



# LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA Y PRIVADA ESPAÑOLA: UNA VISIÓN MACROECONÓMICA

José Luis Feito\*

El propósito de este artículo es analizar la dinámica de la deuda exterior neta española, esto es, de la suma de la deuda pública y privada menos los activos financieros de uno y otro sector, y derivar las medidas económicas necesarias para asegurar su sostenibilidad. En la primera sección se ilustra la importancia decisiva del nivel de deuda exterior neta en proporción al PIB y de su evolución esperada en la determinación de los costes financieros de la economía. En la segunda sección se muestra la raíz del elevado endeudamiento exterior de nuestra economía y se exploran las posibles sendas de evolución del mismo a partir de una simple ecuación de la dinámica de dicha deuda. Finalmente, en la última sección se enumeran las medidas esenciales de política económica que se deberían adoptar para asegurar la estabilización primero y la reducción después del ratio deuda exterior neta/PIB.

## 1. DEUDA EXTERIOR NETA Y COSTES DE FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

La elevada deuda acumulada conjuntamente por los sectores públicos y privado en proporción a sus activos financieros es la fuente principal de la severa restricción de financiación que padece la economía española. Cuando la suma de la deuda

contraída por el sector privado y por el sector público en un año determinado supera la adquisición anual de activos financieros por dichos sectores, la suma de la formación bruta de capital por el sector privado y del déficit público supera el ahorro del sector privado. Dicha diferencia, que constituye el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente, se ha de cubrir mediante una importación de ahorro exterior con el consiguiente aumento de la deuda exterior neta del país.

El cálculo de la sostenibilidad de la deuda exterior neta del país es el ejercicio fundamental que efectúan los mercados financieros y las agencias de calificación para medir el riesgo de prestar al país en cuestión y consiguientemente es el principal determinante de las diferencias entre los tipos de interés de los distintos prestatarios dentro de un área monetaria. Por tanto, para juzgar la solvencia financiera de un país tiene poco sentido económico analizar aisladamente la deuda del sector público o la del sector privado. Este fue precisamente uno de los graves errores cometidos por nuestras autoridades económicas en la gestión de la crisis de 2008: pensar que el relativamente bajo nivel del endeudamiento del sector público permitía tolerar abultados déficit presupuestarios, ignorando la vulnerabilidad que entrañaba el elevado nivel y rápido crecimiento de nuestra deuda exterior neta.

Así pues, el nivel de la deuda exterior neta en proporción al PIB y su evolución esperada son las

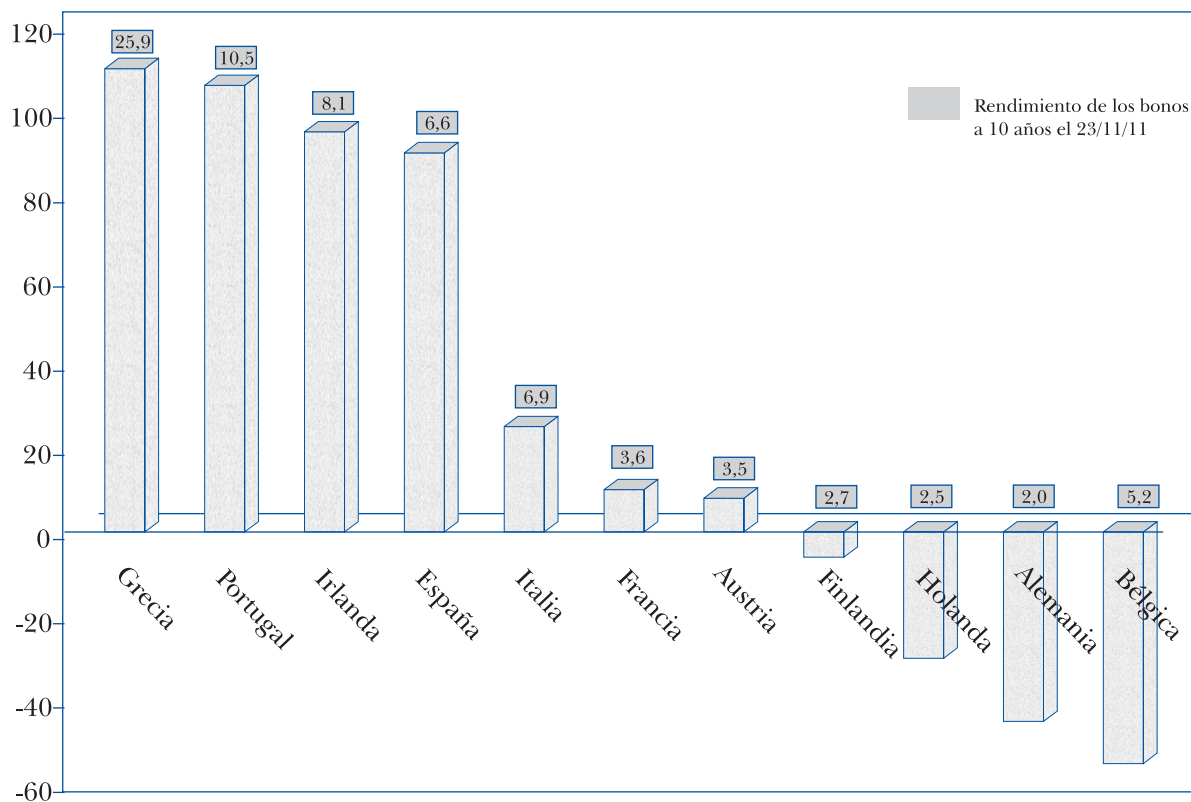
\* Presidente del Instituto de Estudios Económicos.



variables que mejor explican las primas de riesgo de los países europeos y, por ende, sus condiciones de financiación. El cuadro 1 recoge, ordena-

das de mayor a menor, las cifras de la deuda exterior neta en % del PIB correspondientes a los principales países de la eurozona.

**CUADRO 1.- DEUDA EXTERIOR NETA EN % DEL PIB EN 2011**



*Nota: Las cifras negativas indican una posición internacional acreedora neta.*

*Fuente: Eurostat y elaboración propia.*

Aunque no se incluyen en el cuadro 1 los rendimientos anuales medios de la deuda pública a corto y largo plazo en los países seleccionados, el lector interesado podrá constatar que la correlación positiva entre dichos rendimientos y los niveles medios de deuda exterior neta desde la crisis del euro es prácticamente del 100%. A título ilustrativo, en el cuadro 1 sí se incluyen los rendimientos de los bonos a 10 años de los países de la eurozona a finales de Noviembre, un periodo de volatilidad especialmente elevada en el mer-

cado de la deuda pública europea. La estructura de primas de riesgo que recoge el cuadro 1, con valores variables pero esencialmente con la misma ordenación entre países, refleja el comportamiento de los mercados de deuda soberana europea desde la acentuación de la crisis del euro en el verano de 2011 hasta el momento actual. Estos datos indican claramente que la prima de riesgo, y con ella el coste de financiación de los países de la eurozona, viene determinada por el nivel de la deuda exterior neta en proporción al



PIB y por las expectativas de evolución de dicha variable. Estas expectativas, a su vez, dependen esencialmente de las posibilidades de control de la deuda y de crecimiento económico que los mercados asignen a cada país. La influencia de estas expectativas en la determinación de las primas de riesgo explica porqué Italia y Bélgica soportan tipos de interés sobre sus bonos superiores a los que se justificarían atendiendo únicamente a su posición de financiación internacional neta.

El papel que desempeñan el nivel y las expectativas de la evolución de la deuda exterior neta en la determinación del coste y demás condiciones de financiación de las economías europeas ha sido resucitado por la crisis internacional de 2008 y sobredimensionado después por la crisis del euro. La crisis económica internacional llevó a considerar como deuda exterior de cada país lo que antes se consideraba meramente deuda interna, cuando apenas se discriminaba entre los distintos riesgos soberanos. Con la crisis del euro, al descontar la posibilidad de quiebra de un país de la eurozona primero y del abandono del euro e incluso de la desaparición del euro después, las rentabilidades y diferenciales de los diversos bonos públicos de los países del euro se han disparado en dirección y monto proporcionales al nivel de la deuda exterior neta de cada país en relación con el tamaño de su economía. Es evidente que aún cuando en el futuro inmediato se disipen los temores sobre una ruptura parcial o total del euro, temores intensos y extendidos en el momento de escribir estas líneas, el nivel de la deuda exterior neta y las expectativas sobre su evolución continuarán siendo durante mucho tiempo los determinantes fundamentales de las condiciones de financiación de la economía española y de las restantes economías de la eurozona. Así pues, para relajar las condiciones de financiación que oprimen la economía española se han de cumplir dos requisitos. Ante todo, normalizar el funcionamiento del euro, despejando las dudas sobre su supervivencia. En segundo lugar, estabilizar primero y reducir después el nivel de nuestra deuda exterior neta en proporción al PIB. La primera cuestión no es objeto de este

artículo y la segunda se aborda en los epígrafes siguientes.

## **2. DINÁMICA Y SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA EXTERIOR NETA**

En la primera sección de este epígrafe se analiza la relación entre la cuenta corriente de la balanza de pagos y el crecimiento económico desde la introducción del euro. El análisis baraja implícitamente los principales determinantes de la dinámica de la deuda exterior. En la segunda sección se explicitan estos determinantes y se establecen formalmente las condiciones de sostenibilidad de nuestra deuda exterior neta.

### **2.1. LA DEPENDENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA DEL ENDEUDAMIENTO NETO EXTERIOR**

Antes de analizar las condiciones de sostenibilidad del ratio deuda exterior neta/PIB es conveniente examinar brevemente la dinámica de acumulación de deuda exterior que ha seguido nuestra economía. En el cuadro 2 se muestra la relación entre el crecimiento anual medio del PIB y el saldo anual medio de la balanza por cuenta corriente en proporción al PIB. Como se ha señalado anteriormente, el déficit (superávit) anual de la cuenta corriente de la balanza de pagos es el monto de aumento (disminución) de la deuda exterior neta en dicho año.

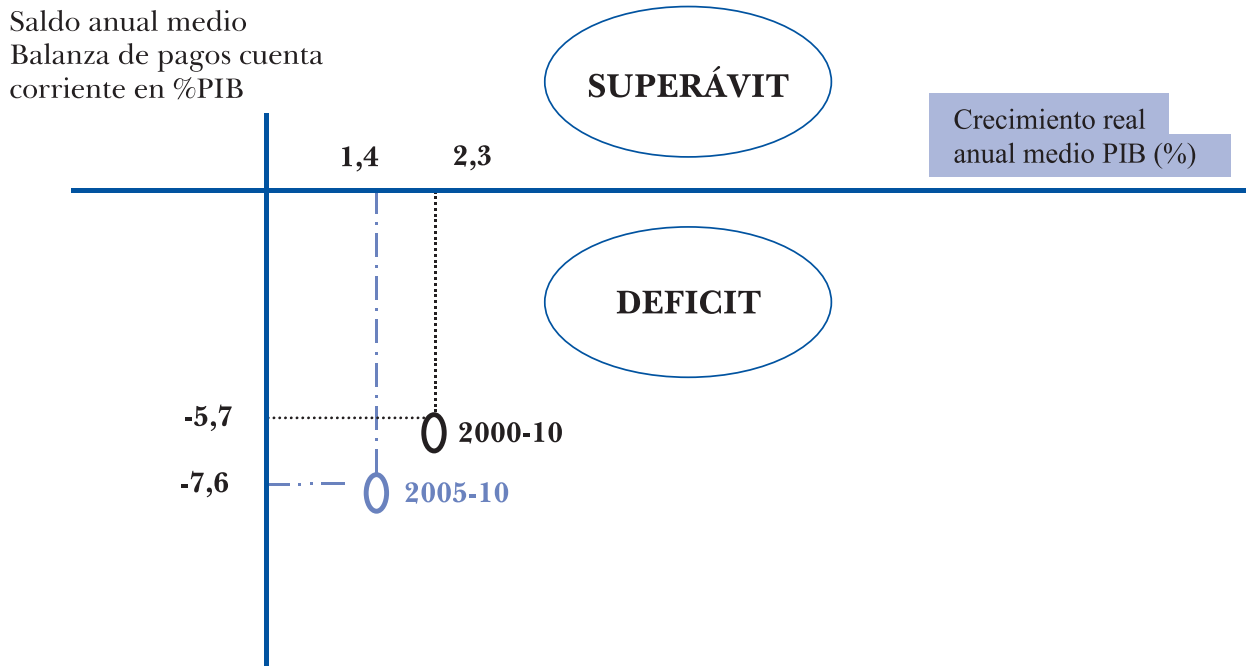
El cuadro 2 muestra claramente la fuerte dependencia de nuestro crecimiento económico del endeudamiento exterior, así como la intensificación de dicha dependencia durante el último quinquenio. Así, mientras que en el promedio del periodo 2000-10 para financiar un entero porcentual de crecimiento anual del PIB real necesitábamos importar ahorro exterior o aumentar la deuda exterior neta por un monto equivalente al 2,4% del PIB (el saldo del déficit por cuenta corriente en % del PIB), en el periodo 2005-10 por cada entero porcentual de crecimiento anual del PIB necesitábamos



aumentar nuestra deuda exterior neta por un 5,4% del PIB. Este multiplicador entre crecimiento económico y déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente permanece inaltera-

do en 2011, cuando con un crecimiento del PIB del 0,7% tendremos un déficit de balanza de pagos por cuenta corriente cercano al 4% del PIB.

**CUADRO 2.- BALANZA DE PAGOS Y CRECIMIENTO ECONÓMICO**



Fuente: European Statistics. 2011.

Las mayores necesidades de endeudamiento exterior por unidad de PIB en estos últimos años obedecen a varios factores. En primer lugar, a las pérdidas de competitividad exterior acumuladas desde la entrada en el euro. En segundo lugar, al mayor peso en el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos del servicio de la creciente deuda exterior y al no menos creciente peso de las remesas de emigrantes. Por decirlo en otras palabras, obedece a los crecientes pagos al exterior por la fuerte dependencia de nuestro crecimiento del capital y mano de obra importados. En tercer lugar, al notable deterioro de la relación real de intercambio provocado por el intenso aumento del precio del petróleo y otras materias primas desde la segunda mitad de la anterior década.

## 2.2. LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA EXTERIOR NETA

Denominamos  $d = \text{DEN}/\text{PIB}$  al nivel de la deuda exterior neta en proporción al PIB nominal existente en un momento determinado. Suponemos que el monto del aumento de la DEN viene dado por el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente (de manera que suponemos que los posibles cambios en la valoración de activos y pasivos exteriores se compensan con el saldo de las transferencias de capital y el de la partida de errores y omisiones de la balanza de pagos). Suponemos también que el tipo de interés nominal que devengan los activos exteriores es igual al tipo de interés que se ha de pagar por el servicio de la deuda exterior bruta, siendo  $r$  el nivel de



dicho tipo de interés. El déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente lo podemos descomponer en la suma del déficit de la balanza comercial de bienes y servicios más transferencias corrientes, por un lado, más el saldo de los ingresos y pagos financieros asociados con la deuda neta existente, por otro (saldo éste último que según el supuesto precedente sería igual a  $r \times \text{DEN}$ ). De lo anterior se puede deducir el saldo del déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente, excluidos los rendimientos y pagos de la deuda neta exterior, necesario para estabilizar dicha deuda en su valor actual. Denominando  $Cc^*$  al cociente entre dicho saldo y el PIB nominal en un determinado año, y siendo  $\hat{P}IB$  el ritmo de crecimiento anual de esta variable, su valor vendría dado por la siguiente expresión;

$$Cc^* = \frac{(\hat{P}IB - r)}{1 + \hat{P}IB} \times d^* \quad (1)$$

De la expresión anterior podemos derivar orientaciones cuantitativas y cualitativas sobre las condiciones de estabilidad de la deuda exterior y sobre el esfuerzo de ajuste necesario para conseguir dicha estabilización. Ante todo, es evidente que el ajuste necesario para estabilizar la deuda exterior depende de la diferencia entre el crecimiento del PIB nominal y el tipo de interés que se ha de pagar por dicha deuda (que hemos supuesto igual al que devengan nuestros activos exteriores). Si, por ejemplo, el crecimiento del PIB nominal es permanentemente inferior al tipo de interés, el ajuste del saldo exterior ha de tener la envergadura suficiente para generar un superávit del saldo  $Cc^*$  de la balanza de pagos por cuenta corriente excluidas las rentas financieras. Por ejemplo, si queremos estabilizar  $d$  en su nivel actual, cerca del 90%, con  $\hat{P}IB = 2,5\%$  y  $r = 4,5\%$ ,  $Cc^*$  sería negativo. Esto es, debería conseguirse un superávit de la balanza de bienes y servicios y transferencias corrientes cercano al 2% del PIB.

Para cualesquiera valores de los tipos de interés y del crecimiento del PIB, mientras el prime-

ro sea superior al segundo el ajuste será tanto mayor cuanto mayor sea el nivel de deuda externa neta en proporción al PIB (cuando mayor sea  $d$ ). Si el crecimiento del PIB nominal supera permanentemente el tipo de interés, bastaría un déficit  $Cc^*$  aproximadamente igual a dicha diferencia para estabilizar  $d$ . Si el crecimiento del PIB nominal y el nivel de los tipos de interés son similares, el nivel de deuda exterior neta no influye apenas en la determinación de  $Cc^*$ . La ecuación (1) justifica la importancia que los mercados conceden a las perspectivas de crecimiento del PIB. Si el país consigue adentrarse en una senda de crecimiento satisfactorio del PIB real y nominal, en cuyo caso este último sería por definición igual o superior al tipo de interés, no tendrá nunca problemas serios para ir pagando su deuda exterior en el transcurso del tiempo.

Ahora bien, cuando  $d$  es muy elevada, y en el caso de España la deuda exterior neta en proporción al PIB sólo es superada por la de Grecia, Irlanda y Portugal, los mercados pueden demandar no sólo la estabilización o la reducción de la deuda externa neta en proporción al PIB, sino una reducción de la deuda exterior neta. Para ello es necesario conseguir un superávit del conjunto de la balanza de pagos por cuenta corriente, sea cual sea la diferencia entre el crecimiento del PIB y el tipo de interés. Como mínimo, los países en esta situación no deben contentarse con estabilizar  $d$  sino con reducirla al mayor ritmo posible.

Teniendo en cuenta que el saldo de nuestra balanza comercial de bienes, servicios y transferencias arrojará un déficit cercano al 2% en 2011, el ajuste exterior necesario para estabilizar la deuda exterior es considerable. No se trata sólo de, digamos, reducir el saldo de  $Cc$  hasta conseguir un superávit sino de mantener dicho superávit, o al menos el equilibrio de  $Cc$ , cuando el PIB real y el deflactor del mismo estén creciendo, digamos, alrededor del 2%. Para decirlo con más precisión, para crecer a ritmos cercanos al 2% es necesario previamente reducir de forma significativa el déficit de la balanza de pagos por unidad de crecimiento económico ya que en caso contrario no se podría alcanzar dicho crecimen-



to. Por decirlo de otro modo, para que los mercados nos financien la deuda a un tipo de interés cercano a ritmos satisfactorios de crecimiento del PIB nominal es necesario efectuar ajustes y reformas que reduzcan sustancialmente la necesidad de ahorro exterior por unidad de crecimiento económico

### 3. LA POLÍTICA ECONÓMICA NECESARIA PARA ESTABILIZAR LA DEUDA EXTERIOR NETA

De los datos y razonamientos del epígrafe anterior se pueden extraer las medidas de política económica necesarias para estabilizar la deuda exterior y sacar la economía española de la zona de alto riesgo en donde se encuentra. Como se ha dicho, se trata esencialmente de reducir el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente por unidad de crecimiento económico. Esto exige una mejora sustancial de nuestra competitividad exterior que se ha de simultanear con una reducción de la prima de riesgo a fin de reducir el servicio de la deuda exterior.

La coexistencia de déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente elevados con ritmos muy bajos de crecimiento económico indica contundentemente que la oferta de bienes y servicios comerciables de nuestro país es pequeña. El déficit de la balanza de pagos de bienes y servicios se origina cuando la demanda de bienes y servicios comerciables supera la oferta de dichos bienes, incluso en momentos en que la demanda agregada es muy reducida. La orientación general de la política económica, por tanto, debe encaminarse a mejorar sustancialmente la competitividad estimulando la reasignación de los factores productivos desde los sectores y actividades no comerciables hacia la producción de bienes y servicios comerciables internacionalmente. Las líneas fundamentales de esta política económica han de ser la reforma del mercado de trabajo, la consolidación presupuestaria, la reforma del sector financiero y la reducción del consumo de energía importada.

Para conseguir el saldo  $Cc^*$  necesario para estabilizar la deuda sería necesario un aumento

de la competitividad exterior del orden del 10%, suponiendo que la política fiscal se disciplina lo suficiente para reducir o al menos mantener el coste medio de la deuda exterior en su nivel actual<sup>1</sup>. Para ello, los costes laborales unitarios relativos al promedio de la eurozona deberían reducirse en torno a esa cantidad. Esto sólo se puede conseguir mediante una reforma ambiciosa del mercado de trabajo, junto con una reducción de las cargas sociales acompañadas de subidas de tasas o impuestos indirectos que neutralicen su impacto negativo sobre el presupuesto. La reforma laboral, si es digna de tal nombre, inducirá una estructura de salarios relativos que refleje el exceso de oferta en los diversos segmentos del mercado e incentive el desplazamiento del factor trabajo hacia la producción de bienes y servicios comerciables. En un mercado de trabajo más eficiente que el que hoy tenemos, las tasas de paro habrían provocado hace ya tiempo bajadas de salarios nominales por hora trabajada en muchos sectores y cualificaciones profesionales y su congelación en otros. Con esta reforma se conseguiría reducir los salarios reales e intensificar la creación de empleo por unidad de crecimiento del PIB, al tiempo que se ganaría competitividad exterior.

La mejora de la competitividad se ha de distribuir en el tiempo, concentrándose más o menos en los primeros años dependiendo de la magnitud del ajuste presupuestario y de la evolución económica y financiera internacional. En todo caso, como sucedió en Alemania después de la unificación, y está sucediendo en los últimos años en Irlanda y empezando a ocurrir en Portugal, la contención salarial habrá de persistir durante un periodo dilatado. Al menos hasta que se generen las ganancias de competitividad y el empleo suficientes para recortar sensiblemente el nivel de paro y estimular el crecimiento económico.

La consolidación presupuestaria es imprescindible no sólo para conseguir reducir los costes

<sup>1</sup> Al respecto, véase la referencia en «La competitividad de la Economía Española», José Luis Feito, en «España en el Mundo: retos, tendencias y oportunidades», Alianza Editorial, 2011.



del servicio de la deuda exterior, y por esa vía contribuir a la estabilización de la deuda exterior, sino también para aumentar la proporción en el PIB del sector productor de bienes y servicios comerciables. La reducción del déficit público, sobre todo si el ajuste se concentra en el gasto público, permitiría reasignar recursos crediticios y laborales hacia los sectores que producen bienes y servicios exportables y hacia los que compiten con las importaciones. Por otra parte, el saneamiento del sistema financiero es vital para que el crédito vuelva a fluir, abandonando los activos no comerciables en donde está bloqueado y reasignándose hacia el resto de sectores de la economía. La economía española ha de efectuar una masiva reasignación de recursos hacia los sectores y actividades que exportan o que producen bienes y servicios que compiten con las importaciones y dicha reasignación no es posible si no funcionan o lo hacen al ralentí los canales crediticios.

Por último, se ha de reducir el excesivo consumo de energía importada por unidad de PIB, otro de los factores responsables de nuestra fuerte dependencia del ahorro exterior. Nuestro consu-

mo de energía importada es mayor que el de cualquier otra economía europea en parte por razones de precio y en parte por el uso excesivo de la carretera en el transporte de mercancías. La fiscalidad, impuestos y subsidios de la energía en España estimulan su demanda en comparación con otros países europeos. Igualmente, la fiscalidad de usar las carreteras es mucho más baja en España que en cualquier otro país europeo de nuestro entorno (donde alrededor del 70% de las carreteras de alta capacidad tienen peaje para automóviles y camiones). Más grave aún, la inversión en ferrocarril desde hace muchos años se ha destinado casi exclusivamente a la red del AVE, que como se sabe no transporta mercancías.

En resumen, una reforma profunda del mercado laboral y de la fiscalidad del trabajo, de la energía y del transporte por carretera y ferrocarril: una rigurosa disciplina presupuestaria concentrada en el lado de gasto y el saneamiento del sistema financiero han de ser las grandes líneas de una política económica encaminada a eliminar la restricción de financiación exterior que cercena las posibilidades de crecimiento y de creación de empleo de nuestra economía.

