

SECTOR EXTERIOR, RESERVAS Y EMPLEO, ALGUNAS OBSERVACIONES

A pesar de la excelente recuperación de los saldos de nuestras cuentas exteriores que, por cuenta corriente, han pasado de representar un déficit del 1,7% del PIB en 1983 a un superávit del 2,3% del PIB en 1986, y que, además, han permitido una acumulación de nuestras reservas en divisas que han pasado de 11.300 millones de dólares en 1983 a 18.000 millones de dólares en 1986 (todo ello al tiempo que se reducía nuestro endeudamiento exterior en 7.000 millones de dólares) hay ciertas corrientes de opinión que critican ampliamente esta situación y consideran que es inestable, que induce a engaño y que es poco representativa de la realidad económica española. Sus argumentos son sintéticamente los siguientes:

¿Cómo es posible que se permita un superávit por cuenta corriente tan elevado, o lo que es lo mismo una exportación de ahorro tan elevada, cuando tenemos la tasa de paro más alta de Europa? ¿Cómo es posible acumular tantas reservas de divisas que se invierten en el extranjero cuando lo que se necesita es invertir y crear empleo en España?

En definitiva se considera que, económicamente, es incompatible tener una situación interna negativamente desequilibrada y una situación externa positivamente desequilibrada.

Mi intención en este artículo no es tanto rechazar estas críticas cuanto explicar por qué la situación es ésta y no es otra y, lo que es más importante, por qué es muy difícil que pudiera ser otra.

Recordemos, en primer lugar, la conocida identidad macroeconómica de una economía abierta ($BC = S - I$) es decir, el saldo por cuenta corriente en el período equivale a la diferencia entre el ahorro y la inversión en el mismo período. Un saldo corriente positivo significa que el ahorro ha sido superior a la inversión del período y viceversa para un déficit corriente. Cuando el ahorro generado es superior a la inversión realizada se dice que con dicho exceso de ahorro se ha hecho un préstamo neto al extranjero. Por otro lado ($BC - R - K$) es decir, el saldo por cuenta corriente equivale a un aumento o reducción de reservas (o activos netos extranjeros) menos el saldo de la balanza de capital. Un superávit corriente hace crecer las reservas en la misma proporción si el saldo de la balanza de capitales es 0 y no se traduce en aumento de reservas si la cuenta de capital arroja un saldo negativo equivalente al superávit corriente.

En 1986 nos encontraremos con una situación en la que tenemos un superávit por cuenta corriente de unos 5.500 millones de dólares, un superávit por cuenta de capital a largo plazo por inversiones de 3.600 millones, un déficit por cuenta de capital por préstamos financieros de 6.700 millones de

dólares y, finalmente, un aumento de las reservas de 3.000 millones de dólares aproximadamente, con lo que su stock alcanza 18.000 millones de dólares.

Pues bien, la crítica que se hace a la situación de las cuentas externas es la siguiente: ¿porqué estamos prestando al extranjero cuando hay mucho paro en España, o lo que es lo mismo, por qué no nos "comemos" las reservas invirtiéndolas en España y creamos empleo en España, en lugar de invertir las en el extranjero?.

Ante estas críticas se puede responder con una serie de argumentos:

1) En primer lugar, el superávit corriente de 1986 es mucho más "sano", por decirlo de alguna manera, que los superávits de 1984 y 1985 y, naturalmente, que los déficits corrientes de los años anteriores. La razón es clara, los déficits corrientes de principio de los años 80 se debían no a un aumento de la inversión superior al del ahorro, sino a una caída de ahorro superior a la caída de la inversión. Los superávits de 1984 y 1985 se deben a una fuerte recuperación del ahorro de las familias y de las empresas, que no tuvo una materialización total de la inversión interna. La capacidad de financiación del sector familiar y empresas representó en 1984 y en 1986 un 5,5% y un 6,2% del PIB respectivamente, frente a un 2,7% en 1983, mientras que la necesidad de financiación de las administraciones Públicas se mantenía más o menos estable.

En 1986 la inversión se ha recuperado sustancialmente pasando a representar un 19,5% del PIB (frente a un 17,5% en 1983), lo que ocurre es que el menor desahorro público operado por una reducción de las necesidades de endeudamiento de las Administraciones Públicas y un, todavía mayor, aumento del ahorro de las familias y empresas ha hecho que el ahorro total haya pasado a representar un 22% del PIB.

Es decir, nos encontramos con un superávit corriente en una situación de amplio crecimiento de ahorro y la inversión interna y no de una reducción de ambas, lo que ocurre ahora es que el ahorro ha crecido más que la inversión en lugar de caer menos que la inversión, lo cual es un hecho muy importante y demuestra una situación mucho más positiva y alentadora de nuestra economía.

Dicho de otra manera, mientras que en 1984 se tenía un superávit corriente con una absorción doméstica (C+I) negativa, debido a una política de ajuste, en 1986 se tiene un superávit corriente con una absorción doméstica que crece un 5,9%, aproximadamente.

2) En segundo lugar, no hay que confundir los flujos nominales con los reales, ya que puede parecer una contradicción que en 1986 tengamos un superávit corriente, es decir, que el flujo de exportaciones de bienes y servicios haya sido superior al de las importaciones de bienes y servicios y que, al mismo tiempo, dicho superávit haya restado 2,1 puntos

al crecimiento del PIB.

Esto no es en absoluto contradictorio por dos razones, primero porque el crecimiento del PIB y de las importaciones y exportaciones de bienes y servicios se computa en términos reales y éstos dependerán de cómo han evolucionado los precios de uno y otros. Da la casualidad de que en 1986 hemos mejorado sustancialmente nuestra relación real de intercambio o, lo que es lo mismo, nuestros precios de exportación, en peseta, han caído mucho menos que nuestros precios de importación. La razón ha sido, naturalmente, la caída de los precios del petróleo y la depreciación del dólar en que están denominados. Ahora bien, a la hora de deflactar los flujos nominales de importación y exportación por sus respectivos precios, las tasas nominales de crecimiento de las exportaciones se han reducido en mayor medida que las de las importaciones al deflactarlas por unos precios superiores, para obtener los flujos en términos reales. Es decir, que la mejora en nuestra relación real de intercambio que es la principal protagonista de nuestro superávit corrientes es también una causa importante de que la aportación del sector exterior al crecimiento del PIB sea negativa ya que las importaciones de bienes y servicios en términos reales han crecido más que las exportaciones de bienes y servicios aún cuando éstas últimas hayan sido mayores en términos nominales. Además conviene recordar que lo importante para calcular la aportación del sector exterior y de la demanda interna al crecimiento del PIB no es el volumen del flujo en el período si no cuánto ha crecido respecto del período anterior. El flujo de exportaciones puede ser superior pero puede crecer menos que el de importaciones en relación con el período anterior.

Pero hay una segunda causa para explicar este fenómeno y es que en España la elasticidad de las importaciones respecto de la demanda interna es muy alta (un 1,4) es decir, que por cada unidad que crece 1,4 unidades, mientras que, por el contrario, la oferta de exportaciones está correlacionada negativamente con la demanda interna, es decir, que cuando aumenta la demanda interna, los fabricantes de bienes y servicios prefieren venderlos en España que exportarlos por ser más fácil y, probablemente, más rentable, lo primero que lo segundo. Por ello, cuando la demanda interna es negativa (1,20%) como en 1984 se exporta más (15%) y se importa menos (0%). Cuando la demanda interna crece casi al 6% como en 1986, lo lógico es que las importaciones lo hagan en cerca del 10% y las exportaciones crezcan menos. A esto hay que añadir, lógicamente, los efectos de la demanda externa que en 1984 fue altísima y ayudó a que las exportaciones crecieran al 18%, mientras que en 1986 ha sido muy débil y ha contribuido al pequeño crecimiento exportador del 1,7% en términos reales.

3) En tercer lugar, el criticado aumento de reservas de divisas en unos 3.000 millones de dólares ha sido el menor de los posibles, y esto por dos razones:

La primera razón reside en que si no se llega a reducir el stock de deuda externa en unos 7.000 millones de

dólares, unos 4.000 de ellos por amortizaciones anticipadas, y otros 3.000 por amortizaciones regulares que se podrían haber renovado como se hizo en años anteriores (salvo en 1985), el aumento de reservas hubiera sido muchísimo mayor.

La segunda razón consiste en que, como es bien sabido, si se hubiese dejado que el tipo de cambio de la peseta oscilara con entera libertad no habría habido ningún aumento de reservas. La peseta hubiese reaccionado ante el superávit por cuenta corriente y las mayores entradas de capital a largo y corto plazo, apreciándose considerablemente y evitando cualquier acumulación de reservas. Ahora bien, esta apreciación de la peseta podría haber puesto en grave peligro nuestras exportaciones y habría fomentado aún en mayor medida el flujo de nuestras importaciones.

La razón pues del crecimiento de las reservas en 3.000 millones de dólares es, ni más ni menos, que las autoridades monetarias han estado interviniendo en el mercado de cambios de la peseta para evitar que se apreciase, vendiendo pesetas contra dólares y adquiriendo dólares por valor del citado incremento de reservas. De no haberlo hecho no se hubiera podido mantener nuestro tipo de cambio nominal frente a la CEE (aunque en términos reales se haya apreciado en un 5% por aumento de nuestro diferencial de inflación) y se podría haber llegado a un tipo de cambio frente al dólar y al marco realmente insostenible.

Pero, además, existen otras razones o "motivos de precaución", para que España mantenga un nivel de reservas tan elevado. Primero, para mantener la solvencia y el excelente rating que tiene España en los mercados de capitales. Segundo, para hacer frente a cualquier movimiento especulativo de capitales a corto plazo. No hay que olvidar que tenemos unos saldos de cuentas corrientes de pesetas convertibles de cerca de 8.000 millones de dólares que pueden pasar a corto plazo a otras divisas. Tercero, porque es conveniente tener un "colchón de precaución" hasta que veamos cómo acaba nuestro período de adaptación a la Comunidad. Por último, porque permiten continuar sin temores, la política de reducción de tipos de interés y de ligera expansión de la demanda interna.

En definitiva, se puede decir que el nivel de reservas no ha podido ser menor a pesar de que se ha intentado y que su nivel permite un mayor margen de maniobra para cualquier política de expansión interna que se quiera llevar a cabo en el futuro.

4) En cuarto lugar, conviene señalar que la crítica de inconsistencia entre el superávit corriente y la elevada tasa de desempleo asociada a un nivel reducido de actividad económica parece considerar que el paro español tienen raíces keynesianas cuando, todos los estudios que se han realizado demuestran lo contrario; es decir, que el componente neoclásico (rigideces en el mercado laboral, nivel de salarios reales, etc.) es muy superior al keinesiano. Esto quiere decir que aumentos mayores de la demanda interna que el acontecido en

1986 pueden irse exclusivamente a precios y no al aumento de actividad y mayor demanda de trabajo.

De todas maneras conviene matizar que también el paro neoclásico puede reducirse vía el aumento de la inversión y del stock de capital ya que aumenta la productividad del trabajo aumenta la rentabilidad de la inversión en el factor trabajo y aumenta el empleo, aunque todo depende, claro está, de la reacción de los salarios.

Con todos estos argumentos no quiero en ningún caso, defender como regla unos superávits corrientes como los de 1986. Creo que tales superávits no deben de constituir un objetivo de nuestra política económica, ya que de seguir así, en el futuro tendremos, por un lado, cada vez mayores apreciaciones del tipo de cambio y lo que se deriva de éstas, es decir, pérdidas de competitividad, con la consiguiente alteración de rentabilidades y reasignación de recursos en favor del sector de bienes no comerciados y en contra del sector de bienes comerciados, que es el que necesitamos relanzar a medio plazo; y, por otro lado, mayores intervenciones, aumentos de reservas y necesidades de esterilización por parte de la autoridad monetaria con su consiguiente efecto adverso finalmente sobre el crédito interno al sector privado.

Por todo ello, sería conveniente que el superávit corriente fuese descendiendo paulatinamente en los próximos años, lo cual no parece ser difícil una vez que el precio del petróleo empiece a recuperarse y el dólar deje de caer, con lo que reduciría el efecto de mejora de la relación real de intercambio sobre nuestras cuentas exteriores, que ha sido el principal protagonista en 1.986.