit exterior que antes con que la acumulación de dichos déficit no pueda ocasionar un serio perjuicio si se sobrepasan ciertos límites. Un déficit exterior es excesivo cuando existe un riesgo elevado de que su corrección entrañe caídas del ritmo de crecimiento de la producción y el empleo.

Se puede recurrir a dos indicadores para discernir si la acumulación de déficit exteriores es excesiva. El primero de ellos es la evolución de la competitividad exterior del país, de su tipo de cambio efectivo real. Si el país ha acumulado una pérdida de competitividad excesiva, antes o después tendrá que soportar una devaluación de su tipo de cambio real, un ajuste que sin variación posible del tipo de cambio nominal será más o menos dilatado y doloroso en función de la flexibilidad de su mercado de trabajo. Se puede discutir si la pérdida de competitividad acumulada por la economía española durante estos últimos años es o no excesiva. Lo indiscutiblemente preocupante es la aparentemente inalterable continuidad del proceso de erosión de nuestra competitividad, de manera que si la pérdida no es todavía excesiva pronto lo será.

El otro indicador es el monto y la estructura del endeudamiento de los agentes económicos del país. El déficit exterior es el reflejo del aumento del endeudamiento neto exterior de los residentes, de modo que una acumulación excesiva de déficit exteriores quiere decir que algún subconjunto de los mismos se ha endeudado excesivamente. Esto es, ha contraído un volumen de deuda al que no podrá hacer frente con sus flujos futuros de renta sin reducir sus niveles de consumo. El problema de la deuda exterior española es que una parte sustancial de la misma se ha contraído indirectamente por las familias a tipos de interés variable, a niveles mínimos históricos, para adquirir inmuebles cuya rentabilidad varía en proporción inversa a los movimientos del tipo de interés. Esta es una combinación que puede ser letal si los tipos de interés sobrepasan ciertos niveles y se sitúan en valores de equilibrio (v.g. tipos de interés reales cercanos al crecimiento potencial de la economía) o si desciende el precio de la vivienda. Como ocurre en el caso de la competitividad, no se vislumbra el fin cercano de este proceso de endeudamiento. De todo lo anterior se infiere que si la acumulación de déficit exteriores no se hubiera adentrado aún en la zona de peligro, no tardará mucho en hacerlo.

Patrón productivo y déficit exterior

Proliferan las explicaciones causales del déficit exterior que sitúan la raíz del mismo en el patrón productivo de nuestra economía, excеси-

vamente concentrado en la gama de bienes de tecnología baja a media-alta que serían el campo de expansión de los dinámicos países emergentes en Asia y en la Unión Europea ampliada. Según esta explicación, la corrección del déficit exige una aceleración sustancial del crecimiento tendencial de la productividad y la consiguiente reorientación de nuestra estructura productiva y exportadora hacia actividades de alta tecnología.

Aparte de las contradicciones internas de esta visión, que se describen en la sección correspondiente, el déficit exterior de un país no tiene prácticamente nada que ver con la especialización productiva y la composición de los flujos comerciales. Las fuerzas que deciden qué bienes produce y consume un país son diferentes y esencialmente independientes de las que determinan cuantos bienes produce y cuantos consume el país. Las primeras, básicamente los gustos y la dotación relativa de factores del país, configuran la composición de los flujos comerciales; las segundas, la diferencia entre el nivel de gasto interior y el nivel de producción, determinan el déficit exterior.

Así pues, el aumento de la productividad tendencial y la reorientación del patrón productivo hacia las ramas más intensivas en capital y con mayor capacidad de innovación es un proceso deseable por muchas razones, pero entre ellas no se debe incluir su supuesto efecto corrector del déficit exterior. Si se consiguiera esta reorientación, y entonces nos estaríamos refiriendo a un futuro lejano antes del cual el déficit exterior se habría corregido y quizá vuelto a reaparecer, nuestra economía estaría tan expuesta a sufrir desequilibrios exteriores y pérdidas de competitividad excesivas como lo está hoy porque estos fenómenos son esencialmente ajenos a la especialización productiva del país.

Competitividad *versus* productividad

El comportamiento de la competitividad exterior de un país –la suma del diferencial de inflación más (menos) la apreciación (depreciación) del tipo de cambio efectivo nominal– no guarda relación con el crecimiento tendencial de su productividad. Por lo tanto, es un error considerar que la pérdida de competitividad de la economía española

obedece al lento crecimiento tendencial de nuestra productividad y otro aún más desafortunado pensar que la terapia adecuada para tratar esta segunda dolencia serviría también para curar la primera.

Ver en los movimientos de la productividad el remedio de la pérdida de competitividad es una añeja confusión entre fenómenos reales a largo plazo y fenómenos monetarios a corto plazo. La pérdida de competitividad proviene primordialmente de la acumulación de diferenciales de inflación frente al resto de la UE que a su vez resultan de una combinación de política monetaria y fiscal más expansiva que la de nuestros socios comerciales. El comportamiento de la productividad a corto o medio plazo está dominado por factores cíclicos, como los tipos de interés, los flujos de inmigración o los salarios reales, y no es muy sensible a los cambios del sistema educativo, la política de I+D o cualesquiera de las otras fuerzas que determinan el comportamiento de la productividad tendencial. Por otra parte, a corto plazo, la aceleración del crecimiento de la productividad puede ir acompañada de aumentos similares del ritmo de crecimiento de los salarios nominales o de los márgenes empresariales, sin evitar por tanto la persistencia del diferencial de inflación. Un bajo crecimiento de la productividad entraña un bajo crecimiento de los salarios reales, pero dicho crecimiento se puede satisfacer mediante diferentes combinaciones de aumentos de salario nominal e inflación según cuál sea el tono de la política financiera. Si la política financiera es expansiva, la inflación y el crecimiento de los salarios nominales serán elevados sea cual sea el comportamiento de la productividad.

Conclusiones

La acumulación de crecientes déficit exteriores refleja el creciente endeudamiento neto de los agentes económicos del país, en particular de las empresas y familias. La expansión de la deuda sólo es posible si se permite el fuerte ritmo de crecimiento del crédito necesario para satisfacerla y esto implica una combinación de política monetaria y fiscal expansiva. Esta es la verdadera raíz de la acumulación de déficit exteriores y de la pérdida de competitividad de nuestra economía.

Dada la política fiscal que se está llevando a cabo y excluyendo sucesos excepcionales, el crecimiento del crédito y del gasto interior só-

lo se desacelerará suficientemente cuando los tipos de interés a corto superen apreciablemente el ritmo de inflación anual. Esta situación se podría materializar tanto por una subida de los tipos de interés a corto como por una caída del precio de la vivienda. Cuando esto ocurra, la desaceleración del gasto inducirá una reducción de nuestros costes de producción relativos, ya sea por la vía de la moderación salarial o por la caída de la generación de empleo, que al menos frenará la pérdida de competitividad.



¡Se buscan autores!

Si has publicado algún libro desde 1990 como autor único o en colaboración, puedes tener en CEDRO derechos pendientes de cobro.

Infórmate

Tel. 91 308 09 64
autores@cedro.org
www.cedro.org

CEDRO
CENTRO ESPAÑOL DE DERECHOS REPROGRÁFICOS