

EL AJUSTE DEL DESEQUILIBRIO EXTERIOR EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Este artículo ha sido elaborado por Juan Peñalosa, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

Aunque la crisis económica que sufre España en los últimos años presenta varias dimensiones y una gran complejidad, en el sector exterior se concentran muchos de los rasgos que la caracterizan, así como los requisitos para su superación. En numerosos informes se ha analizado cómo la larga etapa de expansión que tuvo lugar desde mediados de los años noventa hasta 2007 condujo a una creciente pérdida de competitividad de la producción española, un elevado déficit exterior y un alto endeudamiento frente al resto del mundo. Aunque algunos de estos desarrollos han comenzado a corregirse, el deterioro de las expectativas impulsado por la crisis ha afectado a la percepción de la sostenibilidad de la posición exterior, lastrando la fase de ajuste y aumentando la vulnerabilidad de la economía española.

En particular, el recrudecimiento de la crisis de la deuda soberana ha hecho de la financiación exterior uno de los problemas cruciales de la economía española en la situación actual. El deterioro de la confianza —posiblemente, tanto en las perspectivas económicas de España como en el actual marco institucional de la zona del euro— ha detenido los flujos de refinanciación exterior de la economía, lo que se ha traducido en un elevado flujo neto de salidas en los últimos meses, que han tenido que ser cubiertas mediante un recurso creciente de las entidades de crédito a la financiación del Eurosistema.

En el ámbito europeo, a partir de este año 2012 se ha reforzado considerablemente el marco de coordinación de las políticas económicas de la UE a través del *procedimiento de desequilibrio macroeconómico*, mediante el cual no solo la política presupuestaria está sometida a una estrecha vigilancia por parte de las autoridades europeas, sino también el conjunto de la política macroeconómica nacional, con el fin de detectar la existencia de desequilibrios en ámbitos como el endeudamiento privado o el sector exterior, proponer soluciones y vigilar su aplicación [véase Matea (2012)]. Así, el pasado 14 de febrero la Comisión Europea publicó el primer *Informe del Mecanismo de Alerta (Alert Mechanism Report)*, donde España figuraba entre los países en los que, por la gravedad de los desequilibrios acumulados, debería realizarse un posterior análisis en profundidad. El 30 de mayo, la Comisión Europea publicó ese examen exhaustivo de España (*In-Depth Review*), que concluye que los desequilibrios de la economía española son muy graves y precisan ser afrontados con urgencia. En ningún país los desequilibrios fueron calificados de *excesivos* —lo que habría supuesto que se iniciara la parte correctiva del procedimiento—, pero España fue el país, junto con Chipre, donde se evaluó que los desequilibrios eran más severos.

Esto significa que los desequilibrios económicos de España seguirán siendo objeto de un estrecho seguimiento por parte de las autoridades europeas. El desequilibrio exterior ocupará un lugar central en ese procedimiento y, en consecuencia, la evolución del saldo por cuenta corriente, el comportamiento de las exportaciones, la trayectoria de la competitividad de la producción nacional y la corrección del alto endeudamiento frente al resto del mundo serán minuciosamente examinados. El papel crucial que la mejora de la competitividad debe desempeñar en la estrategia de política económica española se ha analizado con profundidad en el capítulo monográfico del *Informe Anual, 2011* del Banco de España, mientras que la evolución de la balanza por cuenta corriente y de capital, así como de la

cuenta financiera, se ha tratado con detalle en los informes de Balanza de Pagos que se publican anualmente.

En este artículo se repasan los avances en la corrección de los desequilibrios externos en el conjunto de la fase de ajuste que se inició en 2008. En primer lugar se analiza el descenso del déficit exterior desde ese año, tratando de identificar los determinantes de esa mejora y los productos y áreas en los que la producción española se ha mostrado más competitiva. En segundo lugar se examina la financiación de la economía española en el exterior durante ese período y, finalmente, a modo de conclusión, se discuten las vías para profundizar en la corrección de los desequilibrios externos y consolidar la sostenibilidad de nuestra posición exterior.

El ajuste del déficit exterior en el período 2007-2011

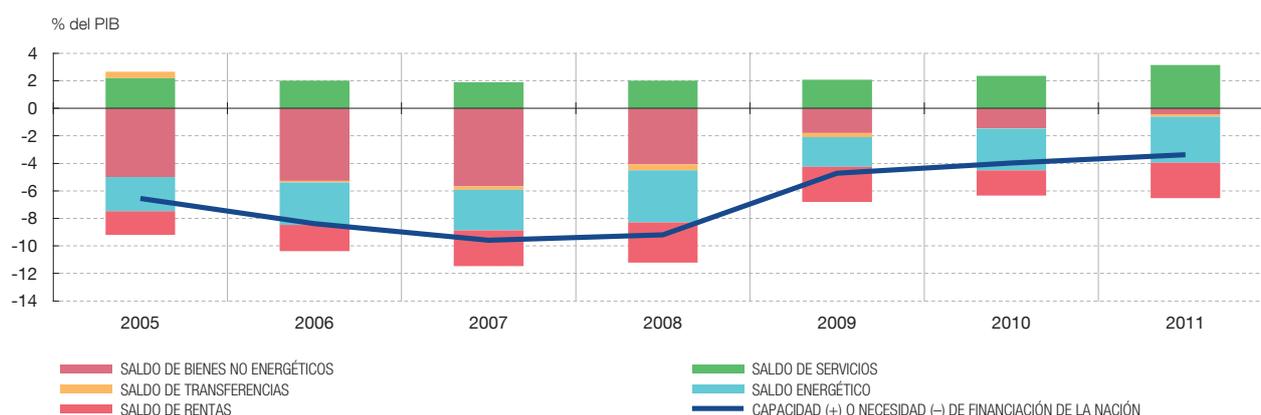
Entre 2007 y 2011 España experimentó un rápido descenso de su déficit exterior. En términos de la necesidad de financiación de la nación, el déficit se redujo en más de 6 puntos porcentuales (pp) de PIB, hasta el 3,4 % en 2011 (véase gráfico 1). El saldo de intercambios de bienes y servicios mejoró en una cuantía similar (véase cuadro 1). Esta corrección se repartió a partes casi iguales entre el aumento de las exportaciones y la disminución de las importaciones, lo que señala que las empresas españolas aprovecharon el mantenimiento de un cierto dinamismo del comercio mundial en este período para aumentar sus ventas en el exterior, pero también que una parte de la corrección respondió al efecto del descenso de la demanda nacional —que ha sido especialmente significativo en España— sobre la demanda de importaciones¹. El mantenimiento de las tendencias recientes permite prever que podría alcanzarse un saldo exterior equilibrado en un horizonte próximo.

En términos reales, esta evolución de exportaciones e importaciones de bienes y servicios representó una considerable aportación positiva a la actividad. En concreto, de 2007 a 2011 la demanda exterior neta aportó casi 8 pp al crecimiento del PIB en términos acumulados, frente a una contribución negativa de la demanda nacional al producto de casi 10 pp, de modo que el sector exterior amortiguó una parte muy relevante de ese efecto sobre las cifras finales del PIB. Además, la corrección del déficit se vio perjudicada por el deterioro de la relación real de intercambio, que disminuyó un 5 %, debido a un aumento acumulado de los precios de las importaciones que superó al deflactor de las exportaciones de bienes y servicios, y que se debió, en parte, al incremento de los precios de la energía.

Si se analiza con más detalle el saldo de la balanza de bienes, se observa que la mejora en este período fue bastante generalizada, tanto por áreas geográficas como por productos (véase cuadro 2²). Por países, la mayor parte de esa corrección tuvo lugar en los intercambios con la zona del euro, frente a la que, además, en 2011 se registró superávit, por primera vez en varias décadas. También en dicho año se alcanzó un superávit frente al resto de la UE. La mejora en el caso del resto del mundo fue más pequeña, en parte por el encarecimiento de la energía. Los mayores déficits se observaron en el caso de los países de la OPEP y de China, mientras que el saldo frente a otros países desarrollados, como Estados Unidos o Japón, se situó en 2011 próximo al equilibrio. Por componentes, el saldo exterior de intercambios de bienes de consumo

¹ El primer elemento tendría un componente estructural más definido, mientras que el segundo sería más cíclico.

² En los cuadros 2 y 3 se presenta información del comercio de bienes a partir de los datos que proporciona Aduanas, que pueden diferir ligeramente de la información de esas partidas que ofrece la Contabilidad Nacional y que se utiliza en otras partes del artículo (como en el cuadro 1).



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Departamento de Aduanas y Banco de España.

COMERCIO EXTERIOR DE BIENES Y SERVICIOS EN ESPAÑA % del PIB nominal

CUADRO 1

	2007	2011	Variación	Porcentaje del total del ajuste
Exportaciones	26,9	30,1	3,2	52
Bienes	18,3	20,7	2,4	40
Servicios	8,6	9,4	0,8	13
Turismo	4,0	4,0	0,0	0
Otros	4,6	5,4	0,8	13
Importaciones	33,6	30,7	-2,9	48
Bienes	26,9	24,5	-2,4	40
Servicios	6,7	6,2	-0,5	8
Turismo	1,1	1,0	-0,2	3
Otros	5,6	5,3	-0,3	5
Saldo	-6,7	-0,6	6,1	100
Bienes	-8,6	-3,7	4,9	79
Servicios	1,9	3,2	1,3	21
Turismo	2,9	3,1	0,2	3
Otros	-1,0	0,1	1,1	17

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

y de bienes de equipo presentó superávit en 2011, pero mantuvo un déficit sustancial en bienes intermedios³. En todo caso, en las tres categorías se observó una mejora del saldo comercial en los últimos años.

La evolución del déficit energético merece algo más de atención, dados su volumen y su persistencia, debida a la fuerte dependencia de la economía española de las importaciones netas de energía. En esta fase de ajuste, el déficit energético ha mostrado diversos altibajos, en respuesta a la volatilidad del precio del petróleo, pero ha dominado una tendencia alcista, que ha situado ese desequilibrio en el 3,8 % del PIB en 2011, frente al 3,2 % observado en 2007. La magnitud de este déficit es superior a la de otros países europeos

³ Si se evalúa conjuntamente, la mejora del saldo en términos de los bienes de consumo y de equipo explicó casi dos terceras partes de la reducción del déficit comercial, porcentaje que es aproximadamente el doble del peso que representan esos artículos en el comercio de bienes en España.

	2007	2011	Variación	Porcentaje total del ajuste
Saldo comercial	-9,4	-4,3	5,1	100
Zona del euro	-3,5	0,2	3,7	72
<i>Del que:</i>				
<i>Francia</i>	0,0	0,9	1,0	
<i>Alemania</i>	-2,2	-0,8	1,3	
<i>Italia</i>	-0,8	0,0	0,8	
<i>Portugal</i>	0,6	0,6	0,0	
<i>Otros</i>	-1,1	-0,6	0,5	
Resto de la UE	-0,2	0,2	0,4	7
Reino Unido	0,0	0,3	0,3	
Otros	-0,2	-0,1	0,1	
Resto del mundo	-5,7	-4,7	1,0	20
<i>Del que:</i>				
<i>Estados Unidos</i>	-0,2	-0,2	0,0	
<i>Japón</i>	-0,4	-0,1	0,3	
<i>China</i>	-1,6	-1,4	0,2	
<i>Latinoamérica</i>	-0,4	-0,6	-0,2	
<i>OPEP</i>	-1,5	-1,8	-0,2	
<i>Otros</i>	-1,6	-0,6	1,0	
Bienes de consumo	-1,0	0,9	1,9	38
Alimentos	0,5	0,9	0,4	
Automóviles	0,0	1,1	1,2	
Otros	-1,5	-1,1	0,4	
Bienes de equipo	-1,2	0,1	1,3	26
Bienes intermedios	-7,1	-5,3	1,8	36
Energéticos	-3,3	-4,0	-0,7	
Minerales	-0,7	0,2	1,0	
Químicos	-0,6	-0,8	-0,2	
Metálicos y eléctricos	-1,3	-0,3	1,0	
Medios de transporte	-0,6	-0,4	0,3	
Otros	-0,6	0,0	0,5	

FUENTE: Departamento de Aduanas.

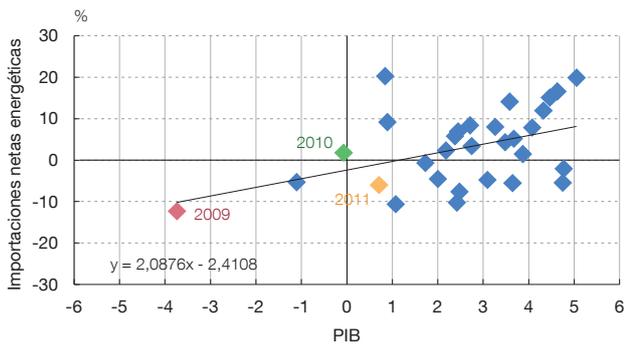
y refleja un consumo de petróleo por unidad de PIB sustancialmente mayor que en la zona del euro [véase Banco de España (2011)]. En ese período el precio del petróleo en euros aumentó un 52 %, y el del gas, un 32 %. Este hecho ha influido en el descenso en las importaciones netas de energía en términos reales, que se estima que podría ser del 8 % en términos acumulados, superior al descenso acumulado del PIB real en el período 2007-2011 (véase gráfico 2).

Antes se comentó que la mejora del saldo comercial se repartió de modo bastante similar entre el aumento de las exportaciones y la disminución de las importaciones, pero merece la pena analizar si esa igualdad se mantiene por zonas y productos. El primer hecho que debería destacarse en el caso de las exportaciones es que han respondido favorablemente en el período de crisis. Es cierto que entre 2007 y 2011 el comercio mundial de bienes en

EVOLUCIÓN DE LAS IMPORTACIONES

GRÁFICO 2

EVOLUCIÓN DE LAS IMPORTACIONES ENERGÉTICAS NETAS Y DEL PIB, EN TÉRMINOS REALES. Período 1982-2011



EVOLUCIÓN DE LAS IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS Tasas interanuales, en términos reales

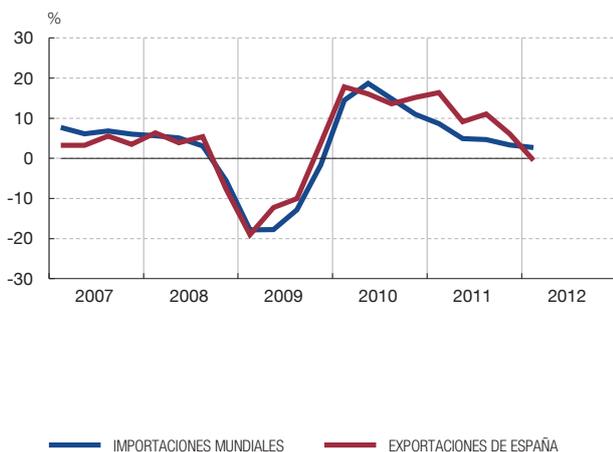


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Economía y Competitividad.

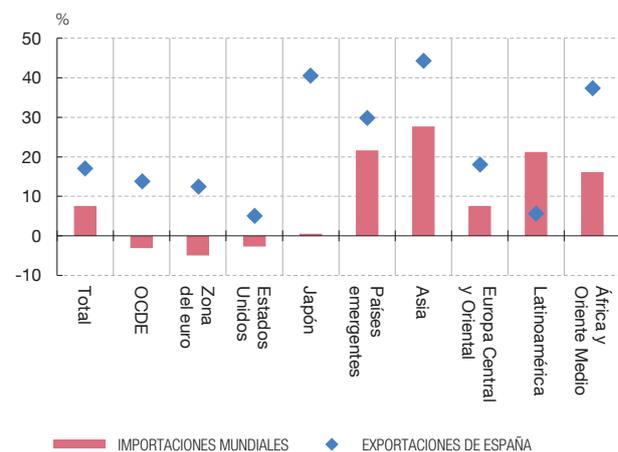
EVOLUCIÓN DE LAS CUOTAS DE EXPORTACIÓN DE ESPAÑA

GRÁFICO 3

EXPORTACIONES DE BIENES Tasas interanuales, en términos reales (a)



IMPORTACIONES MUNDIALES, en términos reales Crecimiento acumulado 2008-2011



FUENTES: Ministerio de Economía y Competitividad y CPB.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

términos nominales creció más que las exportaciones españolas, pero ese resultado está influido por el aumento de precios de la energía. Así, en términos reales, las exportaciones españolas crecieron en ese período a un ritmo bastante superior al del comercio global (17 % y 8 %, respectivamente, en términos acumulados), por lo que la cuota de nuestra producción incrementó su peso en el total mundial (véase gráfico 3). En todo caso, debe recordarse que la cuota española en el comercio mundial de bienes es algo inferior al peso que, por ejemplo, representa el PIB español en el mundo [véase García y Gordo (2006)].

Por países, se comprueba que el incremento de las ventas se ha basado proporcionalmente más en los países de fuera de la UE, lo que señala tanto el relativo dinamismo de los intercambios comerciales en esa región como la progresiva diversificación del comercio exterior español (véase cuadro 3). En 2011, el 53 % de las exportaciones de bienes se dirigió a la zona del euro, pero esa ratio fue 4 pp menor que la registrada cuatro años antes (y 9 pp menos que la observada en 1999, al comienzo de la UEM). En los países de la UE

	Exportaciones				Importaciones			
	2007	2011	Variación	Porcentaje total del ajuste	2007	2011	Variación	Porcentaje total del ajuste
TOTAL	17,2	20,0	2,8	100	26,6	24,3	-2,3	100
Zona del euro	9,7	10,5	0,8	29	13,3	10,4	-2,9	123
Del que:								
<i>Francia</i>	3,2	3,6	0,4		3,3	2,6	-0,6	
<i>Alemania</i>	1,9	2,0	0,2		4,0	2,9	-1,2	
<i>Italia</i>	1,5	1,6	0,1		2,3	1,6	-0,7	
<i>Portugal</i>	1,5	1,6	0,1		0,9	1,0	0,1	
Otros	1,7	1,7	0,0		2,8	2,3	-0,5	
Resto de la UE	2,3	2,6	0,3	12	2,5	2,4	-0,1	2
Reino Unido	1,3	1,3	0,0		1,3	1,0	-0,3	
Otros	1,0	1,4	0,3		1,2	1,4	0,2	
Resto del mundo	5,2	6,8	1,6	59	10,9	11,5	0,6	-25
Del que:								
<i>Estados Unidos</i>	0,7	0,7	0,0		0,9	1,0	0,0	
<i>Japón</i>	0,1	0,2	0,0		0,6	0,3	-0,3	
<i>China</i>	0,2	0,3	0,1		1,8	1,7	0,0	
<i>Latinoamérica</i>	0,9	1,0	0,1		1,3	1,6	0,3	
<i>OPEP</i>	0,5	0,8	0,3		2,1	2,6	0,5	
Otros	2,7	3,7	1,1		4,3	4,3	0,0	
Bienes de consumo	6,3	6,6	0,3	11	7,3	5,7	-1,6	70
Alimentos	2,0	2,4	0,4		1,5	1,5	0,0	
Automóviles	1,9	2,0	0,1		2,0	0,9	-1,1	
Otros	2,3	2,2	-0,2		3,8	3,3	-0,6	
Bienes de equipo	1,6	1,7	0,1	5	2,8	1,6	-1,2	51
Bienes intermedios	9,3	11,7	2,3	84	16,5	17,0	0,5	-21
Energéticos	0,6	1,2	0,6		3,9	5,2	1,3	
Minerales	1,8	2,3	0,4		2,6	2,0	-0,5	
Químicos	1,5	2,2	0,7		2,0	3,0	0,9	
Metálicos y eléctricos	1,8	2,0	0,2		3,1	2,3	-0,8	
Medios de transporte	1,5	1,4	-0,1		2,1	1,7	-0,4	
Otros	2,2	2,6	0,5		2,7	2,7	0,0	

FUENTE: Departamento de Aduanas.

que no pertenecen al área del euro, el porcentaje se mantuvo sin apenas cambios en el 13 %, mientras que el peso de las ventas fuera de la UE en el total se incrementó 1 pp cada año, hasta el 34 %. La concentración de las exportaciones en algunas economías de la zona del euro sigue siendo muy elevada (Francia, Alemania, Italia y Portugal representan el 44 % del total de las ventas de bienes al exterior) y las exportaciones a las economías emergentes todavía presentan unas ratios en el total reducidas. Destaca el bajo peso relativo de las exportaciones a Latinoamérica: en 2011 alcanzaron el 1 % del PIB, lo que supone, por ejemplo, solo el 60 % de lo que se exportó a Portugal en dicho año. Si bien es cierto que en los últimos años se aprecia que, gradualmente, esas participaciones relativas se van modificando y que muchas empresas españolas se introducen en nuevos mercados, parece necesario reforzar esa tendencia para incrementar el dinamismo expor-

tador [véase González *et al.* (2012)]. Por tipos de bienes, se observa que el aumento de las exportaciones en esta etapa de ajuste se ha concentrado de forma significativa en los bienes intermedios y, dentro de estos, en numerosos renglones.

Las importaciones de bienes disminuyeron un 7 % entre 2007 y 2011 en términos nominales (casi un 15 % en términos reales), en un entorno de acusada debilidad de la demanda, lo que se tradujo en una disminución de las compras al exterior de 2,4 pp en porcentaje del PIB (véase cuadro 3). Por países, la menor dependencia importadora se concentró en el área del euro. En cambio, fuera de la UE, las importaciones aumentaron, si bien en esto influyó decisivamente el encarecimiento de la energía; si se aislara este hecho, las compras a esa región se habrían estabilizado entre 2007 y 2011. La explicación a esta distribución se encuentra en la evolución de las importaciones por productos, donde se observa que la caída de las compras al exterior tuvo lugar en bienes de consumo y de equipo, señal de la debilidad del gasto de familias y empresas españolas⁴. Las compras de bienes intermedios mantuvieron cierto dinamismo, lo que está relacionado con el hecho de que las exportaciones españolas fueron relativamente dinámicas y estas presentan un alto contenido importador [véase Cabrero y Tiana (2012)].

En el caso de los servicios, en el conjunto del período de 2008-2011 apenas hubo avances en el superávit turístico, que se mantuvo en torno al 3 % del PIB, lo que, en parte, se debió a la debilidad cíclica que, en general, presentaron muchos de los países de donde procede la mayoría de turistas. Este superávit es un rasgo estructural de la economía española, que debe preservarse y ampliarse, prestando atención al mantenimiento de unos niveles adecuados de calidad y de competitividad-precio. En la partida de los otros servicios, el déficit del 1 % del PIB observado en 2007 dio paso a un ligero superávit en 2011, con un mayor empuje de las exportaciones, especialmente de los servicios empresariales [véase Banco de España (2012b)]. Hay que destacar la creciente importancia de las exportaciones de servicios, tanto en España como en el comercio mundial, así como el papel que pueden desempeñar las grandes compañías españolas exportadoras de servicios para favorecer la apertura de nuevos mercados en el exterior para las empresas de menor tamaño⁵.

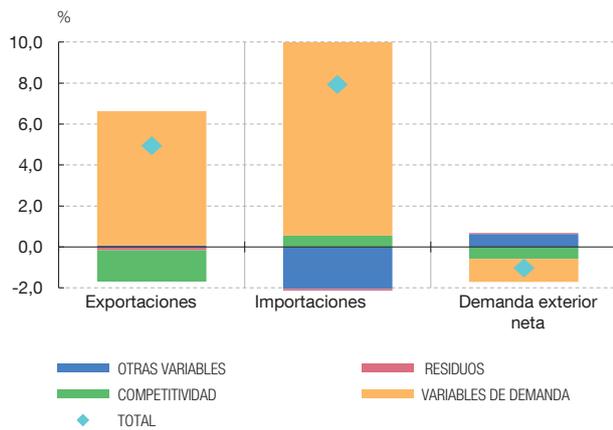
El comportamiento de exportaciones e importaciones en este período parece explicarse de modo razonable por la evolución de sus determinantes habituales, como los considerados en unas funciones tradicionales de comercio exterior [véase García *et al.* (2009)]. En el caso de las exportaciones, el principal factor explicativo es el aumento de los mercados de exportación, si bien, como se comentó antes, las empresas españolas han ido diversificando sus ventas en el exterior para aprovechar el mayor dinamismo de los mercados de fuera del área del euro (véase gráfico 4). Además, los indicadores de competitividad-precio y los costes relativos han evolucionado favorablemente en esta fase de ajuste, en comparación con su contribución en el período de auge anterior, de modo que el diferencial acumulado en la fase de expansión se ha estrechado, de forma especialmente significativa en el caso de los costes laborales unitarios. Ambos hechos —la diversificación de mercados y la mejora de la competitividad— están relacionados con la atonía de los mercados internos, lo que ha obligado a las empresas a redoblar sus esfuerzos para abrir nuevos mercados y competir internacionalmente⁶.

4 En el caso de los bienes de consumo, destaca que las importaciones de automóviles se redujeron en 2011 a menos de la mitad de su nivel cuatro años antes.

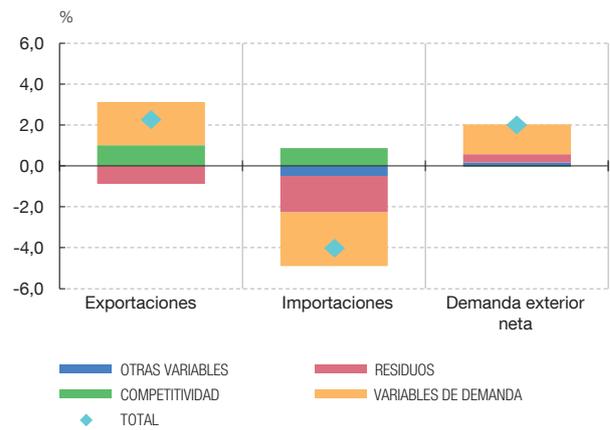
5 En González Sanz y Rodríguez Caloca (2010) se examinan las características de las empresas españolas exportadoras de servicios no turísticos.

6 En algunas estimaciones de una ecuación de exportaciones se obtiene que en España la demanda nacional influye negativamente en el volumen de exportaciones [véase Martínez-Mongay y Maza (2009)].

APORTACIONES AL CRECIMIENTO MEDIO EN EL PERÍODO 1999-2007



APORTACIONES AL CRECIMIENTO MEDIO EN EL PERÍODO 2008-2011



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

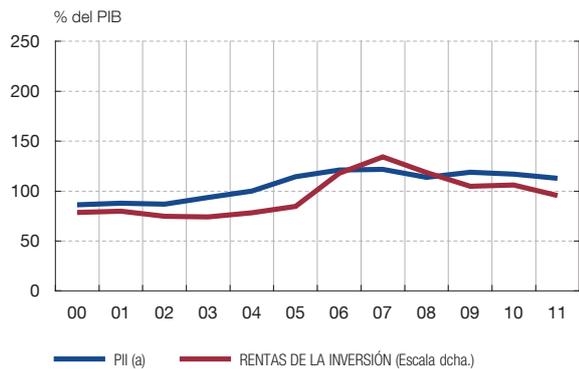
En cuanto a las importaciones, se observa que su elasticidad a cambios en la demanda final es muy elevada, cuando se compara con otros países, pues se sitúa próxima a un valor de dos (véase gráfico 2). Obviamente, este hecho conduce a un aumento rápido del déficit exterior en las etapas de expansión, pero también ayuda a corregir ese déficit en las fases de ajuste, como está ocurriendo ahora. Es difícil determinar si esa elasticidad ha variado en los últimos años⁷. En cualquier caso, debe recordarse la fuerte penetración en los mercados mundiales de productos muy baratos de países como China, con los que difícilmente puede competirse a través del precio, y la dependencia que la economía española presenta de bienes de alto contenido tecnológico, que no pueden sustituirse a corto plazo por productos nacionales, aspectos que introducen una gran persistencia en el peso de las importaciones en España.

Junto con la balanza de bienes y servicios, dos son las principales partidas que determinan la necesidad de financiación de la nación: la balanza de transferencias y el saldo de rentas. La primera está dominada por las remesas de emigrantes y por las transferencias corrientes y de capital respecto a la UE. Esa balanza se encuentra próxima al equilibrio. En los últimos años se ha observado una cierta disminución de las remesas de los inmigrantes, como consecuencia de la crisis económica, que ha provocado un aumento del desempleo en ese colectivo e, incluso, el retorno de algunos inmigrantes a sus países de origen.

En cambio, el déficit de la balanza de rentas es muy significativo y responde a la acumulación de elevados déficits exteriores en la fase de auge, que han llevado a una posición de inversión internacional neta que es altamente deudora. Este saldo ha experimentado en los últimos años algunas fluctuaciones, en la medida en que depende del nivel de los tipos de interés, además de otras decisiones de las empresas, como el mayor o menor grado de repatriación de beneficios. El primer hecho destacable es que el déficit de las rentas de inversión es el resultado de unos flujos significativos de ingresos y de pagos: los ingresos representaron en 2011 casi el 4 % del PIB, mientras que los pagos fueron algo superiores al 6 % del PIB (véase gráfico 5). El segundo hecho es que, por instrumentos, la

⁷ En Comisión Europea (2012) se ilustra que los países afectados por crisis bancarias muestran una debilidad persistente de las compras al exterior, en la medida en que esas crisis suelen venir ligadas a restricciones crediticias y a la necesidad de desapalancamiento del sector privado.

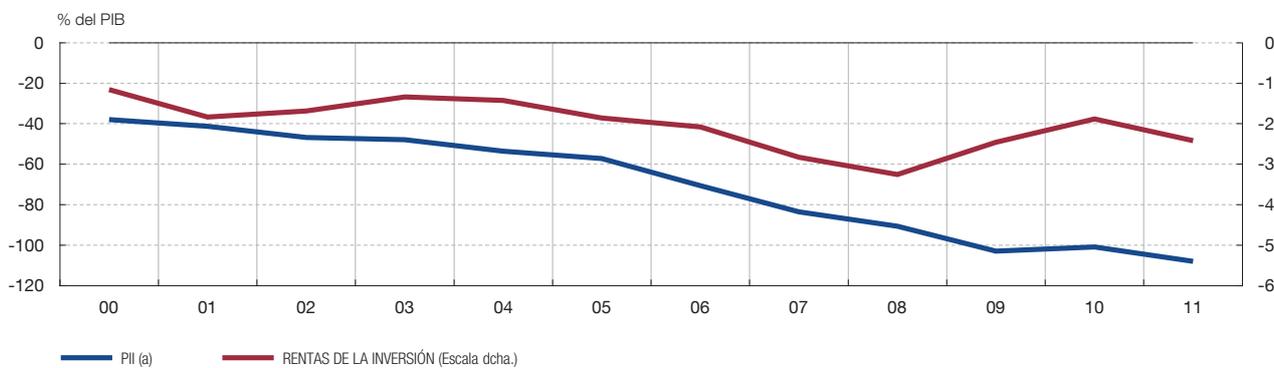
ACTIVOS FRENTE AL RESTO DEL MUNDO E INGRESOS RECIBIDOS



PASIVOS FRENTE AL RESTO DEL MUNDO Y PAGOS REALIZADOS



SALDO FRENTE AL RESTO DEL MUNDO Y RENTAS NETAS DE INVERSIÓN



FUENTE: Banco de España.

a Se excluyen las reservas y los derivados financieros.

composición es diferente entre ingresos y pagos: en el caso de los ingresos, el 60 % procede de la inversión directa de España en el exterior⁸, mientras que los pagos se concentran en el endeudamiento de la economía española en forma de valores de renta fija y de préstamos. Finalmente, es reseñable que las rentabilidades implícitas de ingresos y pagos son similares y en 2011 se situaron en torno al 3 %, frente al 4,5 % de 2007. En el caso de los ingresos, la partida más rentable fue la IED, que muestra una rentabilidad implícita cercana al 5 %⁹, mientras que, por el lado de los pagos, los valores de renta fija devengaron un coste del 3,5 % y los préstamos a corto plazo (que incluyen los depósitos interbancarios y los *repos*) del 1,5 %, gracias al reducido nivel de los tipos de interés a corto plazo.

La financiación exterior durante la fase de ajuste

La significativa corrección del déficit exterior en los últimos años ha permitido detener la dinámica expansiva de la posición deudora neta frente al exterior, pero todavía no ha sido suficiente para revertirla. Los abultados déficits exteriores de la fase de expansión engrasaron esa posición deudora, que alcanzó un peso en el PIB en torno al 90 % en los últimos años, uno de los más altos entre los países de la zona del euro.

8 En buena parte, esos ingresos provienen de Latinoamérica, de modo que el bajo nivel de las exportaciones de bienes a esta área se compensa por los mayores recursos que proporciona el rendimiento de estas inversiones.

9 El cálculo de estas rentabilidades implícitas debe valorarse con cautela, pues la manera en que se valore el saldo en IED (es decir, el denominador de esa ratio) puede afectar sustancialmente a la estimación.



FUENTE: Banco de España.

En esa etapa de auge, el déficit exterior se financió sin dificultad gracias a las fuertes entradas de capital, en buena medida intermediadas por el sistema bancario, que captó abundantes fondos mediante la emisión de valores y la titulización de créditos. Tras la crisis financiera de 2007, la disponibilidad de financiación comenzó a restringirse. Como se observa en el gráfico 6, entre 2007 y 2009 las entradas netas de fondos no fueron suficientes para financiar el déficit exterior, pues comenzó a apreciarse en muchas economías un mayor sesgo hacia la compra de activos nacionales y la venta de activos extranjeros (el denominado *home bias*). La tónica en el conjunto de 2010 fue similar, si bien ya se apreció el considerable impacto que podría tener en esos flujos la incertidumbre sobre el futuro de la zona del euro cuando en el segundo trimestre se observó una fuerte salida de financiación, coincidiendo con el agravamiento de la crisis de deuda soberana en Grecia y su reflejo en los mercados financieros de otros países considerados vulnerables, como España. Fue en 2011 cuando este fenómeno se agudizó, especialmente a partir del tercer trimestre: en el conjunto del año, las salidas netas de financiación representaron casi el 7 % del PIB, lo que, unido al déficit exterior que debía financiarse, condujo a un aumento de los pasivos netos del Banco de España del 10 % del PIB. En los cuatro primeros meses de 2012 la situación se ha agravado, con unas salidas netas de financiación de 122 mm de euros (11 % del PIB)¹⁰.

Estos flujos netos de financiación al exterior se han canalizado a través de diversas vías: en algunos casos, las salidas representan una decisión activa de los inversores extranjeros, como la venta en el mercado secundario de las tenencias de deuda pública española; en otros, la decisión es pasiva, como ocurre cuando simplemente los no residentes no renuevan unos valores a su vencimiento. Menos relevante ha sido la deslocalización de depósitos desde bancos españoles hacia entidades no residentes, proceso que han protagonizado, sobre todo, algunas empresas extranjeras con operaciones en España [véase Banco de España (2012c)]. Finalmente, estas salidas se han visto en algún momento compensadas parcialmente por las desinversiones en el exterior que también han hecho los residentes. A consecuencia de ello, la inversión en cartera que los españoles mantenían en activos extranjeros pasó de representar un 42 % del PIB en 2007 al 24 % en 2011. En cualquier caso, los activos totales frente al exterior todavía suponían un 120 % del PIB en 2011.

¹⁰ En estos primeros meses del año, parte de las salidas de financiación responde a un aumento de los activos en el exterior de agentes residentes, sobre todo entidades de crédito.

Estos movimientos bruscos en los flujos de financiación con el exterior configuran una crisis severa de balanza de pagos, que refleja la valoración negativa que hacen los mercados financieros tanto de los desequilibrios de la economía española como de las posibilidades de absorberlos dentro del marco institucional prevaleciente hasta el momento en la zona del euro. Al producirse dentro de una unión monetaria, los instrumentos típicos para enfrentar una crisis de esas características (como la devaluación de la moneda o la introducción de medidas de control de cambios) no están a disposición de las autoridades¹¹. En un sistema de tipo de cambio fijo, esas presiones obligarían al banco central a intervenir en los mercados vendiendo reservas para compensar el impulso depreciatorio de las salidas de flujos financieros.

Sin embargo, la UEM no es un sistema de tipo de cambio fijo, porque han dejado de existir las monedas nacionales y, por tanto, las salidas de financiación en una economía del área no generan presiones sobre el tipo de cambio. Pero las tensiones sí pueden reflejarse en el balance del Eurosistema, dado el papel central que desempeña el sistema bancario en la intermediación de los flujos financieros con el exterior y su acceso a las operaciones de inyección de liquidez del banco central¹². Así, las entidades de crédito españolas, ante las dificultades para renovar la financiación exterior o captar nuevos fondos, han acudido en mayor medida a esas subastas del Eurosistema, especialmente en las dos subastas de liquidez a tres años convocadas a finales de 2011 y principios de 2012¹³. Con esos recursos, las entidades han podido hacer frente a los pagos netos que debían al exterior, ya fuera por operaciones de la cuenta corriente —donde España ha seguido registrando déficit— o por operaciones de la cuenta financiera —por las salidas netas de financiación—¹⁴.

La adjudicación plena de la liquidez demandada en las subastas del Eurosistema —que se mantiene desde 2008— y las operaciones a tres años celebradas recientemente han facilitado que los bancos españoles hayan aumentado sustancialmente su recurso al Eurosistema en los últimos meses. El acceso a esa financiación ha permitido mantener un flujo regular de recursos con el que financiar el déficit exterior, de modo que la corrección de este ha sido gradual. Pero el recurso a esa financiación no puede cubrir de forma permanente las salidas de financiación de la economía, si estas siguen produciéndose a la velocidad observada recientemente. Por tanto, esa financiación del Eurosistema debe considerarse como un mecanismo para solventar transitoriamente una situación de elevada incertidumbre y de falta de confianza. En este sentido, la petición de ayuda financiera a la UE para la

11 Tampoco la posibilidad de generar inflación como forma de reducir el endeudamiento, dada la ausencia de soberanía monetaria.

12 En el caso de la UEM, las entidades acuden regularmente a las subastas que convoca el Eurosistema, pero lo hacen a través de su banco central nacional. Así, es el Banco de España el que presta a las entidades españolas y el que mantiene en su balance ese activo frente a las entidades.

13 Las salidas de financiación pueden también tener, en parte, un carácter endógeno, al responder al deseo de los bancos españoles de reemplazar financiación exterior por los recursos del Eurosistema, posiblemente con un coste más bajo.

14 En la medida en que esos pagos al exterior se canalicen a través de las cuentas de las entidades en el Banco de España, este ordenará a un banco central nacional de otro país del área que abone en la cuenta corriente de una entidad de crédito una determinada cantidad. Esa orden de pago no lleva consigo una transferencia material de recursos, sino que se reconoce contablemente como un pasivo del Banco de España y un activo del otro banco central. Estas operaciones, que se denominan *cuentas intrasistema*, desaparecen cuando se observa el balance consolidado del Eurosistema, pues las posiciones activas y pasivas se netean completamente. Es decir, si las operaciones de inyección de liquidez las realizara directamente el Banco Central Europeo en vez de los bancos centrales nacionales, esas cuentas intrasistema no existirían. Estos saldos intrasistema —que también se denominan «saldos TARGET», porque este es el sistema de pagos a través del que se canalizan las operaciones entre bancos centrales— son solo el reflejo de la forma de instrumentar la política monetaria en la zona del euro y no pueden limitarse *ex ante*, pues, al fin y al cabo, son la consecuencia lógica de que el euro sea la moneda en diversos países, con el mismo valor intrínseco e indistinguible [véase Merler y Pisani-Ferry (2012)].

recapitalización del sistema bancario español trata de cerrar una de esas fuentes de incertidumbre, al garantizar la solvencia de las entidades de crédito españolas incluso en el caso hipotético de que las perspectivas económicas se deterioraran significativamente¹⁵.

Conclusiones

De 2007 a 2011 se ha observado un ajuste bastante intenso del déficit exterior español, basado, en parte, en la propia debilidad de la demanda interna, pero también en el empuje exportador de las empresas españolas. Este ajuste debe continuar, pero para alcanzar un equilibrio exterior duradero es necesario compensar el elevado y persistente peso que representan dos partidas: el déficit energético y el de rentas (véase cuadro 4). Los saldos de estas dos partidas solo pueden ser corregidos gradualmente, a medida que se introduzcan medidas de mayor eficiencia energética, en el primer caso, y se logre reducir la posición financiera deudora de la economía española, en el segundo, o, al menos, puedan recortarse los costes a los que se financian las AAPP y las entidades de crédito en el exterior. Por tanto, a corto plazo la corrección del déficit debe descansar, sobre todo, en la ampliación del superávit de bienes no energéticos y de servicios.

Las perspectivas a corto plazo sobre la evolución del déficit exterior están rodeadas de incertidumbre, especialmente por la mayor debilidad que han mostrado recientemente los mercados internacionales, en particular en el área del euro. Así, en los primeros meses de 2012 se ha observado un menor dinamismo de las exportaciones, aunque, de nuevo, la debilidad de la demanda nacional se ha traducido en un menor nivel de importaciones. Esto ha permitido que la necesidad de financiación de la nación haya descendido un 16 % interanual en el período enero-abril de 2012.

Desde el punto de vista financiero, la economía española se encuentra en una situación vulnerable, pues su fuerte posición deudora neta exige voluminosas refinanciaciones, que, además, se han visto agravadas por las salidas de financiación originadas por la liquidación anticipada de valores que los no residentes mantenían frente a emisores españoles. Frente al volumen de los flujos financieros, el tamaño del déficit exterior tiene una importancia *per se* de segundo orden: por ejemplo, en el período enero-abril de 2012, las salidas netas de financiación se elevaron a 122 mm de euros, mientras que el déficit exterior en ese período ascendió a 15 mm. Pero no debe minusvalorarse la importancia de una corrección más rápida del déficit exterior: en primer lugar, porque supondría, en principio, una mayor contribución positiva de la demanda exterior al crecimiento y, en segundo lugar, por la mejora que imprimiría en la dinámica de la deuda exterior, al incidir favorablemente tanto sobre el saldo exterior como sobre el ritmo de expansión del producto¹⁶.

En resumen, los desequilibrios exteriores de la economía española son una de las claves de la crisis actual, por lo que su corrección es esencial para recuperar la confianza de los mercados financieros y mejorar las perspectivas de crecimiento. Desde el punto de vista del déficit exterior, el ajuste ha sido hasta ahora significativo, pero, posiblemente, una parte venga explicada por la debilidad de la demanda nacional, es decir, tendría un carácter eminentemente cíclico. Esto supondría que el déficit exterior podría volver a repuntar ante una incipiente recuperación de la actividad. Por ello, deben activarse todas las políticas de mejora de la competitividad necesarias para lograr que el saldo exterior obtenga rápidamente

15 Además, el programa de ayuda financiera para la recapitalización de algunas entidades de crédito españolas va a suponer un alivio transitorio de los problemas de financiación exterior, al representar una entrada de capital.

16 La posición deudora frente al exterior se mueve atendiendo a determinantes similares a los que se analizan en el caso de la dinámica de la deuda pública. Para reducir la posición deudora es necesario, por tanto, alcanzar un superávit primario (es decir, neto del saldo de rentas) o que el ritmo de crecimiento nominal supere al coste de la deuda. Movimientos en ambos sentidos reforzarían, obviamente, la corrección de esa posición.

	2007	2011	Variación
Saldo de bienes y servicios	-6,7	-0,6	6,1
Bienes energéticos (Aduanas)	-3,2	-3,8	-0,6
Resto	-3,5	3,2	6,7
Saldo de transferencias	-0,3	-0,2	0,1
Transferencias corrientes	-0,7	-0,7	0,0
Transferencias de capital	0,4	0,5	0,1
Saldo de rentas	-2,6	-2,6	0,0
Necesidad de financiación de la nación (-)	-9,6	-3,4	6,2

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Departamento de Aduanas y Banco de España.

superávit y que la recuperación de la actividad se base primordialmente en la contribución de la demanda externa¹⁷, de modo que ese superávit y la disminución de la posición deudora internacional puedan mantenerse en una fase de mayor crecimiento. Desde el punto de vista de la financiación, lo fundamental sería sanear la situación y mejorar las perspectivas de los dos agentes más endeudados en el exterior (entidades de crédito y AAPP), con el fin de que pudieran volver a obtener recursos de una forma regular en los mercados internacionales. Las dudas sobre la solvencia de algunas entidades han recibido una respuesta adecuada en la petición de ayuda financiera a la UE y en los planes de saneamiento y recapitalización que van a establecerse con carácter inmediato. También es necesario atajar la dinámica expansiva de la deuda pública mediante el cumplimiento riguroso del proceso de consolidación fiscal establecido, de modo que las finanzas públicas retomen una trayectoria de estabilidad.

13.7.2012.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2011). «Vías de corrección del déficit exterior español», *Informe Anual, 2010*, recuadro 5.2.
- (2012a). «La competitividad de la economía española», *Informe Anual, 2011*, capítulo 2.
- (2012b). «El comercio internacional de servicios en la última década», *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España, 2011*, recuadro 1.2.
- (2012c). «La evolución de los depósitos de los hogares y las sociedades no financieras», «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, abril, recuadro 5.
- CABRERO, A., y M. TIANA (2012). «El contenido importador de las ramas de actividad en España», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España.
- COMISIÓN EUROPEA (2012). «Quarterly report on the euro area», *Economic and Financial Affairs*, volumen 11, n.º 2.
- GARCÍA, C., y E. GORDO (2006). «La cuota de los productos españoles en los mercados internacionales», *Boletín Económico*, octubre, Banco de España.
- GARCÍA, C., E. GORDO, J. MARTÍNEZ-MARTÍN y P. TELLO (2009). *Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española*, Documentos Ocasionales, n.º 0905, Banco de España.
- GONZÁLEZ SANZ, M. J., y A. RODRÍGUEZ CALOCA (2010). «Las características de las empresas españolas exportadoras de servicios no turísticos», *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España.
- GONZÁLEZ SANZ, M. J., A. RODRÍGUEZ CALOCA y P. TELLO (2012). «La respuesta de las empresas exportadoras españolas a los cambios del comercio mundial (2008-2010)», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.
- LA CAIXA (2012). «El sector exterior español», *Informe mensual*, julio-agosto.
- MARTÍNEZ-MONGAY, C., y L. Á. MAZA (2009). «Competitiveness and growth in EMU: The role of the external sector in the adjustment of the Spanish economy», *Economic Papers*, n.º 355, European Economy.
- MATEA, M. LL. (2012). «Nuevo marco de vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos de la UE», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España.
- MERLER, S., y J. PISANI-FERRY (2012). *Sudden stops in the euro area*, Bruegel Policy Contribution, 2012/06.

17 En La Caixa (2012) se realiza una estimación del crecimiento que tendrían que alcanzar las exportaciones para mantener un cierto ritmo de expansión del producto sin contribución alguna de la demanda interna.

