Análisis Macroeconómico. Consumo. Finanzas Públicas

El retorno de la demanda externa negativa: ¿señal de alarma o dinamismo inversor?

Rafael Doménech
Actualidad Económica, El Mundo (España)

Los últimos datos de la Contabilidad Nacional del INE nos devuelven una imagen que, a primera vista, podría despertar viejos fantasmas de la economía española. Tras una recuperación postpandemia sustentada en la aportación del sector exterior, que llegó a contribuir con un 78% al crecimiento del PIB a finales de 2022, la dinámica ha cambiado. En los últimos trimestres, el motor del crecimiento ha rotado: la demanda interna (consumo e inversión) ha tomado el relevo. En términos interanuales, el PIB del tercer trimestre creció un 2,8 %, pero la demanda externa contribuyó con -0,8 puntos. Volvemos a importar más de lo que exportamos y, en contrapartida, volvemos a invertir más de lo que ahorramos. En un contexto de perturbaciones significativas al comercio internacional, es pronto para saber cuán duradero será este desequilibrio, todavía pequeño en comparación con otros episodios. No obstante, el cambio en la aportación de la demanda externa (que se especifica en volumen) ha empezado a reducir el superávit de la balanza por cuenta corriente (que se determina en valor), en la medida en que los precios de exportaciones e importaciones no compensan los movimientos de los volúmenes con una mejora de los términos de intercambio.

Para el observador acostumbrado a interpretar el déficit exterior como pérdida de competitividad, este cambio le parecerá una mala noticia. Sin embargo, en economía, el contexto y la composición lo son todo. Tan peligroso es un déficit crónico que financia un consumo superfluo, como estéril un superávit estructural que renuncia a aprovechar el futuro para mejorar la actividad nacional. Como bien nos recuerdan los recientes informes de Mario Draghi y Enrico Letta, Europa sufre de una paradoja: nada en abundancia en ahorro, pero se muere de sed en inversión productiva.

Para entender este cambio de ciclo, debemos acudir a una identidad contable básica: el saldo de la cuenta corriente es la diferencia entre el ahorro nacional y la inversión doméstica. Un país con una contribución positiva de la demanda externa (como ha sido el caso de Alemania o los Países Bajos durante años) ahorra más de lo que invierte. En la práctica, esto significa que está "exportando" su ahorro al resto del mundo, financiando el consumo o la inversión de otros. Por el contrario, un país con una contribución negativa, como empieza a mostrar España nuevamente, está "importando" ahorro extranjero para cubrir sus necesidades de

inversión (o consumo) que exceden su capacidad de ahorro interno.

La pregunta clave no es si el signo es positivo o negativo, sino ¿por qué se produce ese saldo, si es una cuestión transitoria o estructural, y en qué se utiliza? Solemos atribuir una connotación moral a estos saldos: el superávit es la virtud de la hormiga y el déficit el vicio de la cigarra. Pero esta visión es simplista y, en ocasiones, errónea. En una presentación de 2015 en una conferencia organizada por la Comisión Europea sobre los desequilibrios externos en la UE, argumentaba que los crónicos superávits del centro de Europa no eran necesariamente óptimos ni podía culparse a esos países de empobrecer a sus vecinos. Si un país mantiene un exceso de ahorro persistente porque no encuentra oportunidades atractivas de inversión dentro de sus fronteras (o, peor aún, porque sus políticas públicas desincentivan la inversión), ese superávit es un síntoma de falta de dinamismo y una oportunidad para la inversión y el crecimiento de otras economías. Es lo que se conoce como la "paradoja del ahorro": al intentar ahorrar demasiado e invertir, se puede dañar el crecimiento y el empleo. Exportar ahorro no siempre es una ventaja ni una estrategia óptima; puede ser una oportunidad perdida.

Volvamos a la España de 2024-2025. Que la demanda interna tire del carro y genere una necesidad de financiación exterior no es intrínsecamente negativo si se cumplen dos condiciones: sostenibilidad y finalidad.

Si el déficit exterior reaparece porque estamos importando bienes de equipo, tecnología y servicios avanzados para aumentar nuestra productividad, modernizar nuestro tejido productivo, digitalizar nuestras empresas, ejecutar la transición energética y acelerar la convergencia hacia sociedades más ricas, entonces estamos ante un "déficit virtuoso". Estaríamos importando ahorro externo para aumentar nuestra productividad futura. Esto se asemejaría (sin negar las importantes diferencias existentes) al modelo de EE. UU., una economía que atrae ahorro de todo el mundo (incluso de países con menor renta) para financiar un crecimiento robusto.

El riesgo reside en la memoria de nuestros errores pasados. Si el déficit actual estuviera impulsado únicamente por un consumo excesivo o una burbuja de activos inmobiliarios improductivos, estaríamos repitiendo el guion previo a la Gran Recesión. Como han señalado diversos estudios (por ejemplo, de Gopinath y coautores, 2017, o García-Santana y coautores, 2020), los desequilibrios dieron lugar a una asignación ineficiente de recursos productivos, una divergencia en productividad y una pérdida de competitividad, y nos hicieron vulnerables a una "triple crisis": de balanza de pagos, deuda soberana y financiera. Debemos recordar que, aunque el déficit no es un mal per se, la literatura económica nos advierte que déficits superiores al 4% del PIB nos sitúan en zona de vulnerabilidad ante shocks externos.

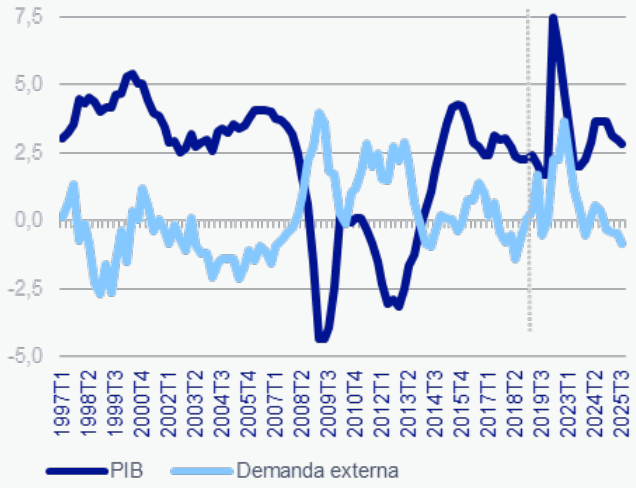
Aquí es donde el diagnóstico de Mario Draghi y Enrico Letta cobra una relevancia crucial. Ambos ex primeros ministros italianos han puesto el dedo en la llaga: la Unión Europea genera una cantidad ingente de ahorro, pero gran parte de este se canaliza hacia el exterior (principalmente a EE. UU.) en lugar de invertirse en la propia Europa. La UE necesita facilitar, incentivar y eliminar barreras a una inversión masiva para no perder el tren de la competitividad global frente a EE. UU. y China. Si España, mediante la movilización del

capital privado, consigue liderar ese proceso inversor, sería natural que nuestro saldo exterior se reduzca o entre en terreno negativo temporalmente. Estaríamos haciendo exactamente lo que Europa necesita: dejar de exportar ahorro y empezar a utilizarlo para aumentar la productividad.

No debemos obsesionarnos con el signo de la balanza por cuenta corriente en el corto plazo, sino con la calidad de los flujos subyacentes y en su uso eficiente. Un superávit no sirve de nada si es a costa de dejar que se deprecie nuestro capital físico y humano. Un déficit es tolerable, e incluso deseable, si es el reflejo de un país atractivo para el capital internacional que está acometiendo una transformación tecnológica y productiva más intensa que otros.

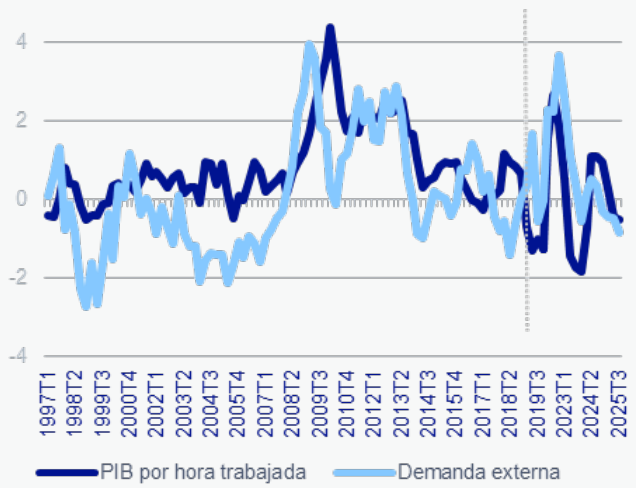
El reto para la política económica española no es reprimir la demanda interna para forzar un superávit artificial, sino asegurar que cada euro de ahorro que importamos del exterior se destine a proyectos que aumenten nuestra productividad. Solo así, el crecimiento de hoy será la prosperidad de mañana, y el déficit actual será simplemente la inversión necesaria para alcanzarla. Por ello, lo que realmente debería preocuparnos es que, por el momento, la contribución negativa de la demanda externa no coincida con una mejora intensa de nuestra productividad.

ESPAÑA: CRECIMIENTO DEL PIB Y APORTACIÓN DE LA DEMANDA EXTERNA
(%, TASAS INTERANUALES)



Fuente: BBVA Research a partir de INE. Para facilitar la comparación se han suprimido los trimestres del COVID de 2020T1 a 2022T1.

ESPAÑA: APORTACIÓN DE LA DEMANDA EXTERNA Y PIB POR HORA TRABAJADA
(%, TASAS INTERANUALES)



Fuente: BBVA Research a partir de INE. Para facilitar la comparación se han suprimido los trimestres del COVID de 2020T1 a 2022T1.

AVISO LEGAL

El presente documento no constituye una "Recomendación de Inversión" según lo definido en el artículo 3.1 (34) y (35) del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado ("MAR"). En particular, el presente documento no constituye un "Informe de Inversiones" ni una "Comunicación Publicitaria" a los efectos del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión ("MiFID II").

Los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos u opiniones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA en su sitio web www.bbvaresearch.com.