

El elevado crecimiento del PIB que la economía española ha registrado durante el actual ciclo expansivo ha sido compatible con el mantenimiento de superávits exteriores de magnitud relativamente elevada (en promedio, del 2 % del PIB, en términos de la capacidad de financiación, en el período 2013-2017), lo que constituye un rasgo diferenciador positivo de la presente fase alcista. No obstante, más recientemente, la capacidad de financiación de la economía española ha experimentado una cierta reducción, hasta situarse en septiembre de 2018 en el 1,4 % del PIB en términos acumulados de doce meses, frente al 2,1 % del conjunto de 2017 (véase gráfico 1). El análisis de los factores que subyacen a esta evolución y, en particular, de su naturaleza predominantemente transitoria o permanente es relevante, en la medida en que la economía española continúa presentando, a pesar de la corrección reciente, una elevada posición deudora neta frente al resto del mundo, cuya disminución requiere del mantenimiento de superávits externos por un período prolongado de tiempo. En el presente recuadro se analizan esos factores y, a la luz de ellos, las perspectivas de evolución futura del saldo exterior.

Desde la perspectiva de las distintas rúbricas de la cuenta del resto del mundo, la disminución reciente de la capacidad de financiación de la economía se ha concentrado en la balanza de bienes y servicios. Entre sus distintos componentes, la reducción del superávit de bienes no energéticos y servicios no turísticos, la ampliación del déficit de bienes energéticos y la caída en el superávit de servicios turísticos explican, respectivamente, en torno al 65 %, al 20 % y al 15 % del retroceso total del superávit exterior desde comienzos de 2017. En contraposición con lo observado en el caso de la balanza de bienes y servicios, el saldo de las rentas primarias y secundarias y el de la balanza de la cuenta de capital han mostrado variaciones poco significativas en este período<sup>1</sup>.

Diversos factores han contribuido a explicar el empeoramiento de los distintos saldos de la balanza de bienes y servicios en los últimos trimestres, entre los cuales desempeñan un papel relevante elementos que, en principio, son de naturaleza fundamentalmente transitoria o, en algunos casos, como el del precio del petróleo, de evolución difícilmente previsible. En concreto, por lo que respecta a la balanza energética, la factura neta 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, que pasó de 28 euros por barril en enero de 2016 a 57 en enero de 2018 y a 71 en octubre de 2018, antes de experimentar, más recientemente, un cierto descenso, hasta 56 euros en noviembre (véase gráfico 2). El papel del encarecimiento del petróleo puede ilustrarse también a través del desglose del saldo comercial en función del área geográfica de contrapartida, 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 (véase gráfico 3). No obstante, el déficit por este concepto ha tendido a mantenerse por debajo del observado en períodos pasados, en los que los niveles de precios del petróleo eran similares a los actuales, probablemente como consecuencia de la mejora de la eficiencia energética de la economía española (véase gráfico 4)<sup>2</sup>.

Por su parte, la reducción reciente del saldo de la cuenta de bienes no energéticos y servicios no turísticos ha respondido, en parte, a las pérdidas de competitividad inducidas por la apreciación del euro desde principios de 2015 (véase gráfico 2). Por el lado de las ventas, también ha incidido negativamente sobre la evolución de esta subbalanza la ralentización mostrada por los mercados de exportación españoles desde comienzos de 2017, frente a la menor desaceleración del crecimiento de los flujos comerciales globales (véase gráfico 5)<sup>3</sup>. Por último, en el caso del turismo, la desaceleración reciente obedecería, en gran parte, a la progresiva normalización de la situación geopolítica de los destinos competidores de la cuenca del Mediterráneo, tales como Turquía o el norte de África<sup>4</sup>.

En el caso concreto de los flujos de exportaciones en términos reales, un sencillo modelo econométrico que aproxima el comportamiento de esta variable a partir de sus determinantes fundamentales ayuda a cuantificar la importancia relativa que cada uno de ellos tiene a la hora de explicar la desaceleración reciente de este componente de demanda. Como puede observarse en el gráfico 6, la ralentización de la demanda externa y la pérdida de competitividad<sup>5</sup> explicarían de forma conjunta la mayor parte de la merma de vigor de las exportaciones españolas en el período transcurrido de 2018.

No obstante, otros factores, vinculados al ámbito interno y de naturaleza más persistente, han podido desempeñar también un papel relevante a la hora de explicar la moderación reciente del superávit exterior. En particular, el proceso de sustitución de algunos factores productivos importados por insumos nacionales observado en los últimos años<sup>6</sup> podría haber revertido parcialmente a partir

1 El saldo de rentas primarias incorpora, entre otros conceptos, los pagos y cobros de intereses por pasivos y activos con el resto del mundo. El de rentas secundarias incluye, entre otras rúbricas, los pagos y cobros de remesas de la migración, y el de la balanza de la cuenta de capital recoge transferencias de capital con el resto del mundo.

2 Véase el recuadro 3 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2018, Banco de España.

3 El papel que haya podido desempeñar la adaptación a la nueva normativa de emisiones para la homologación de vehículos nuevos en la Unión Europea, que entró en vigor el pasado 1 de septiembre, es más incierto, dado que, en línea con lo ocurrido en otros países de nuestro entorno, ha afectado tanto a las ventas como a las compras exteriores.

4 Véase el recuadro 6 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2018, Banco de España.

5 Para más detalles sobre la estimación de estas contribuciones, véase E. Prades y C. García (2015), «Actualización de la función de las exportaciones españolas de bienes», *Boletín Económico*, abril, Banco de España.

6 Véase el capítulo 3 del *Informe Anual, 2016*, del Banco de España. Distinguir en qué medida esta evolución se debe a que las empresas importan más insumos del extranjero en media o a que las empresas con mayor contenido importador han ganado cuota de mercado en 2017 y 2018 requiere un análisis granular a escala de empresa para el que no se dispone de datos actualizados.

de 2017 (véase gráfico 7). Esta evolución, unida al incremento continuado del peso de las exportaciones, que tienen un elevado contenido importador, en la demanda final, se habrían traducido en un repunte de la elasticidad de las importaciones a la demanda final. 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, de modo que la mejora de la balanza comercial presentaría un componente estructural (véase gráfico 8)<sup>7</sup>.

Las proyecciones más recientes del Banco de España apuntan a que, como consecuencia de los factores que acaban de ser discutidos, la capacidad de financiación de la economía podría reducirse en el conjunto de 2018 hasta el entorno del 1% del

PIB<sup>8</sup>. Para el período 2019-2021, la evolución del saldo exterior de la economía española vendría determinada, por otro lado, por los distintos supuestos sobre los cuales se condicionan las proyecciones. Estos incluyen una evolución ascendente de los tipos de interés —más pronunciada en los vencimientos a plazos más largos— en línea con las expectativas de los mercados, una senda ligeramente decreciente del precio del petróleo (determinada en los mercados de futuros), el mantenimiento del tipo de cambio en sus niveles actuales y un crecimiento de los mercados exteriores de la economía española en torno al 3,5% en promedio anual.

Por otro lado, las proyecciones anticipan que la elasticidad de las importaciones a la demanda final presente valores similares a los

7 Véase el capítulo 3 del Informe Anual, 2016, del Banco de España.

8 Véase Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2018-2021): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2018.

Gráfico 1  
CAPACIDAD (+)/NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN. SALDOS

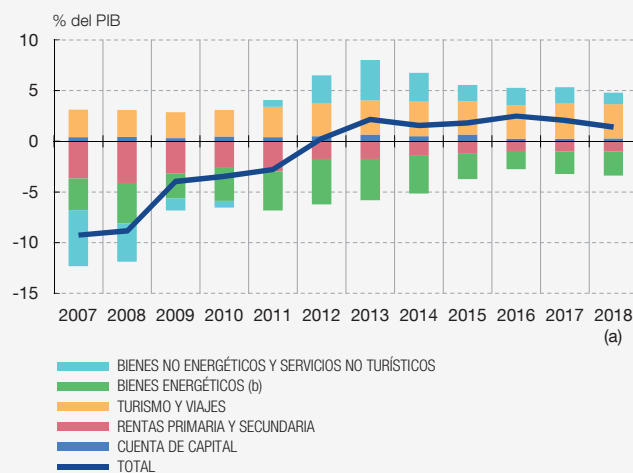


Gráfico 2  
PRECIO DEL PETRÓLEO Y TCEN

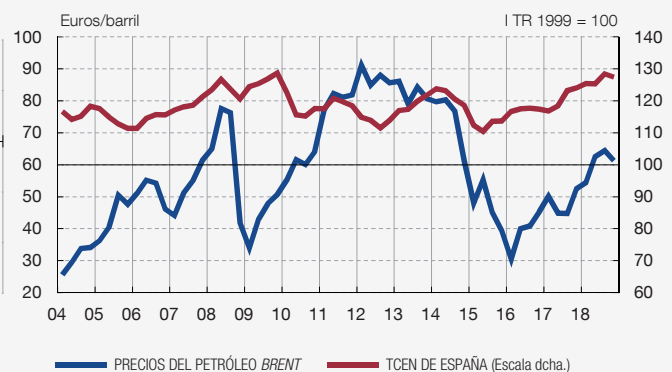


Gráfico 3  
SALDO COMERCIAL DE BIENES

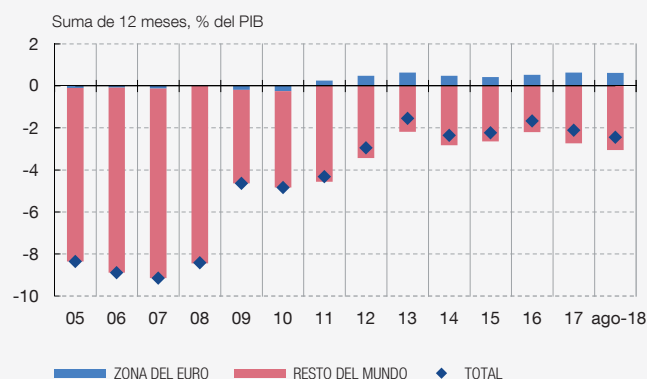
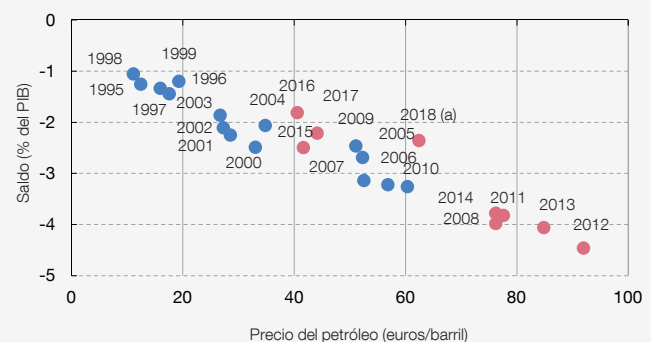


Gráfico 4  
SALDO DE BIENES ENERGÉTICOS Y PRECIO DEL PETRÓLEO



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a El dato de 2018 equivale a la suma de 12 meses hasta septiembre.

b Los saldos energético y no energético son una estimación del Banco de España a partir de los datos de Aduanas.

observados en el último bienio, a su vez algo más altos que en los primeros años de la recuperación, y que las exportaciones mantengan ganancias de cuota en los mercados exteriores, aunque inferiores a las del período 2014-2016. Este comportamiento algo menos favorable de los flujos de comercio exterior vendría explicado porque las ganancias de competitividad respecto al exterior han tendido a frenarse y porque las empresas españolas estarían experimentando una necesidad menos imperiosa de buscar nuevos mercados, en un contexto de fortaleza de la demanda interna<sup>9</sup>.

Con estos ingredientes, la capacidad de financiación de la economía española registraría una pequeña moderación adicional en el trienio

9 Véase M. Almunia, P. Antràs, D. López-Rodríguez y E. Morales (2018), *Venting out: exports during a domestic slump*, Documentos de Trabajo, n.º 1844, Banco de España.

2019-2021, de unas cuatro décimas del PIB, que se explicaría a partes iguales por una modesta reducción suplementaria del saldo de bienes y servicios y por una cierta ampliación del déficit de rentas (motivada por el encarecimiento del coste de financiación del endeudamiento exterior de la economía).

En resumen, 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. Algunos de esos factores pueden tener una incidencia transitoria, en el sentido de que, si las correspondientes variables (como el precio del petróleo o el tipo de cambio) permanecieran en torno a sus valores actuales, no cabría esperar que dieran lugar a deterioros adicionales. Sin embargo, la existencia de indicios de que en 2017 y 2018 se habría producido

Gráfico 5  
MERCADOS DE EXPORTACIÓN DE ESPAÑA Y COMERCIO MUNDIAL DE BIENES Y SERVICIOS



Gráfico 6  
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS Y SUS DETERMINANTES: CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO ANUAL

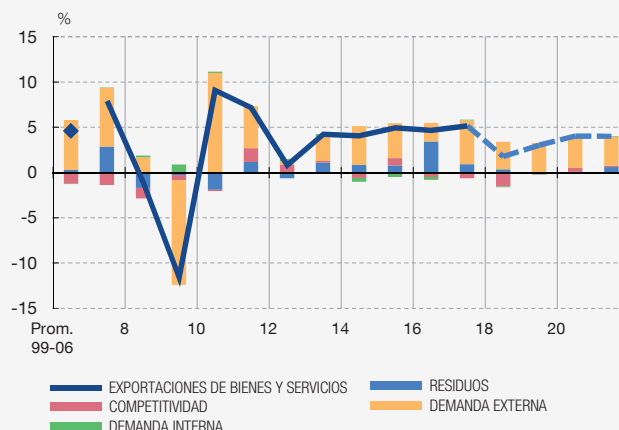


Gráfico 7  
IMPORTACIONES POR TIPO DE BIEN SOBRE COMPONENTE DEMANDA FINAL

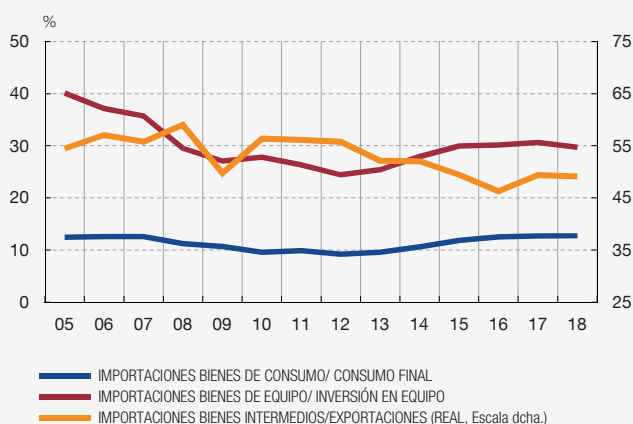
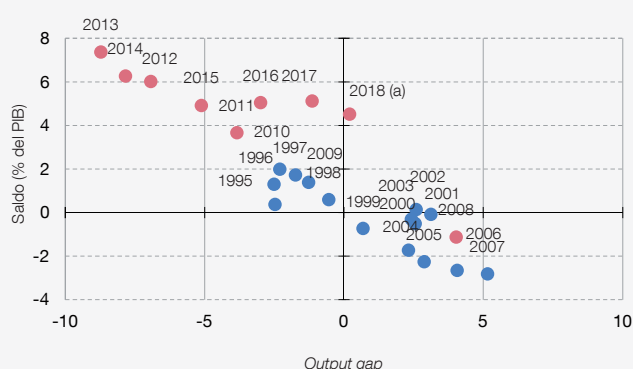


Gráfico 8  
SALDO DE BIENES NO ENERGÉTICOS Y SERVICIOS Y OUTPUT GAP



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a El dato de 2018 equivale a la suma de 12 meses hasta septiembre.

b Los saldos energético y no energético son una estimación del Banco de España a partir de los datos de Aduanas.

una cierta reversión parcial del comportamiento más (menos) expansivo con relación a sus determinantes que las exportaciones (importaciones) habían mostrado desde el inicio de la recuperación hasta 2016 constituye un posible indicio de agotamiento del proceso

de ganancia de competitividad que se ha producido desde el inicio de la recuperación, en un contexto en el que la economía española sigue necesitando mantener superávits exteriores holgados para reducir su elevado endeudamiento exterior.

---