

EVOLUCION RECIENTE DEL SECTOR EXTERIOR.
PERSPECTIVAS SOBRE EL TAMAÑO Y SOSTENIBILIDAD
DEL DEFICIT CORRIENTE

Javier Burgos Belascoaín
Román Escolano Olivares

SGPE-D-91001
Enero de 1991

Los análisis, opiniones y conclusiones aquí expuestos son los de los autores, con quien no tiene por qué coincidir, necesariamente, la Dirección General de Planificación. Esta considera, sin embargo, interesante la difusión del trabajo para que los comentarios y críticas que suscite contribuyan a mejorar su calidad.

I N D I C E

	<u>Página</u>
1. INTRODUCCION	1
2. EL SECTOR EXTERIOR EN 1990	3
3. PERSPECTIVAS SOBRE LA EVOLUCION DEL TAMAÑO DEL DEFICIT CORRIENTE	7
4. LA CRISIS DEL GOLFO Y PREVISIONES SOBRE EL SECTOR EXTERIOR	13
5. LA SOSTENIBILIDAD DEL DEFICIT EXTERIOR	29
5.1. Un indicador de sostenibilidad	30
5.2. La vulnerabilidad del saldo exterior	34
6. CONCLUSION	37
BIBLIOGRAFIA	39

1. Introducción

Tras el proceso de saneamiento económico registrado desde comienzos de la década de los años ochenta, a partir de 1985, la economía española comienza una fase de crecimiento sostenido sobre la que entre otros aspectos cabe destacar:

En primer lugar, que el crecimiento del PIB en España ha sido sustancialmente superior al de los países de la CEE.

En segundo lugar, que dicho crecimiento se apoyó fundamentalmente en la demanda interior contribuyendo consecuentemente la demanda exterior de forma sensiblemente negativa al crecimiento del PIB.

Un crecimiento más dinámico de la demanda interna española en relación al de nuestros principales socios comerciales, junto con el proceso de liberalización del comercio exterior tras la entrada en la CEE y la continua apreciación del tipo de cambio real frente a la OCDE ha llevado, a pesar de la mejora de la relación real de intercambio, a un déficit creciente de la balanza por cuenta corriente (Cuadro 1).

A pesar de que las fuertes entradas de capitales generan un saldo de balanza básica confortable, no cabe duda que en la actualidad uno de los puntos débiles de la economía española se centra en el desequilibrio de la balanza corriente y dada la experiencia histórica sobre los recurrentes estrangulamientos que el sector exterior ha generado sobre el crecimiento económico parece necesario concentrar la atención sobre la evolución del mismo en 1990.

En el siguiente epígrafe se analizará la evolución de los principales renglones de las transacciones, transferencias y movimientos de capital con el exterior en base a los últimos datos disponibles relativos a los diez primeros meses de 1990, que aunque no

permitan obtener una visión global de este ejercicio, al menos permiten detectar las principales tendencias recientes.

CUADRO 1
BALANZA DE PAGOS
(En porcentaje del PIB)

	1985	1986	1987	1988	1989
B. Comercial	-2.7	-2.8	-4.4	-5.2	-6.5
B. Cuenta Corriente	1,5	1,7	-0,0	-1,1	-2,9
B. Capital largo plz.	-1,5	-1,4	3,0	3,1	4,6
B. Básica	0,0	0,3	3,0	2,0	1,7
B. Capital corto plz. ¹	0,0	0,2	1,7	0,8	0,0

FUENTE: Balanza de Pagos de España. Secretaría de Estado de Comercio.

La evolución previsible del tamaño del déficit y los factores que pueden justificar bien su aumento, bien su reducción, se detallan en el apartado tercero.

El epígrafe cuarto se concentra en un aspecto de especial relevancia para la evolución del sector exterior español como es el análisis de los efectos que sobre el mismo puede tener la crisis del Golfo, resumiéndose las conclusiones de un estudio reciente, basado en un conjunto de simulaciones con el Modelo de Investigación y Simulación de la Economía Española (MOISEES).

En el apartado quinto y tras el análisis relativo al tamaño del déficit, se concentra la atención en su sostenibilidad analizando los principales indicadores de la misma.

Finalmente, en el último apartado se sintetizan las conclusiones más relevantes del análisis realizado.

¹ A partir de 1987 incluye la variación de la posición de Entidades Delegadas y a partir de 1988 incluye saldos en divisas de residentes.

2.- El sector exterior en 1990

Antes de aventurar cualquier juicio sobre la evolución futura del tamaño, permanencia y sostenibilidad del déficit corriente, parece pertinente estudiar las principales tendencias que registra el sector exterior en 1990.

Al observar los datos de los diez primeros meses de la balanza comercial, utilizando como fuente la Dirección General de Aduanas, destaca en primer lugar, la ralentización del crecimiento del déficit de mercancías que aumenta solamente un 3,6% frente a crecimientos muy superiores en ejercicios anteriores (Cuadro 2).

Esa tendencia se refleja en la tasa de cobertura que se incrementa ligeramente en el período enero-octubre del 90 al 61,5%, frente al 60,8% del mismo período de 1989.

El segundo aspecto significativo que se constata es que esa moderación del crecimiento del déficit de mercancías se consigue gracias a un crecimiento de las exportaciones en pesetas corrientes superior al de las importaciones en el período de análisis, concretamente del 6,5 y el 5,4% respectivamente, fenómeno éste desconocido en los últimos años.

Dado que el Índice de Valor Unitario (IVU) de las exportaciones estimado por la Dirección General de Previsión y Coyuntura se reduce un 2,8%, realmente estamos presenciando un comportamiento algo más dinámico de las ventas al exterior al registrado en ejercicios anteriores, un 9,6% frente al aumento real del 6,5 en los diez primeros meses de 1989. Es especialmente significativo el comportamiento de los exportadores, que ante la apreciación del tipo de cambio efectivo nominal de la peseta, con efectos negativos sobre la competitividad de sus productos, han moderado el crecimiento del precio de los mismos en moneda extranjera, al objeto de no perder posiciones en el mercado lo que supone una reducción de sus precios en pesetas.

CUADRO 2
BALANZA COMERCIAL
(Miles de millones de pesetas y %)

	<u>Saldo</u>	<u>Cobertura</u> <u>%</u>	<u>% Variación</u> <u>Saldo</u>	<u>Exportaciones</u>			<u>Importaciones</u>		
				<u>Tasas Var.</u> <u>Valor</u>	<u>en %</u> <u>Precio</u>	<u>s/año anterior</u> <u>Volumen</u>	<u>Tasas Var.</u> <u>Valor</u>	<u>en %</u> <u>Precio</u>	<u>s/año anterior</u> <u>Volumen</u>
1985	-969,1	80,9	-	10,0	6,7	3,1	9,6	2,3	7,1
1986	-1090,5	77,7	12,5	-7,4	-3,5	-4,0	-3,6	-17,4	16,7
1987	-1834,2	69,6	68,2	10,4	2,6	7,6	23,3	-2,2	26,0
1988	-2353,1	66,6	28,2	11,7	4,4	7,0	16,7	-1,4	18,5
1989	-3200,7	62,2	36,0	12,2	4,5	7,4	20,2	1,8	18,1
89 En.-Oct.	-2727,4	60,8	-	12,0	5,2	6,5	22,3	1,5	20,6
90 En.-Oct.	-2826,0	61,5	3,6	6,5	-2,8	9,6	5,4	-3,3	9,0

FUENTE: D.G. de Previsión y Coyuntura en base a las estadísticas de Comercio Exterior de la D.G. de Aduanas.

Más importante es, sin embargo, el comportamiento de las importaciones si se compara con la evolución de los últimos años. En efecto, frente a un crecimiento real del 20,6% en el período enero-octubre del 89, en los diez primeros meses del 90, el incremento real de las importaciones ascendió a solamente el 9%, cifra especialmente moderada si se tiene en cuenta que el crecimiento medio anual desde la entrada en la CEE asciende al 19,8%.

Este dato, no por significativo debe considerarse sorprendente, ya que el crecimiento observado de las compras al exterior en este ejercicio es consistente con la ralentización del crecimiento de la demanda interna y especialmente de la inversión privada, que según las previsiones oficiales ascenderá en 1990 al 6,7%² y que tiene una influencia significativa en la evolución a corto plazo de las importaciones no energéticas.

Si bien el saldo comercial registra una evolución que puede considerarse positiva, la balanza de servicios está mostrando unos resultados un tanto decepcionantes, acentuándose la tendencia de reducción de la cobertura del déficit comercial por servicios. La causa de esta tendencia hay que encontrarla en el comportamiento negativo de los ingresos por turismo que se han reducido en los diez primeros meses de 1990, en un 9,5% en pesetas corrientes.

Dichos ingresos que en enero-octubre del 89 representaban el 63% del déficit comercial (en términos de Aduanas) pasan a representar en los diez primeros meses del 90 solamente el 55%.

El deterioro de saldo de servicios, que se incrementa en un 20,8% está fundamentalmente explicado por el saldo de turismo que aporta a ese crecimiento negativo 23 puntos mientras que el resto de renglones de la balanza, reducen ligeramente su déficit contribuyendo

² Informe de Coyuntura Económica. Diciembre de 1990. D. G. de Previsión y Coyuntura.

consiguientemente con 2,2 puntos porcentuales positivos a la evolución del saldo de servicios. Por tanto, se constata como se tiene más dificultades para cubrir el saldo comercial a través de un renglón compensatorio tradicional como es el turismo, registrándose un crecimiento continuo de los pagos y un cierto agotamiento del modelo de desarrollo turístico que incide negativamente en los ingresos.

El otro renglón que tradicionalmente ha compensado el déficit estructural de mercancías es la balanza de transferencias. Dicha balanza ha registrado variaciones importantes en su composición en los últimos años, perdiendo peso los ingresos por transferencias privadas, fundamentalmente remesas de emigrantes e incrementando sensiblemente su importancia los ingresos y pagos por transferencias públicas desde 1986, fruto de la contribución española al Presupuesto Comunitario y de los ingresos obtenidos de los Fondos de la CEE (FEDER, FEOGA Y FSE).

El incremento del superávit de la balanza de transferencias ha sido en los diez primeros meses del año del 17% con respecto a igual período de 1989, distribuyéndose en un aumento del 18,7% de las privadas y del 14% de las públicas.

Hechas estas referencias a los diferentes renglones que han condicionado la evolución del déficit corriente en 1990, parece apropiado, en aras a detectar las principales tendencias relativas a su sostenibilidad, analizar la evolución reciente de algunas partidas de la balanza de capital.

El saldo de la balanza de capitales a largo plazo continúa arrojando un holgado saldo positivo en los diez primeros meses del año de 1.466,4 miles de millones de pesetas, por los que en términos de registro de caja la balanza básica arrojaría un superávit de 268,2 miles de millones de pesetas.

A pesar de esas cifras, si se las compara con el mismo período de 1989, se observa como el saldo neto de las entradas de capital a largo plazo registra una tendencia a la baja, reduciéndose en un 18,6%. Ese proceso es consistente con un incremento tanto de los ingresos como de los pagos del 10,6% y del 29,3%, respectivamente. Concentrándonos en las inversiones extranjeras en España, partida que representa el 80% de las entradas y el 70% de las salidas de capital a largo, se observa como la economía española se ha seguido manteniendo fuertemente atractiva para los inversores extranjeros, aumentando sus inversiones a largo el 24% en el período de análisis, aunque los pagos por este concepto (desinversiones) se hayan incrementado un 57%.

Ese proceso de desinversión ha sido especialmente intenso en las inversiones de cartera, mientras que la inversión extranjera directa registraba en los tres primeros trimestres un incremento cercano al 50% y su ratio desinversión/inversión ascendía al 17,8%, inferior al de los tres últimos años.

El fuerte pulso de la inversión directa y las características de mayor volatilidad de la inversión en cartera son cuestiones que serán tratadas en una sección posterior relativa al análisis de sostenibilidad del déficit corriente.

La combinación de los renglones de la balanza de pagos analizados junto con el resto de los epígrafes, capital a corto y otras operaciones del sistema crediticio, generan una acumulación de reservas centrales en los diez primeros meses del año de 774,2 miles de millones de pesetas, por lo que 1990 será el quinto año consecutivo del continuo incremento de reservas.

3.- Perspectivas sobre la evolución del tamaño del déficit corriente

A la vista de los comentarios realizados sobre la evolución de los principales renglones del déficit corriente en el pasado

reciente en el que se constataba su tendencia a un continuo crecimiento, y dado que es opinión generalmente compartida que uno de los desequilibrios fundamentales que tiene que afrontar la economía española es el de su balanza por cuenta corriente, se van a detallar aquellos elementos que pueden condicionar su evolución en el futuro.

La ralentización del crecimiento de la demanda interna, la reducción de expectativas de deterioro de competitividad vía tipo de cambio nominal, el agotamiento de los efectos de la eliminación de restricciones cuantitativas y los efectos que el incremento de los precios del petróleo pueden tener sobre el output y la inversión, bien vía shock de oferta, bien vía expectativas a través del incremento de la incertidumbre, son elementos que afectarán positivamente a la reducción del tamaño del déficit.

Como se analizaba en el primer epígrafe, el crecimiento más dinámico de la demanda interna española en relación a nuestros principales socios comerciales ha sido uno, si no el más importante, de los elementos explicativos del deterioro del saldo corriente en los últimos cinco años.

Desde 1989, no obstante, se han tomado medidas tanto de carácter fiscal, aunque especialmente de carácter monetario, que tras los desfases temporales habituales han comenzado a dejar sentir sus efectos sobre el crecimiento de la demanda interna.

El carácter restrictivo que ha tenido la política monetaria y que es previsible que se mantenga en el futuro y una política presupuestaria para 1991 sensiblemente más restrictiva que en el pasado auguran que en el próximo futuro no se asista a un crecimiento excesivamente rápido de la demanda interna.

Es asimismo importante resaltar la necesidad de que la política fiscal cobre un mayor protagonismo, ya que en el pasado una mayor concentración del esfuerzo de ajuste en la política monetaria

llevó, vía el aumento del diferencial de tipos de interés, a una apreciación del tipo de cambio nominal de la peseta que, si bien ha tenido efectos en la contención de la inflación, ha afectado negativamente a la competitividad de las exportaciones.

Con independencia, sin embargo, de la propia política desarrollada y de las consecuencias que la crisis del Golfo está teniendo vía expectativas, es probable que se esté asistiendo a un cierto agotamiento del ciclo de reposición, tanto de bienes de consumo duradero como del flujo inversor. Parece claro que si bien durante el primer semestre del año existieron posturas encontradas sobre el diagnóstico de recalentamiento o enfriamiento de la economía, en la actualidad todos los indicadores descartan síntomas de recalentamiento (más bien al contrario) y parece probable que éstos no se reproduzcan en el futuro inmediato.

Consecuentemente, el elemento que más contribuyó a incrementar el déficit comercial en el pasado va a ser previsiblemente el que tienda a moderar el crecimiento del mismo en el futuro.

Un segundo elemento que condiciona la magnitud de los flujos comerciales es la competitividad, tanto de los productos españoles en el exterior como de la producción competidora con las importaciones.

Dicho factor está fundamentalmente condicionado tanto por el diferencial de precios de productos potencialmente competidores, como por el tipo de cambio que afecta a dicho diferencial al expresarlo en moneda común, utilizándose frecuentemente como aproximación del nivel de competitividad el tipo de cambio efectivo real.

Desde 1987 se ha producido en términos anuales una continua apreciación del tipo efectivo nominal tanto frente a la CEE como a la OCDE que debe haber influido negativamente en la competitividad de los productos españoles; asimismo, los precios relativos en moneda

nacional frente a ambas áreas han evolucionado negativamente reforzando el impacto negativo del tipo nominal³.

Aunque es difícil augurar que es lo que puede pasar con el tipo de cambio efectivo nominal, máxime cuando el dólar en el pasado ha dado muestras de inestabilidad, por lo que respecta a la CEE existe un margen reducido de apreciación de la peseta, que se ha configurado como la moneda más fuerte del sistema, con una tendencia a situarse en el lado superior de la banda de fluctuación. En la medida que se vaya conteniendo la inflación y si efectivamente la política fiscal juega un papel más restrictivo, se podría esperar en el medio plazo una reducción del diferencial de intereses y por tanto una menor atracción de capitales y una cierta depreciación de la peseta.

Por lo que respecta al diferencial de precios se está registrando una estabilización de la tasa de crecimiento de los mismos en 1990, permaneciendo anclada la inflación subyacente en el 6,4-6,7%, mientras que en el área de la CEE y OCDE se observa un perfil ascendente de los precios.⁴ El repunte de los precios en el exterior y la contención interna, con todas las limitaciones que tiene la utilización de precios al consumo (inclusión de bienes no comerciados, etc.) puede ser un factor de contención del deterioro de la competitividad, de forma que ésta incida menos negativamente que en el pasado sobre la evolución futura del sector exterior.

En cualquier caso habría que apuntar que (no sólo por estar inmersos en la disciplina cambiaria del SME) no cabe confiar en una

³ Nótese que aunque se reduzca el diferencial de precios entre España y la CEE o OCDE, mientras éste sea positivo la competitividad de los productos españoles se deteriora.

⁴ El diferencial de precios entre España, OCDE, CEE y SME en Enero-Septiembre de 1990 era respectivamente de 0,4, 1,2 y 1,8. Dicho diferencial en el mes de Septiembre (tasa interanual) era de -0,5, 0,4 y 1,0 respectivamente.

mejora de la evolución de los flujos comerciales sobre la base de una depreciación de la peseta, ya que la experiencia muestra como esa vía tiene generalmente efectos transitorios. Mucho más relevante es una evolución favorable de los costes laborales unitarios especialmente cuando se está asistiendo a un gap en la evolución de precios entre los sectores de comerciados y no comerciados, ya que un crecimiento alto y uniforme de los salarios entre los diferentes sectores de la economía supone una clara incidencia negativa sobre el sector de bienes comerciados.⁵

Un elemento igualmente importante que puede afectar a la evolución de las exportaciones es el crecimiento del comercio mundial, dado que las ventas al exterior están estrechamente ligadas a este elemento.

El cambio de expectativas ligado a la crisis del Golfo, y la ralentización del crecimiento de la economía americana y europea, podrían hacer pensar en una reducción del ritmo de crecimiento del comercio mundial que tendría efectos negativos para la exportación española. No obstante, las previsiones de la OCDE y del FMI auguran el mantenimiento de tasas de crecimiento dinámicas que en caso de cumplirse permitiría un crecimiento sostenido de nuestras ventas al exterior⁶.

Junto con este aspecto que afecta a nuestros ingresos por venta de mercancías, existe otro elemento que limita la capacidad de compensar el déficit estructural de bienes, como es el renglón de turismo que ha registrado últimamente unos resultados decepcionantes, con el consiguiente empeoramiento del superávit de la balanza de servicios.

⁵ Ver A. Zabalza (1990)

⁶ Las previsiones de los Organismos citados son las siguientes:

	OCDE (Dic. 1990)			FMI (Oct. 1990)	
	<u>1990</u>	<u>1991</u>	<u>1992</u>	<u>1990</u>	<u>1991</u>
Comercio Mundial (aumento % en volumen)	5,7	5,7	6,4	5,4	5,3

Es difícil predecir si estamos asistiendo a un bache coyuntural o si la incidencia negativa se va a extender en el tiempo, en cualquier caso, no parece posible que en los próximos dos o tres años (aunque sea difícil cuantificar el efecto Expo y Olimpiada en 1992) se registre la pauta de crecimiento de años pasados. En ese lapso de tiempo el sector debería realizar un conjunto de inversiones de reestructuración y adaptación a un nuevo contexto, en el que se asiste a una fuerte competencia de otras áreas en las que teniendo en el pasado condiciones naturales y salarios baratos no estaban en disposición, por carecer de la infraestructura hotelera y el capital humano necesario, de ofrecer el producto turístico que demanda el mercado y que ahora pueden ofertar.

Un último elemento, quizás menos importante, pero que no por ello debe de dejarse resaltar, es el agotamiento de los efectos de eliminación de restricciones cuantitativas. Aunque no dispongamos de cuantificaciones precisas, pero si asumimos que la progresiva eliminación de restricciones cuantitativas ha tenido un efecto no despreciable en los flujos de importaciones en los primeros años de la entrada de España en la CEE⁷, es lógico pensar que el continuo aumento del tamaño de los cupos ha debido dejar sin efecto a muchos de ellos. Consecuentemente, la contribución al crecimiento de las importaciones de la eliminación de restricciones cuantitativas va a ser sensiblemente inferior al registrado en los años 86 y 87.

Los elementos anteriormente apuntados son probablemente los que de forma más directa van a afectar a las exportaciones e importaciones españolas y al tamaño del déficit por cuenta corriente en el futuro próximo. Existe sin embargo un tema que puede condicionar de

⁷ Una medición indirecta sobre este aspecto fue realizada por A. Torres y recogida en "THE EEC CUM 1992 SHOCK: THE CASE OF SPAIN" mimeo 1989. En ella se apunta, en base a los supuestos realizados en el trabajo, que la eliminación de restricciones al comercio supuso en 1986-87 el 20% de la tasa de crecimiento real de las importaciones no energéticas y alrededor del 30% si se incluyen los productos agrícolas.

forma clara el comportamiento del sector exterior y al que no se ha hecho una referencia expresa, ya que estimamos que su análisis requiere un epígrafe específico, como es el de los efectos de la crisis del Golfo. Por esta razón, en el apartado siguiente y como prolegómeno a las previsiones que los principales Organismos hacen sobre el sector exterior, parece oportuno dedicar un espacio al mismo.

4. La crisis del Golfo y previsiones sobre el sector exterior

Tratar de hacer previsiones sobre el sector exterior cuando nos movemos en un contexto con elementos de fuerte incertidumbre es una tarea especialmente arriesgada. El elemento más claro de incertidumbre que existe en la actualidad en los mercados internacionales es el de la crisis del Golfo.

La principal dificultad de hacer una valoración cuantificada de los efectos de la crisis del Golfo sobre el sector exterior es, en primer lugar, el realizar una previsión sobre los precios en pesetas del petróleo importado. Los diferentes desenlaces a la crisis y la duración de los mismos pueden ofrecer escenarios muy diferentes entre sí, por lo que lo más prudente no es ya utilizar hipótesis de precios alternativos, sino el considerar éstos como puntos de referencia que permitan marcar pautas sobre los posibles efectos de escenarios alternativos.

De los diferentes efectos que se pueden derivar de un crecimiento significativo de los precios del petróleo, y por lo que respecta al sector exterior conviene destacar los siguientes:

En primer lugar, el incremento de los precios del petróleo, dada la cierta rigidez a corto plazo de la demanda del crudo supone un aumento de la factura energética y un efecto negativo por tanto sobre el saldo comercial. Asimismo, el incremento del precio del crudo significa un empeoramiento de la relación real de intercambio, identificándose este proceso al de una transferencia de renta de

los países importadores a los productores, al tener que pagar más por una misma cantidad de petróleo.

En segundo lugar, la modificación brusca de los precios relativos afecta a las decisiones de las empresas sobre cuánto y cómo producir, lo que conlleva cambios en la tecnología utilizada, que no son inmediatos y en los que se registra una pérdida de eficiencia en el uso de los factores productivos, de la productividad del capital y del trabajo lo que conlleva una reducción del producto agregado y una consecuente moderación de la demanda de importación.

En tercer lugar, el incremento de los precios del petróleo, input utilizado intensivamente en el proceso productivo, se traslada al aumento de precios de la producción interna, con una incidencia tanto mayor cuanto más intensa sea la revisión al alza de las expectativas de inflación. En la medida en que ese incremento de precios sea superior al de nuestros competidores (cuestión que depende, en parte, del grado de intensidad de utilización energética en el proceso productivo en cada país y del grado de traslación del incremento del coste del petróleo a los precios de mercado del mismo) la competitividad de los bienes comerciados se resentirá.

Y en cuarto lugar, si el efecto recesivo del shock de oferta es intenso y general, se puede reducir el volumen de comercio mundial lo que tiene un impacto negativo sobre las exportaciones.

Como primera aproximación al problema se puede tratar de hacer una cuantificación del primero de los puntos citados, es decir, el incremento de la factura energética neta y su impacto en el saldo comercial.

Este es un enfoque de equilibrio parcial ya que sólo se concentra en un aspecto del problema y no tiene en cuenta las interrelaciones del resto de variables afectadas por el shock de precios y que tienen una repercusión sobre el comercio exterior. No obstante

es un ejercicio interesante que permite estudiar, ceteris paribus, el impacto inicial sobre el sector exterior.

Las hipótesis utilizadas para realizar una estimación del efecto sobre la balanza energética cuyos resultados se recogen en el cuadro 3 son los siguientes:

- a) Las descargas de crudo están determinadas en una cifra próxima a la capacidad máxima de refino.
- b) Suponemos que sin shock energético el precio medio del año coincidiría con la media de enero-julio, mientras que tras el shock el precio del crudo sería de 27 dólares como media para el subperíodo agosto-diciembre.
- c) Con respecto al tipo de cambio, se supone que su evolución en 1990 es idéntica en ambos escenarios, por lo que se asume que es independiente de las tensiones en el mercado de petróleo (Supuesto un tanto heroico).
- d) La importación de productos refinados se obtiene suponiendo un crecimiento real igual al estimado para la demanda interna de crudo (5%) y un crecimiento de los precios igual al del crudo (-11% sin shock y 9,7% con shock).
- e) El saldo de la Balanza Petrolífera se obtiene sustrayendo el valor de las exportaciones de productos refinados al valor de las importaciones, tanto de crudo como de productos refinados.

La conclusión que se extrae de este análisis de la comparación de la situación con shock y sin shock, y en base a las hipótesis asumidas, es que el sobre coste de la balanza energética, como consecuencia del shock de precios, asciende a cerca de 135.000 millones de pesetas, lo que supone 0,27 puntos del PIB.

CUADRO 3
IMPACTO EN EL SALDO COMERCIAL DEL INCREMENTO
DE PRECIOS DEL PETROLEO

	<u>Sin shock</u>	<u>Con shock</u>		<u>TOTAL</u>	<u>Diferencia</u>
	<u>1990</u>	<u>1990</u>			
	<u>(1)</u>	<u>Ene-Julio</u>	<u>Agosto-Dic.</u>	<u>(2)</u>	<u>(3)=(2)-(1)</u>
Cantidad descargada (Mill. Tn.)	50,2	29,3	20,9	50,2	0
Precio					
- \$/Tn	125,8	125,8	197,5		29,9
- \$/B	17,2	17,2	27,0		4,0
Tipo de cambio	101,6	106,1	96		0
Importación Crudo (Mill. ptas.)	641.620	391.078	396.264	787.342	145.722
Importación Refinados	135.802			166.472	30.670
Importación Total (Crudo + Refinados)	777.422			953.814	176.392
Exportación Refinados					
- Mill. ptas.	176.393			216.230	39.837
- Mill. Tn	11,4			11,4	0
Saldo Balanza Petrolífera					
- Mill. ptas.	-601.029			-737.584	-136.555
- % PIB	-1,20			-1,47	-0,27

Esta aproximación al problema permite hacerse una idea de la magnitud del mismo, pero como se señalaba antes, se concentra solamente en el primero de los efectos considerados sin tener en cuenta los otros.

Para poder hacer una estimación que incluya los otros aspectos (efecto competitividad, comercio mundial, shock de oferta-PIB-importaciones, etc.) es necesario un modelo de equilibrio general que tenga en cuenta todas las posibles interrelaciones entre las variables que se generan como consecuencia del shock de precios energéticos⁸.

La utilización del Modelo MOISEES permite la realización de simulaciones en escenarios alternativos para calibrar los efectos sobre las macromagnitudes básicas de un shock de precios energéticos. Se va a resumir a continuación los resultados de un conjunto simulación, del mismo concentrándonos solamente sobre los efectos en el sector exterior.

Las simulaciones realizadas se basan en las hipótesis siguientes (Cuadros 4, 5 y 6).

a) Evolución de los precios del petróleo

Se plantea la evolución de los precios en dos escenarios alternativos:

- Escenario 1. Como puede observarse en el Cuadro 5, el barril de crudo se situaría, en promedio, en 25\$ durante el período Agosto-Diciembre de 1990, estabilizándose en 23\$ a continuación. Dada

⁸ Los resultados que se detallan se basan en el documento de trabajo de la Dirección General de Planificación SGPE-D-90011 de octubre de 1990. "El impacto de una crisis energética en la economía española: 1990-1993. Un ejercicio de simulación con el modelo MOISEES". J. Burgos, E. López, R. Mestre y D. Taguas.

CUADRO 4

ESCENARIOS CONSIDERADOS

		<u>ESC. 1</u>	<u>ESC. 2</u>	<u>ESC.3</u>
Dólares barril(1):				
	1990	20.5	22.1	22.1
	1991-3	23.0	26.0	26.0
Efecto s/competividad de las exportaciones(2):				
	1990	0.0	0.0	0.4
	1991	0.0	0.0	0.5
	1992	0.0	0.0	0.1
	1993	0.0	0.0	0.0
Efecto s/competividad de las importaciones no energéticas(3):				
	1990-2	0.0	0.0	0.1
	1993	0.0	0.0	0.0
Efecto s/diferencial de inflación países industrializados(2):				
	1990	0.0	0.0	0.1
	1991	0.0	0.0	0.2
	1992-3	0.0	0.0	0.0
Tipo de cambio Pta./\$(1):				
	1990	102.7	102.7	102.7
	1991-3	100.0	100.0	100.0
Efecto s/crecimiento del Comercio Mundial(2):				
	1990	0.3	0.7	0.7
	1991	0.8	1.6	1.6
	1992	0.5	0.8	0.8
	1993	0.0	0.0	0.0
Primer año de relajamiento de la política monetaria:				
		1992	1993	1993

- (1) Promedio anual según detalle en Cuadros 5 y 6
(2) Puntos porcentuales
(3) Diferencias en puntos de inflación

CUADRO 5PRECIO MEDIO DE LAS IMPORTACIONES DE CRUDO

Escenario 1

	<u>1989</u>	<u>1990</u>		<u>1991-93</u>
		<u>Enero-julio</u>	<u>Agosto-Dic.</u>	
\$/barril	16.6	17.2	25.0	23.0
Tipo cambio pta./\$	118.4	106.1	98.0	100.0
Pts./barril	1965.4	2085.4		2300.0

CUADRO 6PRECIO MEDIO DE LAS IMPORTACIONES DE CRUDO

Escenario 2

	<u>1989</u>	<u>1990</u>		<u>1991-93</u>
		<u>Enero-julio</u>	<u>Agosto-Dic.</u>	
\$/barril	16.6	17.2	29.0	26.0
Tipo cambio pta./\$	118.4	106.1	98.0	100.0
Pts./barril	1965.4	2248.7		2600.0

la senda postulada para el tipo de cambio, que se detalla en el punto d, el supuesto anterior implica incrementos del precio en pesetas del barril del 6,1% en 1990 y del 10,3% en 1991 respecto del año anterior.

- Escenario 2. Se contempla un precio de 29\$ entre Agosto y Diciembre de 1990 y una estabilización alrededor de 26\$ a continuación. Como puede verse en el Cuadro 6, esto supone incrementos del 14.4% en 1990 y del 15.6% en 1991 respecto al año anterior.

b) Peso relativo de las importaciones energéticas

En el modelo MOISEES se estimó una función agregada de importaciones, que no permite distinguir el comportamiento de los componentes energético y no energético. En este sentido, se asume, en los Escenarios 1 y 2, que el impacto producido por el incremento del precio del petróleo no altera la composición relativa de nuestras importaciones. En otras palabras, el peso de nuestras importaciones energéticas sobre el total de importaciones -ambas en términos reales- se mantiene constante.

c) Competitividad

Los dos escenarios a simular hasta ahora mencionados, se basan en el supuesto de que la crisis energética no comportará una pérdida específica de competitividad para nuestra economía. En particular, se asume que el diferencial de inflación con los países industrializados, el índice de competitividad de las exportaciones españolas y los precios relativos de nuestras importaciones no energéticas permanecen inalteradas respecto a la simulación pre-crisis. Este supuesto puede, sin embargo, ser tachado de excesivamente optimista.

A fin de tener en cuenta una posible incidencia negativa del impacto energético sobre nuestra competitividad se consideró

un nuevo escenario, el número 3, que se define como el escenario 2 más las siguientes hipótesis:

c.i) Efecto sobre los precios de exportación del resto del mundo

Se supone un crecimiento de los precios de exportación mundiales equivalente al 70% del impacto de la crisis sobre los precios de exportación españoles, para el período 1990-92.

c.ii) Efecto sobre los precios de las importaciones no energéticas

Se supone que el precio de las importaciones no energéticas crece un 90% del impacto de la crisis sobre el deflactor del PIB, para el período 1990-92.

c.iii) Efecto sobre el diferencial de inflación con los países industrializados

Se supone que se incrementa en un 10% del impacto de la crisis sobre el IPC.

Se observará que el deterioro de la competitividad de las exportaciones es mayor que el correspondiente a las importaciones. Este supuesto parece bastante razonable si se atiende a la distinta tecnología incorporada en unas y otras, que en el caso de las importaciones otorga a los proveedores exteriores un notable poder de mercado.

d) Tipo de cambio

El tipo de cambio se sitúa en 98 pts/\$ durante Agosto-Diciembre de 1990 y en 100 pts/\$ a continuación.

e) Evolución del comercio mundial

En los escenarios 1 a 3 se asume un efecto negativo del shock sobre el crecimiento del comercio mundial. En el escenario 1 se supone una caída de la tasa de crecimiento del índice de comercio de los países industrializados de 0.3, 0.8 y 0.5 puntos porcentuales en 1990, 1991 y 1992, respectivamente. Estas caídas son de 0.7, 1.6 y 0.8 puntos porcentuales en los otros dos escenarios.

Aunque en las simulaciones planteadas las variables endógenas se determinan simultáneamente, a efectos expositivos, se recogen de forma simplificada en el Diagrama 1, los principales canales de transmisión, obviándose muchas de las interrelaciones y feed-backs implícitos⁹.

Los resultados de la simulación en los tres escenarios planteados se recogen en el Cuadro 7.

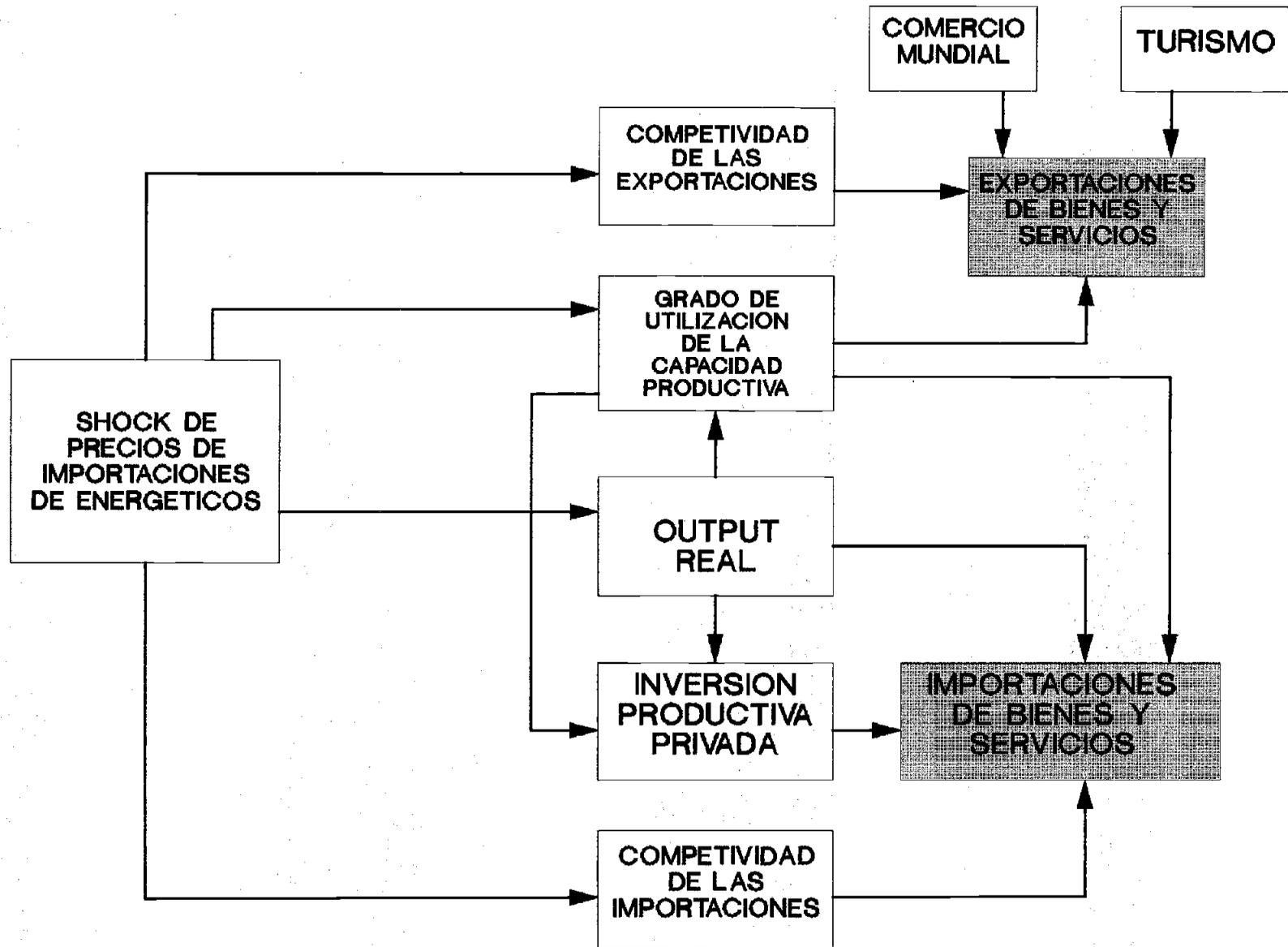
Del análisis del Cuadro 7 que recoge las desviaciones de la tasa de crecimiento real de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios y del saldo exterior neto en relación al PIB, con respecto a una simulación de referencia pre-crisis, se pueden apuntar las siguientes consideraciones:

Primero, se reduce como era de esperar el ritmo de crecimiento real tanto de las exportaciones como de las importaciones, concentrándose ese efecto en 1990 y especialmente en 1991 y siendo mucho menos significativo en años posteriores al suponerse constante el precio en pesetas del petróleo a partir de 1992.

Segundo, es más intenso el efecto en las importaciones que en las exportaciones, debido en gran medida a la sensibilidad que

⁹ Un mayor detalle de los diferentes efectos se encuentra en J. Burgos, E. López, R. Mestre y D. Taguas (90).

DIAGRAMA 1: EFECTO EN EL MOISEES DE UN SHOCK DE PRECIOS DE PRODUCTOS ENERGETICOS SOBRE EL COMERCIO EXTERIOR



CUADRO 7**SIMULACION CON EL MODELO MOISEES DE UN SHOCK DE PRECIOS DEL PETROLEO**
(Desviación respecto a la simulación de referencia)

	<u>1990</u>	<u>1991</u>	<u>1992</u>	<u>1993</u>
Escenario 1				
Exportaciones (1)	-0.5	-0.9	-0.4	-0.4
Importaciones (1)	-0.9	-1.8	-0.0	-0.3
Saldo Exterior/PIB (2)	0.0	0.0	0.0	0.0
Escenario 2				
Exportaciones (1)	-1.1	-1.8	-0.6	-0.8
Importaciones (1)	-2.1	-2.6	-0.2	-0.9
Saldo Exterior/PIB (2)	0.0	0.0	-0.1	-0.1
Escenario 3				
Exportaciones (1)	-1.4	-2.3	-0.8	-0.9
Importaciones (1)	-2.2	-2.4	-0.4	-1.0
Saldo Exterior/PIB (2)	0.0	0.0	-0.1	0.0

(1) Desviación de la tasa de variación en términos reales.

(2) Desviación en puntos porcentuales del PIB.

registra la inversión al shock de precios energéticos, siendo la formación bruta de capital una variable importante en la determinación a corto plazo de la evolución de las importaciones.

Tercero, es especialmente resaltable la nula sensibilidad del ratio saldo exterior/PIB al shock de precios de la energía. Ello es debido a que el sector exterior se ve realimentado por el efecto depresivo inducido en la economía por el shock energético, tanto en la relación (output-inversión)-importaciones como utilización de la capacidad productiva-exportaciones e importaciones.

Esta última conclusión es claramente relevante en el análisis que se está realizando, ya que de ella se desprende que bajo las hipótesis realizadas sobre precios del petróleo, tipo de cambio, etc., no cabe prever un deterioro del déficit corriente con respecto a los escenarios previstos en las sendas precrisis.

Este resultado en principio sorprendente es, sin embargo, consistente con las previsiones realizadas en el mes de diciembre por el Ministerio de Economía y Hacienda¹⁰, con los datos ya disponibles de los diez primeros meses del año, sobre el saldo de la balanza por cuenta corriente en 1990, que lo cifran en solamente un -3,3% del PIB.

Hechos estos comentarios sobre el impacto de la crisis del Golfo sobre el sector exterior, se va a pasar a detallar las previsiones disponibles realizadas por el Ministerio de Economía y Hacienda, la CEE y la OCDE sobre la evolución de las exportaciones, importaciones y déficit corriente, para, a la vista de ellas, hacer algunas consideraciones sobre el tamaño previsible del déficit corriente.

En el Cuadro 8 se recoge la información a este respecto de las tres instituciones citadas. El Ministerio de Economía y Hacienda

¹⁰ Ver Informe de Coyuntura Económica. Diciembre 1990. D.G. de Previsión y Coyuntura. Ministerio de Economía y Hacienda.

sólo realiza previsiones para los años 90 y 91, mientras que la CEE y la OCDE recogen proyecciones para el período 90-93, distinguiendo la OCDE un doble escenario según sea el grado de moderación salarial en 1991.

A pesar de las diferencias en las proyecciones de cada uno de los Organismos, éstas no son excesivas. Los puntos más importantes que se pueden resaltar del análisis de las diferentes estimaciones son:

Primero, existe una coincidencia general en el mayor dinamismo de las exportaciones en 1991 frente a un débil comportamiento en 1990 motivado, en gran medida, por la fuerte caída en términos reales de los ingresos por turismo.

Esa tendencia a una mayor expansión de las exportaciones de bienes y servicios se acentúa en 1992.

Segundo, las importaciones moderan sustancialmente su aumento en 1990 en relación a años anteriores, tendencia que se mantiene en 1991, año en el que crecen en torno al 6%.

Tercero, el déficit corriente en relación al PIB se incrementa ligeramente en 1991, entre dos y cuatro décimas según las previsiones, para representar ese año un punto de inflexión en la tendencia del mismo y reducirse entre una y tres décimas en 1992.

A la vista de estas previsiones y de las observaciones realizadas tanto en éste como en el apartado anterior, cabe apuntar que si bien el déficit por cuenta corriente de la balanza de pagos española alcanza una cifra negativa considerable, es previsible que no alcance una cifra preocupante, y que por el contrario tras un doble período de desaceleración de la demanda interna comience a reducirse a partir de 1991.

CUADRO 8
PROYECCIONES SOBRE EL SECTOR EXTERIOR
 (Variación interanual en %)

	<u>Mº de Economía y Hacienda</u>		<u>C E E</u>			<u>O C D E</u>				
	<u>1990</u>	<u>1991</u>	<u>1990</u>	<u>1991</u>	<u>1992</u>	<u>Escenario Central</u>			<u>Escenario moderación salarial</u>	
						<u>1990</u>	<u>1991</u>	<u>1992</u>	<u>1991</u>	<u>1992</u>
- Exportaciones bienes y servicios	2,8	5,2	2,4	3,8	6,7	3,8	5,6	7,0	5,9	7,8
- Importaciones bienes y servicios	8,7	5,7	10,0	5,6	8,6	9,0	6,4	6,1	6,2	5,9
- B por cuenta corriente	-3,3	-3,5	-3,8	-4,0	-3,9	-3,4	-3,8	-3,6	-3,8	-3,5

FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda, CEE y OCDE.

A esa ralentización del crecimiento de la demanda interna y de la inversión, elementos determinantes de la evolución de las importaciones, probablemente se une en las previsiones apuntadas una hipótesis de evolución del comercio exterior dinámica, tal como la estimada por la OCDE y el FMI. Asimismo, y también desde el punto de vista de las exportaciones, una evolución más dinámica de las ventas al exterior en el futuro, debe sustentarse sobre un supuesto de ingresos por turismo no tan adversos como en 1990 y una evolución de la competitividad de los productos españoles que no juegue el papel negativo que ha representado en años anteriores. Por otra parte, y en el contexto de un año en el que existe una gran incertidumbre sobre los precios del petróleo, se estima un moderado deterioro del saldo corriente, minimizando el efecto de la crisis del Golfo sobre el déficit exterior.

A la vista de esas estimaciones podría pensarse que el problema del saldo corriente no es preocupante, y hasta cierto punto esa apreciación no debería considerarse como errónea, a la luz de la información apuntada. No obstante, hay que tener en cuenta que el déficit corriente es muy sensible a una modificación de las variables citadas por lo que incrementos excesivamente elevados de los salarios, con efectos negativos sobre la competitividad, reducción del ritmo de crecimiento del comercio mundial, ante una crisis energética más profunda, o mantenimiento del bache que está pasando el sector turismo, son elementos que podrían hacer variar sensiblemente las estimaciones anteriores, modificando unas expectativas relativamente optimistas y sustituyéndolas por otras más oscuras. Por este motivo, no resulta ocioso tras haber evaluado posibles sendas del tamaño del déficit corriente, pasar a analizar la viabilidad de su financiación y sostenibilidad.

5. La sostenibilidad del déficit exterior

La Balanza de Pagos de un país está siempre en equilibrio desde un punto de vista contable: los déficits en alguna de las subbalanzas han de compensarse necesariamente con superavit en las demás.

Cuando se habla de "desequilibrio" en la Balanza de Pagos se hace referencia, por tanto, a que una determinada estructura interna de subbalanzas no resulta apropiada por alguno de estos dos motivos:

- Porque el mantenimiento a largo plazo de una determinada estructura dentro de la Balanza puede llevar a otras variables (por ejemplo, la relación deuda/PIB) a una situación inaceptable.
- Porque, en segundo lugar, aunque las cuentas exteriores sean sostenibles en el sentido anterior (es decir, su mantenimiento en el tiempo no lleva a una situación explosiva de alguna otra variable económica relevante), la estructura interna de las subbalanzas deficitarias y financiadoras puede ser muy inestable (por ejemplo, un país puede financiar un déficit corriente durante un cierto período mediante entrada de capitales a corto plazo: su posición puede ser "sostenible", dado que la deuda, las reservas, etc., pueden estar estabilizadas en niveles adecuados, pero no existe certeza de que siempre vaya a ser éste el caso).

A continuación, se analizarán los datos de Balanza de Pagos en España para el período 1983-1989. La conclusión que se extraerá de ellos es que, si bien el déficit exterior ha sido "sostenible", dado el mantenimiento de una posición de endeudamiento bastante favorable, no es tan claro que las partidas financiadoras (fundamentalmente inversiones extranjeras) tengan un carácter suficientemente estable como para asegurar esta sostenibilidad en el futuro.

5.1. Un indicador de sostenibilidad

Para interpretar las cuentas exteriores partiremos de un análisis simplificado de empleos y recursos. En la rúbrica de recursos tendremos tres grandes fuentes de obtención de medios de pago frente al exterior: exportaciones, inversiones netas recibidas y endeudamiento. Estos recursos pueden emplearse bien para importar bienes y servicios¹¹, bien para pagar los intereses de la deuda contraída en el pasado o bien acumularse en forma de reservas.

Simplificando aun más el Cuadro 9, diremos que los recursos obtenidos vía inversiones y/o endeudamiento neto¹² servirán para financiar un déficit corriente (excluyendo las rentas de inversión asociadas a deuda), o para pagar los intereses de esta deuda.

Cuadro 9

Empleos	Recursos
Importaciones B.y S. ¹⁰	Exportaciones
Intereses Deuda	Inversiones Netas
Incrementos Reservas	Endeudamiento

Cuadro 10

Empleos	Recursos
Déficit corriente	Inversiones Netas
Intereses Deuda Neta ¹⁰	Endeudamiento Neto

¹¹ Incluyendo la parte de rentas de inversión derivadas de inversiones exteriores, pero excluyendo la derivada de partidas que se contabilizan como deuda.

¹² Al considerar el endeudamiento neto, restamos del endeudamiento total el posible incremento de reservas.

O bien, en forma analítica:

$$(1) \quad B + rD = IN + \dot{D}$$

$$(2) \quad B - IN + rD = \dot{D}$$

Siendo:

B = Déficit corriente

D = Stock de deuda neta

r = Tipo de interés efectivo deuda externa

\dot{D} = Endeudamiento anual (excluido incremento de reserva)

IN = Inversión neta

Si consideramos como condición fundamental de sostenibilidad el que la deuda exterior ha de representar un porcentaje no infinito del PIB a largo plazo ello implica que:

$$(3) \quad \dot{D}/D \leq \dot{Y}/Y = n$$

Siendo Y = PIB

$\dot{Y}/Y = n =$ Tasa de crecimiento del PIB

$$(4) \quad \frac{B - IN}{Y} + r \frac{D}{Y} = \frac{\dot{D}}{Y} = \frac{D}{D} \frac{\dot{D}}{Y} \leq n \frac{D}{Y}$$

$$(5) \quad \frac{B - IN}{Y} \leq (n - r) \frac{D}{Y}$$

Tomando las cifras de deuda neta proporcionadas por el Banco de España¹³ y tomando como hipótesis a largo plazo que $n = 7\%$ y $r = 8\%$, obtenemos el siguiente resultado:

CUADRO 11

HIPOTESIS:

$n = 7\%$

$r = 8\%$

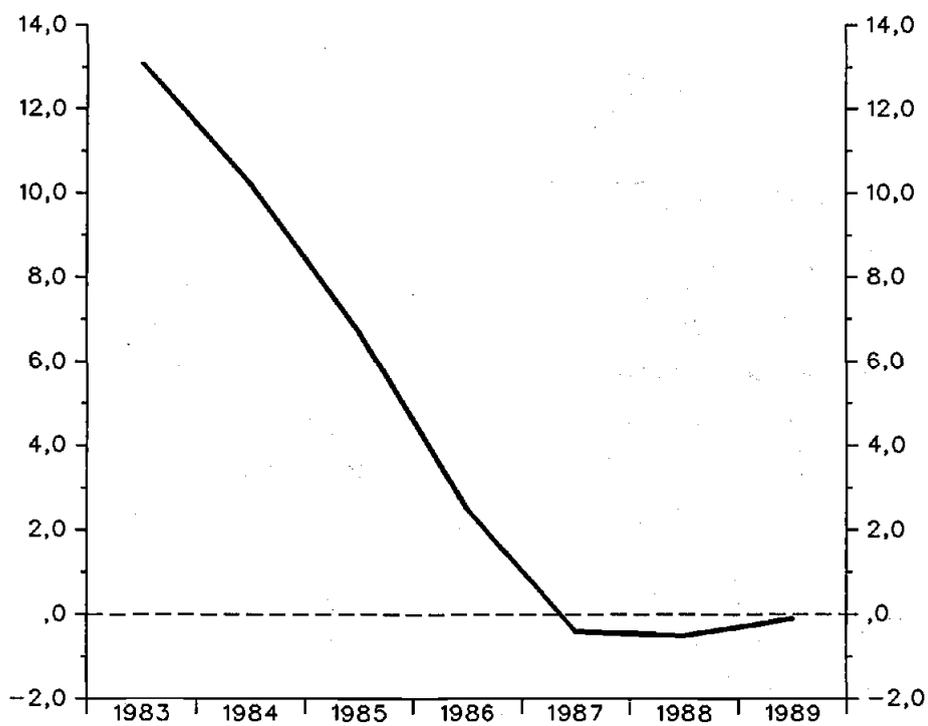
	<u>SALDO EFECTIVO</u>	<u>SALDO SIN INVERSIONES</u>	<u>SALDO CRITICO</u>
	$\left[\frac{(B-IN)}{Y} \right]$	(B/Y)	$\left[\frac{(n-r)D}{Y} \right]$
1983	0.69	-0.19	0.2
1984	3.03	2.02	0.15
1985	2.89	1.76	0.10
1986	4.54	2.70	0.04
1987	3.41	0.86	-0.01
1988	1.69	-0.58	-0.01
1989	0.60	-2.83	-0.00

Los resultados del cuadro son suficientemente claros: en todos los años considerados, el saldo de la "Balanza Primaria" (es decir excluidos los pagos netos por deuda externa neta e incluidos los ingresos netos por inversión) es superior al nivel crítico que mantiene constante la deuda neta en relación al PIB.

Vemos hasta qué punto los superavit corrientes de 1984-1987 influyen en este resultado: la reducción de deuda emprendida en estos años hace que a partir de 1987, España se convierta en un acreedor neto y por consiguiente su margen de maniobra aumenta de forma muy importante (Gráfico 1).

¹³ Ver para mayor detalle sobre la metodología y definiciones empleadas Viñals (1985).

GRAFICO 1
RELACION DEUDA NETA/PIB



Es más, el cuadro nos indica que, aún si no hubiese existido ninguna inversión neta procedente del resto del mundo, sólo en tres períodos (1983, 1988 y 1989) se registra un valor del saldo exterior inferior al valor crítico, siendo en el resto de períodos consistente con una relación deuda/PIB constante o claramente decreciente, como sucede en el resto de períodos.

En síntesis, vemos como a lo largo de la pasada década, el saldo corriente ha sido claramente sostenible, e incluso lo hubiera sido, en general, aún de no haber contado con inversiones extranjeras. El hecho de haberse registrado importantes superávits corrientes en el período central del período permitió reducir, partiendo de niveles ya razonablemente bajos, el volumen de deuda hasta niveles que sitúan el umbral de no explosividad de la misma en niveles muy por debajo del saldo efectivo.

5.2. La vulnerabilidad del saldo exterior

Debe apreciarse, sin embargo, que la brecha entre el saldo efectivo y el crítico va cerrándose de forma continuada en los últimos años, tendencia que de continuar podría situar las cuentas exteriores rozando la no sostenibilidad en dos o tres años.

Si imaginásemos que en 1989 no se hubiera registrado ninguna inversión exterior, el saldo exterior se hubiese situado por encima del umbral mismo de la sostenibilidad.

Así pues, y a medida que el efecto de la reducción de la deuda de 1984-87 va alejándose y los déficits corrientes se suceden, solo el flujo masivo de inversiones extranjeras es capaz de asegurar una posición exterior sostenible a largo plazo.

Al ser estas inversiones fruto de decisiones tomadas por agentes económicos en el exterior del país, la vulnerabilidad del

saldo exterior ante cambios en el escenario económico internacional (que son algo más que una hipótesis) puede resultar preocupante.

Ante la perspectiva de mantenimiento de un saldo negativo por cuenta corriente de una cierta importancia en los próximos años y de la necesidad consiguiente de financiarlo con capitales exteriores, debemos analizar si el comportamiento pasado de estas partidas nos permite considerarlas suficientemente estables como para financiar el déficit futuro sin demasiados sobresaltos.

No es fácil encontrar una medida de inestabilidad que esté completamente libre de problemas de interpretación. Existen, al menos, dos sentidos en los que podemos considerar un flujo neto de capitales inestable. El primero sería una gran variabilidad tanto en las entradas como en las salidas de unos años con respecto a otros. Un segundo sentido sería la coexistencia, en un período dado, de inversiones y desinversiones de gran magnitud, indicando que existe gran facilidad de entrada pero también de salida de capitales.

En el Cuadro 12 se construye un indicador de la primera acepción de "inestabilidad", medida como el coeficiente de variación de entradas y salidas en el período 1983-1989; y de la segunda, a través de un "Índice de Bi-direccionalidad" definido como:

$$IB = \left| \frac{E + S}{E - S} \right|$$

E: Entradas

S: Salidas

y cuyos valores para el período en cuestión se recogen en el Cuadro 12.b.

Del examen de las series, podemos extraer dos conclusiones importantes:

- 1) En términos generales, la inestabilidad de las series ha aumentado con el tiempo: los capitales a largo plazo (cualquiera que sea su forma) son menos estables de lo que lo eran hace una década.

CUADRO 12.a
COEFICIENTES DE VARIACION 83-89

	ENTRADAS	SALIDAS	SALDO
Inversión Directa	150,7	46,5	113,2
Inversión Cartera	634,6	457,1	225,3
Inversión Inmuebles	21,3	0,8	20,6
Créditos LP	107,7	66,2	13.607,1

CUADRO 12.b
INDICE DE BIDIRECCIONALIDAD

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Inversión Directa	1.3	1.3	1.4	1.3	1.8	1.7	1.4
Inversión Cartera	3.7	2.0	1.9	3.3	5.8	8.8	3.8
Inversión Inmuebles	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
Créditos LP	5.9	5.6	2.1	1.6	3.2	3.3	7.4

FUENTE: Banco de España, Boletín Estadístico. Las cifras se refieren exclusivamente a inversión y créditos privados.

- 2) Los créditos son más inestables que las inversiones, y dentro de estas, las inversiones en cartera más inestables que las directas y las inmobiliarias, si bien para estas últimas debemos tener en cuenta la existencia de barreras legales durante el período.

Ahora bien, el cuadro 13 nos muestra que precisamente las inversiones en cartera tienden a ocupar en los últimos años un mayor porcentaje del flujo total de inversiones a expensas de las inmobiliarias y, en menor medida, de las directas. Así, en 1989 las inversiones en cartera no solo ocupaban -de lejos- el primer puesto dentro de las inversiones totales, sino que suponían por sí solas la financiación del 52% del déficit corriente.

Ello implica que las partidas que financian el déficit corriente no sólo son cada vez menos estables, sino que además las partidas de mayor peso son aquellas que presentan una mayor inestabilidad.

CUADRO 13. DISTRIBUCION PORCENTUAL DE LAS DIFERENTES FORMAS DE INVERSION EXTERIOR

	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Inversión Directa	44,4	35,6	38,7	26,3	43,4	32,9
Inversión Cartera	3,3	12,7	29,0	48,8	26,3	47,5
Inversión Inmuebles	52,3	51,7	32,3	24,9	30,3	19,7

6. Conclusión

Aunque el déficit de la balanza por cuenta corriente se ha deteriorado progresivamente en los últimos años, las previsiones actuales apuntan a una paulatina ralentización de su crecimiento y a una progresiva reducción a partir de 1991. Un elemento como es la crisis del Golfo, si las elevaciones de precios son similares a las recogidas en las simulaciones detalladas, no debería alterar esta tendencia.

Se ha analizado cómo, si se interpreta que un déficit insostenible es aquél que hace explosivo el endeudamiento en términos

del PIB, se está aún lejos de llegar a una situación difícil: los bajos niveles iniciales de endeudamiento evitan que la economía española se sitúe por debajo de los niveles críticos de sostenibilidad.

Sin embargo, se observa que no sólo se viene estrechando la brecha entre el saldo efectivo y el saldo crítico, sino que el flujo de inversiones financiadoras tiende a hacerse cada vez menos estable.

Ella hace que, como norma a largo plazo, sólo la contención del déficit corriente puede asegurar que la posición exterior española se sitúa de forma fiable en una situación sostenible al aumentar el peso de los componentes más volátiles dentro del total de inversiones recibidas y aumentar, en general, la inestabilidad de todos los flujos a largo plazo.

Por todo ello, dado que la evolución del déficit corriente es particularmente sensible a la modificación de las variables que lo determinan (competitividad, comercio mundial, turismo, etc.), una alteración de la evolución prevista de las mismas podría variar unas expectativas relativamente optimistas sustituyéndolas por otras más oscuras.

BIBLIOGRAFIA

Burgos, J.; López, E.; Mestre, R.; Taguas, D. Octubre (1990):

"El impacto de una crisis energética en la economía española: 1990-1993. Un ejercicio de simulación con el Modelo MOISEES". Documento SGPE-D-90011. Dirección General de Planificación. Ministerio de Economía y Hacienda.

Manzanedo, L. y Sebastián, M. (1989):

"Simulaciones de un Modelo Estructural del Sector Exterior de la Economía Española". Documento de Trabajo SGPE-D-89006 Dirección General de Planificación. Ministerio de Economía y Hacienda.

Ministerio de Economía y Hacienda. Informe de Coyuntura.

Diciembre 1990. Dirección General de Previsión y Coyuntura.

Viñals, J. (1985):

"Deuda exterior y objetivos de Balanza de Pagos en España: un análisis a largo plazo". Documento de Trabajo 8519. Banco de España.

Zabalza, A. (1990):

"La respuesta económica frente a la crisis del Golfo". Documento de Trabajo D-90012. Dirección General de Planificación. Ministerio de Economía y Hacienda.