

*Jesús Paúl Gutiérrez**
*Antonio Calvo Bernardino**

LA NECESIDAD DE FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA: DEL CRECIMIENTO DESMESURADO AL AJUSTE BRUSCO

Durante los años previos a la crisis económica, el déficit exterior de nuestro país había alcanzado un nivel insostenible producto de la caída del ahorro y del aumento de la inversión nacional. Sin embargo, con la aparición de la crisis, y tras unos meses iniciales en los que el desequilibrio exterior mantuvo su tendencia de deterioro, se ha producido una brusca y acusada corrección del mismo que podríamos calificar como un verdadero proceso de «reversión en la cuenta corriente», explicado exclusivamente por el descenso de la inversión y con comportamientos totalmente opuestos del sector privado no financiero y de las Administraciones Públicas. No obstante, la economía española sigue registrando una necesidad de financiación elevada, tanto desde el punto de vista histórico como desde una perspectiva internacional.

Palabras clave: necesidad de financiación, ahorro e inversión, desequilibrio exterior.

Clasificación JEL: E21, F32, F41.

1. Introducción

Desde 1999 hasta mediados de 2008 el déficit exterior de la economía española registró un continuo crecimiento, que se hizo especialmente acusado a partir de 2004. Así, antes de que se iniciara la crisis financiera internacional, el desfase entre el ahorro y la inversión nacionales se situaba en niveles próximos al 9 por 100 del PIB (producto interior bruto), lo que generaba importantes dudas sobre su sostenibilidad y la posibilidad de que su ajuste pudiera acabar con el período de prolongado crecimiento económico que registraba la economía española desde 1994.

Sin embargo, la crisis financiera internacional hizo que la etapa de expansión de la economía

española finalizara de forma abrupta y que, desde ese momento, se encuentre inmersa en un período de recesión o de un crecimiento prácticamente nulo, sin que existan expectativas de retornar con rapidez a una tasa de crecimiento generadora de empleo. Este agudo cambio de ciclo económico ha tenido su repercusión en el elevado e insostenible desequilibrio que la economía española registraba cuando, en agosto de 2007, se desencadenó la crisis financiera; de tal forma que, a pesar de que nuestras necesidades de ahorro externo a finales de 2009 seguían estando a un nivel elevado (4,7 por 100 del PIB), el ajuste ha sido tan rápido que podríamos calificarlo como una auténtica «reversión en la cuenta corriente»¹. ▷

¹ Para un análisis de qué se entiende por una reversión en cuenta corriente y del impacto macroeconómico asociado a ella véase MILESI-FERETTI y RAZIN (1998) y BLANCHARD y MILESI-FERETTI (2009).

* Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad CEU-San Pablo.

La comprensión del comportamiento del déficit exterior de la economía española, tanto en su fase de deterioro como en su período de rápido ajuste, no puede entenderse si no se enmarca en los dos siguientes ámbitos, además estrechamente relacionados entre sí:

– Las condiciones monetarias y financieras extremadamente favorables que representó nuestra pertenencia a la Unión Económica y Monetaria Europea (UEME) y, posteriormente, su drástico endurecimiento como consecuencia de la repercusión que la crisis financiera internacional ha tenido en el funcionamiento de los mercados crediticios.

– Las particularidades del modelo de crecimiento en el que se sustentó la expansión de la economía española, que conllevaba algunos desequilibrios latentes (en la vertiente real, el deterioro de la productividad y la competitividad, y en la vertiente financiera, el endeudamiento de las familias y la sobrevaloración de la vivienda)², y que tenían su principal y mejor plasmación en el elevado y creciente déficit exterior.

Es, precisamente, la conveniencia de considerar la incidencia que sobre el desequilibrio exterior han tenido variables como los tipos de interés o el precio de los activos (la evolución de las cuales a su vez es el resultado de otras fuerzas fundamentales), la que nos ha llevado a analizar ese desequilibrio desde una perspectiva interna, es decir, como el resultado de la diferencia entre el ahorro y la inversión nacionales, en cuyo caso el déficit exterior refleja la necesidad de financiación derivada de la existencia de un nivel de ahorro insuficiente para cubrir la inversión nacional y que, por tanto, obliga a acudir a los mercados financieros internacionales para su financiación.

Para realizar este análisis, el resto del trabajo se ha estructurado de la forma siguiente: en el apartado segundo se analiza la evolución de la necesidad de financiación de la economía española en la últi-

ma década; los apartados tercero y cuarto estudian el aumento de esa necesidad de financiación desde la perspectiva del ahorro y la inversión nacionales y desde la de los distintos sectores institucionales residentes; para en el apartado quinto destacar las principales conclusiones que se derivan de esta evolución del déficit exterior español.

2. La evolución de la necesidad de financiación de la economía española

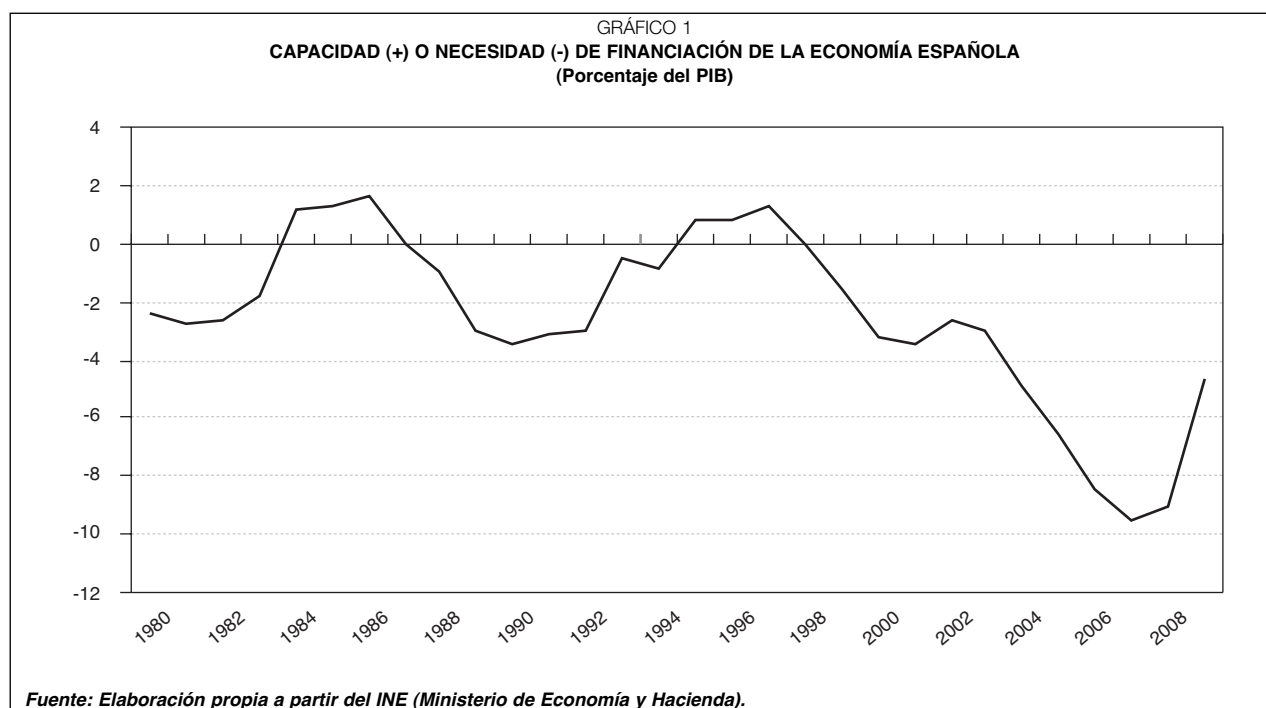
La apelación al ahorro externo para financiar la inversión nacional ha sido uno de los rasgos característicos de la economía española en las últimas décadas. Así, en el período 1980-2009, como se puede comprobar en el Gráfico 1, el promedio de la necesidad de financiación de nuestro país se situó en torno al 2,5 por 100 del PIB y tan sólo hubo dos cortos períodos (1984-85 y 1995-97) en los que nuestra economía financió al exterior y, en ambos casos, estuvieron precedidos de fuertes devaluaciones y de procesos de ajuste económico³.

Sin embargo, aunque la presencia de déficits exteriores haya sido un elemento definitorio de la economía española durante décadas, la evolución del creciente y rápido deterioro que registró la necesidad de financiación desde nuestra integración en la UEME y, sobre todo, desde 2004 hasta que se desatara la crisis financiera internacional, no tiene precedentes históricos.

La tendencia de deterioro en el déficit exterior culminó en el primer semestre de 2008, cuando todavía no se había producido la quiebra de Lehman-Brothers y la crisis financiera internacional no se había manifestado con toda su virulencia. En la primera mitad de ese año la necesidad de financiación exterior generada por las operaciones no financieras de la economía española alcanzó ▷

³ En efecto, el período 1984-85 estuvo precedido de una devaluación de la peseta frente al dólar del 7,6 por 100 a finales de 1982 y el período 1995-97 lo estuvo de cuatro devaluaciones frente al marco y al resto de monedas del Sistema Monetario Europeo (dos en 1992, una en 1993 y una en 1995).

² Para un excelente análisis del patrón de crecimiento de la economía española y de los riesgos que conllevaba, véase MALO DE MOLINA (2005).



su máximo, representando aproximadamente el 10 por 100 del PIB (en torno a los 107.000 millones de euros en datos acumulados de 12 meses).

Un déficit exterior de una cuantía del 10 por 100 era algo desconocido en la historia de España⁴. En efecto, antes de formar parte de la UEME, la tónica había sido que en los períodos de elevados desequilibrios exteriores (nunca superiores al 4 por 100 del PIB) al final el sector exterior actuaba como una restricción al crecimiento económico doméstico, al registrarse dificultades para la obtención de financiación externa, que obligaban a llevar a cabo devaluaciones y/o programas de ajuste, con sus correspondientes costes en términos de crecimiento económico y de empleo. Así, por ejemplo, en 1992 con una necesidad de financiación de la economía española del 3 por

100 del PIB, las presiones sufridas por la peseta en el seno del mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo obligaron a las autoridades monetarias españolas a realizar dos devaluaciones de la peseta, del 5 por 100 y 6 por 100, respectivamente, que facilitaron la corrección del desequilibrio exterior, el cual se redujo en 2,5 puntos del PIB en 1993.

Sin embargo, en el nuevo marco macroeconómico que supone la UEME, y en el que es posible financiarse en el exterior en nuestra propia moneda, la restricción financiera externa no actúa con la misma intensidad, lo que ha permitido antes de la crisis que la necesidad de financiación de la economía española alcanzase niveles hasta entonces desconocidos. No obstante, a pesar del desorbitado desequilibrio exterior, hasta que no se inició la crisis financiera internacional, la solvencia de los prestatarios y el atractivo de los activos financieros españoles no fueron puestos en duda. De hecho, el diferencial de rentabilidad entre la deuda pública española y la alemana se encontraba en mínimos y la financiación externa captada por los prestatarios nacionales era más que suficiente para cubrir nuestras necesidades de financiación. ▷

⁴ La magnitud alcanzada por la necesidad de financiación de la economía española no sólo era muy elevada si la analizamos en perspectiva histórica, sino que también lo es si la comparamos con las registradas en los principales países desarrollados. De hecho, era notablemente superior al promedio de las economías avanzadas y al de los países de la eurozona, siendo su magnitud tan sólo comparable con el desequilibrio exterior de los países más pobres de la UEME: Portugal y Grecia, y con algunos países avanzados insulares (Nueva Zelanda, Australia e Islandia), que tradicionalmente registran elevados déficits por cuenta corriente.

Con la irrupción de la crisis *subprime* en agosto de 2007 no se registró, en un primer momento, ninguna reducción en la necesidad de financiación de la economía española, sino que, por el contrario, como ya hemos señalado, se produjo una ampliación en el diferencial entre el ahorro y la inversión, hasta alcanzar el 10 por 100 del PIB en los dos primeros trimestres de 2008. No obstante, a partir del tercero, con el agravamiento de las tensiones en los mercados financieros internacionales tras la quiebra de Lehman-Brothers, se inició un cambio de tendencia, produciéndose un descenso de la necesidad de financiación de nuestra economía, que fue moderado en 2008, hasta situarse en el 9,1 por 100 del PIB en el cuarto trimestre, y muy acusado en 2009, hasta el 4,7 por 100 al final de ese año.

Al igual que hemos resaltado el rápido deterioro que registró el déficit exterior español en el período 2004-2007, se ha de destacar la acelerada corrección producida a partir del tercer trimestre de 2008. En efecto, en tan sólo año y medio la necesidad de financiación de nuestra economía se ha reducido 5,3 puntos sobre el PIB; un ajuste de tal cuantía y en tan corto período de tiempo que constituye un verdadero proceso de «reversión en la cuenta corriente» y, por supuesto, que no tiene ningún precedente en nuestra historia y muy raros en el ámbito de los países desarrollados⁵.

Sin embargo, el impacto de la crisis financiera sobre el saldo de las cuentas exteriores españolas no puede generalizarse a todas las economías de la eurozona. Así, mientras que las condiciones favorables de financiación que supuso la UEME, llevaron a España, Portugal y Grecia, es decir, a las economías más pobres de la zona, a registrar elevados y persistentes déficits por cuenta corriente, el cambio en las condiciones financieras derivado de la crisis internacional ha traído consigo una rápida corrección en el desequilibrio externo de la economía española, pero, sin embargo, no ha tenido nin-

guna repercusión en Grecia y Portugal, que siguen registrando déficits superiores al 10 por 100 del PIB⁶.

3. El rápido descenso de la necesidad de financiación: ¿reducción de la inversión o aumento en el ahorro?

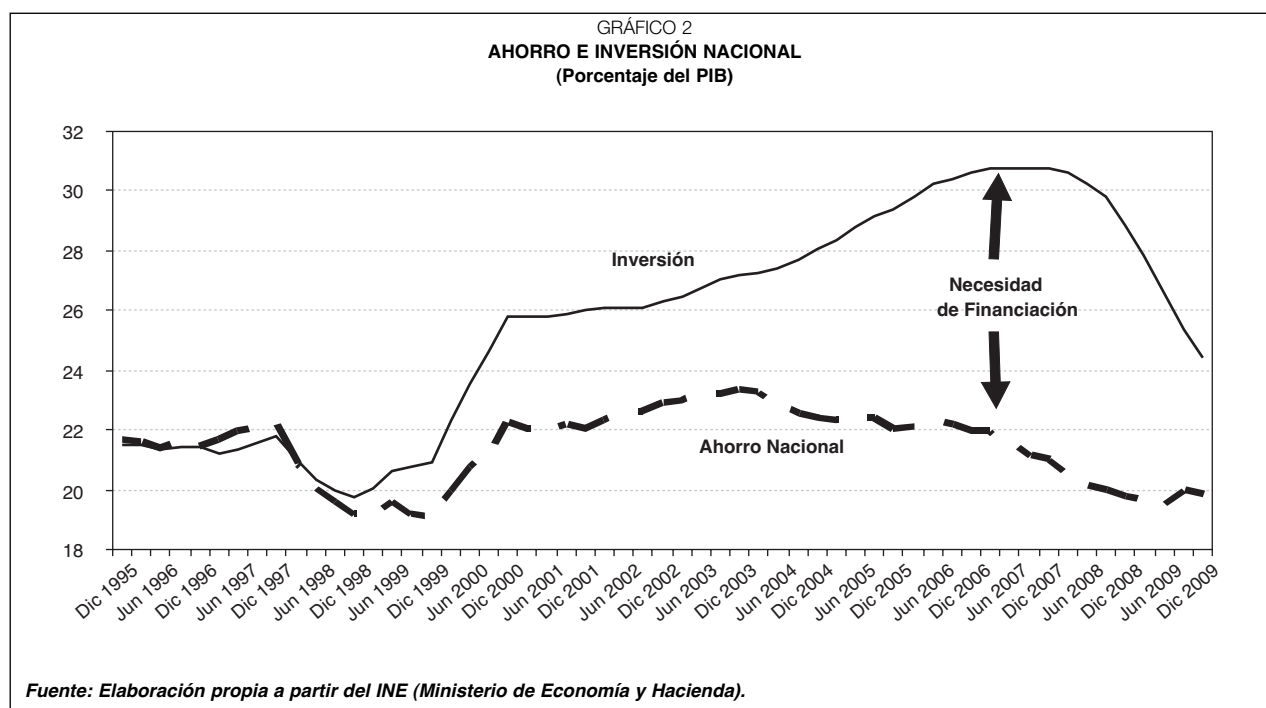
Dado que la necesidad de financiación de un país es igual a la diferencia entre su ahorro y su inversión, la variación de ese saldo exterior responde al comportamiento individual o conjunto de ambas magnitudes. En el caso español, si observamos el Gráfico 2 y el Cuadro 1, podemos comprobar que la rápida ampliación de la necesidad de financiación, que registró nuestra economía desde 2004 hasta mediados de 2008, se debió tanto a un aumento de la inversión nacional como a una disminución del ahorro⁷. En efecto, en este período, mientras que la inversión aumentó 3,1 puntos del PIB, hasta alcanzar alrededor del 30 por 100 de éste, el ahorro descendió en una cuantía similar (3,2 puntos), variando en el período la necesidad de financiación de la economía española en 7 puntos, para situar el déficit exterior en el entorno del 10 por 100 del PIB.

Por su parte, la rápida reducción de la necesidad de financiación registrada a partir del tercer trimestre de 2008 se ha debido en su totalidad al descenso en la inversión (5,3 por 100 del PIB), puesto que el ahorro nacional, aunque también ha descendido, lo ha hecho de forma moderada (0,3 por 100 del PIB).

No obstante, como comprobaremos a continuación, esta evolución ha sido el resultado de comportamientos muy diferentes en los distintos sectores institucionales. ▷

⁶ Para un análisis de los déficits por cuenta corriente en la UEME y el impacto derivado de la crisis financiera internacional véase ARESTIS y PAÚL (2009).

⁷ Si el período considerado es desde la creación de la eurozona, el aumento en la necesidad de financiación de la economía española respondió exclusivamente al aumento de la inversión nacional.



CUADRO 1
AHORRO, INVERSIÓN Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN
(Sobre datos acumulados de cuatro trimestres)
(Porcentaje del PIB)

	Ahorro bruto	FBCF	Capacidad financiación
Variación del 4º trimestre de 2003 al 2º trimestre de 2008	-3,2	3,1	-7,0
Variación del 3º trimestre de 2008 al 4º trimestre de 2009	-0,3	-5,3	5,3

Nota: La variación de la capacidad de financiación no coincide exactamente con la variación del ahorro bruto menos la variación de la inversión, ya que no se incluyen las variaciones registradas por las transferencias de capital y las existencias.
Fuente: Elaboración propia a partir del INE (Ministerio de Economía y Hacienda).

A su vez, la reducción de la inversión no se ha producido de forma homogénea en sus distintos componentes, sino que se ha concentrado fundamentalmente en el sector de la construcción, y dentro de éste en vivienda, como se observa en el Cuadro 2. Así, de los 6,3 puntos porcentuales del PIB que se redujo la inversión nacional entre 2007

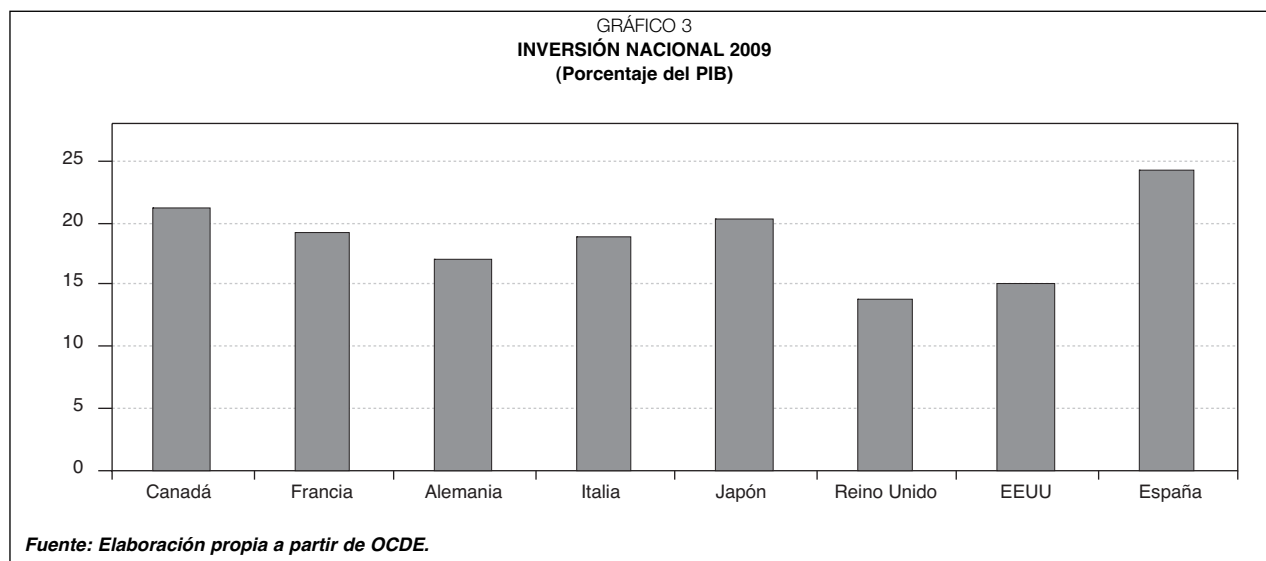
y 2009, 3,4 puntos se han debido a la reducción experimentada por la inversión en construcción y en concreto a la disminución de la inversión en vivienda. A su vez, la inversión en bienes de equipo redujo su participación en el PIB en 1,6 puntos.

Sin embargo, a pesar del fuerte descenso de la inversión experimentado en los dos últimos años, la economía española sigue registrando una tasa de inversión (24,4 por 100 del PIB en 2009), muy por encima de los países de mayor peso económico dentro de la eurozona, como Alemania o Francia, que no alcanzan el 20 por 100 del PIB. Igualmente, respecto al conjunto de países de la OCDE, España también tiene una de las tasas de inversión más elevadas, de acuerdo con el contenido del Gráfico 3. ▷

CUADRO 2
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO
(Porcentaje del PIB)

	1998	2007	2009
Formación Bruta de Capital Fijo (FBC).....	19,7	30,7	24,4
FBC Bienes de Equipo.....	6,4	7,6	5,8
FBC Construcción.....	10,1	17,8	14,4
Vivienda.....	4,3	9,3	5,9
Otras Construcciones.....	5,8	8,6	8,5
FBC Otros Productos.....	3,2	5,3	4,1

Fuente: Elaboración propia a partir del INE (Ministerio de Economía y Hacienda).



4. ¿Qué sectores institucionales han originado la reducción de la necesidad de financiación de la economía española?

El análisis del ahorro y de la inversión nacional nos ha proporcionado una primera explicación tanto de las causas del desbordado crecimiento de la necesidad de financiación de la economía española registrado entre 2004 y la primera mitad de 2008, como de su reciente brusca reducción. Sin embargo, para clarificar las causas últimas del deterioro exterior y de su posterior corrección es conveniente descomponer la necesidad de financiación de la nación en los distintos sectores institucionales que la integran: sociedades no financieras, instituciones financieras, Administraciones Públicas y hogares e instituciones financieras sin fines de lucro al servicio de los hogares (IFSLH).

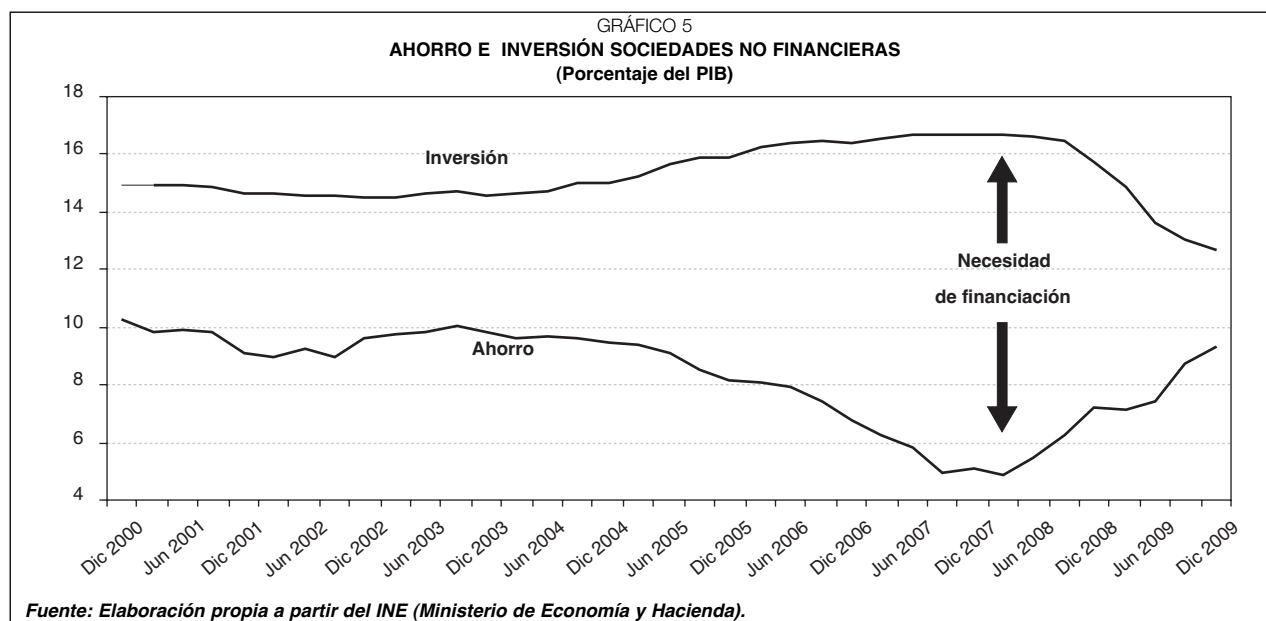
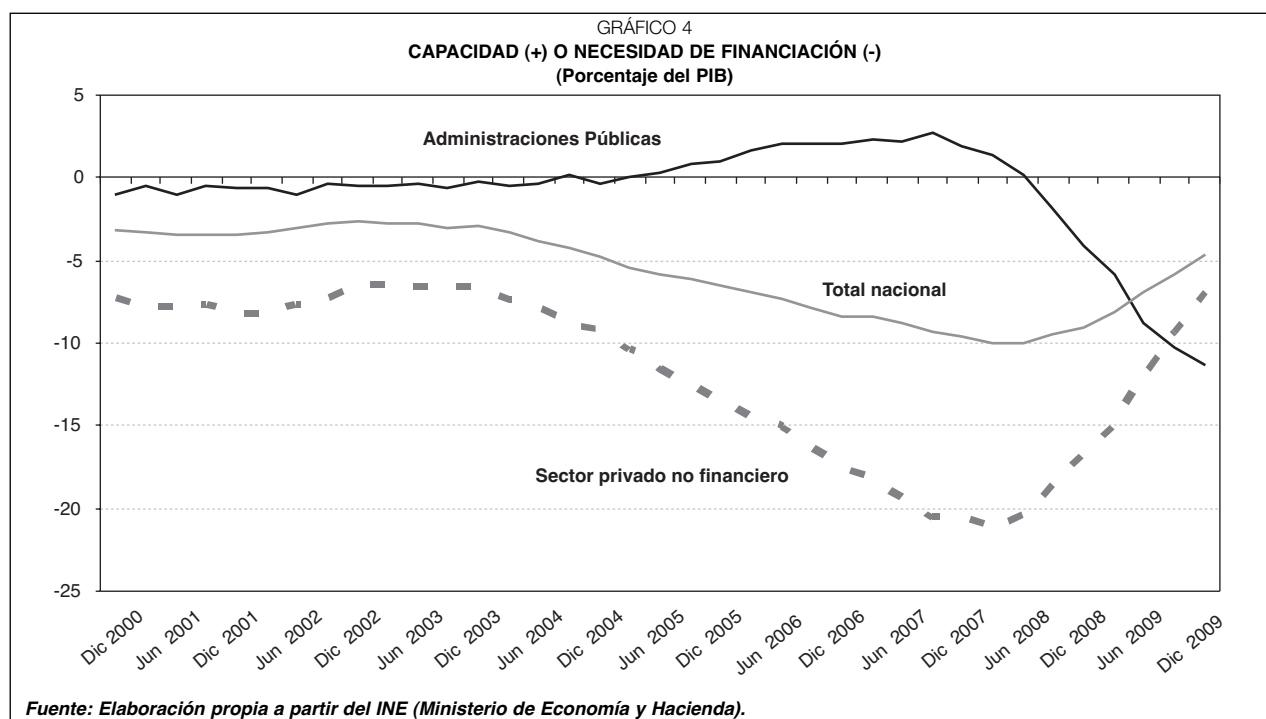
Tradicionalmente, la necesidad de financiación de la economía española había tenido su origen en los déficits de las Administraciones Públicas, que eran cubiertos, en muchas ocasiones, en mayor o menor medida, dependiendo de cuál fuera la coyuntura económica, por la capacidad de financiación del sector privado. Sin embargo, desde nuestra entrada en el euro, esa distribución por sectores institucionales de la necesidad de financiación de nuestro país experimentó cambios sustanciales. Más concretamente, desde 2004, la aparición y el

posterior crecimiento desbordado del déficit exterior español respondió a un patrón de comportamiento justamente contrario al que se había constatado hasta entonces, ya que se debió exclusivamente al crecimiento de la necesidad de financiación del sector privado no financiero, mientras que, por el contrario, las Administraciones Públicas dejaron atrás su tradicional papel de demandante de financiación para pasar en 2005 a constituirse en un sector con capacidad de financiación, como se observa en el Gráfico 4.

Ese rápido crecimiento de la necesidad de financiación del sector privado no financiero respondió, tal y como se puede comprobar en el Cuadro 3, fundamentalmente al aumento de la necesidad de financiación de las empresas no financieras y, en menor medida, a que las familias también se convirtieron en demandantes de financiación.

Las sociedades no financieras, en efecto, pasaron de tener una necesidad de financiación a finales de 2003 del 3,7 por 100 del PIB a alrededor del 11 por 100 del PIB en el primer semestre de 2008, como se constata en el Gráfico 5, y este deterioro se debió en dos terceras partes a un descenso del ahorro (4,4 puntos) y el tercio restante a un aumento en la inversión (2 puntos), dentro de la cual jugó un papel relevante la inversión en construcción.

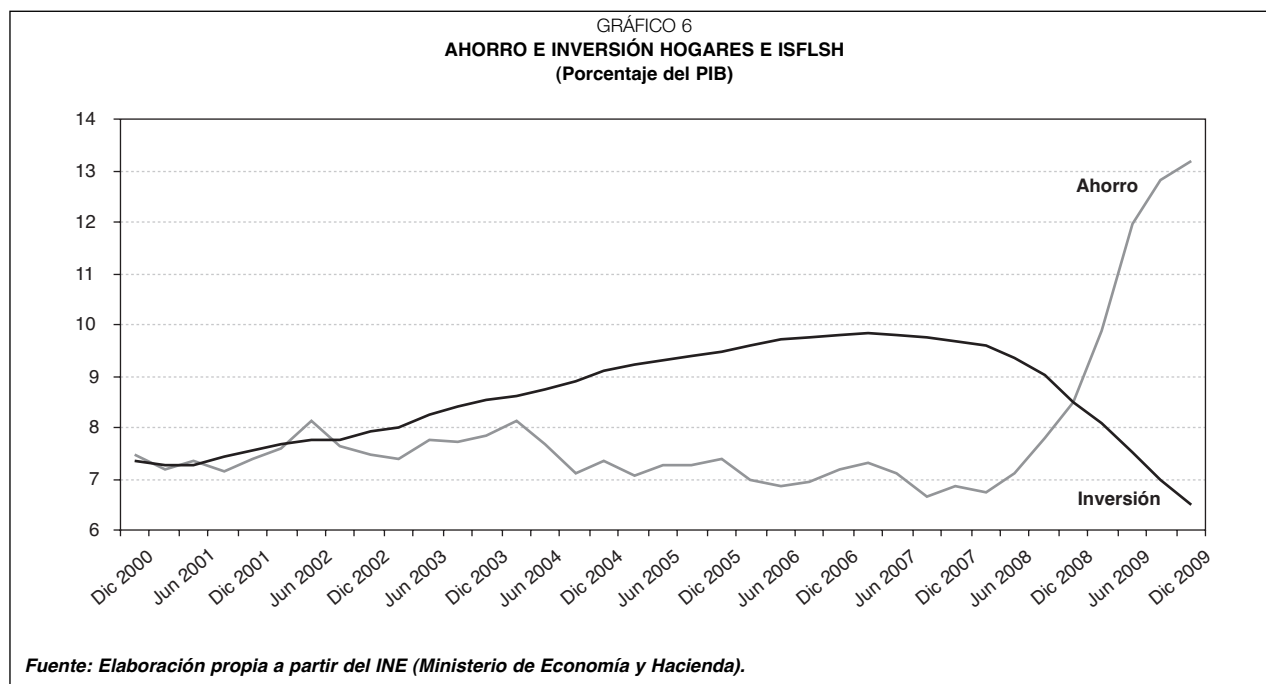
Este rápido deterioro en las cuentas de las sociedades no financieras españolas, que se dio ▷



CUADRO 3
AHORRO, INVERSIÓN Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN
Variación acumulada del 4º trimestre de 2003 al 2º trimestre de 2008
(Sobre datos acumulados de cuatro trimestres) (Porcentaje del PIB)

	Ahorro bruto	FBCF	Capacidad financiación
Sociedades no financieras	-4,4	2,0	-6,7
Instituciones financieras	0,6	-0,1	0,9
Administraciones Públicas	1,3	0,3	0,5
Hogares e ISFLSH	-0,7	0,8	-1,6
Economía nacional	-3,2	3,1	-7,0

Nota: La variación de la capacidad de financiación no coincide exactamente con la variación del ahorro bruto menos la variación de la inversión, ya que no se incluyen las variaciones registradas por las transferencias de capital y las existencias.
Fuente: Elaboración propia a partir del INE (Ministerio de Economía y Hacienda).



desde nuestra integración en la UEME y que se prolongó hasta 2008, contrasta con lo acaecido en los principales países desarrollados, pues allí este sector dejó atrás su tradicional papel de demandante de financiación para convertirse en un agente oferente de fondos al resto de sectores institucionales⁸.

Las familias e ISFLSH, por su parte, tradicionalmente principales suministradoras de financiación al resto de sectores, registraron desde 1995 una tendencia de continuo descenso en su capacidad de financiación, hasta pasar en 2003 a demandar fondos, necesitando en el primer semestre de 2008 una financiación equivalente al 2 por 100 del PIB. Este comportamiento respondió tanto a la caída del ahorro como a un aumento de la inversión residencial (Gráfico 6)⁹.

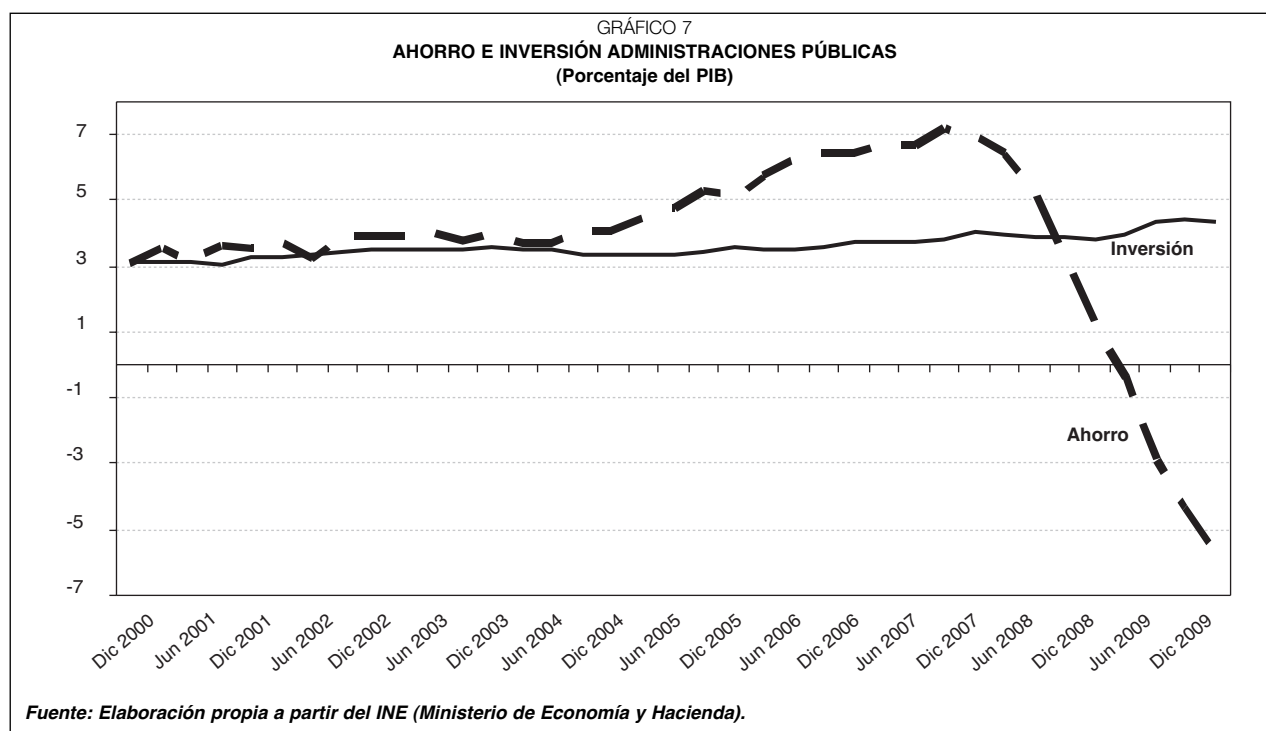
A diferencia del comportamiento particular de

⁸ Este comportamiento de las empresas se registró de forma muy extendida entre los países desarrollados, tanto en los que crecieron a ritmos elevados (Estados Unidos, Reino Unido y Canadá), como en otros en los que el crecimiento económico fue más débil (Europa y Japón) (IMF, 2006).

⁹ En realidad, la tendencia de deterioro en la capacidad de financiación de las familias se inició en 1999. De hecho, entre 1998 y 2008 el ahorro de las familias se redujo en dos puntos porcentuales del PIB mientras que la inversión, de carácter exclusivamente residencial, aumentó cuatro puntos.

las empresas no financieras españolas respecto a los principales países desarrollados, el de las familias españolas en sus decisiones de ahorro e inversión tuvo elementos comunes con los del resto de países desarrollados. En concreto, la ya destacada tendencia descendente del ahorro de las familias iniciada a mediados de los noventa también se registró en las principales economías avanzadas (en especial, en Estados Unidos, Reino Unido, Canadá y Japón), si bien es cierto que el crecimiento de la inversión residencial no fue la tónica común en muchos de los países desarrollados.

En definitiva, el fuerte deterioro de la necesidad de financiación de la economía española, que se registró a partir de 2004 hasta mediados de 2008, se debió exclusivamente al incremento en la necesidad de financiación del sector privado no financiero. Así, mientras que en el último trimestre de 2003 el desfase entre el ahorro y la inversión de las empresas no financieras más familias equivalía al 6,6 por 100 del PIB, en el primer semestre de 2008 se aproximó al 21 por 100 (como vimos en el Gráfico 4). Por el contrario, las Administraciones Públicas registraron un progresivo descenso en su necesidad de financiación, que llevó a que, desde 2005 hasta el segundo semestre de ▷



CUADRO 4
AHORRO, INVERSIÓN Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN
Variación acumulada del 3er trimestre de 2003 al 4º trimestre de 2009
(Sobre datos acumulados de cuatro trimestres) (Porcentaje del PIB)

	Ahorro bruto	FBCF	Capacidad financiación
Sociedades no financieras	3,9	-3,9	8,2
Instituciones financieras	0,1	0,6	-0,4
Administraciones Públicas	-11,0	0,4	-11,6
Hogares e ISFLSH	6,1	-2,9	9,0
Economía nacional	-0,3	-5,3	5,3

Nota: La variación de la capacidad de financiación no coincide exactamente con la variación del ahorro bruto menos la variación de la inversión, ya que no se incluyen las variaciones registradas por las transferencias de capital y las existencias.
Fuente: Elaboración propia a partir del INE (Ministerio de Economía y Hacienda).

2008, registrarán capacidad de financiación, como se observa en el Gráfico 7.

Como ya hemos señalado, a mediados de 2008, cuando la crisis financiera internacional se agravó y sus efectos sobre la economía española se dejaron notar con intensidad, se inició un rápido ajuste en la necesidad de financiación de la economía española, que en tan sólo año y medio se redujo en más de cinco puntos del PIB.

Esta brusca reducción es el resultado de comportamientos totalmente opuestos del sector privado no financiero y de las Administraciones Públicas, como se constata de nuevo en el Gráfico 4; pues mientras que el sector privado no financiero ha reducido, desde mediados de 2008, su nece-

sidad de financiación en más de 17 puntos del PIB, las Administraciones Públicas la han incrementado en torno a 12 puntos, para en conjunto provocar que el déficit exterior español se sitúe, a finales de 2009, en algo menos del 5 por 100 del PIB.

Realizando un análisis sectorial más detallado, las sociedades no financieras, en primer lugar, han reducido su necesidad de financiación desde el entorno del 11 por 100 del PIB en el primer semestre de 2008 a tan sólo el 2,2 por 100 en el último trimestre de 2009, y esta corrección se ha debido por partes iguales a un aumento del ahorro y a una caída en la inversión, como se observa en el Cuadro 4, la cual se sitúa en el nivel más bajo desde nuestra incorporación a la UEME. ▷

Por otra parte, las familias e ISFLSH han retornado a su tradicional papel de principal suministrador de financiación al resto de sectores. En efecto, en este último período su capacidad de financiación ha aumentado en nueve puntos del PIB, como consecuencia fundamentalmente de un espectacular aumento de su ahorro y, en menor medida, de una caída en la inversión (2,9 por 100 del PIB)¹⁰.

Las Administraciones Públicas, por último, también han retornado a su tradicional papel de demandante de fondos, pero en una cuantía absolutamente desconocida. El desplome del ahorro público (11 por 100 del PIB) ha hecho que las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas se sitúen en el último trimestre de 2009 en el 11,4 por 100 del PIB, cuando en el segundo trimestre de 2008 seguía existiendo un ligero superávit.

5. Conclusiones

Al igual que el fuerte deterioro del déficit exterior que registró la economía española desde 2004 hasta mediados de 2008 se debió exclusivamente al incremento en la necesidad de financiación del sector privado no financiero, podemos afirmar que su corrección en el último año y medio se ha debido a la reducción en la necesidad de financiación de ese sector. Por el contrario, las Administraciones Públicas han pasado de una situación financiera holgada, incluso con un cierto superávit, a tener una desorbitada necesidad de financiación, lo que ha impedido que la reducción de nuestro déficit exterior haya sido aún mayor.

Las razones del rápido aumento del ahorro y de la caída de la inversión de familias y empresas responden prácticamente a las mismas causas, pero ahora en sentido inverso, que afectaron a las decisiones de gasto de familias y empresas durante la

fase de expansión de la economía española¹¹. Así, las condiciones monetarias y financieras extraordinariamente favorables tras nuestra incorporación a la UEME que posibilitaban captar financiación externa prácticamente sin limitación, se han tornado extremadamente duras tras la crisis financiera internacional, no por el incremento en su coste, sino especialmente por las dificultades para su obtención. Estos problemas para conseguir financiación externa se han trasladado a los mercados crediticios nacionales dificultando la obtención de créditos tanto a particulares como a empresas, lo que en última instancia ha conducido a una caída en el consumo y en la inversión¹².

En el mismo sentido, los cambios en el valor de la riqueza también han afectado al comportamiento del sector privado no financiero. Así, frente a su aumento, tanto de la financiera como de la real, que se produjo durante el período de expansión económica, favorecida por el crecimiento de la demanda de activos reales ante la reducción de los tipos de interés, la crisis inmobiliaria ha conducido a una caída importante de esa riqueza, que se plasma en un menor consumo.

Las perspectivas de las familias y de las empresas de una reducción permanente de la renta real, por las peores expectativas respecto a la evolución económica, han conducido tanto a un aumento de sus tasas de ahorro, como a una caída en su inversión.

Por su parte, el espectacular crecimiento de la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas es el resultado de un desplome en su ahorro bruto, derivado de la caída de sus ingresos y del aumento de sus gastos provocado por la actuación de los estabilizadores automáticos y por las medidas adoptadas por el Gobierno para tratar de paliar los efectos sobre la producción y el empleo de la caída en la demanda. ▷

¹⁰ Resaltar que el ahorro de las familias en el cuarto trimestre de 2009 equivalía al 13,2 por 100 del PIB, en torno al doble del existente cuando se inició la crisis financiera internacional en el tercer trimestre de 2007.

¹¹ Para un análisis de los determinantes de las decisiones de demanda de hogares y empresas de la economía española véase L'HOTELLERIE-FALLOIS y SASTRE (2005).

¹² Para un análisis del impacto de la crisis financiera internacional en las condiciones de financiación de la economía española véase CALVO y PAÚL (2009).

La rápida reducción de la necesidad de financiación que ha registrado la economía española en el último año y medio podría llevar a pensar que el déficit exterior es un problema del pasado. Sin embargo, esa conclusión resulta errónea porque, a pesar de la grave situación económica, la economía española sigue registrando un nivel de déficit elevado, tanto desde el punto de vista histórico como desde una perspectiva internacional.

Esa reducción registrada es, en cambio, el resultado de las excepcionales condiciones en que se encuentra nuestra economía. Sin embargo, conseguir de forma permanente un mayor equilibrio en nuestras cuentas con el exterior estará asociado a que se consiga un verdadero cambio en el modelo de crecimiento de la economía española¹³.

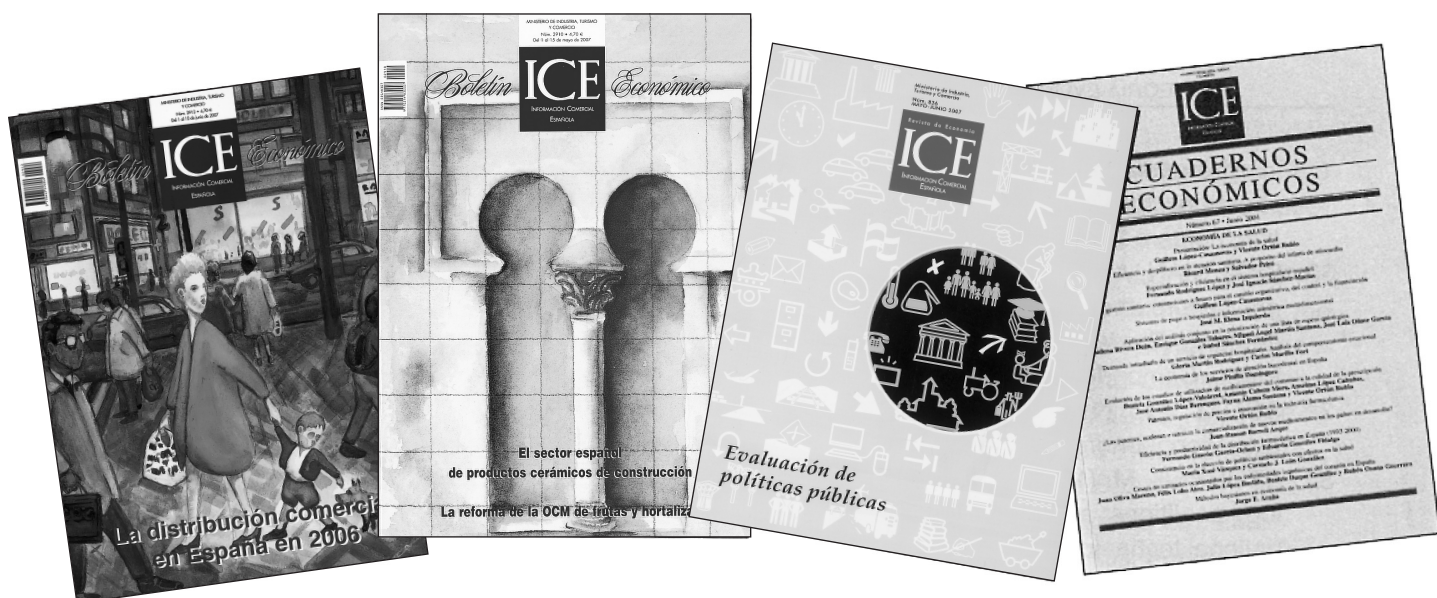
Bibliografía

- [1] ARESTIS, P. y PAÚL, J. (2006): «Los déficits por cuenta corriente en la UEM y la crisis financiera internacional», *Ola Financiera*, nº. 4, septiembre-diciembre, 2009, pp. 1-42.
- [2] BANCO CENTRAL EUROPEO (2010): «Perspectivas de los desequilibrios reales y financieros y reequilibrio a escala mundial», *Boletín Mensual*, abril, pp. 97-107.
- [3] BANCO DE ESPAÑA (2006): «El déficit exterior de la economía española desde una perspectiva histórica», Informe Anual 2005, pp. 30-31.
- [4] BBVA (2005): «Desequilibrio exterior, ausencia de restricciones de financiación», Situación España, julio, pp. 19-20.
- [5] BLANCHARD, O. y GIAVAZZI, F. (2002): «Current account deficits in the Euro Area. The end of the Feldstein Horioka puzzle», MIT, Department of Economics, Working Paper 03-05, septiembre.
- [6] BLANCHARD, O. y MILESI-FERETTI, G.M. (2009): «Global imbalances: in midstream?» *IMF Staff Position Note* SPN/09/29, diciembre.
- [7] CALVO, A. y PAÚL, J. (2009): «Efectos de la crisis financiera internacional sobre la financiación de la economía española», *CLM Economía*, nº 14, primer semestre, pp. 55-80.
- [8] IMF (2005): «Global imbalances: a saving and investment perspectives», *World Economic Outlook*, septiembre, capítulo 2.
- [9] IMF (2006): «Awash with cash: why are corporate savings so high?», *World Economic Outlook*, octubre, capítulo 4.
- [10] L'HOTELLERIE-FALLOIS, P. y SASTRE, T. (2005): «Las decisiones de demanda de hogares y empresas», en «El análisis de la economía española», Servicio de Estudios del Banco de España, Alianza Editorial.
- [11] MALO DE MOLINA, J.L. (2005): «Una larga fase de expansión de la economía española», Banco de España, *Documentos Ocasionales*, nº. 0505.
- [12] MAZA, L.A. y DEL RIO, A. (2006): «La financiación del déficit exterior de la economía española», *Boletín Económico del Banco de España*, marzo.
- [13] MILESI-FERETTI, G.M. y RAZIN, A. (1998): «Current account reversals and Currency Crises: Empirical regularities», *National Bureau of Economic Research*, Working Paper, nº. 6620.
- [14] PAÚL, J. (2006): «El déficit exterior en perspectiva interna», *Boletín de Información Comercial Española*, nº. 2892, 23 al 29 de octubre, pp. 29-43.
- [15] PEÑALOSA, J. y RESTOY, F. (2005): «Implicaciones de la integración en la UEM y en el nuevo contexto internacional», en «El análisis de la economía española», Servicio de Estudios del Banco de España, Alianza Editorial.

¹³ La reducción del desequilibrio de nuestras cuentas exteriores coincide, en el contexto de crisis económica, con un descenso similar de los desequilibrios económicos a nivel mundial entre los diferentes bloques. En cambio, en el período previo a la crisis, estas divergencias fueron muy acusadas, hasta el punto de que algunos autores atribuyen a las mismas una de las causas de la crisis actual.

Sin embargo, la reducción actual probablemente sea transitoria en la medida que ha tenido su origen en factores cíclicos. Por tanto, es preciso para conseguir una reducción de los desequilibrios de nuestras cuentas exteriores, en línea con lo indicado, en efecto, una política decidida para corregir la brecha entre el ahorro y la inversión nacionales.

Para un estudio detallado, a nivel mundial, de los desequilibrios en las cuentas exteriores, véase Banco Central Europeo (2010), como resumen de alguna de la bibliografía allí citada.



INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA

en

INTERNET



www.revistasICE.com