

COLEGIO UNIVERSITARIO DE ESTUDIOS FINANCIEROS
GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

Trabajo Fin de GRADO



SECTOR EXTERIOR DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

**CUENTAS INTERNACIONALES DE LA ECONOMÍA
ESPAÑOLA Y COMPETITIVIDAD**

Autor: Álvaro García Redondo

Madrid, Abril de 2019

ÍNDICE

<u>INTRODUCCIÓN</u>	3
1. CONSIDERACIONES PREVIAS	4
2. LAS CUENTAS INTERNACIONALES DE LA ECONOMÍA	7
2.1. LA BALANZA DE PAGOS	7
2.1.1. SUB-BALANZAS QUE INTEGRAN LA BALANZA DE PAGOS	7
2.1.2. LA BALANZA DE PAGOS EN 2018	13
2.1.3. EVOLUCIÓN BALANZA DE PAGOS EN LOS ÚLTIMOS 12 AÑOS.....	19
2.2. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL	29
3. COMPETITIVIDAD ESPAÑOLA	34
4. CONCLUSIONES	37
<u>BIBLIOGRAFÍA</u>	39
ÍNDICE DE GRÁFICOS	41
ÍNDICE DE TABLAS	41
ÍNDICE DE SIGLAS	41

INTRODUCCIÓN

La Balanza de Pagos (BP) y la Posición de Inversión Internacional (PII) son dos de los termómetros más importantes para medir el estado de una economía, ya que se ponen al descubierto sus puntos fuertes y débiles. Por ello es tan valioso y fundamental su análisis.

Desde la entrada de España en la Unión Económica y Monetaria (UEM), la economía española ha tenido que hacer frente a su mayor desequilibrio económico exterior: la crisis financiera mundial de 2008, sin poder devaluar la peseta – como se venía haciendo tradicionalmente para solventar estos desequilibrios –, teniendo que recurrir, en su lugar, a considerables cambios a nivel macroeconómico.

El principal objetivo de este trabajo es analizar las cuentas internacionales de la economía española para el año 2018 y realizar una comparación con el año anterior, partiendo, únicamente, de los datos numéricos publicados por el Banco de España durante el primer trimestre del 2019. Trataremos de acercarnos lo máximo posible a las valoraciones que el Banco de España ofrezca en el informe sobre la Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional, el cual, será publicado, previsiblemente, a comienzos del mes de mayo de 2019.

Asimismo, se analizará la trayectoria de las cuentas internacionales del país desde los años previos a la crisis financiera hasta la actualidad, así como la importancia de seguir manteniendo ganancias en competitividad frente al resto del mundo para poder cubrir los excesos de endeudamiento exterior previos a la crisis, y así reducir la elevada vulnerabilidad de la economía española frente a las posibles coyunturas económicas a nivel mundial.

1. CONSIDERACIONES PREVIAS

Antes de analizar la BP, debemos saber que la propia BP está estrechamente relacionada con el Producto Interior Bruto (PIB). El PIB es el resultado de la suma del consumo (C), la inversión (I), el gasto público (G) y la diferencia entre exportaciones (X) e Importaciones (M). Se formula de la siguiente manera:

$$PIB = C + I + G + (X - M)$$

No obstante, el PIB, a su vez, es la renta, la cual se destina al consumo (C), al ahorro (S) y la recaudación de impuestos (T).

$$PIB = C + S + T$$

Por tanto, igualando las dos anteriores fórmulas y despejando el consumo (C), se obtiene la siguiente conclusión:

$$S + T = I + G + (X - M)$$

La diferencia entre el ahorro (S) la inversión (I) corresponde al sector privado, y la recaudación de impuestos (T) descontando el gasto público (G) corresponde al sector público. Por otro lado, la diferencia entre exportaciones (X) y las importaciones (M) forman el Saldo de la Balanza Comercial (SBCm) y de la Balanza de Servicios (SBS).

$$(S - I) + (T - G) = (X - M)$$

$$X - M = SBCm + SBS$$

La capacidad o necesidad de financiación del país se mide con el Saldo de Balanza Real (SBR), el cual, es la suma del Saldo de la Balanza por Cuenta Corriente (SBC) y el Saldo de la Cuenta de Capital (SBTK). El SBC, a su vez, es el resultado de la suma del Saldo de la Balanza Comercial (SBCm), más el Saldo de la Balanza de Servicios (SBS), más el Saldo de las Rentas Primarias (SBRP) y las Rentas Secundarias (SBRs).

$$Capacidad/Necesidad de Financiación de la Nación = SBR = SBC + SBTK$$

$$SBC = SBCm + SBS + SBRP + SBRs$$

Si los hogares, empresas y sector público, en su conjunto, ahorran más de lo que invierten, tendrán más capacidad de financiación (superávit). Si por el contrario, la inversión supera al ahorro, el país tendrá necesidades de financiación (déficit).

La Comisión Europea considera negativo tener un elevado déficit o superávit en la Balanza por Cuenta Corriente¹, ya que ambas situaciones generan desequilibrios en la economía de un país.

Antes de la entrada en la moneda única, el Gobierno Español recurría a la devaluación externa para solventar las situaciones de desequilibrio exterior. Se aplicaba “*La regla del 4%*”: cuando el saldo de la Balanza Real llegaba a alcanzar un déficit del 4% se devaluaba la peseta y se adoptaban medidas fiscales y monetarias contractivas. Se trataba de una medida recurrente para recuperar la competitividad de las exportaciones españolas frente al resto del mundo, a la vez que se conseguía reducir la demanda interna de importaciones. Este mecanismo se adoptó hasta en cuatro ocasiones, concretamente en los años 1967, 1977, 1982 y 1993, principalmente, debido a la inestabilidad en los precios del petróleo. (Fariñas & Díaz Mora, 2017)

En 1999, España pasó a formar parte de la Unión Económica y Monetaria (UEM) y, por tanto, las decisiones sobre el tipo de cambio ya no se aprobarían en Consejo de Ministros del Gobierno español, sino en el Consejo de Asuntos Económicos y Financieros de la Unión Europea y en el Banco Central Europeo. No obstante, el continuo crecimiento observado la economía española desde 1994 se intensificó tras la entrada de España UEM. El acceso a la financiación creció exponencialmente, y los costes de la misma, cada vez eran más reducidos. Este hecho, se tradujo en un mayor consumo, y por tanto, un mayor endeudamiento de las familias y empresas españolas, centralizado en el sector de la construcción. (Fariñas & Díaz Mora, 2017)

De esta manera, la economía española se financió con déficits ininterrumpidos en la Balanza por Cuenta Corriente, superiores al 4%, llegando a sus máximos históricos en los años 2007 y 2008, con un déficit del 9,64% y del 9,25% del PIB, respectivamente.

¹ La Cuenta de Capital, tradicionalmente ha presentado superávits, debido a las transferencias de capital recibidas por la UE, independientemente del ciclo económico. Es precisamente el Saldo de la Balanza por Cuenta Corriente cual puede presentar un déficit o un superávit conforme cambia el ciclo de la economía.

España presentaba un gran desequilibrio por exceso de inversión: se ahorraba al mismo nivel que los países de la OCDE pero se invertía a niveles de un país emergente en vías de desarrollo. Este exceso de inversión se centró en el sector de la construcción.

La situación actual es muy distinta. España ha pasado de tener un déficit en la Balanza por Cuenta Corriente a tener un superávit continuo desde el año 2013 hasta la actualidad. Para este caso particular, la economía española ha debido hacer frente a un gran desequilibrio económico, como es el de una grave crisis financiera a nivel mundial, sin poder devaluar la moneda y teniendo que recurrir, en su lugar, a la devaluación interna, la cual, consiste en la reducción de los costes laborales unitarios mediante el aumento de la productividad y, a la vez, la disminución de los salarios.

2. LAS CUENTAS INTERNACIONALES DE LA ECONOMÍA

Las cuentas internacionales son imprescindibles para entender los vínculos económicos existentes entre los agentes residentes un país con el resto del mundo. En este sentido, la BP, muestra las operaciones entre residentes y no residentes a lo largo del ciclo económico. La PII refleja la tenencia de activos de carácter inversionista por parte de residentes y no residentes, siguiendo un mismo orden esquemático que la BP. Es importante señalar que la BP y la PII están rigurosamente relacionadas y vinculadas. (Banco de España, Enero 2018)

2.1. LA BALANZA DE PAGOS

2.1.1. SUB-BALANZAS QUE INTEGRAN LA BALANZA DE PAGOS

La BP está organizada en tres principales cuentas: la Cuenta Corriente, la Cuenta de Capital y la Cuenta Financiera.

I. La Cuenta Corriente

La Cuenta Corriente mide los flujos de bienes, servicios, rentas primarias y rentas secundarias. Esta cuenta se contabiliza mediante la comparación de ingresos y pagos. Un saldo positivo (negativo) refleja una salida (entrada) de capitales.

- La Balanza Comercial

La principal característica de Balanza Comercial es la transmisión de la propiedad de los bienes, es decir, podemos encontrarnos ante compras de bienes que no entran en el territorio nacional, pero por el mero hecho de haber sido adquiridos por un residente en España, se consideran como importaciones. Un ejemplo de ello son las operaciones triangulares. De modo opuesto, no se incluyen en esta rúbrica aquellos bienes que, entrando en el territorio nacional, no pasan a estar en manos de residentes nacionales. Por ejemplo, el mero transporte de mercancías por carretera desde Portugal hasta Francia. (Banco de España, Enero 2018)

- **La Balanza de Servicios**

La Balanza de Servicios, a su vez, se divide en dos rúbricas:

- (I) los servicios turísticos, en los cuales, se registran todos los gastos incurridos cuando los residentes viajan a otro país, siempre que no lleguen a permanecer fuera del territorio nacional más de un año²,
- (II) y los servicios no turísticos recogen todas aquellas operaciones de servicios no relacionadas con el turismo, entre las que destacan los servicios de reparación, el transporte de mercancías, servicios de construcción llevados a cabo desde el país de origen, servicios de intermediación financiera, cesiones de uso, servicios del Gobierno en el extranjero (por ejemplo, servicios militares o misiones diplomáticas), entre otros. (Banco de España, Enero 2018)

- **La Renta Primaria**

La Renta Primaria se divide en tres rúbricas:

- (I) las rentas del trabajo, donde se contabiliza como ingreso la retribución de residentes por trabajos realizados en el extranjero, y como pago, la retribución de los no residentes en el territorio nacional,
- (II) las rentas de la inversión, que incluyen las rentas obtenidas por los movimientos de capital realizados en las rúbricas de la Cuenta Financiera
- (III) y por último, la otra renta primaria, en la cual, se registra como ingreso, principalmente, las ayudas del Fondo Europeo Agrícola de Garantía. En los pagos, se incluyen, entre otros, las aportaciones al Fondo Único de Resolución (FUR) por parte de las entidades de crédito españolas. (Banco de España, Enero 2018)

- **La Renta Secundaria**

La Renta Secundaria comprende todas aquellas transferencias que se pueden considerar habituales entre residentes y no residentes. No obstante, no se incluirán

² Salvo por motivos médicos o de estudios. En dichos casos, se seguirán considerando no residentes del país visitado.

aquellas entregas de dinero que tengan una contrapartida, y que por tanto, supongan un cambio en la propiedad de cualquier activo. Dichas transferencias habituales, a su vez, se dividen en dos rúbricas: las transferencias personales y las otras transferencias corrientes. (Banco de España, Enero 2018)

- (I) Las transferencias personales se encuentran representadas, prácticamente en su totalidad, por las remesas de trabajadores: son aquellas transferencias realizadas por migrantes a sus países de origen. Se registra como ingreso las remesas que llegan a España desde el extranjero, y como pagos, el dinero que envían los migrantes residentes en España a sus familias. Tradicionalmente, el saldo de esta rúbrica ha sido negativo, es decir, la población residente ha enviado más dinero al extranjero del que se ha recibido. (Banco de España, Enero 2018)
- (II) La rúbrica de otras transferencias corrientes recoge las operaciones relativas a la recaudación tributaria sobre las rentas del trabajo y del patrimonio. También se incluyen en esta rúbrica las prestaciones sociales procedentes del extranjero (ingresos) o aquellas prestaciones que reciban los no residentes por haber cotizado en España (pagos). Por otra parte, las compensaciones económicas otorgadas por entidades aseguradoras. Adicionalmente se incluyen los pagos entre las autoridades de distintos países, así como pagos a organizaciones internacionales, como por ejemplo, las aportaciones al Fondo Social Europeo (FSE) y al Fondo Europeo de Desarrollo (FED). Por último, se agrupan en esta rúbrica otras transmisiones de renta, como por ejemplo, desembolsos obligatorios o recargos impuestos por tribunales, entre otros. (Banco de España, Enero 2018)

II. La Cuenta de Capital

La Cuenta de Capital mide, en el lado de los ingresos, todos los pagos realizados en España por parte organismos extranjeros, y en el ámbito de los pagos, las inversiones españolas en el exterior. Esta cuenta está organizada en dos rúbricas:

- (I) las transferencias de capital, que incluyen, en el caso de España, las ayudas monetarias procedentes de la Unión Europea, como por ejemplo, el Fondo

Europeo de Desarrollo Regional (FEDER) y del Fondo Europeo Agrícola de Desarrollo Regional (FEADER), y

- (II) las transferencias por la adquisición de activos necesarios para realizar una actividad económica, pero que en sí, no están producidos, como por ejemplo, un contrato de una patente. (Banco de España, Enero 2018)

III. La Cuenta Financiera

La Cuenta Financiera mide los flujos y movimientos de capital realizados a través de instrumentos financieros. Es importante señalar que, en esta cuenta, no se utilizarán los términos “ingresos” y “pagos”, para indicar la entrada o salida de capitales en España, respectivamente. En su lugar, nos referiremos a la Variación Neta de Activos y la Variación Neta de Pasivos.

- Variación Neta de Activos (VNA): es la variación de los movimientos de capital de las inversiones extranjeras en manos de inversores residentes.
- Variación Neta de Pasivos (VNP): es la variación de los flujos de capital de los no residentes sobre sus inversiones en España. Muestra el incremento o disminución de los pasivos emitidos al exterior.

La Cuenta Financiera se divide en dos grandes bloques, diferenciados por la presencia del Banco de España en su contabilización. De esta manera, el primer bloque, en el cual se excluye al Banco de España, incorpora las siguientes rúbricas:

- (I) La inversión directa: incluye operaciones que afectan a la participación en sociedades, concretada mediante la compraventa de títulos, aportaciones de capital u otra cualquier forma de materialización. Los beneficios no distribuidos y que, en su caso, sean reinvertidos, también se incluirán dentro de esta rúbrica. Adicionalmente, se englobarán bajo la inversión directa todas aquellas operaciones de financiación entre un grupo mercantil, en las cuales, no haya terceros agentes financieros involucrados. (Banco de España, Enero 2018) La estabilidad política y financiera de un país se puede medir por medio de la inversión directa, es decir, es un buen instrumento para evaluar la confianza del extranjero en un país y medir su calidad institucional, por ejemplo, con las posibles obstáculos burocráticos que puedan existir.

- (II) La inversión de cartera: abarca la compraventa de bonos del Tesoro (títulos de deuda pública), bonos emitidos por entidades privadas (títulos de deuda privada) o de títulos de instrumentos de ahorro, por ejemplo, las participaciones en fondos de inversión. Las transferencias se valoran al precio efectivamente desembolsado, no incluyéndose en ningún caso los gastos ocasionados con arreglo a la operación. (Banco de España, Enero 2018) Su principal diferencia con la inversión directa es que es mucho más volátil e inestable, pero no deja de ser importante y significativa en la BP.
- (III) La otra inversión: contabiliza, fundamentalmente, los depósitos y préstamos que reciben y/o otorgan los bancos y empresas con el extranjero. (Banco de España, Enero 2018) En este caso, no se incluyen los hogares, ya que no es común que a las familias se les otorguen créditos procedentes del extranjero.
- (IV) Los derivados financieros: incluye los *warrants*, los *swaps* o las permutas sobre cualquier índice económico o activo. Tienen poco peso en la BP. (Banco de España, Enero 2018)

El segundo bloque es el propio Banco de España, en el cual se contabilizan:

- (I) Las reservas: el propio Banco de España mantiene ciertos niveles de liquidez para gestionar operaciones propias contabilizadas en divisas distintas al euro. (Banco de España, Enero 2018)
- (II) Los activos frente al Eurosistema: se contabilizan a través del sistema TARGET. Con la entrada al euro, el Banco Central Europeo (BCE) pasó a custodiar las divisas de los Bancos Centrales de los países de la UEM. Por tanto, la posición del Banco de España frente al Eurosistema es la posición de las divisas del Banco de España en el BCE. Ante situaciones en las que el euro se aprecia frente a otras divisas, puede ser el propio BCE el que adquiera las divisas extranjeras que oferte el Banco de España, para así evitar que la moneda común se siga apreciando. De este modo, la posición neta del Banco de España frente al Eurosistema aumentaría y se registraría un ingreso en la BP española.

- (III) Los otros activos netos: recogen aquellos movimientos de capital del Banco de España que no se recogen dentro de las dos anteriores rúbricas, por ejemplo, las aportaciones de capital al BCE. (Banco de España, Enero 2018)

2.1.2. LA BALANZA DE PAGOS EN 2018

Tabla N°1 – Balanza de Pagos de España (2017-2018)

	ACUMULADO ENERO-DICIEMBRE						Millones €
	2017			2018			
	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	
1. BALANZA REAL (I+II)	474.338	450.144	24.196	494.732	477.091	17.642	
(I) CUENTA CORRIENTE	470.868	449.357	21.512	487.146	475.887	11.260	
Balanza Comercial	277.965	299.808	- 21.843	286.474	317.832	- 31.357	
Servicios	122.861	67.391	55.470	127.688	72.805	54.885	
Servicios Turísticos	60.293	19.729	40.564	62.481	22.039	40.443	
Servicios No Turísticos	62.568	47.661	14.906	65.207	50.766	14.442	
Rentas Primarias	54.198	55.406	- 1.208	55.525	55.811	- 286	
Rentas de la Inversión	45.767	52.474	- 6.707	47.156	52.775	- 5.619	
Rentas del Trabajo	2.663	319	2.344	2.841	381	2.460	
Otra Renta Primaria	5.769	2.613	3.156	5.709	2.654	3.055	
Rentas Secundarias	15.844	26.752	- 10.908	17.459	29.439	- 11.981	
AAPP	3.807	9.904	- 6.097	4.436	12.121	- 7.685	
Resto Sectores	12.037	16.848	- 4.811	13.022	17.318	- 4.296	
(II) CUENTA DE CAPITAL	3.470	787	2.684	7.586	1.204	6.381	
Unión Europea	2.350	-	2.350	5.702	-	5.702	
Resto Sectores	1.120	787	333	1.884	1.204	680	
	2017			2018			
	VNP	VNA	Saldo	VNP	VNA	Saldo	
2. BALANZA FINANCIERA (III-IV)	69.373	90.909	21.536	84.730	107.069	22.339	
(III) EXCLUIDO B. DE ESPAÑA	69.373	122.973	53.600	84.730	121.919	37.189	
Inversión Directa	6.682	23.583	16.901	37.551	27.410	- 10.141	
OSR	7.847	18.178	10.331	33.960	21.036	- 12.924	
OIFM	- 1.164	5.405	6.569	3.591	6.374	2.783	
Inversión de Cartera	60.403	78.599	18.196	47.607	49.143	1.536	
AAPP	29.450	81	- 29.369	41.039	698	- 40.341	
OSR	- 3.743	71.489	75.232	1.460	34.235	32.775	
OIFM	34.695	7.029	- 27.666	5.108	14.210	9.102	
Otra Inversión	2.288	23.019	20.730	- 428	44.467	44.895	
AAPP	- 4.744	487	5.231	- 9.096	1.042	10.138	
OSR	4.213	6.820	2.607	24.512	8.665	- 15.847	
OIFM	2.819	15.712	12.893	- 15.844	34.760	50.604	
Derivados financieros	-	- 2.228	- 2.228	-	899	899	
(IV) BANCO DE ESPAÑA (*)	-	32.064	- 32.064	-	14.850	- 14.850	
Reservas		3.533	3.533		2.136	2.136	
Activos frente Eurosistema		- 31.266	- 31.266		- 9.487	- 9.487	
Otros activos netos		- 4.331	- 4.331		- 7.499	- 7.499	
SALDO ECONÓMICO BP	543.711	573.117	- 29.406	579.462	599.010	- 19.548	
	2017			2018			
SALDO CONTABLE BP (1+2)	543.711	541.053		579.462	584.160		
± ERRORES Y OMISIONES (**)	- 2.658			4.698			
SALDO CONTABLE CORREGIDO	541.053	541.053		584.160	584.160		

(*) Un signo positivo (negativo) recoge una disminución (aumento) de los pasivos exteriores del Banco de España.

(**) Un signo positivo significa que se infravaloran los ingresos y/o sobrevaloran los pagos, lo que equivale a decir, en la cuenta financiera, que se infravaloran los pasivos y/o sobrevaloran los activos. Un signo negativo indica lo contrario.

Fuente: elaboración propia con datos del Banco de España

En 2018, la economía española ha registrado, un año más, una capacidad de financiación del 1,46% del PIB – resultado un saldo acreedor de 17.642 millones de euros de la Balanza Real –. El PIB de la nación sigue creciendo a la vez que se mantienen superávits frente al resto del mundo, si bien, la capacidad de financiación ha disminuido ligeramente con respecto a la registrada en 2017 – un 2,07% del PIB –. España tiene una alta PII deudora neta y necesita seguir manteniendo superávits de manera continuada para reducir el elevado nivel de endeudamiento exterior. Según el Boletín Económico 4/18 (Banco de España, 2018, p.22), “la reducción de la capacidad de financiación observada a lo largo de 2018 se debe a la confluencia de factores de naturaleza muy diversa, que incluyen la apreciación del euro, el aumento del precio del petróleo, la ralentización de los flujos comerciales mundiales y una cierta recuperación del grado de penetración de las importaciones en la demanda final”. La ralentización del comercio mundial ha sido ocasionada por el aumento de las políticas proteccionistas, así como por la dureza de las decisiones que se puedan acordar sobre el Brexit. La disminución de la capacidad de financiación se ha manifestado, principalmente, en la balanza de bienes y servicios. Por su parte, la cuenta de capital, así como las rentas primarias y secundarias, no han tenido notables cambios.

- **La Balanza Comercial**

La balanza de bienes ha presentado, nuevamente, un saldo negativo del 2,61% del PIB, significativamente mayor que el saldo registrado en 2017 – un 1,87% del PIB –, debido al aumento del déficit energético, al mismo tiempo que se ha reducido el superávit de bienes no energéticos, lo cual, a diferencia del año anterior, no se ha visto compensado por el superávit turístico, ya que este también ha sufrido una leve disminución en 2018. El Boletín Económico 4/18 (Banco de España, 2018, p.20) señala que “la factura energética se ha incrementado en 0,2 pp del PIB desde comienzos de 2018 (y en 0,5 pp desde finales de 2016), como consecuencia del aumento del precio del petróleo [...] siendo más marcado el deterioro del saldo comercial frente a economías de fuera de la zona euro que frente a las economías de la UEM, dado que las compras de crudo proceden principalmente de fuera de la zona del euro”. También señala que la reducción del superávit no energético, se ha debido a “las pérdidas de competitividad inducidas por la apreciación del euro desde principios de 2015 y [...] la

ralentización mostrada por los mercados de exportación españoles desde comienzos de 2017”.

Tal y como indica el Boletín Económico 2/2018 (Banco de España, 2018, p.49), las exportaciones destinadas a mercados extracomunitarios, como por ejemplo, América Latina o Japón – los cuales, fueron muy significativos en 2017 – han perdido alcance en 2018, mientras que las exportaciones comunitarias, como por ejemplo, las destinadas a Francia o Alemania, al compartir la misma moneda, se han mantenido constantes, incluso se han intensificado en ciertos meses del año.

Por su parte, las importaciones se han centrado en bienes no energéticos y productos de consumo duraderos no alimenticios – fundamentalmente el sector del automóvil –. No obstante, según el Boletín Económico 4/18 (Banco de España, 2018, p.48), las matriculaciones de automóviles se redujeron drásticamente en septiembre de 2018 debido a la entrada en vigor de la normativa WLTP de reducción de gases contaminantes, obligando a la homologación de los motores fabricados. Por otro lado, el Boletín Económico 4/18 (Banco de España, 2018, p. 20) indica que “el proceso de sustitución de algunos factores productivos importados por insumos nacionales observado en los últimos años podría haber revertido parcialmente a partir de 2017. [...] En cualquier caso, el contenido importador de las exportaciones y del conjunto de la demanda final sigue siendo significativamente menor que el observado en el período anterior a la crisis”. Al mismo tiempo, el aumento del consumo nacional y la ralentización de las ganancias de competitividad han provocado que el tejido empresarial español haya experimentado una menor necesidad por encontrar nuevos destinos exportadores. (Almunia, Antràs, López-Rodríguez & Morales, 2018)

- **La Balanza de Servicios**

El superávit por servicios turísticos ha experimentado una leve reducción con respecto al año anterior, pasando de un 3,47% del PIB en 2017 a un 3,34% del PIB en 2018. Aunque la llegada de turistas se moderó durante el último trimestre de 2017, posiblemente debido a la situación política en Cataluña, el turismo recuperó fuerza durante los primeros meses de 2018. En los meses restantes, salvo en julio – debido a

causas aisladas³ –, el número de turistas llegados, así como su gasto medio, aumentó sólidamente. La reducción del superávit turístico se debe a que la inestabilidad geopolítica nacida entre 2010 y 2011 en países turísticos competidores del área mediterránea – como por ejemplo Egipto o Túnez – se ha recuperado, haciendo que muchos de los potenciales turistas de España se hayan podido decantar por estos destinos. Además, la apreciación del euro respecto a las monedas de estos países ha supuesto una mayor desventaja.

Por su parte, el superávit de servicios no turísticos ha experimentado una pequeña reducción, también ocasionado por la apreciación del euro, pasando de un 1,27% del PIB en 2017 a un 1,19% en 2018. Los ingresos han superado a los pagos en las actividades de transformación de bienes, transporte, construcción, servicios financieros, I+D, consultoría y telecomunicaciones, informática e información. En cambio, los pagos han sido mayores en el ámbito de los seguros y pensiones, así como en la propiedad intelectual. (Banco de España, Boletín Estadístico núm. 17.4a) Por zonas geográficas, los ingresos se han repartido en un 64% en el continente europeo – del cual, un 83% en la UE –, seguido de un 22% en América, un 10% en Asia y un 4% en África. Por su parte, los pagos se han destinado en un 73% a Europa – del cual, un 91% dentro de la UE –, un 14% en el continente americano, un 10% en Asia y, por último, un 3% en África. (Banco de España, Boletín Estadístico núm. 17.4b)

- **La Balanza de Rentas Primarias y Secundarias**

El déficit la renta primaria, se ha reducido de un 0,1% del PIB en 2017 a un 0,02% en 2018, materializado en una reducción de 922 millones, debido, en gran parte, a un aumento de los ingresos procedentes de las rentas de inversión. Las rentas del trabajo y la otra renta primaria no han experimentado cambios significativos.

Por el contrario, el déficit de la renta secundaria ha aumentado de un 0,93% del PIB en 2017 a un 0,99% en 2018, motivado por un mayor aumento de los pagos de las AAPP a la UE. En cuanto a las remesas de los trabajadores, dado que aún no se disponen de datos para 2018, cabe esperar, en base a las cifras de 2017, que el total

³ El Boletín Económico 3/2018 (Banco de España, 2018, p.50) señala que “la inusual ola de calor del continente europeo, la celebración del mundial de fútbol en Rusia o las huelgas en el transporte aéreo, podrían haber tenido una cierta influencia negativa en los registros turísticos de julio”.

de remesas enviadas al extranjero por residentes en España oscile entre los 7.300 y 8.000 millones de euros, y que el destino de los países siga liderado por Colombia y Ecuador. (Banco de España, Boletín Estadístico núm. 17.6a)

- **La Cuenta de Capital**

La Cuenta de Capital, al igual que los últimos 12 años, ha seguido manteniendo un superávit, en este caso, del 0,53% del PIB para el año 2018. El saldo positivo se ha incrementado en 3.697 millones de euros con respecto a 2017, motivado en su mayor parte por un aumento de las transferencias de capital recibidas desde la UE, concretamente, según el Boletín Económico 2/2018 (Banco de España, 2018, p.51), gracias a los ingresos procedentes del fondo FEDER.

- **La Cuenta Financiera**

La Cuenta Financiera, excluido el Banco de España, ha mostrado un saldo acreedor de 37.190 millones de euros (3,07% del PIB). Los activos extranjeros en manos de inversores residentes, valorados en 121.919 millones de euros (10,09% del PIB) han vuelto a superar, por cuarto año consecutivo, a los pasivos nacionales en manos de agentes extranjeros, cuantificados en 84.731 millones (7,01% del PIB). Sin embargo, en 2018, el total de pasivos emitidos al extranjero ha aumentado considerablemente con respecto al 2017, mientras que la cantidad de activos apenas han variado. Con todo ello, el saldo de la Cuenta Financiera, aunque sigue siendo acreedor, se ha disminuido en 16.410 millones (1,35% del PIB) con respecto al año anterior. En otras palabras, aunque los activos extranjeros en manos de inversores nacionales sigan superando a los pasivos emitidos, el ritmo del crecimiento de los pasivos ha sido mayor que el de los activos. La aportación de las rúbricas al saldo positivo de la Cuenta Financiera ha variado significativamente con respecto al 2017.

- **La Inversión Directa**

La inversión directa, que en 2017 había presentado un saldo acreedor de 16.901 millones de euros (1,44% del PIB de 2017), se ha revertido en 2018, dando lugar a un saldo deudor de 10.141 millones (0,84% del PIB). Esto se debe, principalmente, a que los pasivos emitidos por los Otros Sectores Residentes (OSR) y las Otras Instituciones Financieras Monetarias (OIFM) han aumentado en 26.113 millones (2,16% del PIB) y 4.755 millones (0,39% del PIB), respectivamente, mientras que los activos captados por

estos agentes han aumentado a un ritmo mucho menor, concretamente en 2.858 millones (0,24% del PIB) y 969 millones (0,08% del PIB), respectivamente.

- La Inversión de Cartera

La inversión de cartera también ha experimentado notables cambios. El déficit de las AAPP ha aumentado hasta situarse en 40.341 millones de euros (3,34% del PIB), debido a que los pasivos emitidos han superado en 11.589 millones (0,96% del PIB) a los del año anterior. Por otro lado, los OSR han reducido notablemente su cartera de activos extranjeros, pasando de ostentar 71.489 millones de euros (6,13% del PIB) en 2017 a tener 34.235 millones (2,83% del PIB) en 2018. De modo antagónico, las OIFM han aumentado su tenencia de activos en 7.181 millones de euros (0,59% del PIB) respecto al año anterior, mientras que sus pasivos se han reducido en 29.587 millones (2,45% del PIB). En resumen, la reducción de los pasivos por parte de las OIFM no ha sido suficiente para contrarrestar la disminución – a más de la mitad – de los activos en manos de los OSR ni el aumento de los pasivos emitidos por las AAPP. Con todo ello, el saldo acreedor de la inversión de cartera se ha reducido de 18.196 millones de euros (1,56% del PIB) en 2017 a 1.537 millones (0,13% del PIB) en 2018.

- La Otra Inversión

El saldo acreedor de la otra inversión ha variado positivamente, de 20.730 millones de euros (1,77% del PIB) en 2017 a 44.895 millones (3,72% del PIB) en 2018. La financiación crediticia extranjera concedida a las AAPP – la cual, ya presentaba una VNP negativa en 2017 – se ha reducido en 4.352 millones de euros (0,36% del PIB) a lo largo del 2018. De modo análogo, los créditos otorgados a las OIFM han disminuido en 18.663 millones de euros (1,54% del PIB), mientras que sus préstamos al extranjero han aumentado en 19.048 millones (1,58% del PIB). Los OSR han presentado un saldo deudor de 15.847 millones de euros (1,31% del PIB), debido a que su endeudamiento con el exterior se incrementó en 20.299 millones (1,68% del PIB) con respecto al año anterior, mientras que los préstamos concedidos al extranjero sólo aumentaron en 1.845 millones (0,15% del PIB).

- Los Derivados Financieros

Por su parte, los derivados financieros, aunque tienen poco peso sobre la Cuenta Financiera, han experimentado una notable mejora en sus resultados, pasando de un

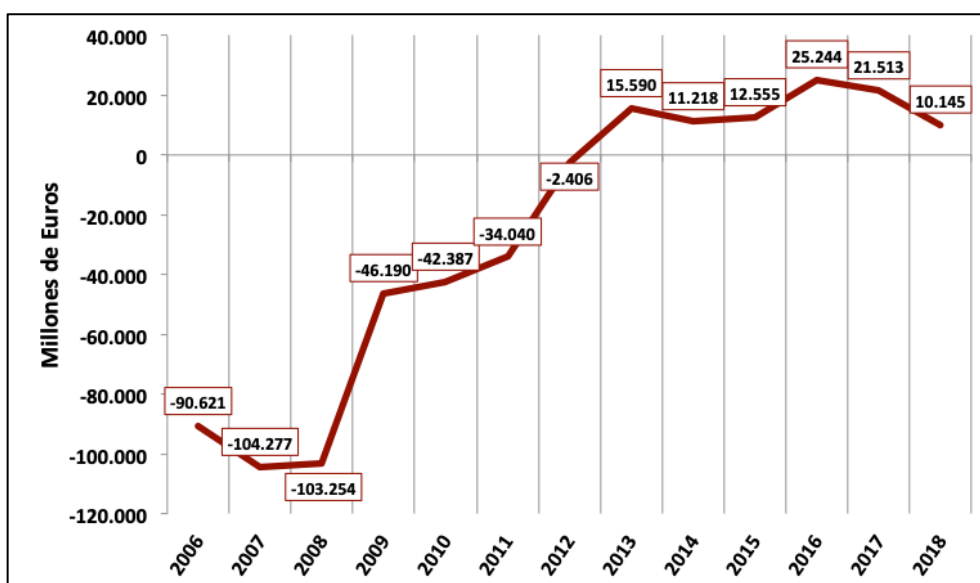
saldo deudor de 2.228 millones de euros (0,19% del PIB) en 2017 a un saldo acreedor de 899 millones (0,07% del PIB) en 2018.

- **El Banco de España**

La variación de la posición neta exterior del Banco de España, un año más, ha registrado un saldo negativo en de 14.850 millones de euros (1,23% del PIB), si bien continúa reduciéndose. En 2018, su posición deudora se ha reducido a más de la mitad con respecto al año anterior (en 2017 alcanzó un 2,79% del PIB), motivado por la continuación de la disminución de las adquisiciones de activos – la rúbrica de activos frente al Eurosistema se ha reducido de un 2,68% del PIB en 2017 a un 0,81% del PIB en 2018 –.

2.1.3. EVOLUCIÓN DE LA BALANZA DE PAGOS EN LOS ÚLTIMOS 12 AÑOS

Gráfico N°1 – Saldo de la Balanza por Cuenta Corriente (2006-2018)



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de España

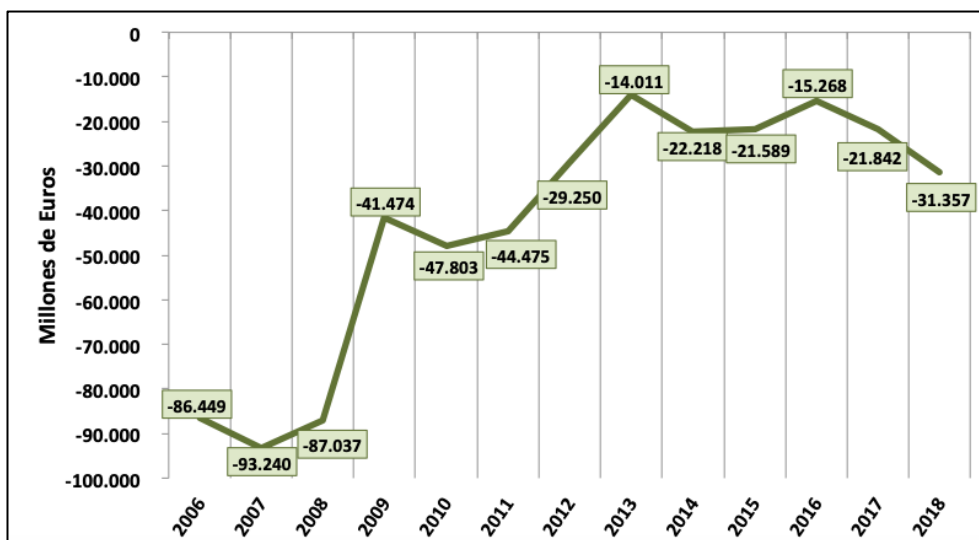
Durante los años previos a la crisis financiera, la balanza por Cuenta Corriente mostró déficits continuados, llegando a alcanzar, un déficit del 9,64% del PIB en 2007 y del 9,25% del PIB en 2008. A partir entonces, el saldo de la cuenta corriente comienza a corregirse hasta observarse, en 2013, un superávit del 1,52% del PIB, el cual, se ha ido manteniendo hasta la actualidad. Es de especial importancia señalar que, antes de la entrada de España en la UEM, la recuperación económica de la nación

ante una crisis económica no era compatible con el sostenimiento de saldos positivos con el resto del mundo. Sin embargo, tras la reciente crisis financiera, la economía española ha logrado compatibilizar un crecimiento del PIB con un saldo positivo en la cuenta corriente.

- **La Balanza Comercial**

El saldo de la balanza comercial tradicionalmente ha sido negativo, debido, principalmente, a la dependencia energética del país. Si bien es cierto que la compra de bienes de consumo no energéticos se desplomó durante los primeros años de la crisis, a la vez que, las exportaciones se fueron recuperando, la balanza comercial no ha dejado de presentar un saldo negativo. No obstante, la eficiencia energética lograda por la nación durante los años previos a la crisis, así como la estabilidad de los precios del petróleo durante los años de recuperación económica, han ayudado a la reducción del déficit de la balanza comercial. (Banco de España, 2016)

Gráfico N°2 – Saldo de la Balanza Comercial (2006-2018)

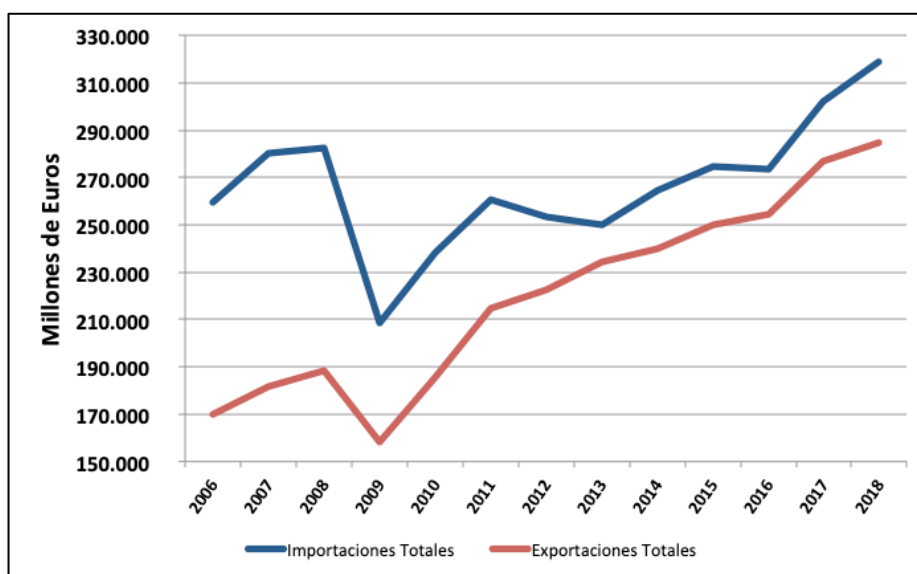


Fuente: elaboración propia con datos del Banco de España

La fuerte contracción de la demanda nacional y el esfuerzo de las empresas españolas por persistir económicamente durante la etapa de recesión ha hecho que el tejido empresarial español se haya visto obligado a buscar mercados alternativos fuera

de las fronteras nacionales. Ello ha provocado que el número de compañías exportadoras no haya dejado de crecer desde 2009, haciéndose notar, en mayor proporción, en las PYMEs – aunque el peso de éstas sobre el total de exportaciones sea escaso, debido al predominio de grandes empresas exportadoras –. (Banco de España, 2016)

Gráfico N°3 – Exportaciones e Importaciones españolas (2006-2018)



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de España

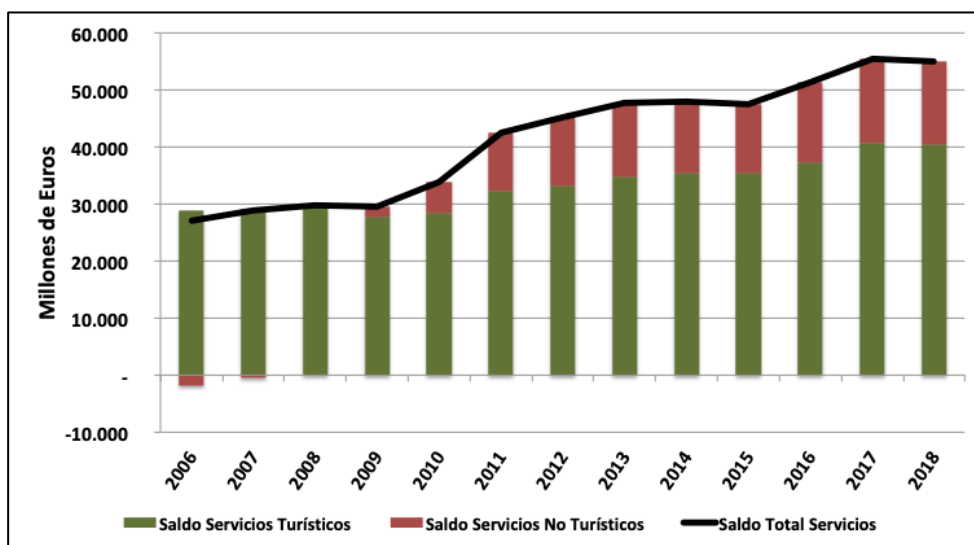
La caída del consumo interno es la principal razón por la cual el número de importaciones cayó de los 282.251 mil millones de euros (25,29% del PIB) en 2008 hasta los 208.437 mil millones (19,32% del PIB) en 2009. La demanda de productos energéticos se ha mantenido acorde con la evolución cíclica de precios energéticos, mientras que las compras de productos no energéticos han sido lo que ha explicado, en gran parte, la caída de las compras extranjeras. Dicha reducción se explica por la fuerte contracción del consumo causado por la disminución de la renta y la rápida tendencia al ahorro, quizás, por la preocupación de las familias por el aumento del desempleo. Los ajustes fiscales realizados durante la etapa de recesión no fueron suficientes para incentivar el crecimiento de las importaciones a corto plazo, sin embargo, sí que se ha logrado a largo plazo. Tanto en 2017 como en 2018, las importaciones se sitúan por encima de los niveles pre-crisis.

No obstante, la reducción del ritmo de las importaciones no fue tan drástico durante la recesión, debido a que muchas de las exportaciones españolas requieren factores productivos importados para su producción – un ejemplo de ello es la producción de automóviles. Durante la crisis se ha observado una tendencia sustitución de factores productivos importados por factores productivos nacionales, la cual, en 2018 parece mitigarse. Sin embargo, este cambio, realizado en gran medida por la pequeña empresa, no ha sido tan visible a efectos macroeconómicos, ya que el mayor peso de las exportaciones recae sobre grandes empresas españolas que todavía requieren de la importación de factores productivos. (Banco de España, 2016)

- **La Balanza de Servicios**

El continuo crecimiento del superávit de la balanza de servicios ha sido el factor clave para generar superávits en la BP. La llegada de turistas se vio favorecida por la inestabilidad geopolítica en países del área mediterránea – un ejemplo de ello son las revoluciones de Túnez y Egipto entre 2010 y 2011 –, atrayendo sus potenciales turistas a España durante los años más austeros de la recesión y contribuyendo al crecimiento del superávit de servicios turísticos, de un 2,63% del PIB en 2010 a un 3,35% en 2018.

Gráfico N°4 – Saldo de la Balanza de Servicios (2006-2018)



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de España

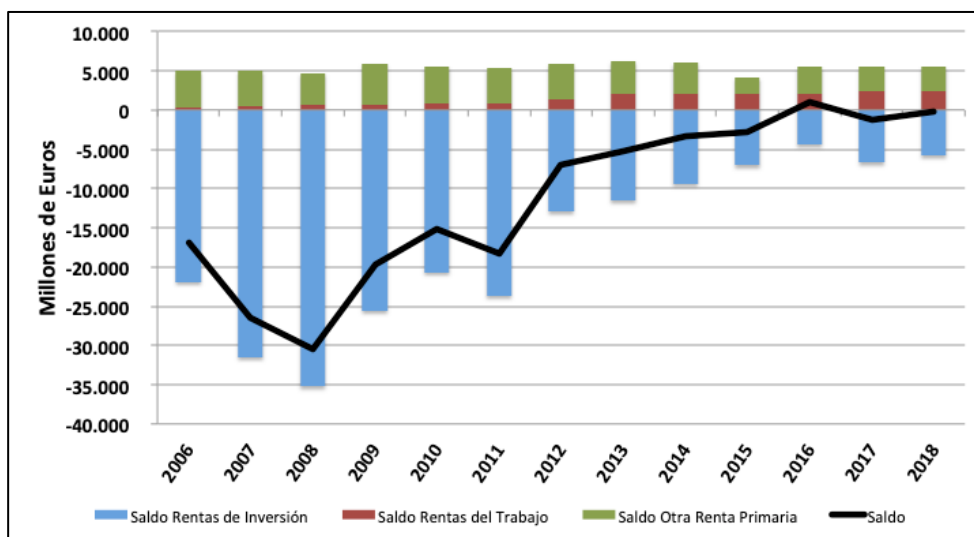
Sin embargo, como ya se ha comentado en el análisis de la BP del 2018, la recuperación de la estabilidad en estos destinos ha generado un leve descenso del superávit turístico en 2018 con respecto al año anterior. Este acontecimiento supone un gran reto para el sector turístico español.

Por su parte, el saldo de los servicios no turísticos ha ido creciendo de forma constante, partiendo de un déficit de un 0,18% del PIB de 2006 a un superávit del 1,19% del PIB de 2018.

- **Las Rentas Primarias y Secundarias**

Aunque las rentas primarias y secundarias no tengan un papel tan significativo dentro de la cuenta corriente, es importante destacar la evolución de sus saldos. Si bien han presentado déficits durante los últimos 12 años, estos se han reducido de un 3% del PIB en 2006 – pasando por aumento de déficit hasta el 4,1% en 2008 – a un 1,6% del PIB en 2018. En todo caso, el déficit de las rentas de inversión tiende a mejorar durante etapas de recesión económica. (Banco de España, 2016)

Gráfico N°5 – Saldo de la Renta Primaria (2006-2018)

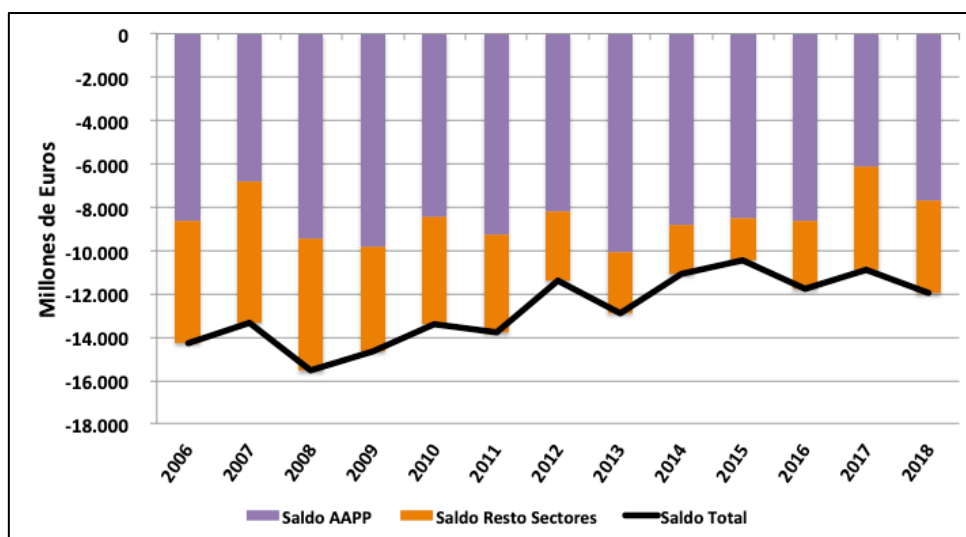


Fuente: elaboración propia con datos del Banco de España

No obstante, desde 2015, se han apreciado correcciones que han favorecido la reducción del déficit de esta rúbrica, como por ejemplo, la fuerte reducción de la financiación en el sector privado, así como la depreciación del euro y los tipos de

interés reducidos. (Banco de España, 2016). Estas mejoras se han hecho notar en la renta primaria. Como se observa en el gráfico Nº5, el saldo de las rentas de inversión, que tradicionalmente ha sido negativo, se ha ido reduciendo desde el estallido de la crisis financiera, aunque, los pagos siguen superando a los ingresos por unos 6.000 millones de euros aproximadamente. Sin embargo, desde 2016 se está observando una tendencia a que el saldo negativo de la renta primaria se revierta, o al menos, sea muy reducido. Esto se debe, principalmente a la enorme caída del déficit de la renta de inversión, acompañado de un tradicional saldo positivo de las rentas del trabajo y de la otra renta primaria, que cada vez presentan una mayor capacidad de compensar el saldo negativo de la renta de inversión.

Gráfico Nº6 – Saldo de la Renta Secundaria (2006-2018)



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de España

La renta secundaria también ha presentado un saldo negativo durante los últimos 12 años, principalmente, debido a que las AAPP han realizado más pagos que ingresos. Aproximadamente el 90% del total de los pagos realizados por las AAPP son con destino a la UE. Por su parte, el resto de sectores también ha presentado mayores pagos que ingresos, aunque la diferencia entre ambos, salvo en años puntuales – como por ejemplo de 2006 a 2008, así como en 2017 – no ha sido muy grande.

- **Sucesos cíclicos y sucesos permanentes**

Además de las rúbricas de la cuenta corriente, existen otros sucesos que han explicado la mejora del saldo de la cuenta corriente, los cuales, pueden tener un componente más cíclico o más perpetuo. Entre los sucesos cíclicos, podemos destacar el propio componente cíclico de la economía española: en períodos de recesión, aumenta el ahorro y disminuye el consumo, provocando que descendan las importaciones y se potencien las exportaciones. Por tanto, en etapas de crecimiento se prevé que aumente el consumo a costa de disminuciones del nivel de ahorro, lo cual ha ocurrido en 2017 y 2018. Del mismo modo, aunque los precios del petróleo no se puedan pronosticar, la reducción de la factura energética ha sido un suceso cíclico determinante en la mejora del saldo de la cuenta corriente. Por otro lado, entre los sucesos permanentes, podemos destacar, en primer lugar, las medias fiscales que el Gobierno español ha acometido en cumplimiento de las exigencias de reducción del déficit público acordadas por la Unión Europea. En segundo lugar, el aumento de la competitividad española, debido al proceso de devaluación interna⁴ tras la crisis financiera. (Banco de España, 2016)

- **La Cuenta de Capital**

La cuenta de capital no ha adquirido tanto protagonismo como la cuenta corriente o la cuenta financiera. El nivel de transferencias se capital se ha mantenido constante, con superávits continuos durante los últimos 12 años, que oscilan entre el 0,23% y el 0,65% del PIB.

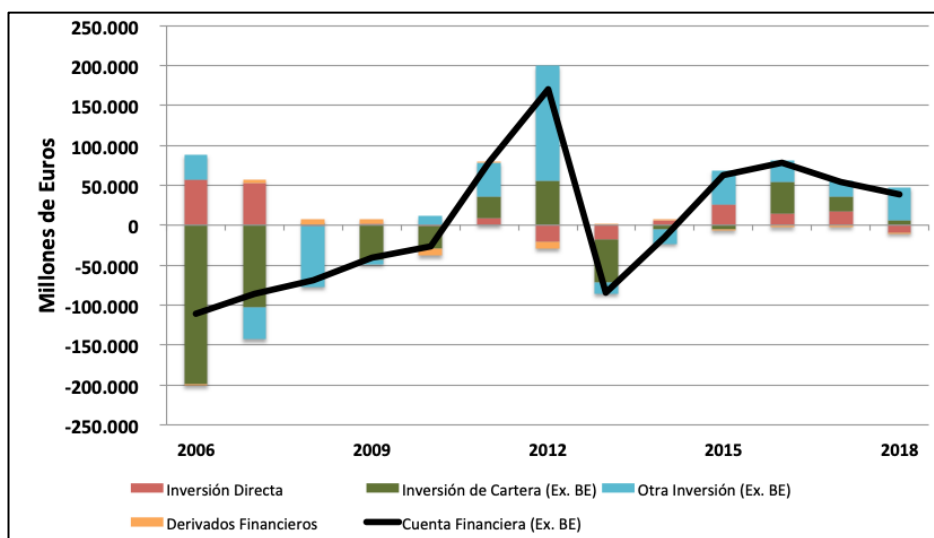
- **La Cuenta Financiera**

Por su parte, el saldo de la cuenta financiera siguió una trayectoria negativa durante los años previos a la crisis, con déficits continuados – por ejemplo, llegando a un déficit del 11% del PIB en 2006. Este saldo negativo estaba explicado por la inversión en cartera: la inversión extranjera en España (VNP) era mayor que la

⁴ La devaluación interna consiste en la reducción de los costes laborales unitarios para así lograr un aumento de la competitividad del país frente al resto del mundo, la cual, se puede lograr vía aumento de la productividad o vía reducción de salarios.

inversión española en el resto del mundo (VNA), debido al fuerte endeudamiento de los hogares y las empresas del país. Una vez entrada la crisis, la inversión y la financiación del sector privado se reducen cuantiosamente⁵, provocando que la situación se revierta – la VNA comienza a superar a la VNP –, dando como resultado, un superávit en la cuenta financiera que llegó a alcanzar, aproximadamente, un 17% del PIB en 2012. No obstante, entre 2010 y 2012, todavía la UEM todavía seguía viviendo un clima de gran incertidumbre económica.

Gráfico N°7 – Saldo de la Cuenta Financiera, excluido Banco de España (2006-2018)



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de España

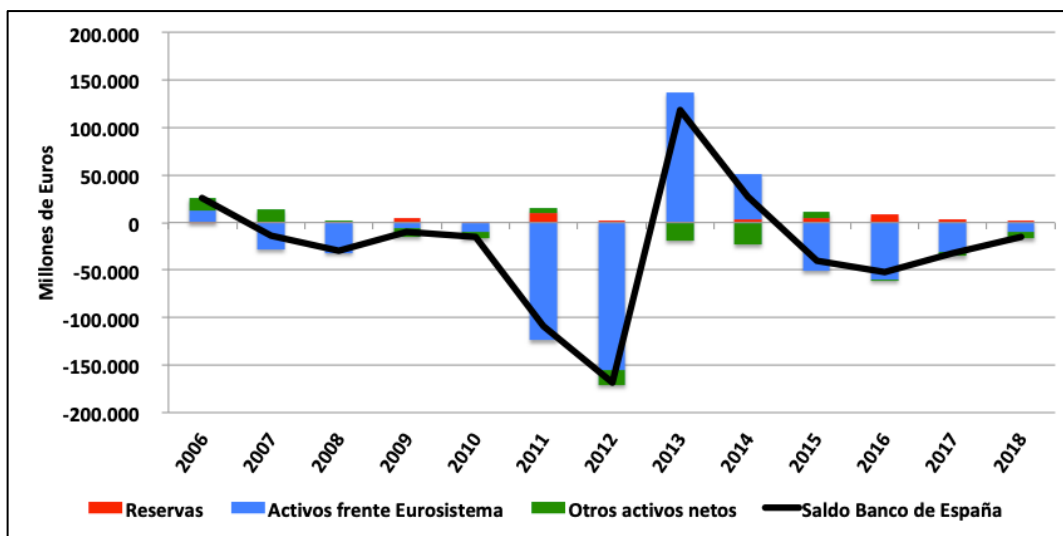
Así, a mediados de 2012, se produjo una salida masiva de capitales extranjeros de la nación que provocó el saldo negativo de la cuenta financiera en 2013. Ante esta situación, tras la famosa frase del actual presidente del Banco Central Europeo – Mario Draghi – “*El BCE hará lo que sea necesario para preservar el euro*”, el propio BCE anunció exhaustivas medidas monetarias para favorecer la liquidez en la zona euro, las cuales, a pesar de haber vuelto a ocasionar una salida de capitales en España, no estuvieron influenciadas por un clima de desconfianza en el país, sino por la estimulación del movimiento de capitales entre los países de la UEM. Por otro lado,

⁵ Como se puede observar en el gráfico N°7, el saldo deudor de la inversión de cartera pasó de casi 200.000 millones de euros en 2006 a 960 millones en 2008, el cual, apenas se llega a apreciar en el gráfico.

cabe mencionar el continuo aumento del gasto público ocasionado por las consecuencias de la recesión económica, que ha provocado un fuerte aumento del endeudamiento de las AAPP, cuyas emisiones de deuda se han venido concentrando, principalmente, en la inversión de cartera de agentes no residentes. (Banco de España, 2016)

A partir de 2015, la cuenta financiera vuelve a retomar niveles de superávit, los cuales se mantienen hasta la actualidad, si bien con una tendencia decreciente. Las rúbricas de esta cuenta tienen una posición completamente distinta a la de hace 12 años, hemos pasado de una posición deudora de aproximadamente un 10% del PIB en 2006, a tener una capacidad de financiación de alrededor de un 3,8% del PIB, principalmente debido a la reducción de los niveles de deuda privada de la economía española frente al resto del mundo.

Gráfico N°8 – Saldo del Banco de España (2006-2018)



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de España

Por su parte, la evolución del saldo del Banco de España ha estado muy condicionada a las salidas o entradas de capital y a la capacidad o necesidad de la financiación a lo largo de los últimos años. Tal y como se puede observar en el gráfico N°8, en 2011 se produjeron salidas de capitales hacia el exterior, las cuales, unido a las necesidades de financiación que presentaba la economía española en aquel año,

fueron cubiertos con una disminución de los activos del Banco de España frente al Eurosistema, por un importe de más de 100 mm de euros. Asimismo, en 2012 se empeoró la situación, traducida en unas mayores necesidades de financiación de la economía, las cuales volvieron a ser cubiertas por una nueva disminución de los activos frente al Eurosistema por aproximadamente 170 mm de euros.

Sin embargo, en 2013 y 2014, gracias a la mejora de las condiciones de acceso y los costes de la financiación, unido a una posición acreedora de la economía española frente al resto del mundo, supuso una reducción de las peticiones de financiación de las entidades crediticias españolas al Eurosistema, y con ello, la posición acreedora del Banco de España frente al resto del mundo.

Desde 2015 hasta la actualidad el Banco de España ha vuelto a presentar saldos deudores si bien se han ido reduciendo hasta presentar en 2018 un saldo deudor de 14.850 millones de euros. Es interesante destacar, por ejemplo, que el saldo deudor de los activos frente al Eurosistema se han reducido en 21.779 millones de euros – de 31.266 millones en 2017 a 9.487 millones en 2018 – lo cual, es una buena señal.

2.2. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL

La Posición de Inversión Internacional (PII) de la economía española pasó de tener un saldo negativo de 974 mil millones de euros – un 83,51% del PIB – en el cuarto trimestre de 2017 a reducirse a 931 mil millones de euros – un 77,14% del PIB – en el mismo período de 2018.

Tabla N°2 – PII Neta (Comparativa cuarto trimestre de 2017 y 2018)

CUARTO TRIMESTRE									Miles de millones de euros
2017					2018				Δ%PIB
PIB = 1.166.319 MME					PIB = 1.206.878 MME				
Activos	Pasivos	Posición Neta	%PIB		Activos	Pasivos	Posición Neta	%PIB	
CUENTA FINANCIERA (Excl. Banco de España)									
Inversión Directa	641	692	- 52	4,46%	646	730	- 84	6,96%	-2,50%
Inversión de Cartera	546	1.109	- 564	48,36%	561	1.080	- 519	43,00%	5,35%
Otra Inversión	350	501	- 151	12,95%	397	502	- 105	8,70%	4,25%
Derivados Financieros	-	-	- 6	0,51%			- 8	0,66%	-0,15%
1. PII (Excl. Banco de España)			- 773	66,28%			- 716	59,33%	6,95%
Activos	Pasivos	Posición Neta	%PIB		Activos	Pasivos	Posición Neta	%PIB	Δ%PIB
BANCO DE ESPAÑA									
Reservas		58	4,97%				62	5,14%	-0,16%
Activos frente EUROSISTEMA		- 256	21,95%				- 266	22,04%	-0,09%
Otros Activos Netos		- 3	0,26%				- 11	0,91%	-0,65%
2. PII Banco de España			- 201	17,23%			- 215	17,81%	-0,58%
PII España (1+2)			- 974	83,51%			- 931	77,14%	6,37%

Fuente: elaboración propia con datos del Banco de España

En el cuarto trimestre de 2018, el saldo negativo de la PII, excluyendo al Banco de España, se situó en 716 mm de euros (59,33% del PIB), mientras que en el cuarto trimestre de 2017 se situaba en 773 mm (66,28% del PIB de 2017). La reducción de este saldo negativo fue debido a una mejora de la posición deudora de la inversión de cartera y de la otra inversión, llegando a contrarrestar el leve empeoramiento de las rúbricas de la inversión directa y los derivados financieros.

El saldo negativo de la inversión directa empeoró de los 52 mm de euros en el cuarto trimestre de 2017 – un 4,46% del PIB – a los 84 mm en el mismo período de 2018 – un 6,96% del PIB –, es decir, la variación de los pasivos en manos de no

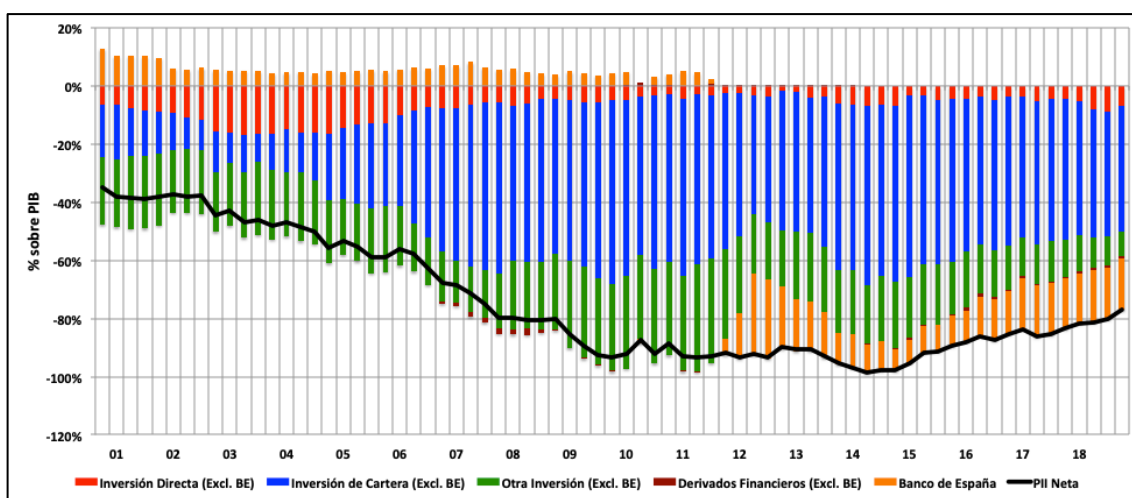
residentes superó a la de los activos en manos de extranjeros en 84 mm de euros durante el cuarto trimestre de 2018.

Por otro lado, la posición deudora neta de la inversión de cartera se redujo – y por tanto, mejoró – en un 5,35% del PIB, con respecto al cuarto trimestre del 2017, debido a que los títulos de deuda públicos y privados, así como las participaciones en fondos de inversión, captados por agentes residentes aumentaron en 15 mm de euros, mientras que los pasivos emitidos al extranjero se redujeron en 29 mm de euros.

La posición neta de la otra inversión también mejoró en un 4,25% del PIB con respecto al cuarto trimestre del 2018. En este caso, ha ocurrido lo mismo que con la inversión de cartera. Los activos extranjeros en manos de residentes han aumentado en 47 mm de euros en comparación con el cuarto trimestre del año anterior, mientras que los pasivos captados por no residentes sólo aumentaron en 1 mm de euros.

En último lugar, el saldo negativo del Banco de España empeoró de 201 mm de euros en el cuarto trimestre de 2017 – un 17,23% del PIB – a 215 mm en el mismo trimestre de 2018 – un 17,81% del PIB –, debido a que la mejora de la posición deudora de las reservas – 4 mm de euros – no fue suficiente para contrarrestar el aumento del saldo negativo de los activos frente al Eurosistema – 10 mm de euros – y de los otros activos netos – 8 mm de euros –.

Gráfico N°9 – PII Neta y sus rúbricas desde los últimos 18 años



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de España

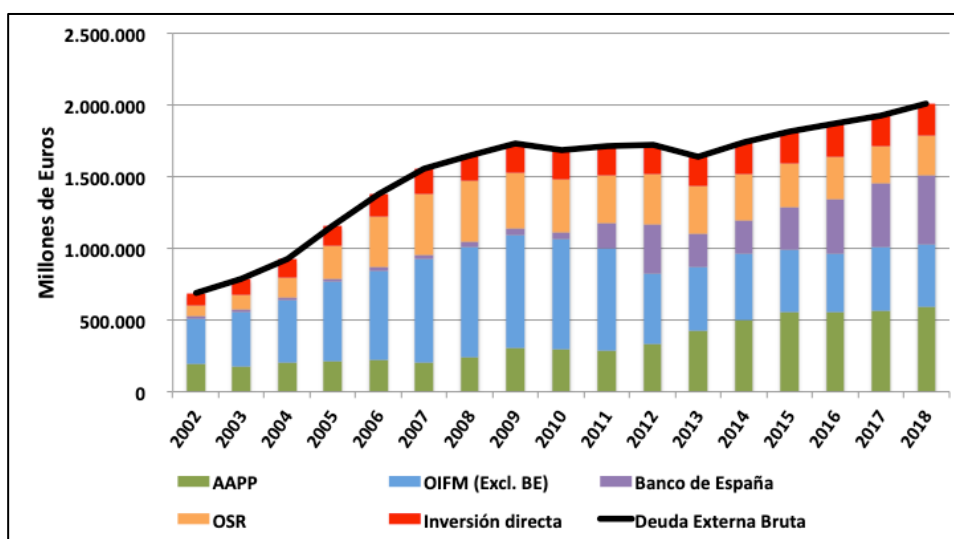
A pesar de que la economía española presenta una capacidad de financiación debido a los superávits por cuenta corriente generados de forma continuada desde 2012, estos todavía no son suficientes para cubrir todo el nivel de endeudamiento que el país lleva acumulando desde la etapa de expansión económica previa a la crisis. Tal y como se puede observar en el gráfico N°9, la PII deudora neta siguió aumentando a partir de 2012, alcanzando un máximo del 98,77% del PIB en el segundo cuatrimestre de 2014. A partir de entonces, dicha PII deudora neta se ha reducido hasta un 77,14% del PIB en el cuarto trimestre de 2018, aunque sin embargo, sigue siendo muy elevada.

El hecho de que la economía española presente una capacidad de financiación no es el único determinante de la PII, sino que también hay otros factores que la condicionan, como por ejemplo, el ritmo del PIB, la evolución de los tipos de interés o la propia cantidad de pasivos emitidos al exterior. Esto hace que la economía española, y por tanto, la PII, se vean fácilmente afectados por la variación de estos factores. Sin embargo, la recuperación de la confianza del exterior en la economía española a partir de 2012 ha permitido a la nación aumentar los pasivos emitidos, si bien los emitidos por el sector privado cada vez son menores, a costa de el incremento de las emisiones de deuda de las AAPP – véase en el gráfico N°9 cómo la posición deudora de la inversión de cartera no ha dejado de crecer desde 2006 –. No obstante, el elevado nivel de endeudamiento exterior hace a la economía española muy vulnerable con respecto a posibles contingencias que puedan ocurrir en los mercados internacionales. Por ello, es de gran necesidad que el país siga manteniendo superávits por cuenta corriente de forma continuada durante los próximos años, así como un crecimiento del PIB, para así lograr reducir la vulnerabilidad de la economía española que supone tener un elevado nivel de PII deudora neta. No obstante, gran parte de la PII deudora neta no llegará a reducirse si las AAPP no se plantean un saneamiento de sus cuentas. (Banco de España, 2016) De cara al futuro, las AAPP deberán acometer importantes reformas estructurales en materia de financiación pública, ya que será insostenible que sigan financiándose con un mayor endeudamiento exterior.

Del mismo modo, se puede observar en el gráfico N°10 que la deuda externa bruta de la economía no ha dejado de aumentar desde los años anteriores a la crisis.

La deuda externa bruta es toda aquella deuda que deben las AAPP, las OIFM, los OSR, así como el Banco de España, ya sea materializado en títulos de deuda o en forma de créditos, préstamos o depósitos, tanto a corto como a largo plazo. En esta definición también se incluyen los pasivos emitidos para financiar la inversión directa, con inversores, empresas de inversión o empresas del mismo grupo.

Gráfico N°10 – Deuda Externa Bruta Española (2002-2018)



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de España

En 2018, la deuda externa bruta se situó en su máximo histórico desde el comienzo del siglo, llegando a alcanzar los 2.014.359 millones de euros – 167% del PIB –, frente a los 1.927.019 millones del año anterior – 166% del PIB –. Para una economía como la española con una deuda externa bruta muy alta, la competitividad exterior y las ventas exteriores son fundamentales. El origen de la deuda externa bruta está en el desfase entre la inversión y el ahorro. Durante los años de expansión económica previos a la crisis, la inversión ha superado al ahorro, y dicho exceso se ha mantenido con el endeudamiento exterior. Entre 2002 y 2011, la deuda externa bruta aumentó en más de 1 billón de euros, pasando de 689.722 a 1.716.256 millones de euros, respectivamente. Gran parte de la deuda externa bruta estaba cubierta por las OIFM – la financiación concedida a hogares y empresas –, mientras que las AAPP y el Banco de España, todavía no presentaban grandes necesidades de financiación ya que

las instituciones públicas obtenían suficiente recaudación. A partir de 2011, la deuda externa bruta de las AAPP y el Banco de España comienza a tener más peso dentro de la deuda total, mientras que la deuda de las OIFM comienza a reducirse, ya que se reduce la financiación a las familias y empresas, y estas comienzan a ahorrar.

3. COMPETITIVIDAD ESPAÑOLA

El mejor cambio estructural de la economía española tras la crisis financiera ha sido la presencia de las empresas españolas en los mercados extranjeros, y todo ello ha sido gracias a las ganancias en competitividad.

En las crisis económicas que precedieron a la crisis financiera de 2008, la moneda en curso legal en España todavía era la peseta, y la manera tradicional para mejorar el posicionamiento del país frente al resto del mundo era la depreciación del tipo de cambio – a esto se le llama devaluación externa. El Gobierno español aplicaba la famosa “relga del 4%”: cuando el saldo de la BP se acercaba a un déficit del 4%, se depreciaba la moneda para así lograr reducir el saldo deudor. (Fariñas & Díaz Mora, 2017) La depreciación de la peseta era una forma rápida de subsanar los desequilibrios de la economía de cara al comercio internacional, pero esto conducía a un aumento de la inflación, ya que, aunque la venta de bienes en el exterior se abarataba, la compra de bienes extranjeros se encarecía. Además, en muchas ocasiones, la depreciación llevaba a “dolarizar” las economías – principalmente las latinoamericanas – haciendo que los Bancos Centrales perdiesen el control sobre el tipo de cambio de sus propias divisas.

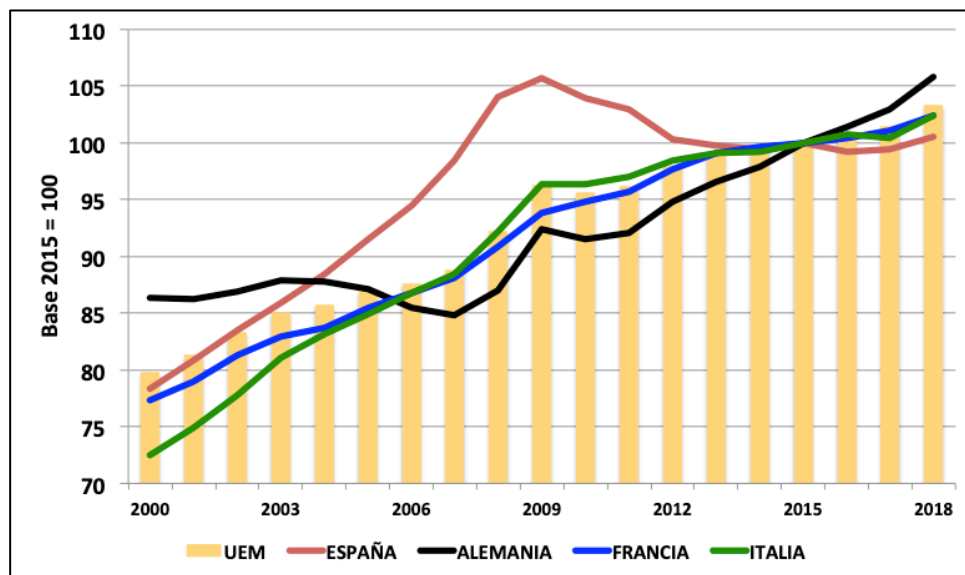
Como ya se ha expuesto anteriormente, con la entrada de España en la UEM, el Gobierno español pierde la capacidad de recurrir al tipo de cambio para ajustar los desequilibrios económicos con el resto del mundo, teniendo que recurrir, en su lugar, y por primera vez tras la crisis financiera de 2008, a la devaluación interna. La devaluación interna consiste en reducir los costes laborales unitarios por unidad producida de la nación para así lograr un aumento de la competitividad frente al resto del mundo. Esta devaluación se puede lograr de dos maneras: aumentando la productividad de las empresas o reduciendo los salarios. (Fariñas & Díaz Mora, 2017)

Históricamente, desde 1994 y hasta 2002, España mantuvo buenos márgenes de competitividad frente a otras economías. Sin embargo, desde 2002 hasta la llegada de la crisis financiera en 2008, se observó una pérdida total de la competitividad. Los costes laborales españoles se dispararon vertiginosamente, mientras que en otros países de Europa, como por ejemplo Francia o Italia, crecieron a un ritmo más

paulatino. De hecho, Alemania, que partía de una situación más desventajosa en el año 2000 con respecto a España, Francia e Italia, supo detener el crecimiento de sus costes laborales y mantenerse, incluso por debajo de estos tres países, durante la crisis financiera. Esto se puede observar en el gráfico Nº11.

La fuerza laboral se ha repartido por niveles de productividad, de tal forma que la mayoría de los despidos laborales durante la recesión económica se concentraron en los sectores menos productivos, como por ejemplo, el sector de la construcción.

Gráfico Nº11 – Costes laborales unitarios (2000-2018)



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de España

Los costes laborales unitarios se han reducido notablemente, aunque tardíamente, desde la crisis. Si las empresas españolas hubiesen reaccionado más rápidamente, probablemente se podría haber evitado una gran cantidad de despidos.

Desde 2012 hasta 2016, los costes laborales unitarios se han ido estancando. A partir de 2017 se han observado signos de que los costes laborales españoles podrían estar aumentando, lo cual ha persistido durante 2018. Si queremos que los costes laborales no alcancen los niveles de 2009, los salarios no pueden superar a la productividad. La productividad de las empresas españolas debe salir del estancamiento en el que se encontraba durante la crisis y debe ir creciendo por encima de los costes laborales unitarios. En el momento en el que la situación se

revierta, es decir, que los costes laborales se vuelvan a situar por encima de la productividad, podríamos volver a la situación de sobre costes previa a la crisis. Lo ideal es que los costes laborales vayan creciendo acorde y siempre por debajo de los niveles de productividad.

4. CONCLUSIONES

Tras realizar el análisis de la economía española en el año 2018 y estudiar su evolución desde el comienzo del siglo XXI, lo primero que podemos destacar es que, a pesar de presentar una capacidad de financiación frente al resto del mundo y tener un superávit en por cuenta corriente, el país todavía presenta un muy elevado nivel de vulnerabilidad ante las posibles contingencias que puedan ocurrir a nivel internacional.

Esta vulnerabilidad se explica en que la evolución de la economía española cada vez está más condicionada al aumento del endeudamiento exterior. Si bien, el endeudamiento privado se ha reducido tras la crisis, la deuda pública no ha dejado de crecer incluso desde los años previos a la crisis, lo cual, nos hace plantearnos la necesidad de llevar a cabo un saneamiento de las cuentas públicas para evitar que el país se sumerja “eternamente” en un continuo endeudamiento exterior.

Asimismo, los esfuerzos llevados a cabo por el Gobierno y por el conjunto del país tras la crisis financiera, a pesar de traducirse en un efecto positivo sobre las cuentas internacionales, podrían correr el riesgo de no tener un impacto tan duradero como el esperado.

Si bien, las vicisitudes acaecidas en los mercados internacionales a lo largo de 2018 no han tenido un impacto directo sobre la economía española, se deben tener en cuenta importantes retos de cara los próximos años. En primer lugar, el sector turístico debe reaccionar ante la pérdida de potencia ocasionada por el retorno de nuevos competidores. En segundo lugar, debemos seguir haciendo esfuerzos por lograr una mayor eficiencia energética para que los precios del petróleo no continúen provocando un saldo negativo de la balanza comercial. Además, el BCE debe impedir que el euro siga apreciándose frente a los países extracomunitarios, ya que esto perjudicaría el turismo y la balanza comercial.

Por otro lado, se debe acometer un profundo saneamiento de las cuentas de las AAPP, ya que el continuo crecimiento del nivel de endeudamiento es insostenible para las generaciones futuras. Asimismo, no es una mala señal que los costes laborales aumenten, pero deben ir siempre acorde con el nivel de productividad, para así seguir manteniendo ganancias en competitividad.

Por su parte, las empresas españolas no deben perder el espíritu exportador nacido tras la crisis, ya que el repunte del aumento del consumo nacional ha sido ocasionado, en gran medida, a costa de reducciones del nivel de ahorro. Cabe esperar que las familias y empresas puedan volver a ahorrar y por ello, las empresas españolas deben esforzarse por seguir atendiendo la demanda nacional e internacional.

Por último, y no menos importante, la combinación del auge del populismo político con un elevado nivel de endeudamiento, no son buenas señales para mantener la estabilidad financiera a largo plazo. La economía española sigue siendo muy vulnerable ante el sector exterior, por lo que la sensatez y la prudencia económica y política son fundamentales para no deteriorar el nivel de bienestar económico logrado tras los enormes esfuerzos realizados por las empresas y familias españolas durante los últimos años.

BIBLIOGRAFÍA

- [1] Banco de España (2018). *Informe Trimestral de la Economía Española*. Boletín Económico 1/2018. [online] Disponible en: https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/boletines/Boletin_economic/index2018.html [Fecha de consulta: 15 de marzo de 2019]
- [2] Banco de España (2018). *Informe Trimestral de la Economía Española*. Boletín Económico 2/2018. [online] Disponible en: https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/boletines/Boletin_economic/index2018.html [Fecha de consulta: 15 de marzo de 2019]
- [3] Banco de España (2018). *Informe Trimestral de la Economía Española*. Boletín Económico 3/2018. [online] Disponible en: https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/boletines/Boletin_economic/index2018.html [Fecha de consulta: 15 de marzo de 2019]
- [4] Banco de España (2018). *Informe Trimestral de la Economía Española*. Boletín Económico 4/2018. [online] Disponible en: https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/boletines/Boletin_economic/index2018.html [Fecha de consulta: 15 de marzo de 2019]
- [5] Banco de España (2016). *Capítulo 3, El proceso de reajuste de la Balanza por Cuenta Corriente. Informe Anual, 2016*. [online] Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/16/Fich/cap3.pdf> [Fecha de consulta: 22 de marzo de 2019]
- [6] Banco de España (Enero, 2018). *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España. Nota metodológica*. [online] Disponible en: https://www.bde.es/f/webbde/INF/MenuVertical/Estadisticas/OtrasEstadisticas/Sector_exterior/Nota_metodologica.pdf
- [7] Fariñas, J., & Díaz Mora, C. (2017). Capítulo 18. Balanza de pagos y equilibrio exterior. In J. García Delgado & R. Myro Sánchez, *Lecciones de economía española* (13ª ed.). Civitas.

- [8] Alves, P., López, E., Martín, C., & Roibás, I. (2018). Artículos Analíticos. La Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional de España en 2017. En *Boletín Económico* 2/2018. Banco de España.
- [9] Alonso, J. & Conesa, C. (2013). Capítulo 3. Target 2: Qué significa y qué implica. *La arquitectura institucional de la refundación del euro*. Papeles de la Fundación. Núm. 49, Fundación de Estudios Financieros. [online] Disponible en: <https://www.fef.es/publicaciones/papeles-de-la-fundacion/item/242-la-arquitectura-institucional-de-la-refundaci%C3%B3n-del-euro.html>
- [10] Almunia, M., Antràs, P., López-Rodríguez, D. & Morales, E. (2018). Documentos de Trabajo. N.º1844. Venting Out: Exports During a Domestic Slump. Banco de España. [online] Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSerias/DocumentosTrabajo/18/Files/dt1844e.pdf> [Consulta: 16 de marzo de 2019]
- [11] www.bde.es – Estadísticas – Boletín Estadístico – Series temporales del capítulo 17

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico N°1 – Saldo de la Balanza por Cuenta Corriente (2006-2018).....	pág. 19
Gráfico N°2 – Saldo de la Balanza Comercial (2006-2018).....	pág. 20
Gráfico N°3 – Exportaciones e Importaciones Españolas (2006-2018).....	pág. 21
Gráfico N°4 – Saldo de la Balanza de Servicios (2006-2018).....	pág. 22
Gráfico N°5 – Saldo de la Renta Primaria (2006-2018).....	pág. 23
Gráfico N°6 – Saldo de la Renta Secundaria (2006-2018).....	pág. 24
Gráfico N°7 – Saldo de la Cuenta Financiera excl. Banco de España (2006-2018).	pág. 26
Gráfico N°8 – Saldo del Banco de España (2006-2018).....	pág. 27
Gráfico N°9 – PII Neta y sus rúbricas desde los últimos 18 años.....	pág. 30
Gráfico N°10 – Deuda Externa Bruta Española (2006-2018).....	pág. 32
Gráfico N°11 – Costes Laborales Unitarios (2000-2018).....	pág. 35

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla N°1 – Balanza de Pagos de España (2017-2018).....	pág. 13
Tabla N°2 – PII Neta (comparativa cuarto trimestre de 2017 y 2018).....	pág. 29

ÍNDICE DE SIGLAS

AAPP	Administración Pública
BCE	Banco Central Europeo
BP	Balanza de Pagos
OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
OSR	Otros Sectores Residentes
PIB	Producto Interior Bruto
PII	Posición de Inversión Internacional
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria
VNA	Variación Neta de Activos
VNP	Variación Neta de Pasivos

