

## **DEUDA EXTERIOR Y OBJETIVOS DE BALANZA DE PAGOS EN ESPAÑA: UN ANALISIS DE LARGO PLAZO**

José VIÑALS \*

*Banco de España*

*El nivel de endeudamiento exterior de la economía viene determinado por la evolución de sus cuentas exteriores en períodos anteriores. A su vez, las cargas financieras que este endeudamiento lleva consigo ponen límites fundamentales a la evolución deseable del sector exterior en el futuro. Este trabajo analiza la relación existente entre la deuda exterior neta de la economía española y los objetivos de balanza de pagos en un contexto de equilibrio a largo plazo.*

### **1. Introducción**

La balanza de pagos por cuenta corriente es una de las magnitudes básicas de referencia en el diseño de estrategias de política macroeconómica. Esta balanza, refleja la capacidad de financiación de la economía a lo largo del tiempo, y tiene como contrapartida la variación de sus pasivos exteriores netos. En función del tipo de cambio escogido por las autoridades económicas, no sólo se verá afectado el saldo de la balanza por cuenta corriente y por lo tanto el volumen de los pasivos, sino que la variación de estos corresponderá, bien a operaciones financieras autónomas en la balanza de capitales, bien a operaciones financieras resultantes de la intervención en el mercado de divisas y que vienen asociadas con cambios en las reservas exteriores.

Sin embargo, a pesar de la transcendencia macroeconómica de la balanza corriente, no es fácil determinar cuáles son los objetivos que las autoridades económicas deben formular respecto de dicha balanza. Mientras que la consecución de los objetivos internos de crecimiento máximo con pleno empleo y baja inflación son generalmente aceptados, los objetivos de balanza de pagos y tipo de cambio aparecen como algo mucho más complejo y discutible.

El presente trabajo pecaría de pretencioso si intentara resolver plenamente dichos problemas. Su objetivo inmediato, mucho más modesto, consiste en reflexionar rigurosamente sobre la ecuación intertemporal de balance de la economía española. En otras palabras, se exploran las consecuencias financieras futuras —y sus implicaciones macroeconómicas— que producen diversas sendas de ahorro neto de la economía.

\* Agradezco las sugerencias y comentarios de M. A. Arnedo, J. M. Bonilla, J. Cuddington, D. González, J. B. de Macedo, P. Martínez Méndez, J. Pérez y R. Repullo, así como las del evaluador anónimo. Cualquier error u omisión es responsabilidad única del autor.

Tomando como base la deuda exterior de la economía española a finales de 1984, se realiza un análisis de largo plazo que permite arrojar alguna luz sobre las siguientes cuestiones:

1. ¿Qué objetivos de balanza corriente son compatibles a largo plazo con el sostenimiento del porcentaje de endeudamiento exterior neto en relación al PIB alcanzado por la economía española a finales de 1984?
2. ¿En qué medida dependen estos objetivos del potencial de crecimiento de la economía y del tipo de interés real de la deuda?
3. ¿Hasta qué punto resulta factible la consecución de estos objetivos en función de la experiencia reciente de la economía española?
4. ¿Qué tasa de ahorro privado neto debe obtenerse a largo plazo para consolidar la deuda externa y la deuda pública en las proporciones existentes a finales de 1984?

Todas estas cuestiones se centran en las exigencias macroeconómicas impuestas por la solvencia financiera de la economía en los mercados internacionales, en base a la deuda exterior existente. Por lo tanto, el análisis se basa en la definición de la «ecuación de balance» de la economía en su conjunto. Otra cuestión muy diferente es la que se refiere a los niveles óptimos de endeudamiento exterior que la economía debe mantener en cada momento, de forma que respete su «ecuación de balance» o solvencia financiera. Si bien el marco teórico de la sección siguiente aborda este problema como estrategia para centrar el análisis, el resto del trabajo se encuentra en los aspectos positivos, sin entrar en los aspectos normativos de optimalidad, que son altamente complejos.

El trabajo se estructura como sigue: la sección 2 analiza el concepto de déficit exterior en un contexto microeconómico; la sección 3 construye un modelo simple para estudiar las relaciones de equilibrio a largo plazo entre deuda exterior y balanza de pagos; las secciones 4 y 5 aplican este análisis a la economía española, y la sección 6 resume las principales conclusiones obtenidas.

## **2. Una perspectiva microeconómica del sector exterior**

Una economía abierta sólo puede exhibir un déficit corriente (desahorro) cuando el resto del mundo está dispuesto a financiar el exceso de absorción sobre producción nacional. Si la economía nacional no tiene acceso al mercado internacional de capitales, cualquier posición de la balanza corriente distinta a la de equilibrio es imposible.

Sin embargo, la palabra «equilibrio» referida a un saldo cero, no significa necesariamente un objetivo que deba ser continuamente alcanzado, si la economía tiene acceso a los mercados internacionales de capitales. Así como la teoría pura del comercio internacional muestra que existen ganancias potenciales para la sociedad, que resultan del intercambio de productos distintos de igual valor en un momento dado de tiempo, también existen ganancias potenciales intertemporales resultantes del intercambio de productos en distintos momentos.

Considérese, por ejemplo, el caso de una economía pequeña que viene dotada con el bien «y» en los períodos 1 y 2 en las cantidades  $(y_1, y_2)$ , siendo este bien el único<sup>1</sup> bien producido en el mundo. Las posibilidades de consumo  $(c_t)$  de la economía vienen definidas por el área  $Oy_2Ay_1$  en el gráfico 1 ( $c_1 \leq y_1, c_2 \leq y_2$ ).

No obstante, si la economía tiene acceso al mercado internacional de bienes y de capitales, ésta puede disociar su consumo de las dotaciones del bien en cada período. Al tipo de interés real  $(r^*)$ , las posibilidades de consumo de la economía se amplían considerablemente desde el área  $Oy_2Ay_1$ , en el gráfico 1, al área  $OBAC$ , en el gráfico 2, con lo que se derivan ganancias potenciales ( $c_1 \geq y_1, c_2 \geq y_2$ ). En este caso, el consumo puede superar las cantidades del bien disponible en el período mediante un déficit de la balanza de mercancías<sup>2</sup> (y corriente), que se financia con el endeudamiento de la economía en los mercados internacionales al tipo de interés  $r^*$ . En un mundo con dos períodos (presente y futuro) como el que aquí se considera, la solvencia de la economía requiere que el desahorro neto del presente venga correspondido con un ahorro neto futuro de la magnitud requerida para devolver el préstamo contraído anteriormente. Por lo tanto, se precisa que la economía alcance un superávit en el futuro, a fin de que genere los recursos precisos para devolver el préstamo.

Esto no es más que la versión, en terminología de balanza de pagos, de la restricción intertemporal de la economía, que señala que el valor presente del consumo<sup>3</sup> debe de igualar el valor presente de las dotaciones de bienes:

$$c_1 + \frac{c_2}{1 + r^*} = y_1 + \frac{y_2}{1 + r^*} \quad [1]$$

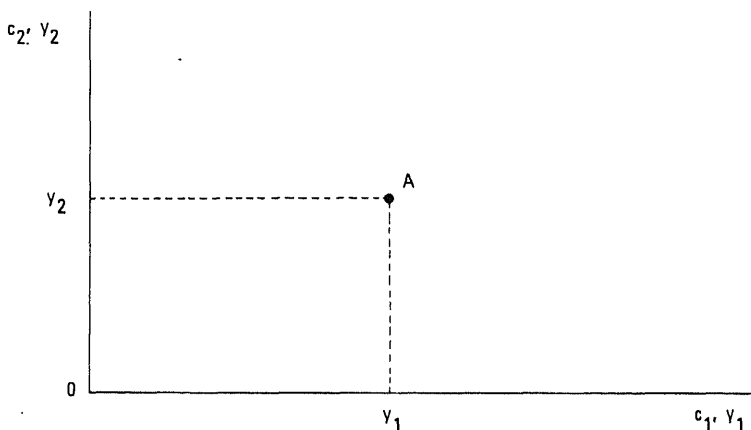


Gráfico 1.

<sup>1</sup> Para simplificar, se supone que el bien «y» es perecedero y que sólo hay dos períodos: presente y futuro.

<sup>2</sup> Al no producirse e intercambiarse más que bienes, la balanza de mercancías es igual a la balanza de bienes y servicios y a la balanza por cuenta corriente en el primer período, ya que el nivel de endeudamiento externo inicial es nulo.

<sup>3</sup> Como no hay inversión ni gasto público, la absorción se reduce al consumo. El modelo que aquí se expone es similar a los que se desarrollan en Sachs (1981), Dornbusch (1983) y Cuddington y Viñals (1986), en cuanto a su estructura intertemporal.

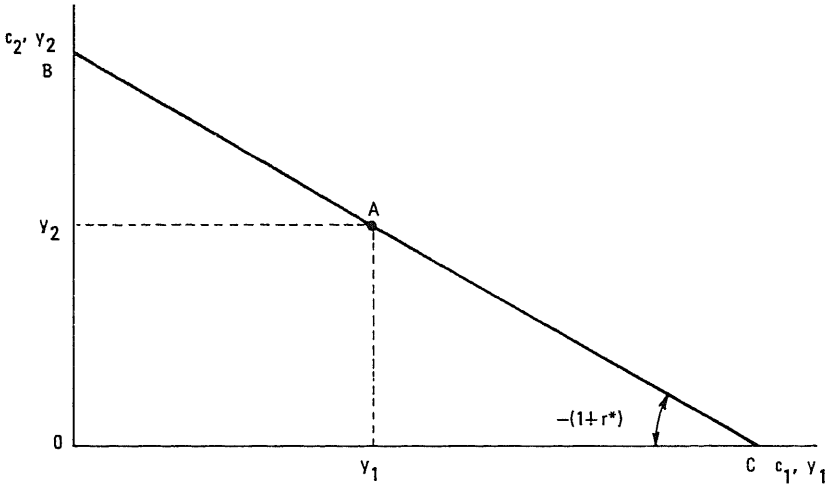


Gráfico 2.

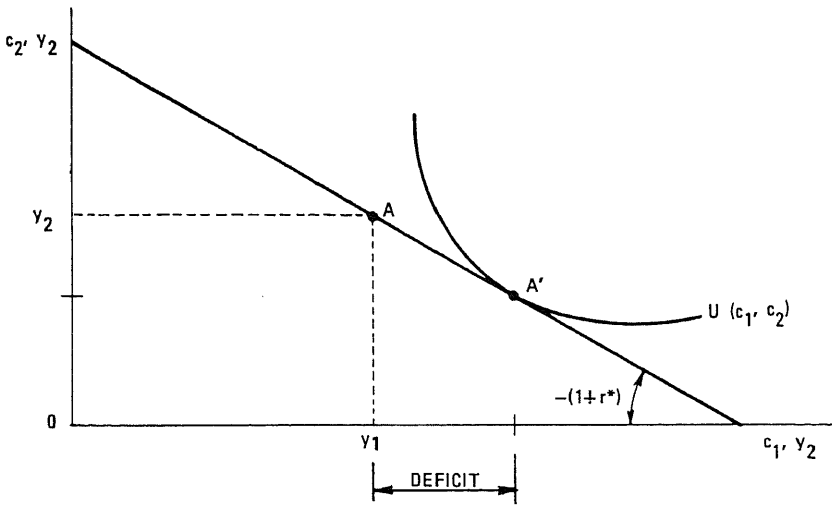


Gráfico 3.

Reescribiendo la expresión [1]:

$$(y_1 - c_1) + \frac{(y_2 - c_2)}{1 + r^*} = 0 \quad [2]$$

y definiendo  $x_t = y_t - c_t$  como la balanza de mercancías en el período  $t$ , se tiene que:

$$x_1 + \frac{x_2}{1 + r^*} = 0 \quad [3]$$

Es decir, el *valor presente* de las balanzas de mercancías debe ser igual a *cero*, para que la economía salde sus deudas externas contraídas a lo largo del tiempo.

El gráfico 3 describe la situación de una economía que —aun teniendo posibilidad de acceso al mercado internacional de capitales al tipo de interés  $r^*$ — decide mantener su balanza de mercancías igual a cero en cada momento (punto  $A$ ). Es patente que, en general, esta estrategia conduce a unas menores posibilidades de consumo y bienestar para la economía (área  $Oy_2Ay_1$ ). Si, por ejemplo, la función intertemporal de utilidad  $u(c_1, c_2)$  del consumidor representativo es tal que la trayectoria de consumo deseada es  $A'$ , la economía debe incurrir en un déficit en el primer período —financiado por endeudamiento externo— y pagar la deuda en el siguiente período mediante un superávit de la magnitud apropiada.

Aunque este ejemplo es sumamente simple, es perfectamente aplicable a economías más complejas y a horizontes temporales más extensos. La implicación más relevante del análisis realizado hasta ahora es que, en un modelo que también contemple la existencia de un sector público, *la política macroeconómica debe ser trazada de forma que sea consistente con el cumplimiento por parte de la economía de sus obligaciones internacionales*; es decir, con la satisfacción de la expresión [3].

Por consiguiente (generalizando el ejemplo al mundo real donde se producen e intercambian bienes y servicios) una economía no tiene por qué perseguir como objetivo macroeconómico el logro de una balanza corriente equilibrada en cada período. Muy al contrario, la posibilidad de acceder como prestatario al mercado internacional de capitales mediante un déficit corriente puede resultar muy beneficioso en los siguientes supuestos:

- a) Si se prevé que la producción de la economía va a aumentar en el futuro, una decisión óptima desde el punto de vista de los consumidores consiste en consumir más de lo producido en el presente mediante un aumento del déficit exterior, y consumir menos de lo producido en el futuro. La teoría de la renta permanente de la función de consumo nos indica que ésta es una estrategia más adecuada que la consistente en mantener continuamente el equilibrio de los pagos comerciales.
- b) Si existe una inversión nacional superior a la que puede ser financiada con ahorro nacional y su tasa de rentabilidad supera el tipo de interés real del endeudamiento exterior, la inversión debe financiarse aunque para ello haya que incurrir en un déficit exterior transitorio.

Si las circunstancias fueran las contrarias a las que se describen en los supuestos *a)* y *b)*, la economía debería mantener un superávit en su balanza corriente, pasando a desempeñar la función de prestamista en el mercado internacional de capitales.

La simplicidad del ejemplo utilizado en esta sección no sólo sirve para descalificar las estrategias «conservadoras» de balanza de pagos basadas en el mantenimiento continuo de balanzas corrientes *nulas*. También sirve para poner en tela de juicio las estrategias «beligerantes» de balanza de pagos, consistentes en endeudarse externamente al *máximo* nivel que permitan los mercados financieros internacionales. En el gráfico 3 se observa que, aunque los mercados financieros podrían

prestar sin problemas a la economía una cantidad muy superior a la que ésta demanda en el punto  $A'$ , el agente representativo no desea aprovechar su «techo» de endeudamiento en los mercados exteriores, ya que ello le reporta un menor nivel de utilidad.

Existe, sin embargo, una proporción de endeudamiento respecto al PIB, que por consideraciones que no se examinan en este trabajo, pueda determinarse empíricamente que es la óptima. Una vez precisado este porcentaje, el problema que viene a continuación es el de su consecución a largo plazo.

Las secciones siguientes, lejos de adentrarse en el primero de los problemas citados (es decir, es el porcentaje de endeudamiento exterior respecto al PIB de la economía óptimo en cada momento del tiempo), parten de unos porcentajes de endeudamiento dado y examinan las consecuencias financieras que se derivan de su mantenimiento futuro.



### 3. Un modelo de largo plazo para la deuda exterior

En esta sección se analizan las consecuencias financieras *futuras* que se derivan de la estabilización del nivel *presente* de endeudamiento exterior, resultante, a su vez, de la senda de ahorro neto seguido por la economía en el *pasado*. Por lo tanto, se intenta responder a la pregunta siguiente: ¿qué saldo de la balanza corriente habría que mantener por término medio a largo plazo para financiar el nivel de endeudamiento exterior actual?

La contestación a esta pregunta parte de la identidad de la balanza de pagos, que establece que la balanza corriente ( $CA$ ) más la balanza de capital ( $CAP$ ) menos las variaciones de las reservas exteriores ( $R$ ) es igual a cero:

$$CA_t + CAP_t - (R_t - R_{t-1}) \equiv 0 \quad [4]$$

En cada período, la restricción [4] de la balanza de pagos se puede reescribir de la forma siguiente:

$$\underbrace{p_t^* e_t M_t + i_{t-1}^* e_t B_{t-1}^*}_{\text{Empleos}} \equiv \underbrace{p_t X_t + IN_t + (B_t^* - B_{t-1}^*) e_t}_{\text{Recursos}} \quad [5]$$

Las variables se definen como sigue:  $X$  es el volumen de exportaciones de bienes y servicios (excluidos los intereses de la deuda),  $M$  el volumen de importaciones de bienes y servicios (excluidos los intereses de la deuda),  $B^*$  el stock de deuda neta en moneda extranjera,  $IN$  las inversiones totales netas del exterior,  $p$  el precio del bien producido en el país,  $p^*$  el precio del bien producido en el resto del mundo,  $e$  el tipo de cambio nominal (definido como unidades de moneda nacional por unidad de moneda extranjera) e  $i^*$  el tipo nominal de interés internacional. La identidad [5] viene expresada en moneda nacional.

Según la expresión [5], la economía necesita financiar en cada período las importaciones de bienes y servicios y el pago de intereses de la «deuda exterior

netas» con exportaciones de bienes y servicios, inversiones netas del exterior y endeudamiento exterior neto. (Las transferencias unilaterales se han incluido en  $X_t$  para simplificar).

Como puede apreciarse, la balanza de capital y las variaciones de reservas exteriores se han consolidado. Esta consolidación obedece a que una reducción de la deuda exterior bruta con cargo a las reservas exteriores no varía la deuda exterior neta de la economía<sup>4</sup>. Al mismo tiempo, hay que distinguir entre los movimientos de pasivos exteriores netos que vienen ligados a las inversiones totales (directas, en cartera, en inmuebles) y que no son deuda externa, y aquellos que sí lo son. Dentro de este último concepto se integran todos los pasivos exteriores netos que llevan consigo una obligación de pago de intereses, que es el concepto de «deuda exterior neta» verdaderamente relevante<sup>5</sup>.

En una economía en crecimiento, donde la renta real crece a la tasa  $n$ , es conveniente reexpresar [5] como proporción de la renta ( $p_t Y_t$ ). Reagrupando términos, se obtiene que:

$$\begin{aligned} \frac{p_t^* e_t M_t}{p_t Y_t} + (1 + i_{t-1}^*) \frac{B_{t-1}^* e_{t-1}}{p_{t-1} Y_{t-1}} \frac{e_t}{e_{t-1}} \frac{p_{t-1}}{p_t} \frac{Y_{t-1}}{Y_t} = \\ = \frac{p_t X_t + IN_t}{p_t Y_t} + \frac{B_t^* e_t}{p_t Y_t} \end{aligned} \quad [6]$$

En una situación de *equilibrio a largo plazo*, las proporciones entre las distintas macromagnitudes se mantienen constantes<sup>6</sup>. Llamando a:

$$\frac{p_t X_t + IN_t}{p_t Y_t} - \frac{p_t^* e_t M_t}{P_t Y_t} = x \quad (\text{balanza objetivo}) \quad [7]$$

$$\frac{B_t^* e_t}{p_t Y_t} = \frac{B_{t-1}^* e_{t-1}}{p_{t-1} Y_{t-1}} = b^* \quad (\text{endeudamiento exterior}) \quad [8]$$

$$i_{t-1}^* = i^* \quad [9]$$

$$\frac{e_t}{e_{t-1}} = (1 + \varepsilon) \quad [10]$$

<sup>4</sup> Hay que tener en cuenta, no obstante, que si los tipos de interés de activos y pasivos externos son diferentes, variaciones de activos y pasivos que dejen inalterado el nivel de deuda neta, pueden cambiar el coste medio de la misma. En el texto se supone que activos y pasivos son homogéneos.

<sup>5</sup> Una definición más amplia del concepto «deuda exterior neta» incluiría también los activos y pasivos correspondientes a títulos de renta variable, con lo que los cálculos numéricos que posteriormente se realizan se verían afectados. Si bien esto es verdad en principio, en nuestro caso las variaciones cuantitativas de los resultados son pequeñas y en ningún momento alteran el sentido de nuestras conclusiones.

<sup>6</sup> Análisis similares de equilibrio a largo plazo se encuentran en Cooper y Sachs (1985) y Simonsen (1985).

$$\frac{p_t}{p_{t-1}} = (1 + \pi) \quad [11]$$

$$\frac{p_t^*}{p_{t-1}^*} = (1 + \pi^*) \quad [11']$$

$$\frac{\gamma_t}{\gamma_{t-1}} = (1 + n) \quad [12]$$

la identidad [6] se transforma en la condición de equilibrio a largo plazo:

$$x = \left[ \frac{(1 + i^*)(1 + \varepsilon)}{(1 + \pi)(1 + n)} - 1 \right] b^* \quad [13]$$

Como es sabido, en situación de equilibrio no estocástico a largo plazo, todos los precios relativos permanecen constantes. Por consiguiente, el precio relativo fundamental de una economía abierta —el tipo de cambio real— permanece constante en situación de equilibrio. Por lo tanto, se verifica que:

$$(1 + \varepsilon) = \frac{(1 + \pi)}{(1 + \pi^*)} \quad [14]$$

Según la expresión [14], a largo plazo, el tipo de cambio nominal se deprecia ( $\varepsilon > 0$ ) cuando la inflación nacional ( $\pi$ ) es superior a la inflación exterior ( $\pi^*$ ). Incorporando [14] en [13] y sustituyendo se obtiene:

$$x = \left[ \frac{(1 + i^*)}{(1 + \pi^*)(1 + n)} - 1 \right] b^* \quad [15]$$

Definiendo el tipo de interés real ( $r^*$ ) como  $(1 + r^*) = (1 + i^*)/(1 + \pi^*)$  resulta:

$$x = \left[ \frac{r^* - n}{1 + n} \right] b^* \quad [16]$$

La ecuación [16] es válida tanto para un país deudor ( $b^* > 0$ ) como para un país acreedor ( $b^* < 0$ ), y todos sus componentes vienen expresados como porcentajes de la renta nacional. Por ejemplo, en el caso de un país deudor, lo verdaderamente relevante es el coste de financiación de su deuda medido en unidades del producto nacional y no en unidades de moneda extranjera.

La ecuación pone de relieve que, dada la tasa de crecimiento de la economía a largo plazo y el tipo de interés real de la deuda exterior, existe una estrecha relación entre el nivel de endeudamiento externo de la economía (en porcentaje del PIB) y el saldo de la *balanza objetivo* ( $x$ ) que tiene que mantener por término medio (en porcentaje del PIB), para efectuar la transferencia de recursos reales necesaria correspondiente a las cargas financieras derivadas de dicho endeuda-

miento ( $b^*$ ). Es, pues, la denominada balanza objetivo, y no la balanza de mercancías, bienes y servicios o balanza corriente, la que se corresponde estrechamente con la evolución de la deuda exterior neta.

En relación a la expresión [16] conviene hacer las siguientes consideraciones:

1. La que hemos bautizado como *balanza objetivo* ( $x$ ) no es exactamente la balanza corriente. Tal y como aparece definida en [7] es la balanza corriente más los pagos de intereses de la deuda exterior neta más las inversiones totales netas procedentes del exterior<sup>7</sup>. Según se ha argumentado en páginas anteriores, el saldo de esta balanza es el apropiado para el análisis que aquí se realiza, puesto que es el concepto flujo que corresponde al concepto de deuda exterior neta tal y como se ha definido ésta.
2. La economía debe mantener, por término medio, superávit o déficit en su balanza objetivo según la tasa de *crecimiento* de la economía ( $n$ ) exceda o no al tipo de *interés* real ( $r^*$ ) de la deuda externa. Por lo tanto, una economía con una tasa de crecimiento sostenible elevada ( $n > r^*$ ) puede hacer frente a la financiación de la deuda externa sin tener que «apretarse el cinturón» a fin de conseguir superávits en su balanza objetivo en el futuro<sup>8</sup>; es decir, puede incluso mantener un déficit exterior. En el caso contrario ( $r^* > n$ ), la expresión [16] muestra la transferencia de recursos reales que la economía debe efectuar al exterior exclusivamente para financiar su nivel relativo de endeudamiento externo.
3. La tasa de *inflación* nacional ( $\pi$ ) se halla ausente de la expresión [16], lo que pone de manifiesto que cualquier intento de «devaluar» la deuda externa y sus cargas financieras mediante un proceso inflacionario interno, no resulta efectivo a largo plazo. La razón es que —a largo plazo— a medida que se abre un diferencial positivo entre la inflación nacional y la exterior, el tipo de cambio nominal se deprecia proporcionalmente. Por consiguiente, no existe ninguna ganancia neta para el país deudor, necesitando transferir la misma cantidad de recursos reales al exterior para financiar la deuda externa, aunque con una mayor inflación interna.
4. La expresión [16] ilustra claramente cómo la ralentización del crecimiento económico mundial (disminución de  $n$ ) y el aumento generalizado de los tipos de interés reales internacionales (aumento de  $r^*$ ) durante los últimos años, han *agravado* el problema de la deuda exterior internacionalmente. En tales circunstancias, la transferencia de recursos reales que precisan hacer los países deudores para financiar sus niveles relativos de endeudamiento exterior aumenta considerablemente, lo que lleva consigo la adopción de programas de ajuste macroeconómico de austeridad en estos países.

<sup>7</sup> Tal y como se ha señalado en el texto, la balanza objetivo también incluye las transferencias unilaterales.

<sup>8</sup> Obsérvese que esta situación de equilibrio a largo plazo no excluye el que a corto plazo haya una correlación negativa entre aumentos de la renta y de la balanza objetivo, como resultado de un incremento de las importaciones motivado por una expansión de la demanda interna. A largo plazo, no es la demanda sino los factores productivos los que gobiernan el crecimiento de la renta.

5. Obsérvese que el coste en términos de recursos reales de la deuda exterior para el sector privado del país deudor no consiste únicamente en la deuda exterior *privada*, sino también en la deuda exterior *pública*. La razón básica es que el sector público sólo puede hacer frente al servicio de la deuda exterior pública mediante la absorción de recursos directamente —mediante impuestos generales— o indirectamente —mediante el impuesto inflacionario— del sector privado.
6. Hay que subrayar que la expresión [16] solamente proporciona una referencia a *largo plazo* y no una norma u objetivo que deba ser perseguido cada año. Esto se debe a que una economía obraría ineficientemente si no hiciese uso de las posibilidades que le brinda su apertura real y financiera con el resto del mundo para incurrir en desequilibrios transitorios de sus cuentas exteriores (véase gráfico 3). Lo que sí es fundamental es que se perciban claramente las consecuencias financieras futuras que tales situaciones generan. El gráfico 4 muestra la evolución de una economía que mantiene una norma  $x$  en su balanza objetivo a lo largo del tiempo, pero que encuentra favorable separarse transitoriamente de dicha norma en distintos períodos.

Finalmente, obsérvese que en ningún momento se ha supuesto que la proporción de endeudamiento exterior que se desea consolidar ( $b^*$ ) sea la *óptima*, cifra ésta que resulta de difícil aproximación. La expresión [16] es válida, como condición de largo plazo, para cualquier nivel de endeudamiento exterior, y pone de manifiesto la necesidad de que las políticas macroeconómicas sean consistentes con la transferencia de recursos reales al exterior asociadas con dicho nivel de endeudamiento.

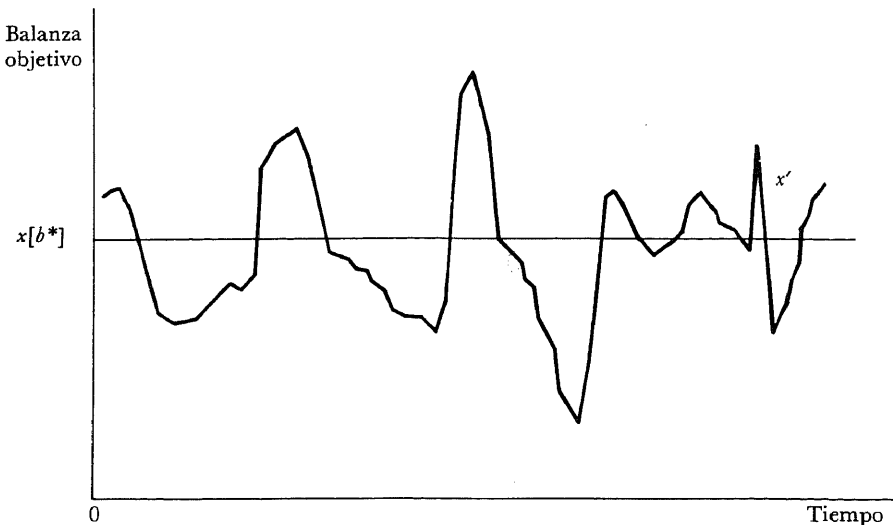


Gráfico 4. La evolución de la balanza objetivo a lo largo del tiempo.

$x'$ : Balanza comercial observada.

$x$ : Balanza comercial que se debe mantener en promedio para consolidar el nivel relativo de endeudamiento externo ( $b^*$ ).

#### 4. Un ejercicio de simulación

En esta sección se aplican las ideas desarrolladas en las secciones anteriores a la economía española. Las preguntas que van a intentar contestarse a continuación son las siguientes:

1. ¿Qué saldo de la balanza objetivo habría que mantener por término medio en el futuro para *estabilizar* la proporción deuda exterior neta/PIB de la economía española al nivel existente a finales del año 1984?
2. Caso de que dicho saldo *no* se lograra alcanzar, ¿qué *consecuencias* tendría esto para la evolución futura de la deuda exterior neta de nuestra economía?
3. Si se opta por alcanzar el saldo de la balanza objetivo compatible con la estabilización de la proporción deuda exterior neta/PIB, ¿qué *macromagnitudes* deben modificarse y en qué dirección?

El contestar a todas estas preguntas requiere conocer previamente algunos datos básicos sobre la economía española. En concreto, para responder a la primera de ellas hay que utilizar la ecuación [16], que incorpora las variables siguientes: tipo de interés real de la deuda exterior neta, tasa de crecimiento sostenible de la economía y proporción de la deuda exterior neta en relación al PIB.

Como puede suponerse, un análisis absolutamente riguroso probablemente contemplaría interacciones que nuestro modelo simplificado no contiene. Así, por ejemplo, es inmediato pensar que en una economía en donde se importen cantidades considerables de factores productivos —bienes de equipo, inputs intermedios y materias primas— la tasa de crecimiento potencialmente alcanzable a largo plazo ( $n$ ) venga condicionada por la magnitud y composición de la balanza comercial. Desafortunadamente, la carencia de un modelo macroeconómico satisfactorio para la economía española en relación a este punto, hace que se tengan que hacer supuestos de simplificación extremos, como los contenidos en la expresión [16], donde la tasa de crecimiento de la economía a largo plazo viene dada. No obstante, se permite que  $n$  varíe en base a distintos supuestos razonables a fin de contrastar la robustez de nuestros resultados. Por ésta y otras razones, los cálculos que se presentan a continuación deben tomarse tan sólo como ejemplos ilustrativos de los órdenes de magnitud correspondientes.

Pasando ya a los datos, los análisis tradicionales de la deuda exterior en España (Servicio de Estudios (1983)) se han referido exclusivamente a la definición de deuda exterior bruta. Sin embargo, nuestro análisis toma en cuenta otros muchos activos y pasivos exteriores de la economía española para llegar a un concepto de *deuda exterior neta*. Si se observa la expresión [5], es inmediato comprobar que, conceptualmente,  $B_t^*$  incluye no solo la deuda exterior bruta, sino también todos los pasivos netos de la economía frente al exterior que no resulten de inversiones. Por lo tanto, el  $B_t^*$  escogido es aquel que viene asociado con la obligación de pagar intereses.

En las dos primeras columnas del cuadro 1 se recoge la evolución del concepto de deuda exterior neta correspondiente a la expresión [5], así como de los intereses

derivados de su financiación. Las dos últimas columnas del cuadro recogen el nivel de endeudamiento exterior neto computado en relación el PIB y lo comparan con la rúbrica «Deuda Exterior» que habitualmente se utiliza. Como puede apreciarse, las discrepancias entre ambas series son importantes. Así, mientras que el nivel de endeudamiento exterior bruto medido por la rúbrica «Deuda Exterior» es del 19,4 por 100 del PIB a p.m. a finales de 1984, el nivel de endeudamiento exterior neto es del 9,5 por 100 para dicho año ( $b^* = 9,5$  por 100).

CUADRO 1  
El endeudamiento exterior neto de España durante el período 1975-1984

Año	Miles de millones de pesetas		Porcentajes	
	Deuda exterior neta 1	Intereses netos deuda exterior neta 2	Deuda exterior neta/PIB p.m. 3	Deuda exterior bruta/PIB p.m. 4
1975	130	1	2,1	
1976	427	24	5,9	10,6
1977	745	48	8,1	13,7
1978	398	63	3,5	11,0
1979	308	50	2,3	9,9
1980	844	80	5,5	12,0
1981	1.231	182	7,1	15,1
1982	2.184	202	10,9	17,4
1983	2.732	271	11,9	20,0
1984	2.468	300	9,5	19,4

Fuente: Banco de España y elaboración propia (véase cuadro A1 en el Apéndice).

— La deuda exterior neta es la diferencia entre los activos y pasivos netos del exterior, tal y como se describen en el cuadro A1 del Apéndice.

— Los intereses netos correspondientes a la deuda exterior neta (2), son los pagos menos ingresos de rentas de inversión deducidos los correspondientes a rentas de inversión directa, dividendos y derechos de suscripción de acciones y de bienes inmuebles.

Por otra parte, los intereses netos pagados correspondientes al concepto utilizado de endeudamiento exterior neto han sido del 10 por 100 de la deuda exterior neta en promedio durante el período 1975-1984. Si se supone una tasa de inflación internacional a largo plazo de los países desarrollados del 4 por 100 ( $\pi^* = 4$  por 100), el tipo de interés real de la deuda exterior sería del 6 por 100 con un tipo nominal del 10 por 100. Para ampliar el rango de valores, el tipo de interés real se sitúa en los valores del 7,5 por 100, 6 por 100 y 4 por 100 ( $r^* = 7,5, 6,4$  por 100), correspondientes a tipos nominales a largo plazo del 11,5 por 100, 10 por 100 y 8 por 100, respectivamente.

Por último, hay que aproximar la tasa de crecimiento potencial sostenible de la economía española. Aunque, como ya se ha señalado, éste es un problema de gran complejidad, a título ilustrativo se consideran varios escenarios, dando a  $n$  los siguientes valores: 2 por 100, 2,5 por 100 y 3 por 100.

Una vez conocidas todas estas magnitudes, se puede utilizar la ecuación [16] para conocer el saldo de la balanza objetivo que habría que mantener en el futuro para

estabilizar la proporción de deuda exterior neta en torno a su nivel actual del 9,5 por 100 del PIB. El cuadro 2 resume los resultados obtenidos de sustituir los valores supuestos de las variables ( $r^*$ ,  $n$ ,  $b^*$ ) en la expresión [16]. Las cifras que se presentan, correspondientes a escenarios más o menos favorables, indican que nuestra *balanza objetivo debe mantener un ligero superávit en promedio a lo largo del tiempo para estabilizar el nivel de endeudamiento exterior neto en la cifra actual del 9,5 por 100 del PIB*. Como puede observarse, el superávit requerido aumenta con el tipo de interés real y disminuye con el crecimiento de la economía. Así, mientras que en el caso más favorable de crecimiento sostenido del 3 por 100 y tipo de interés real del 4 por 100, el superávit que se precisa para estabilizar en su valor actual el nivel de endeudamiento exterior es del 0,09 por 100 del PIB, esta cifra pasa a ser del 0,51 por 100 del PIB en el caso menos favorable de crecimiento del 2 por 100 y tipo de interés real del 7,5 por 100. Dado que la economía española es una economía deudora y que en todos los escenarios previstos el tipo de interés real supera la tasa de crecimiento de la economía, esto explica la necesidad de mantener superávits exteriores para estabilizar el porcentaje de endeudamiento exterior. Superávit que será reducido a medida que las posibilidades de crecimiento de nuestro país aumenten o el interés de la deuda exterior se reduzca<sup>9</sup>.

CUADRO 2  
La balanza objetivo sostenible en España (en porcentaje del PIB a p.m.)

	Porcentajes		
	$n = 2$	$n = 2,5$	$n = 3$
$r^* = 4$	0,18	0,13	0,09
$r^* = 6$	0,37	0,32	0,27
$r^* = 7,5$	0,51	0,46	0,41

Fuente: Elaboración propia.

$r^*$ : Tipo de interés real medio a largo plazo de la deuda exterior neta ( $r^* = i^* - \pi^*$ ).

$n$ : Tasa de crecimiento real a largo plazo de la economía española.

$b_{1984}^*$ : Nivel de endeudamiento externo neto de la economía española al final de 1984 en proporción del PIB a p.m. (9,5 por 100).

$\pi^*$ : Tasa de inflación exterior a largo plazo (4 por 100).

Un ejercicio de cierto interés consiste en comparar estas cifras con las que realmente ha venido experimentando recientemente la balanza objetivo de la economía española. El cuadro 3 y el gráfico 5 detallan la evolución de la que hemos llamado balanza objetivo y sus componentes en los últimos diez años. Como puede apreciarse, la balanza objetivo ha mostrado un saldo negativo en todos los años, con excepción de los períodos 1978-1979 y 1983-1984. Resultado de ello es el saldo medio negativo del  $-0,5$  por 100 del PIB durante el período 1975-1984, que corresponde a un déficit de balanza corriente neta de intereses de la deuda del  $-1,1$  por 100 y a un superávit de entradas de capital netas por inversiones del  $0,6$  por 100.

<sup>9</sup> Por supuesto, si  $n$  superase el 4 por 100, o  $r^*$  se redujera de forma que  $r^* < n$ , España podría estabilizar su porcentaje de deuda exterior aun sin mantener estrictamente un superávit de la balanza objetivo.

CUADRO 3  
La balanza objetivo y sus componentes durante el período 1975-1984

Porcentajes				
Año	Balanza objetivo/ PIB p.m. 1 = 2 + 3 + 4	Balanza corriente/ PIB p.m. 2	Inversiones totales netas del exterior/ PIB p. m. 3	Intereses netos deuda exterior neta/PIB p.m. 4
1975	-2,4	-2,8	0,3	0,0
1976	-3,1	-3,6	0,1	0,3
1977	-1,2	-2,1	0,3	0,5
1978	2,4	1,1	0,6	0,5
1979	0,6	-0,3	0,5	0,3
1980	-1,6	-2,7	0,5	0,5
1981	-1,1	-3,0	0,8	1,0
1982	-1,3	-3,0	0,6	1,0
1983	0,0	-2,0	0,9	1,1
1984	2,9	0,7	1,0	1,1
Media 1975-1984	-0,5	-1,7	0,6	0,6

Fuente: Banco de España y elaboración propia (véase cuadro A2 en el Apéndice). Las diferencias entre la primera columna y la suma de las restantes se deben a problemas de redondeo.

La correspondencia entre la evolución de la balanza objetivo y la deuda exterior neta de la economía española (en porcentaje del PIB) se ilustra claramente si se comparan la columna 3 del cuadro 1 y la columna 1 del cuadro 3, tal y como se hace en el gráfico 6. Según se aprecia, la deuda exterior neta sólo ha disminuido

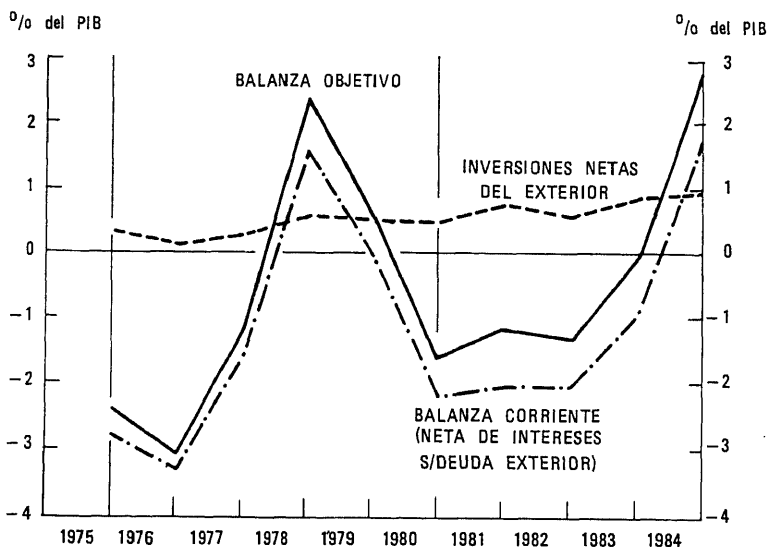


Gráfico 5. Componentes de la balanza objetivo de la economía española en el período 1975-1984.

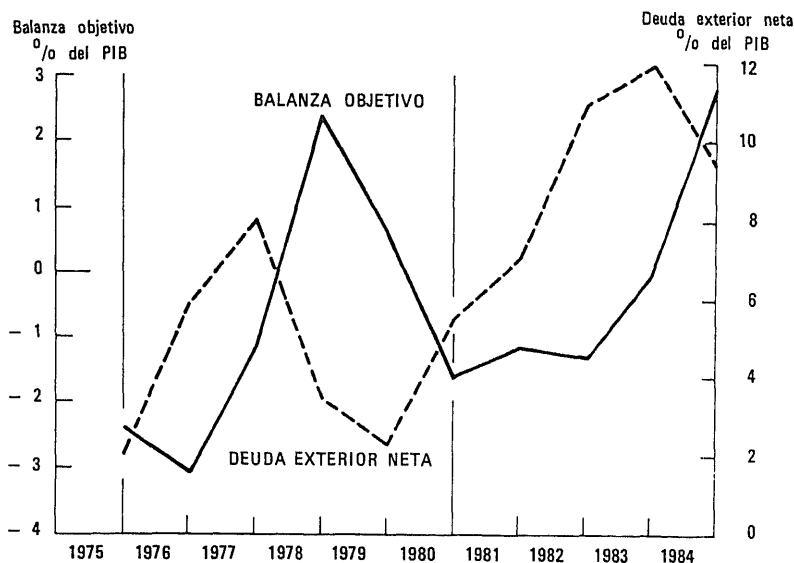


Gráfico 6. La balanza objetivo y la deuda exterior neta de la economía española en el período 1975-1984.

en aquellos años en que las políticas macroeconómicas de ajuste adoptadas (y las condiciones exteriores) han llevado a un superávit de la balanza objetivo, específicamente en los períodos de 1978-1979 y de 1983-1984. Durante la totalidad del período de 1975-1984, el déficit anual medio del 0,5 por 100 del PIB de la balanza objetivo ha producido el aumento del nivel de deuda exterior neta del 2,1 por 100 al 9,5 por 100 del PIB.

Resulta evidente que la *estabilización* de la deuda exterior neta en torno al 9,5 por 100 alcanzado a finales de 1984, sólo es posible si se da un *cambio* sustancial en la evolución de la balanza objetivo en el futuro respecto de lo que ha sido su promedio durante los diez últimos años. Tal como ha mostrado el cuadro 2, esto requiere un superávit medio futuro de dicha balanza comprendido entre el 0,09 por 100 y el 0,51 por 100 del PIB, según se dé uno u otro de los escenarios previstos, lo que dista mucho del  $-0,50$  por 100 que se ha venido experimentando en el pasado.

Hay que destacar, sin embargo, que la política de ajuste recientemente seguida por las autoridades económicas y las favorables condiciones de la demanda mundial han frenado el deterioro de la balanza objetivo y del nivel de endeudamiento externo neto de la economía en los dos últimos años, como resulta patente al comparar las cifras correspondientes a los años 1983-1984 en los cuadros 1 y 3. No obstante, para dar sus frutos, esta tendencia debe *consolidarse* en el tiempo y no ser meramente un fenómeno transitorio, ya que, de otra forma, sería imposible pasar de una cifra media anterior en la balanza objetivo del  $-0,50$  por 100 a una cifra media futura comprendida entre el 0,09 y el 0,51 por 100 del PIB. Si el proceso de ajustes positivos no continúa, la deuda exterior neta volverá a aumentar en relación al PIB y, por consiguiente, tanto más alto quedará colocado

el listón que nuestra balanza objetivo tendrá que superar (y mayor será la transferencia de recursos reales que habrá que efectuar) para proceder a la financiación de la deuda sin poner en peligro la estabilidad financiera de la economía.

En relación a este punto, sería de interés contestar a la segunda pregunta: ¿Qué consecuencias tendría para la evolución futura de la deuda exterior neta española la *no* consecución del superávit previsto en la balanza objetivo?

Como las posibilidades a considerar son numerosas, optamos por el siguiente escenario: supóngase que la economía española mejora sustancialmente su balanza objetivo ( $x$ ) respecto de la última década, reduciendo el déficit del  $-0,50$  por 100 a la mitad ( $-0,25$  por 100) o incluso eliminándolo totalmente ( $0,00$  por 100). Por otro lado, la evolución de la deuda exterior neta —para un saldo dado de la balanza objetivo— viene expresada<sup>10</sup> por la ecuación [17], que es la contrapartida dinámica y en tiempo discreto de la ecuación [16]:

$$b_t^* - b_{t-1}^* = -x_t + \left[ \frac{r^* - n}{1 + n} \right] b_{t-1}^* \quad [17]$$

Agregando términos, se obtiene que:

$$b_t^* = -x_t + \left[ \frac{1 + r^*}{1 + n} \right] b_{t-1}^* \quad [18]$$

Intuitivamente, la proporción deuda exterior neta/PIB aumenta cada año en una magnitud equivalente al déficit de la balanza objetivo/PIB más los pagos de intereses correspondientes a la deuda exterior neta existente. La ecuación [18] se utiliza en los cálculos que siguen.

El cuadro 4 resume la evolución de la proporción deuda exterior neta/PIB de la economía española durante los próximos diez años, obtenida a partir de la ecuación [18] y de los escenarios considerados. Como se observa, en todos los escenarios se produce un aumento continuo de esta proporción que lleva, en algunos casos, a cifras que pueden poner seriamente en peligro la *estabilidad futura* de la economía. Por ejemplo, en el escenario menos favorable, caracterizado por un coste medio real alto de la deuda ( $r^* = 7,5$  por 100) y un crecimiento bajo ( $n = 2$  por 100), la proporción deuda exterior neta/PIB se situaría entre un 16 por 100 y un 19,2 por 100 en 1994, aun si la balanza objetivo mejorara, pasando de un valor promedio del  $-0,50$  por 100 en los últimos diez años a un valor promedio comprendido entre el 0 por 100 y el  $-0,25$  por 100 del PIB en los próximos diez años.

<sup>10</sup> La ecuación [17] describe una situación en la que, dados el tipo de interés real y la tasa de crecimiento de la renta real, existe una balanza objetivo que, en función de su valor, puede hacer que la deuda exterior aumente o disminuya. A su vez, existe un tipo de cambio real dado, que es compatible con esta situación.

Según se ha mostrado anteriormente, solamente con un superávit medio futuro de la balanza objetivo comprendido entre el 0,09 por 100 y el 0,51 por 100 del PIB (según los casos) sería posible estabilizar la proporción de deuda exterior neta existente en la actualidad. Sin embargo, aún queda una última cuestión por resolver: ¿qué macromagnitudes deben modificarse y en qué direcciones para lograr esto?

CUADRO 4  
Escenarios de evolución de la deuda exterior neta (porcentaje PIB)  
de la economía española en el período (1984-1994)

Años	Caso más favorable *		Caso menos favorable **	
	$x = -0,25 \%$	$x = 0,00 \%$	$x = -0,25 \%$	$x = 0,00 \%$
1984	9,5	9,5	9,5	9,5
1985	9,8	9,5	10,2	10,0
1986	10,1	9,6	11,0	10,5
1987	10,5	9,7	11,9	11,1
1988	10,8	9,8	12,8	11,7
1989	11,2	9,9	13,7	12,3
1990	11,6	10,0	14,7	13,0
1991	11,9	10,1	15,7	13,7
1992	12,3	10,2	16,8	14,4
1993	12,7	10,3	18,0	15,2
1994	13,0	10,4	19,2	16,0

Fuente: Elaboración propia.

\* Caso más favorable:  $r^* = 4$  por 100,  $n = 3$  por 100.

\*\* Caso menos favorable:  $r^* = 7,5$  por 100,  $n = 2$  por 100.

En principio, el paso de la balanza objetivo media desde un déficit del 0,50 por 100 a un superávit comprendido entre el 0,09 por 100 y el 0,51 por 100 del PIB, requiere un aumento de la producción y/o una reducción de la absorción, así como un estímulo a las inversiones exteriores netas del exterior en nuestro país. Esto se puede apreciar claramente si descomponemos la balanza objetivo,  $x$  (en porcentaje del PIB), en sus componentes principales:

$$x = (1 - z) + \phi \quad [19]$$

siendo  $z$  la proporción de la absorción en términos del PIB e  $\phi$  las inversiones totales netas a largo plazo procedentes del exterior en términos del PIB. El cuadro 3 muestra cómo los valores medios de las magnitudes ( $x$ ,  $1 - z$ ,  $\phi$ ) han sido (-0,50 por 100, -1,10 por 100, 0,60 por 100) durante los últimos diez años.

Si desagregamos también el término de absorción relativa  $z$ , éste se puede explicar como suma de las tasas del consumo privado ( $c$ ), inversión privada ( $j$ ) y compras públicas de bienes y servicios ( $g$ ):

$$x = (1 - c - j - g) + \phi \quad [20]$$

Por tanto, según la expresión [20], la mejora de la balanza objetivo compatible con el paso de la misma de un déficit a un superávit de la cuantía adecuada,

requiere que se actúe en los siguientes frentes: a) aumento de la producción; b) reducción de la absorción; c) aumento de las inversiones netas a largo plazo procedentes del exterior.

Por lo que al aumento de la *producción* se refiere, es fundamental que la economía cuente con precios relativos de factores de producción (capital, trabajo y materias primas) que sean realistas y que lleven a maximizar la base de factores productivos empleados en cada momento. Las *políticas de ajustes positivos* encaminadas al aumento de la eficiencia, transparencia y agilidad del mercado de trabajo son piezas centrales de este proceso.

En relación a la contención de la *absorción*, habría que procurar que la misma se efectuara sin reducir la tasa de *inversión*, que probablemente está por debajo de lo que sería conveniente. Esto lleva, bien a contener el consumo privado o las compras públicas de bienes y servicios, decisión ésta que hay que sopesar concienzudamente, si bien las características de nuestra economía y los problemas derivados de la acumulación de gastos públicos de dudosa rentabilidad social, aconsejan que se ponga un mayor peso en la reducción de *ciertos gastos públicos*. Lo que sí resulta evidente es que, en la medida que las políticas de ajustes positivos en los mercados de factores no se administren en las dosis adecuadas, tanto mayor será el peso del ajuste que habrá que hacer sobre el consumo privado y el gasto público.

Por lo que se refiere a las *inversiones* procedentes del *exterior*, parece deseable aumentar la contribución a la balanza objetivo de las mismas, sobre todo si incorporan un elevado componente de innovación tecnológica que ayude también a aumentar indirectamente nuestro potencial de crecimiento.

Hechas estas consideraciones generales, conviene centrarse ahora en los órdenes de magnitud correspondientes de las modificaciones precisas para mejorar la balanza objetivo (en porcentaje del PIB) desde un déficit de  $-0,5$  por 100 a un superávit comprendido entre el  $0,09$  por 100 y el  $0,51$  por 100. Como puede apreciarse, la mejora que habría que lograr estaría comprendida entre  $0,59$  y  $1,01$  puntos porcentuales del PIB. No parece descabellado asignar  $0,20$  puntos a la mejora de las inversiones netas del exterior ( $\phi$ ), y el resto a la reducción de la absorción o aumento de la producción. Si, por ejemplo, se mantiene la tasa de inversión ( $j$ ) en el futuro, esto requeriría una reducción entre  $0,39$  puntos y  $0,81$  puntos de la suma del consumo privado y gasto público. Dado que esta reducción entra dentro de límites razonables, no parece que la consecución de un objetivo de balanza de pagos que lleve a estabilizar la deuda exterior neta en proporción del PIB a los niveles presentes sea irrealizable.

Conviene recordar que la existencia de una norma de comportamiento que deba satisfacerse a *largo plazo* no requiere el cumplimiento de la misma *cada año*. Por tanto, puede ser conveniente aprovechar un momento favorable para la balanza corriente, como el experimentado durante los dos últimos años, para reducir el nivel de endeudamiento exterior neto de la economía española, reducción ésta que se haría mucho más difícil en otros momentos. Según pone de relieve la expresión [16], este proceso reduce también el superávit futuro de la balanza

objetivo que debe lograrse, por término medio, para mantener estable la proporción de endeudamiento exterior en relación al PIB. De este modo, el ajuste macroeconómico de la economía española en 1984 ha reducido en un 20,17 por 100 este superávit al disminuir el nivel de endeudamiento exterior neto del 11,9 por 100 del PIB en 1983 al 9,5 por 100 en 1984.

Finalmente, hay que recalcar cómo la estrategia reciente de amortización de créditos exteriores con cargo a las reservas exteriores reduce el nivel de endeudamiento exterior bruto, pero no el neto. No obstante, sí puede utilizarse como instrumento para reducir el coste medio de la deuda exterior.

## 5. Deuda pública y deuda exterior

En esta sección se intenta contestar a la siguiente pregunta: ¿Qué capacidad o necesidad de financiación del sector privado debe obtenerse por término medio para estabilizar el endeudamiento *exterior* y el endeudamiento *público* (interior y exterior) en torno a los niveles deseados (en porcentaje del PIB) al tiempo que se alcanzan los objetivos *inflacionarios* previstos?

La respuesta a esta pregunta se basa, necesariamente, en la identidad macroeconómica básica de una economía abierta. Según ésta, la capacidad o necesidad de financiación de la nación es igual a la suma de la capacidad o necesidad de financiación del sector privado y del sector público. Si a los dos primeros conceptos se les añaden las inversiones netas del exterior y se deducen los pagos de intereses por la deuda exterior neta, en condiciones de equilibrio a largo plazo, se obtiene que:

$$x = a + f \quad [21]$$

siendo 'x' la balanza objetivo en proporción del PIB, 'a' la capacidad o necesidad de financiación «ajustada» del sector privado y 'f' la capacidad o necesidad de financiación del sector público. Correspondiendo a estos flujos, existen variaciones de activos financieros. Como ya se ha demostrado, a largo plazo se verifica que:

$$x = \frac{r^* - n}{1 + n} b^* \quad [22]$$

Es decir, dado un nivel de endeudamiento exterior neto ( $b^*$ ) y unas tasas de crecimiento real ( $n$ ) y un tipo de interés real exterior ( $r^*$ ), existe un nivel de balanza objetivo ( $x$ ) correspondiente a dicho nivel de endeudamiento.

También es posible mostrar que existe una correspondencia entre la capacidad o necesidad de financiación del sector público ( $f$ ) (superávit/déficit público) y los niveles de la base monetaria y deuda pública existentes a largo plazo. Según se prueba en Viñals (1985), se tiene que (en porcentaje del PIB):

$$f = \frac{r - n}{1 + n} b - \frac{\pi + n}{1 + \pi + n} h \quad [23]$$

La expresión [23] indica que a largo plazo un déficit público ( $f < 0$ ) se financia, en última instancia, mediante el impuesto inflacionario que el sector público recauda de los poseedores de sus pasivos; a saber, de los tenedores de deuda pública ( $b$ ) al tipo  $[-(r - n)/(1 + n)]$  y de los tenedores de base monetaria ( $h$ ) al tipo  $[(\pi + n)/(1 + \pi + n)]$ . Por lo tanto, las ecuaciones [22] y [23] expresan la capacidad o necesidad de financiación (en porcentaje del PIB) del sector privado y público que se precisa, respectivamente, para estabilizar las proporciones de *deuda exterior neta* ( $b^*$ ), *deuda pública* ( $b$ ) y *base monetaria* ( $h$ ), en relación al PIB. Haciendo uso de las expresiones [22] y [23] y sustituyendo en [21] se obtiene:

$$a = x - f = \frac{r^* - n}{1 + n} b^* - \frac{r - n}{1 + n} b + \frac{\pi + n}{1 + \pi + n} h \quad [24]$$

Esta ecuación muestra la capacidad o necesidad de financiación del sector privado que hay que mantener para *estabilizar*, tanto el *endeudamiento exterior* ( $b^*$ ) como el *público* ( $b, h$ ) en torno a los niveles deseados y alcanzar de este modo los *objetivos inflacionarios* previstos. Sustituyendo en [24] ( $b^*, b, h$ ) por los valores correspondientes del año 1984, y estableciendo una escala de valores razonables<sup>11</sup> para ( $r, r^*, n, \pi$ ) resultan los valores de  $a$  que se resumen en el cuadro 5.

CUADRO 5

Capacidad de financiación del sector privado\* requerida para estabilizar el endeudamiento público y exterior a los niveles de 1984 (porcentaje del PIB a p.m.)

	Porcentajes								
	$r = n = 2$			$r = n = 2,5$			$r = n = 3$		
	$\pi = 4$	$\pi = 6$	$\pi = 8$	$\pi = 4$	$\pi = 6$	$\pi = 8$	$\pi = 4$	$\pi = 6$	$\pi = 8$
$r^* = 4$	1,30	1,64	1,97	1,34	1,68	2,01	1,38	1,71	2,04
$r^* = 6$	1,48	1,83	2,16	1,52	1,86	2,19	1,56	1,90	2,22
$r^* = 7,5$	1,62	1,97	2,30	1,66	2,00	2,33	1,70	2,04	2,36

Fuente: Elaboración propia.

$r, r^*$ : Tipo de interés real medio a largo plazo interior y exterior, respectivamente.

$\pi$ : Tasa de inflación interna a largo plazo.

$n$ : Tasa de crecimiento real a largo plazo de la economía española.

$b^*$ : Nivel de endeudamiento exterior neto de la economía española a finales de 1984 (porcentaje PIB a p.m.): 9,5.

$h$ : Base monetaria de la economía española a finales de 1984 (porcentaje PIB a p.m.): 19,7.

\* La capacidad o necesidad de financiación del sector privado se define en este caso como ahorro privado menos inversión privada más entradas netas de capital en concepto de inversiones del exterior menos los intereses pagados por la deuda exterior neta.

La enseñanza que se obtiene del cuadro 5 es que el equilibrio financiero de la economía española a largo plazo requiere el mantenimiento de una *capacidad de financiación del sector privado que va del 1,30 por 100 al 2,36 por 100* en proporción del PIB, según los casos. Esta cifra, a su vez, es consistente con el mantenimiento de la *tasa de inflación a largo plazo entre el 8 por 100 y el 4 por 100*. En el cuadro se observa

<sup>11</sup> Nótese que los supuestos para ( $r^*, n$ ) son idénticos a los del cuadro 2, siendo  $r = n$ . Para la tasa de inflación a largo plazo de la economía española se han supuesto los valores del 4 por 100, 6 por 100 y 8 por 100.

cómo la capacidad de financiación del sector privado que se precisa aumenta cuando:

- a) Aumenta el tipo de interés real de la deuda exterior.
- b) Aumenta la tasa de inflación.
- c) Aumenta la tasa de crecimiento.

Intuitivamente, un aumento del coste de la deuda exterior requiere, *caeteris paribus*, un mejor saldo de la balanza objetivo que permita transferir al exterior una mayor suma de recursos reales. Por su parte, un mayor impuesto inflacionario, en equilibrio a largo plazo, viene asociado con un mayor déficit público (menor superávit). Consecuentemente, se precisa una mayor capacidad de financiación privada para financiar el mayor desahorro (menor ahorro) público. Por último, el crecimiento tiene dos efectos. Mientras que un mayor crecimiento permite por un lado un menor superávit en la balanza objetivo para estabilizar el nivel de deuda exterior, también da lugar por otro lado a una mayor recaudación vía impuesto inflacionario que permite al sector público ahorrar algo menos para estabilizar los niveles de endeudamiento público. Por lo tanto, *caeteris paribus*, el resultado puede ser una mayor o menor capacidad de financiación privada en equilibrio. Obsérvese cómo, en los casos considerados, el cuadro arroja una cifra de mayor capacidad.

En resumen, aunque el cuadro 5 proviene de un ejercicio sumamente simple, sí que permite poner de relieve cómo la marcha de la política macroeconómica debe satisfacer ciertas restricciones a fin de no comprometer los sutiles equilibrios de flujos y stocks que gobiernan el comportamiento del sistema a largo plazo. En un contexto en el que la conducta de los agentes se rige, no sólo por la observación de las variables macroeconómicas presentes, sino también por sus expectativas acerca del valor futuro de estas variables, la anticipación de un desequilibrio futuro puede dar lugar a la existencia de desequilibrios en el presente. Esto sugiere poderosamente la conveniencia de proseguir políticas macroeconómicas que no comprometan la estabilidad a largo plazo de la economía en busca de beneficios a corto plazo.

## 6. Conclusiones

En las páginas precedentes se han esbozado algunas ideas preliminares sobre la relación entre la deuda exterior y los objetivos de balanza de pagos en un contexto de equilibrio a largo plazo. Hay que resaltar que el análisis se desarrolla en términos de los conceptos de deuda exterior neta y balanza objetivo, que —en este caso— resultan más adecuados<sup>12</sup> que los tradicionales de deuda exterior bruta y

<sup>12</sup> La deuda exterior neta es la magnitud fundamental que debe considerarse a la hora de calcular la transferencia real neta de recursos que un país deudor debe hacer cada año para financiar la misma. Esto no se contradice con la práctica bancaria que otorga gran importancia a las cifras de deuda exterior bruta de un país cuando éste acude a los mercados de crédito internacionales. Esto es así dada la imposibilidad que tiene un acreedor extranjero para resarcirse mediante ejecución legal en un país diferente del cobro de su deuda no pagada.

balanza por cuenta corriente. Asimismo, el «numerario» escogido ha hecho que todas las variables se expresen en proporción del producto interior bruto (PIB). Esta magnitud es más adecuada para medir el esfuerzo de financiación que supone la deuda exterior (desde el punto de vista de un país deudor) que las unidades en moneda extranjera, etc.

De entre las conclusiones tentativas que se han alcanzado, destacan las siguientes:

1. En general, la proporción de endeudamiento exterior presente de una economía (en porcentaje del PIB) pone *límites* importantes a la flexibilidad futura de la misma para recurrir a los mercados financieros internacionales. Esta limitación de flexibilidad lleva consigo un recorte de los grados de libertad de las políticas macroeconómicas futuras. En concreto, existe una estrecha relación entre el nivel de endeudamiento externo de la economía y el saldo de la balanza objetivo que tiene que mantener por término medio para efectuar la transferencia de recursos reales necesaria correspondiente a las cargas financieras derivadas de dicho nivel de endeudamiento.
2. El «esfuerzo» futuro que la economía debe realizar para hacer frente a las obligaciones financieras que se derivan de las deudas acumuladas, aumenta con el tipo de *interés* real de la deuda exterior y disminuye con la tasa de *crecimiento* real sostenible. Por lo tanto, una política de ajustes positivos encaminada al aumento de la tasa de crecimiento sostenible de la economía, tiene efectos muy beneficiosos, que rebasan el ámbito meramente interno.
3. Los procesos de inflación interna son absolutamente *ineficaces* como arma para abaratar o reducir las cargas reales impuestas por el nivel de endeudamiento exterior, en la medida en que el tipo de cambio se adapte al diferencial de inflación.
4. En el caso de la economía española, el superávit de la balanza *objetivo* que hay que mantener por término medio para estabilizar la proporción de endeudamiento exterior neto de finales de 1984, va del 0,09 por 100 del PIB en el caso más favorable al 0,51 por 100 del PIB en el caso menos favorable. De cualquier modo, esto requiere una trayectoria futura de la balanza objetivo sustancialmente más favorable que la experimentada en promedio durante los últimos diez años ( $-0,5$  por 100).
5. El cumplimiento de esta «norma» de largo plazo es perfectamente compatible con desviaciones *transitorias* respecto de la misma para aprovechar situaciones favorables.
6. El proceso de ajuste macroeconómico seguido por la economía española durante el año 1984 —fruto de la política económica mantenida y de la favorable evolución de la coyuntura internacional— ha reducido en un 20 por 100 respecto del año 1983, tanto la proporción de deuda exterior neta en relación al PIB como el superávit que debe mantener en el futuro la balanza objetivo de la economía española para estabilizar el endeudamiento exterior en relación al PIB al nivel alcanzado a finales de 1984.

7. La estabilización conjunta del nivel de endeudamiento exterior neto y del nivel de endeudamiento público de finales de 1984, requieren el mantenimiento de una capacidad de financiación promedia del sector privado que se sitúa entre el 1,30 por 100 y el 2,36 por 100 del PIB, según los casos.

Finalmente, todavía quedan dos cuestiones por resolver. La primera de ellas se refiere a la aproximación empírica de la cifra «óptima» de endeudamiento exterior de la economía en cada momento. La segunda, a cómo conseguir que la economía se ajuste a esta trayectoria a lo largo del tiempo, a través de la política de tipo de cambio, etc. Sin duda alguna, estas dos cuestiones merecen ser examinadas en profundidad en otros trabajos.

## Apéndice

### CUADRO A1

Activos y pasivos del exterior sobre la economía española, 1975-1984

Miles de millones de pesetas				
Año	Activos del exterior 1	Activos netos del exterior 2	Pasivos del exterior 3	Pasivos netos del exterior 4
1975	1.126	748	650	618
1976	1.509	1.105	706	678
1977	2.193	1.741	1.075	996
1978	2.432	1.888	1.561	1.490
1979	2.875	2.230	2.151	1.922
1980	3.934	3.181	2.615	2.337
1981	5.444	4.522	3.629	3.291
1982	6.458	5.337	3.613	3.153
1983	7.826	6.462	4.302	3.730
1984	9.310	7.631	5.922	5.163

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

— Las cifras de activos y pasivos (1, 3) se refieren a activos y pasivos financieros.

— Las cifras de activos y pasivos netos (2, 4) se obtienen como resultado de restar a los activos y pasivos (1, 3) los capítulos correspondientes a títulos de renta variable y otras participaciones e inmuebles, así como los desfases en cobros y pagos.

CUADRO A2  
La balanza objetivo y sus componentes, 1975-1984

Miles de millones de pesetas				
Año	Balanza objetivo	Balanza corriente	Inversiones totales netas del exterior	Intereses netos de la deuda exterior neta
	1 = 2 + 3 + 4	2	3	4
1975	-146	-171	24	1
1976	-230	-266	12	24
1977	-114	-195	34	48
1978	270	134	73	63
1979	84	-44	78	50
1980	-246	-414	88	80
1981	-204	-529	143	182
1982	-269	-601	130	202
1983	3	-473	205	271
1984	757	186	271	300

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

## Referencias

- Banco de España: «Informe Anual», *Boletín Estadístico*, Contabilidad Nacional de España.
- Cooper, R. N., y Sachs, J. D. (1985): «Borrowing Abroad: The Debtor's Perspective», en el volumen *International Debt and the Developing Countries*, editado por Smith, G. W., y Cuddington, J. T. The World Bank.
- Cuddington, J. T., y Viñals, J. (1986): «Budget Deficits and the Current Account in the Presence of Classical Unemployment», *Economic Journal*, marzo.
- Dornbusch, R. (1983): «Real Interest Rates, Home Goods and Optimal External Borrowing», *Journal of Political Economy*, 91, febrero, pp. 141-153.
- Dornbusch, R. (1985): «External Debt, Budget Deficits and Disequilibrium Exchange Rates», en el volumen *International Debt and the Developing Countries*, editado por Smith, G. W. y Cuddington, J. T., The World Bank.
- Sachs, J. D. (1981): «The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970's», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 201-282.
- Servicio de Estudios (1983): «Objetivos de Endeudamiento Exterior en el período 1983-1986», Documento, Banco de España.
- Simonsen, M. H. (1985): «The Developing-Country Debt Problem», en el volumen *International Debt and the Developing Countries*, editado por Smith, G. W. y Cuddington, J. T., The World Bank.
- Viñals, J. (1985): *Tipo de Cambio, movilidad del capital y ajuste macroeconómico en España durante 1985*, Servicio de Estudios, Banco de España, enero.
- Viñals, J. (1985): «El déficit público y sus efectos macroeconómicos: Algunas reconsideraciones», Documento de trabajo 8504, Servicio de Estudios, Banco de España y *Papeles de Economía Española*, n.º 25, pp. 36-54.

## Abstract

The foreign indebtedness of the economy is determined by the evolution of the external accounts in the past. In turn, the financial obligations associated with foreign indebtedness place fundamental limits to the future evolution of the external sector. This paper analyzes from a long-run equilibrium perspective the relationship between net foreign debt and balance of payments goals in the case of Spain.

Recepción del original,, marzo de 1986.

Versión final, junio de 1986.