

España bajo vigilancia: desequilibrios exteriores

Antonio Pulido
Catedrático Emérito UAM
Director de CEPREDE

Resumen: Una revisión del Mecanismo de Alerta puesto en marcha por la Comisión Europea para valorar los desequilibrios macroeconómicos de sus países miembros indica que España tiene sus puntos más débiles en el paro y en la deuda externa, con perspectivas de permanencia a medio plazo a pesar de los esfuerzos de mejora.

En cuanto a desequilibrio externo es previsible una mejora importante de nuestra balanza de pagos, pero seguirán sonando durante años las alarmas en deuda de las AAPP, deuda del sector privado y necesidades de una inversión internacional mantenida. Sistemas flexibles de créditos bancarios a escala Eurozona (tipo Target) van dando paso a un fondo europeo permanente de estabilidad y apuntan hacia la solución final de los eurobonos.

Palabras clave: Mecanismo de Alerta.
Desequilibrio macroeconómico persistente.
Balanza de pagos.
Posición de Inversión Internacional (PII)
Deuda externa
Activos netos frente al Eurosistema
Prestamos Target

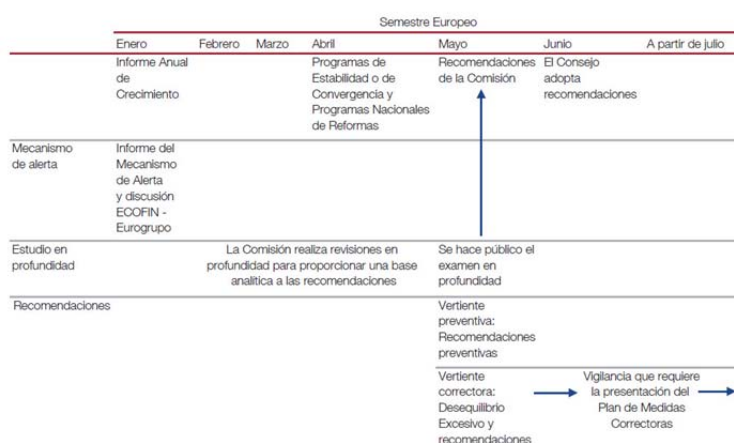
1.- La valoración según el Mecanismo de Alerta

Los desajustes observados dentro de la Eurozona y que han desembocado en la actual crisis económica y financiera, han llevado a la Comisión Europea a diseñar el *Macroeconomic Imbalance Procedure* (MIP) que establece un Mecanismo de Alerta (*Alert Mechanism*) y un Cuadro de Mando (*Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances*).

Han tenido que pasar cuatro años de profunda crisis para que el nuevo procedimiento de vigilancia se haya puesto en marcha. El sistema se establece en noviembre de 2011 con la publicación de dos Reglamentos en el Diario Oficial de la Unión Europea, pero los documentos clave son de febrero de 2012 y su aplicación empieza a tener efectos con las recomendaciones de la Comisión en mayo/junio, al final del denominado semestre europeo, para aquellos países en vigilancia y las medidas preventivas o correctoras de los Programas de Estabilidad o Convergencia y de Reformas presentadas por cada país (véase cuadro 1).

Cuadro 1

La vigilancia macroeconómica dentro del semestre europeo



Fuente: Comisión Europea y Banco de España.

Los indicadores seleccionados (cuadro 2) para la vigilancia permanente de los desequilibrios macroeconómicos son diez, cinco sobre desequilibrios de origen interno (endeudamiento privado y público, flujo de créditos al sector privado, precios de la vivienda y tasa de paro) y otros cinco a efectos de desequilibrios en relación con el entorno internacional y la competitividad (balanza por cuenta corriente, cuota de mercado de exportación, inversión internacional, tipo de cambio efectivo y costes laborales unitarios). Para cada indicador existe un umbral de alerta (que en algún caso es diferente para países pertenecientes o no a la zona euro). Se reconoce que los resultados de este análisis deben ser reinterpretados en cada caso, dadas las circunstancias específicas de cada país, la interrelación entre indicadores y su posible impacto en otros países.

Cuadro 2
Indicadores del mecanismo de alerta

Indicadores de desequilibrios internos					
Indicador	Variación anual en porcentaje de precios de la vivienda deflactados por el deflactor del consumo privado	Flujo del crédito al sector privado como porcentaje del PIB	Deuda del sector privado como porcentaje del PIB	Deuda de las Administraciones Públicas como porcentaje del PIB	Media móvil de los últimos tres años de la tasa de paro
Umbral (%)	+6	+15	+160	+60	+10
Indicadores de desequilibrios externos y competitividad					
Indicador	Media móvil de los tres últimos años de la balanza por cuenta corriente como porcentaje del PIB	Posición neta de la inversión internacional como porcentaje del PIB	Variación (tres años) en porcentaje del tipo de cambio efectivo real en relación con otros 35 países industrializados con el IAPC/IPC como deflactores	Variación (cinco años) en porcentaje de cuotas de mercado de las exportaciones nominales	Variación (tres años) en porcentaje de costes laborales unitarios (en nominal)
Umbral (%)	+6/-4	-35	+/-5 UEM +/-11 no UEM	-6	+9 UEM +12 no UEM

Fuente: *Comisión Europea y Banco de España.*

Antes de profundizar en los resultados de estos indicadores de alerta para el caso de España es conveniente realizar una comparativa con otros países. En el cuadro 3 se incluyen los resultados referidos a 2011 (información más actualizada) para las dos economías de mayor peso en la Zona Euro (Alemania y Francia) y las cinco con mayores desequilibrios (los denominados GIIPS: Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España).

Cuadro 3

Comparativa de indicadores del mecanismo de alerta para siete países seleccionados

	Umbral (%)	Alemania	Francia	Italia	España	Irlanda	Portugal	Grecia
Variación precio vivienda	+6	-0,99	3,61	-1,54	-4,27	-10,46	0,13	6,82
Flujo crédito al sector privado s/PIB	+15	4,8	4,0	2,6	-4,0	-4,5	-3,2	-5,5
Deuda del sector privado s/PIB	+160	127,8	160,4	128,6	217,3	341,3	248,5	123,0
Deuda A.P s/PIB	+60	80,6	86,0	120,1	69,1	106,5	167,8	170,5
Tasa de paro promedio 3 años	+10	6,9	9,7	8,2	19,9	13,3	11,9	13,2
Balanza c/c s/PIB promedio 3 años	+6/-4	5,9	-1,6	-2,9	-4,3	0,0	-9,1	-10,4
Inversión internacional neta s/PIB	-35	32,6	-15,9	-20,6	-9,7	-96,0	-105,0	-86,1
Variación tipo cambio efectivo real en 3 años	+/-5 UEM +/-11 no UEM	-2,95	-1,41	-0,99	0,55	-5,03	-2,43	3,94
Variación cuota mercado exportación en 5 años	-6	-8,4	-11,2	-18,4	-7,6	-12,2	-9,5	-18,7
Variación costes laborales unitarios en 3 años	+9 UEM +12 no UEM	5,9	6,0	4,9	-2,1	-12,8	0,9	4,1

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat, *Macroeconomic Imbalance Scoreboard Indicators*, datos disponibles on-line en noviembre 2012 (referidos a 2011).

Dos de los indicadores indican una alerta generalizada para todos los países de la Eurozona considerados. La deuda acumulada de las Administraciones Públicas sigue siendo excesiva en relación con el objetivo establecido de no superar el 60% del PIB de cada país. La cuota de mercado en las exportaciones mundiales marca una tendencia no sólo negativa sino con una caída superior al 6% en los últimos cinco años, establecida como tasa de alerta.

Los otros cuatro indicadores que señalan una situación de desequilibrio para la mayoría de los GIIPS (Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España), son la deuda del sector privado, la tasa de paro, el saldo de la balanza por cuenta corriente y la inversión internacional neta. Aunque no lo considere la Comisión Europea como desequilibrio, resulta evidente que habría que añadir la caída del flujo de crédito al sector privado en estos países.

Para la economía española, en particular, las predicciones disponibles apuntan a que algunos de los indicadores de alerta establecidos por la Comisión Europea seguirán sonando durante los próximos años, incluso con las medidas de ajuste y las reformas estructurales que están actualmente en marcha.

Cuadro 4

Desequilibrio y Mecanismo de Alerta para España

	Umbral (%)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Variación precio vivienda (deflactado)	+6	-3,9	-4,4	-6,3	-4,4	-0,3	2,0
Flujo crédito al sector privado s/PIB	+15	1,4	-5,7	-5,7	-1,7	1,9	3,6
Deuda del sector privado s/PIB	+160	227	216	211	209	207	204
Deuda AA.PP. s/PIB	+60	61	69	79	84	86	84
Tasa de paro, promedio 3 años	+10	16,5	19,9	22,2	24,2	25,7	25,7
Balanza c/c s/PIB, promedio 3 años	+6/-4	-6,3	-4,3	-3,2	-1,5	0,1	1,2
Inversión internacional neta s/PIB	-35	-88,9	-91,7	-92,9	-92,4	-90,0	-84,9
Variación tipo cambio efectivo real en 3 años	+/-5 UEM +/-11 no UEM	0,8	-2,8	-4,5	-3,8	-5,1	0,8
Variación cuota mercado exportación en 5 años*	-6	-10,6	-7,6
Variación costes laborales unitarios en 3 años	+9 UEM +12 no UEM	4,9	-3,1	-6,1	-4,7	1,2	3,4

*Predicciones no incluidas por su inestabilidad al tratarse de variaciones de porcentajes.

Fuente: CEPREDE, noviembre 2012.

Cuadro 5

Evolución de las diferencias respecto a los umbrales de cada indicador en desequilibrio persistente en España hasta 2015

	Diferencia en 2010 respecto a umbral (p.p)	2011	2012	2013	2014	2015	Horizonte 2020
Deuda del sector privado s/PIB	67	56	51	49	47	44	36
Deuda AA.PP s/PIB	1	9	19	24	26	24	14
Tasa de paro, promedio 3 años	7	10	12	14	16	16	11
Inversión internacional neta s/PIB	54	57	58	57	57	55	17
Suma diferencias	129	132	140	144	146	139	78

Fuente: CEPREDE, noviembre 2012.

Con los moderados ritmos de crecimiento previstos a corto plazo (al menos hasta 2014) y tasas en el entorno del 2-2,5% a largo plazo, no resulta viable reducir la tasa de paro hacia niveles próximos al umbral del 10% establecido por la Comisión.

Por otra parte, aunque las variables de flujo referidas a desequilibrios (principalmente exteriores) puedan corregirse progresivamente, no resulta factible eliminar las alarmas en las variables de stocks. Una mejora previsible en el flujo de crédito al sector privado, en el déficit público o en el saldo de la balanza por cuenta corriente, sólo permiten reducir a muy largo plazo la deuda externa del sector privado, la de las AA.PP. o el nivel de la inversión internacional neta. Pueden restablecer una mayor confianza hacia la economía española en los mercados financieros internacionales y relajar la vigilancia de las autoridades comunitarias, pero no es posible reconducir, ni a corto ni a medio plazo, los niveles de endeudamiento hasta alcanzar los considerados como objetivo por la Comisión.

2.- De flujos de endeudamiento a niveles de deuda; de financiación coyuntural a un sistema permanente de estabilidad

Las necesidades de financiación exterior de la economía española (saldo de la balanza por cuenta corriente y de capital) se han reducido rápidamente en los últimos años. De unos 100 mil millones de euros al inicio de la crisis (2008) se ha pasado a algo más de 30 m.m. en 2011 y puede estimarse que habrá superado en poco los 10 m.m. en 2012.

Nuestro déficit por balanza comercial puede reducirse a menos de la cuarta parte después de cuatro años de crisis, mientras que casi se duplica el saldo positivo de la balanza de servicios (cuadro 6).

Cuadro 6

Necesidades (-) de financiación frente al exterior (miles de millones de euros)

	2008	2009	2010	2011	2012
Balanza comercial	-86	-42	-47	-40	-18
Servicios	26	25	29	34	40
Rentas	-36	-26	-20	-26	-25
Transferencias	-9	-8	-7	-6	-9
Balanza cuenta corriente	-105	-51	-45	-38	-12
Balanza cuenta capital	5	4	6	5	5
Necesidades de financiación (-) (balanza c/c + c/capital)	-100	-47	-39	-33	-7

Fuente: Datos redondeados a m.m. a partir de Banco de España, *Indicadores Económicos*, tabla 7.1, 20/12/12 y Ceprede predicciones noviembre 2012.

A efectos de nuestro análisis, tiene especial interés cuantificar el esfuerzo realizado, durante estos años de ajuste, por la diferentes fuentes de financiación (cuadro 7).

Cuadro 7

Detalle de la cuenta financiera de la Balanza de Pago

(saldos de variación de pasivos menos saldos de variación de activos, miles de millones de euros)

	2009	2010	2011	2012 ^e
Banco de España	10	16	109	258
Reservas	-2	-1	-10	-2
Activos frente al Eurosistema	6	10	124	250
Otros activos netos	6	7	-5	10
Excepto Banco de España	42	27	-73	-245
Inversiones directas	-2	2	-5	10
Inversiones en cartera	45	28	-23	-100
Otras inversiones	5	-11	-45	-160
Derivados financieros	-6	8	0	5
Cuenta financiera	52	43	36	13
Errores y Omisiones	-5	-4	-3	-6

Fuente: Datos redondeados a m.m. a partir de Banco de España, *Indicadores Económicos*, tabla 7.2, 20/12/12 y estimaciones propias provisionales con datos enero-septiembre para 2012.

Los datos disponibles ponen de manifiesto la caída progresiva de las inversiones del exterior en cartera (acciones, participaciones en fondos de inversión, bonos y obligaciones) y de otras inversiones (principalmente préstamos y depósitos). Para compensar esta caída y financiar las nuevas necesidades de financiación, el Banco de España ha tenido que realizar un esfuerzo muy especial, principalmente endeudándose a través de sus operaciones con el Eurosistema, es decir incrementando sus pasivos con el Banco Central Europeo. En total, unos 400 mil millones de euros acumulados en 2009-2012.

El procedimiento utilizado ha sido un sistema automático de transferencia denominada TARGET (**T**rans-European **A**utomated **R**eal time **G**ross settlement **E**xpress **T**ransfer system). Establecido en 2007, maneja "on line" más de 300.000 operaciones por día con un valor total superior a los dos billones de euros (unos 600 billones al año), de los que más del 90% son entre bancos del sistema europeo. Nuestro país tiene una acusada participación: aproximadamente un 15% del total, es decir más de 90 billones al año.

Lo relevante del sistema, a efectos de endeudamiento exterior, son las transferencias que van más allá del simple traslado de un activo monetario de un país a otro. Un banco de un país cualquiera del Eurosistema puede financiarse a través de su banco central, con la garantía de un activo tal como los títulos de deuda pública de su país y la intermediación del Banco Central Europeo.

De esta forma un banco de un país con dificultades de financiación en el mercado internacional, puede comprar deuda pública interior y obtener un crédito por ese valor en su banco central. El BCE, por su parte, toma nota de la deuda del banco central del país de origen y de su propia deuda con el banco central del país destino de la operación (compra de bienes, reembolso de su deuda o inversión).

El sistema TARGET se ha convertido así en un canal de crédito a favor de los países de la Europa del Sur (GIIPS) con la garantía de su propia deuda pública (y de otros colaterales admitidos). Los financiadores han sido los bancos centrales de los países de la Europa Central y del Norte, como Alemania, Holanda, Luxemburgo o Finlandia. La deuda ha ido creciendo fuertemente durante estos años de crisis financiera y se estima actualmente en el orden del billón de euros (cerca del 11% del PIB de la Eurozona).

El presidente del prestigioso instituto alemán Ifo, Hans-Werner Sinn se ha convertido en el líder del movimiento de rechazo a este sistema que, en su opinión, permite a los países de la Europa del Sur mantener desequilibrios de la balanza de pagos sin un verdadero mecanismo de solución, con tipos de interés bajos y con la garantía de unos colaterales de riesgo.

No vamos aquí a entrar en la fuerte polémica que han provocado los escritos de Sinn, pero es interesante destacar que sus últimas derivaciones terminan recomendando al gobierno alemán introducir el sistema de Eurobonos y evitar así los desequilibrios del TARGET y complementar el nuevo *European Stability Mechanism*.

Respecto a España, a finales de 2012 estamos en una posición intrasistema TARGET de deuda cercana a los 400.000 millones de euros (376.000 a finales de noviembre) que coincide, en grandes cifras, con el acumulado de la partida de Pasivos frente al

Eurosistema del Banco de España de los últimos cuatro años en Balanza de Pagos y que supera en más de 200.000 millones la cifra de finales de 2011 (151.000 millones).

Pero nuestra deuda externa es muy superior a estos 400.000 millones de euros con el Eurosistema a través de TARGET. La Posición de Inversión Internacional (PII) estará cercana al billón de euros en saldo neto y corregido por el efecto valoración (precio de mercado de los activos y pasivos).

Cuadro 8

Posición de Inversión Internacional (saldos a final de periodo en m.m. euros)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012 (III Trim.)
Banco de España	79	51	44	30	-81	-309
Reservas	13	15	19	24	36	40
Activos frente al Eurosistema	1	-31	-36	-46	-170	-395
Otros activos netos	65	67	61	52	53	46
Excepto Banco de España	-902	-914	-1026	-963	-894	-647
Inversiones directas	-3	1	-4	17	15	13
Inversiones en cartera	-648	-604	-694	-637	-599	-486
Otras inversiones	-232	-305	-327	-346	-316	-177
Derivados financieros	-19	-6	-1	3	6	3
Posición Inversión Interna	-823	-863	-982	-933	-975	-956

Fuente: B.E: *Indicadores Económicos*, cuadro 7.6, diciembre 2012 (Boletín Estadístico, cuadro 17.21).

Cuadro 9

Variación en PII (entre finales de años, m.m. euros)

	2008	2009	2010	2011	2012 ^e
Efecto transacción	-100	-52	-43	-34	-10
Efecto valoración	60	-67	85	-15	-15
Variación PII	-40	-119	42	-49	-25
Promemoria: Saldo balanza c/c + c/capital	-100	-47	-39	-33	-7

Fuente: B.E. (2012), *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España 2011*, cuadro 2.3. Estimación propia para 2012.

La Deuda Externa (solo pasivos y no valores netos) supera los 1,8 billones de euros.

Hemos realizado en nuestro país esfuerzos importantes para reducir el déficit público y nuestra necesidad anual de financiación exterior. Pero cuando pasamos de flujo a stock nos encontramos con que necesitamos una inversión internacional neta estable desde 2009 de alrededor del billón de euros y mantenemos una deuda externa bruta sin tendencia a su disminución.

Cuadro 10

Deuda Externa de España (saldos a fin de periodo en m.m. euros)

	2008	2009	2010	2011	2012 (II Trim.)
Administraciones Públicas	234	300	289	276	237
Autoridad monetaria	35	41	51	175	409
Otras inst. monetarias financieras	766	783	760	715	592
Otros sectores residentes*	480	459	438	415	384
Inversión directa	157	174	181	179	177
Total deuda externa	1672	1757	1719	1760	1799

*Instituciones financieras no monetarias, sociedades no financieras, hogares e IPSFL.
Fuente: B.E (2012), *Indicadores económicos*, cuadro 7.9, diciembre 2012.

Es evidente que reducir nuestra necesidad de financiación de 100.000 millones en 2008 a una décima parte en 2012 es un dato positivo en el camino de evitar un desequilibrio que venía afectando a nuestro país. Pero estas cifras son relativamente poco significativas respecto al volumen de endeudamiento acumulado a escala internacional.

En nuestra opinión el problema de fondo es que España necesita mantener a medio/largo plazo un volumen de inversión extranjera neta de un nivel similar al alcanzado, aunque sea con tendencia al desapalancamiento progresivo de AAPP, empresas y particulares. Pero ello no es posible sin recuperar la confianza en nuestra economía y, por tanto, el acceso en condiciones normales a los mercados financieros internacionales.

Referencias bibliográficas

- Banco de España (2012), Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España.
- Banco de España (2012), Indicadores económicos, diciembre 2012.
- CEPREDE (2012), El camino hacia el reequilibrio, 63 Junta Semestral de Predicción Económica, noviembre 2012.
- De Grauwe, P. y Ji, Y. (2012) “How Germany can avoid wealth losses if the Eurozone breaks up: Limit conversión to German residents”, VoxEU.org 18/9/12.
- De los Llanos, M. (2012), “Nuevo marco de vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos de la UE”, Banco de España, Boletín Económico, marzo 2012.
- European Central Bank (2012), Target Annual Report 2011 disponible on-line en pdf (www.ecb-int/pub/pdf/other/targetar2011).
- European Commission (2012), Alert Mechanism Report, COM (2012)68.
- European Commission (2012), “Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances”, Occasional Paper 92.
- Eurostat (2012), Macroeconomic Imbalance Scoreboard Indicators (disponible on-line).
- Pulido, A. (2012), “Dificultades ciertas y horizonte confuso”, 63 Junta Semestral de Predicción, CEPREDE, noviembre 2012.
- Sinn, H-W y Wollmershäuser, T. (2012), “Target loans, current account balances and capital flows: the ECB's rescue facility”, International Tax and Public Finance, Julio 2012 (disponible en Internet).
- Sinn, H-W (2012) “Systemic Risk. The Target Trap”, Central Banking Journal, vol XXIII, nº 2, noviembre 2012.