

#### Resumen

El saldo por cuenta corriente de la economía española ha mejorado 11,6 puntos porcentuales (pp) de PIB desde el inicio de la crisis, pasando de presentar un déficit del 9,6 % del PIB a finales de 2007 a un superávit del 2 % en 2016. Si bien todas las rúbricas han contribuido de forma positiva a este ajuste, destaca la corrección del saldo neto de bienes no energéticos (5,7 pp) y de la balanza de rentas de inversión (2,5 pp). Por su parte, el saldo energético y la balanza de otros servicios han contribuido con un ajuste de 1,3 pp de PIB, cada uno. Finalmente, la balanza de servicios turísticos aumentó su superávit en 0,6 pp.

De acuerdo con el análisis desarrollado en este capítulo, aproximadamente la mitad del ajuste de la cuenta corriente puede explicarse por la evolución cíclica de la economía y la caída de los precios del petróleo. Entre el resto de factores que habrían contribuido a la corrección del saldo exterior, destacan el ajuste de las cuentas públicas, el envejecimiento de la población, las menores expectativas de crecimiento y las ganancias en competitividad experimentadas en los últimos años.

Tanto la consolidación fiscal como el envejecimiento de la población y las menores expectativas de crecimiento redundan en una debilidad persistente de la demanda interna, que, unida a la mejora de la competitividad, ha contribuido al aumento de la tasa de crecimiento estructural de las exportaciones, en un contexto en el que las empresas españolas buscan nuevos mercados fuera de España. Estos mismos factores (especialmente, las ganancias en competitividad) han contribuido también al menor dinamismo en términos estructurales de las importaciones, que se ha visto parcialmente compensado por la pujanza de las exportaciones en empresas y sectores con elevado contenido importador.

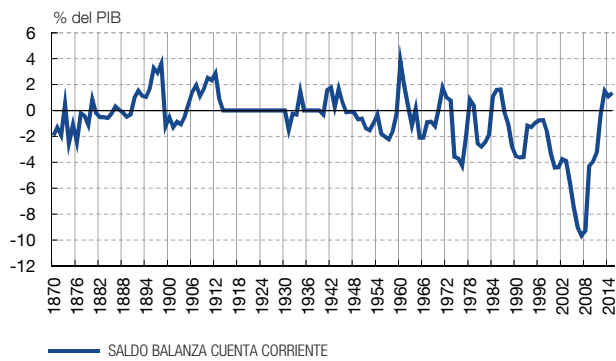
Cabe esperar que la vulnerabilidad exterior de la economía española se reduzca paulatinamente a lo largo de los próximos años. Aun así, los riesgos asociados al elevado nivel de endeudamiento exterior, que se materializan en una PII deudora neta del 85,7 % del PIB, subrayan la necesidad de mantener superávits por cuenta corriente de forma sostenida en el futuro. A ello deberían contribuir tanto el saneamiento estructural de las cuentas públicas como las reformas de los mercados de factores y de productos que favorezcan el crecimiento de la productividad y el mantenimiento y profundización en las ganancias de competitividad exterior.

#### 1 Introducción

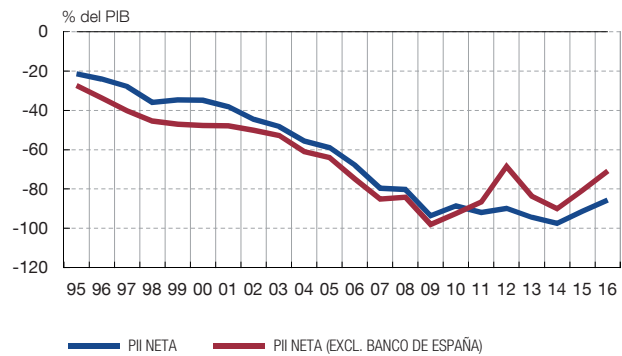
**Desde el comienzo de la crisis, la economía española ha experimentado un intenso proceso de ajuste en su balanza por cuenta corriente.** En los años que precedieron al inicio de la crisis financiera global, la economía española registró unos déficits por cuenta corriente de una magnitud sin precedentes en la serie histórica (véase gráfico 3.1). La financiación de estos déficits situó el endeudamiento de España respecto al exterior en cifras muy elevadas. Así, la posición de inversión internacional (PII) deudora neta se incrementó en 45 pp de PIB entre 2000 y 2007. Con posterioridad, la balanza por cuenta corriente ha mostrado una mejora muy notable. Concretamente, tras un deterioro de 6 pp entre 2000 y 2007, se ha producido una corrección de unos 12 pp de PIB entre 2008 y 2016.

**La atonía de la demanda nacional, la mejora de la competitividad, el mantenimiento de unas condiciones financieras laxas, el abaratamiento del petróleo y la consolidación fiscal son algunos de los factores que explican la mejora del saldo exterior.** Durante el ciclo expansivo previo al inicio de la crisis, la existencia de unas perspectivas

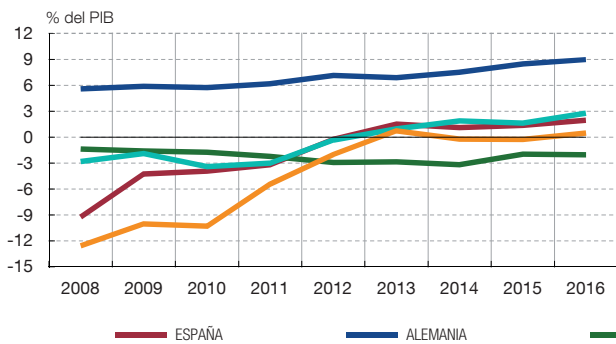
1 SALDO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (a)



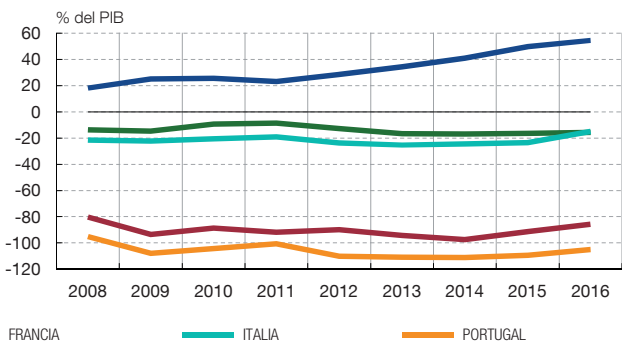
2 POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA (PII)



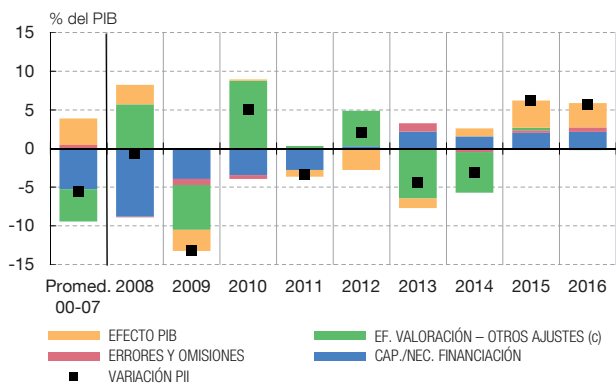
3 SALDO BALANZA POR CUENTA CORRIENTE. COMPARACIÓN INTERNACIONAL



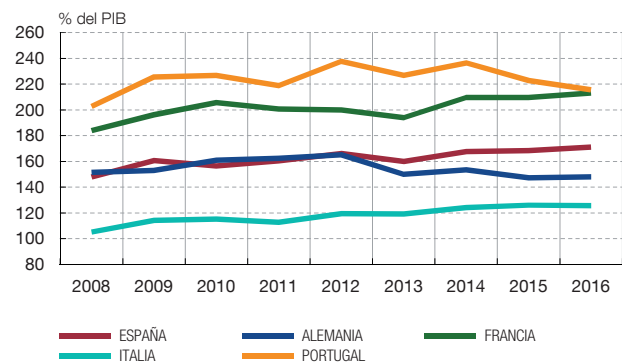
4 PII NETA. COMPARACIÓN INTERNACIONAL



5 DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DE LA PII NETA (b)



6 DEUDA EXTERNA BRUTA. COMPARACIÓN INTERNACIONAL



FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, fuentes nacionales y Datastream.

- a Los datos de la balanza por cuenta corriente para el período 1870-1995 proceden de la base de datos: Óscar Jordà, Moritz Schularick y Alan M. Taylor (2017), «Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts», en *NBER Macroeconomics Annual 2016*, vol. 31, editado por Martin Eichenbaum y Jonathan A. Parker, Chicago, University of Chicago Press.
- b Un signo positivo (negativo) implica un incremento (disminución) de la PII Neta.
- c Los efectos de valoración son las revalorizaciones por tipo de cambio y/o por precio de los instrumentos financieros, mientras que los otros ajustes son otros cambios de volumen, entre los que destacan cancelaciones contables por reconocimiento de la imposibilidad de recuperación de fondos, reclasificaciones de activos y/o pasivos y cambios de residencia de tenedores o emisores de activos financieros y pasivos.

Descargar

de crecimiento excesivamente optimistas, la acumulación de pérdidas de competitividad y la disponibilidad de abundante financiación en condiciones holgadas favorecieron, entre otros factores, el deterioro del saldo por cuenta corriente de la economía española<sup>1</sup>. A partir de 2009, las perspectivas de crecimiento y los costes laborales unitarios se corrigieron de forma abrupta, favoreciendo la mejora del saldo exterior. Con posterioridad, desde 2013, la reducción del diferencial de los tipos de interés aplicados a los agentes residentes en relación con los de los países del núcleo de la UEM permitió reforzar la competitividad de la economía española (véase el capítulo 2 del Informe Anual, 2015, del Banco de España) y reducir los pagos netos de intereses al resto del mundo, al ser España una economía deudora neta. Asimismo, tras el fuerte deterioro del déficit público registrado entre 2007 y 2009, el proceso de consolidación fiscal desarrollado ha favorecido una evolución del ahorro nacional más positiva. Finalmente, el proceso de ajuste del déficit exterior se ha visto impulsado por factores de naturaleza más transitoria, como el desplome de la actividad económica durante las fases más recesivas de la crisis y la caída del precio del petróleo, que pasó de 86 a 24 euros por barril entre enero de 2012 y enero de 2016, reduciendo notablemente la factura energética.

**A pesar de las mejoras recientes en el saldo externo, el todavía elevado nivel de endeudamiento con el exterior representa una de las principales vulnerabilidades de la economía española.** Al final de 2016, la PII deudora neta se situó en el 85,7 % del PIB, porcentaje que permanece entre los más elevados de las economías avanzadas (véase gráfico 3.1). Por su parte, la deuda externa bruta, que engloba los pasivos exigibles, alcanzó el 167,5 % del PIB. En este contexto, un eventual deterioro de las condiciones de acceso a la financiación procedente del resto del mundo podría afectar a la estabilidad macrofinanciera, a pesar de los cambios recientes que se han producido en la composición de los pasivos exigibles hacia un mayor plazo de vencimiento de estos. Mitigar este elemento de riesgo requerirá mantener superávits por cuenta corriente durante un período prolongado.

**Este capítulo analiza la corrección reciente del déficit exterior y sus factores determinantes, con el objetivo de delimitar su carácter más o menos persistente.** Disponer de una cuantificación de los distintos factores que se encuentran detrás del ajuste de la cuenta corriente permite valorar en qué medida se puede prever que la corrección reciente del saldo exterior tenga un carácter duradero y, por tanto, estimar de manera aproximada el grado de vulnerabilidad futura de la economía española de acuerdo con escenarios alternativos sobre la evolución de sus necesidades financieras externas.

## 2 Caracterización de la corrección del saldo exterior

**La necesidad o la capacidad de financiación de una nación se determina como la suma de los saldos de la balanza por cuenta corriente y la balanza de capital.** La balanza por cuenta corriente se subdivide, a su vez, en cuatro subbalanzas básicas<sup>2</sup>: bienes (exportaciones e importaciones), servicios (que incluye pagos y cobros derivados del turismo y de los otros servicios no turísticos), renta primaria (que incorpora, entre otros conceptos, los pagos y cobros de intereses por pasivos o activos, respectivamente, con el resto del mundo) y renta secundaria (que incluye, entre otras rúbricas, los pagos y cobros de remesas de la migración). Por su parte, la balanza de capital, que en términos relativos es de menor magnitud, está condicionada básicamente por las transferencias de capital

1 Véanse J. M. Campa y Á. Gavilán (2011), «Current accounts in the euro area: An intertemporal approach», *Journal of International Money and Finance*, 30, pp. 205-228, y K. Adam, P. Kuang y A. Marcet, (2012), «House Price Booms and the Current Account», en *NBER Macroeconomics Annual*, University of Chicago Press, vol. 26, pp. 77-122.

2 Véase la monografía *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España, 2014*, del Banco de España.

procedentes y con destino en la UE. A continuación se describe la evolución de las anteriores rúbricas desde el año 2000, con especial atención en el período posterior a 2008. Dado que toda transacción real recogida en la balanza de pagos dispone de una contrapartida financiera, en la subsección 2.2 se analiza la cuenta financiera.

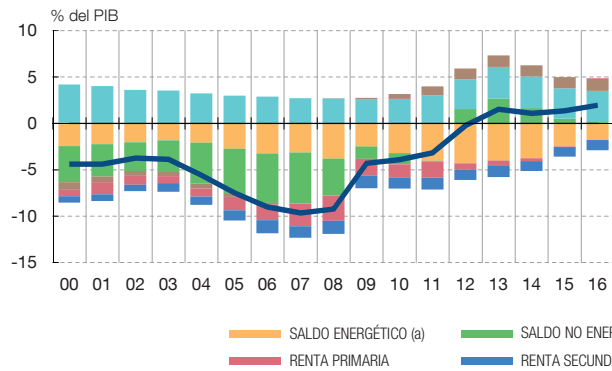
**La economía española experimentó un deterioro del saldo por cuenta corriente de 6 pp de PIB entre 2000 y 2008, por el empeoramiento de todas sus rúbricas, en especial de las compras netas de bienes no energéticos.** Durante el período expansivo que precedió a la crisis, la economía española acumuló un desequilibrio exterior que alcanzó cerca del 10 % del PIB en 2007 (véase el panel 1 del gráfico 3.2). Con la excepción del superávit de servicios (2,7 % del PIB en 2007), todas las rúbricas mostraron saldos netos negativos a lo largo del período 2000-2007, destacando la magnitud del déficit de bienes no energéticos, que se situó en el 5,5 % de PIB en 2007. En este período, se incrementó la contribución negativa a la cuenta corriente de las partidas deficitarias, en particular de las importaciones netas de bienes, tanto en su vertiente energética como no energética, que aumentaron en 0,7 pp y 1,6 pp de PIB, respectivamente.

**Desde 2008, el saldo por cuenta corriente ha mejorado en torno a 12 pp de PIB, gracias también a la evolución de todas sus rúbricas, en particular de las compras de bienes no energéticos y de la balanza de rentas.** En este período, la economía española ha corregido de forma abrupta el desequilibrio externo, hasta alcanzar un superávit por cuenta corriente del 2 % en 2016. Este hecho es especialmente remarcable, ya que, desde 2014, los superávits externos han coexistido con crecimientos positivos y significativos del PIB, cuando tradicionalmente las recuperaciones de la economía española han venido asociadas a deterioros del saldo exterior. A partir de 2008, todas las rúbricas han contribuido a la corrección del déficit por cuenta corriente, si bien lo han hecho de forma desigual, siendo las balanzas de bienes no energéticos y de rentas primarias las que han realizado una mayor aportación (véase el panel 2 del gráfico 3.2).

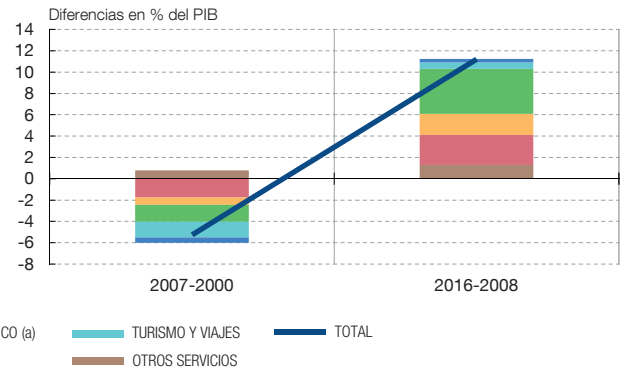
**En una primera fase, el ajuste tuvo lugar, principalmente, a través de la reducción de las importaciones de bienes no energéticos, que posteriormente se ha visto reforzada por una mejora del conjunto de las exportaciones.** La mejora de la balanza comercial reflejó el ajuste del saldo neto de bienes no energéticos, que pasó de presentar un déficit del 5,5 % del PIB en 2007 a un superávit del 0,2 % en 2016 (véanse los paneles 3 y 4 del gráfico 3.2). Inicialmente, entre 2008 y 2010 la corrección se debió a la fuerte contracción de las importaciones, a la que posteriormente se sumó la recuperación de las exportaciones, cuyo peso relativo en el PIB llegó a superar los porcentajes previos a la crisis. A pesar de los incrementos sustanciales en el precio del petróleo, que pasó de 30 dólares por barril en 2000 a 146 en 2008, el saldo de bienes energéticos mostró variaciones muy limitadas en el período precrisis, como consecuencia de la notable reducción de la dependencia del petróleo de la economía española que se produjo durante ese período (véase recuadro 3.1). La continuación del proceso de mejora de la eficiencia energética y la caída reciente de los precios del petróleo han posibilitado que, en los dos últimos años, este componente haya contribuido de forma significativa a mejorar el saldo por cuenta corriente, al reducirse la factura energética en 2 pp de PIB, hasta alcanzar un déficit del 1,8 % en 2016. Por su parte, la mejora del saldo de la balanza de servicios ha respondido tanto al dinamismo de las exportaciones turísticas —resultado, en parte, de las tensiones geopolíticas en varios destinos competidores<sup>3</sup>— como al crecimiento de las exportaciones de otros servicios. No obstante, en su

3 Véase recuadro 7, “El dinamismo del turismo no residente en 2016 y sus determinantes”, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2017, Banco de España.

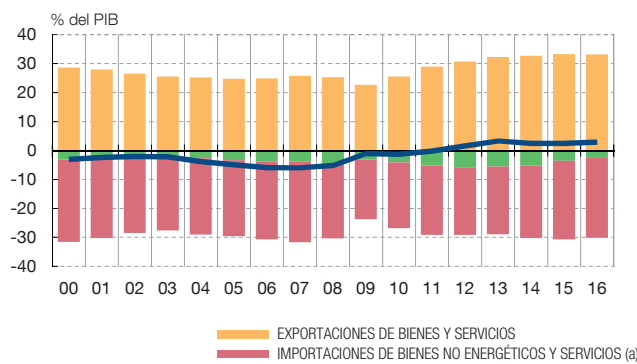
1 BALANZA POR CUENTA CORRIENTE. SALDOS



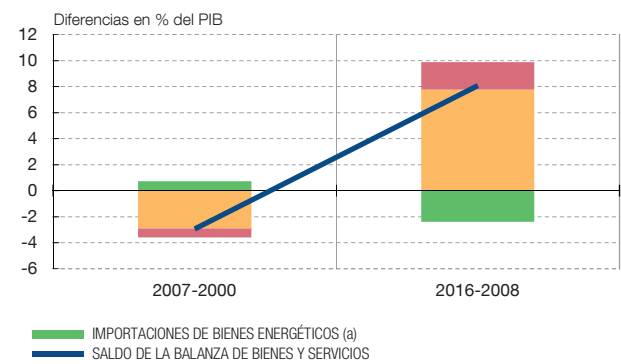
2 VARIACIÓN BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



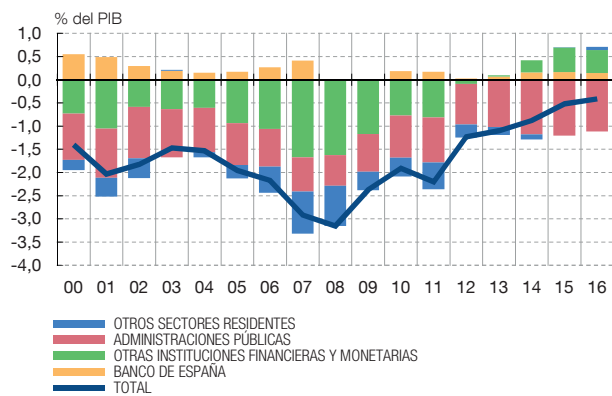
3 BALANZA DE BIENES Y SERVICIOS. SALDOS



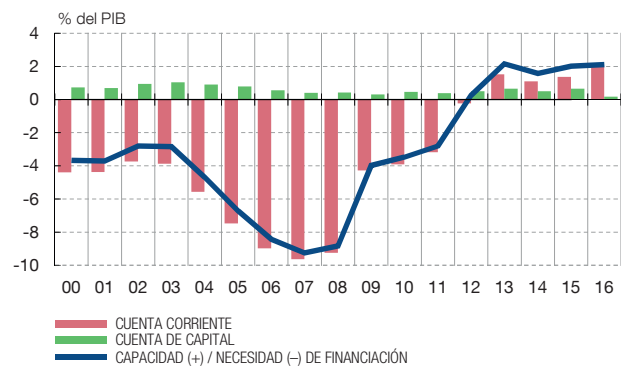
4 VARIACIÓN BALANZA DE BIENES Y SERVICIOS



5 RENTAS DE LA INVERSIÓN. SALDOS



6 CAPACIDAD / NECESIDAD DE FINANCIACIÓN



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

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



conjunto, la ampliación del superávit de la balanza de servicios (1,9 pp de PIB entre 2008 y 2016) ha contribuido en menor medida que la corrección observada en la balanza de bienes (5,7 pp de PIB entre 2008 y 2016) al proceso de ajuste de la cuenta corriente.

**El saldo de la balanza de rentas de inversión también ha mejorado de forma significativa durante el período 2008-2016.** En concreto, el déficit de la balanza de rentas de inversión se redujo en este período en 2,7 pp de PIB, hasta el 0,4 % en 2016 (véase el panel 5 del gráfico 3.2). Esta mejora refleja la reducción de los tipos de interés durante el conjunto del período considerado, así como los cambios de composición de los pasivos exteriores por sectores institucionales. Concretamente, se ha incrementado el peso relativo de las tenencias de deuda pública en manos de no residentes, cuyo coste de financiación es, en general, inferior al de la renta fija emitida por el sector privado. Asimismo, el proceso de desapalancamiento emprendido por este último ha dado lugar a una apreciable disminución de los pagos netos por intereses asociados, hasta el punto de registrar superávits en torno al 0,6 % del PIB en 2016, en contraste con el déficit del 2,5 % del PIB registrado en 2008.

**El papel de la cuenta de capital en los ajustes observados en los últimos años ha sido secundario.** El superávit de la cuenta de capital, que viene determinado, fundamentalmente, por las transferencias de capital con la UE, mostró una evolución relativamente estable desde el año 2000, de manera que su aportación a la corrección del saldo exterior ha sido marginal (véase el panel 6 del gráfico 3.2).

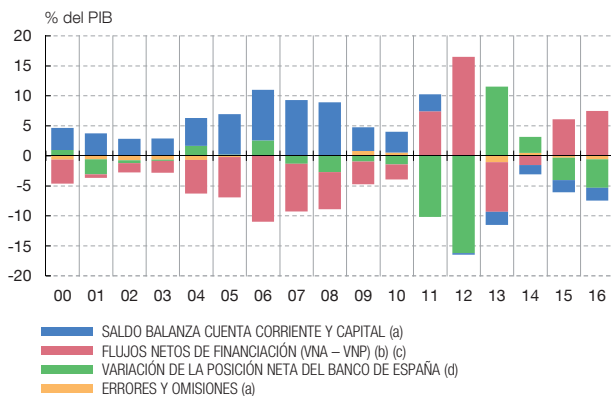
## 2.2 LA CUENTA FINANCIERA

**En los años previos a la crisis, los saldos de las transacciones financieras con el resto del mundo se tornaron cada vez más negativos.** Esto fue el resultado de una inversión neta en España de los agentes no residentes (variación neta de pasivos o VNP) creciente y superior a la efectuada por los residentes en el exterior (variación neta de activos o VNA) (véanse los paneles 1 y 2 del gráfico 3.3). Durante el período expansivo anterior a la crisis, la VNP se debió principalmente a la captación de fondos por parte de las instituciones financieras monetarias (IFM) y de los fondos de titulización para cubrir las necesidades de financiación del sector privado<sup>4</sup> (véanse los paneles 3 y 4 del gráfico 3.3). Por otro lado, la inversión directa de las empresas españolas en el extranjero superó a la inversión directa de las empresas extranjeras en España, siendo este un componente muy importante de la VNA a lo largo de esos años (véanse los paneles 5 y 6 del gráfico 3.3).

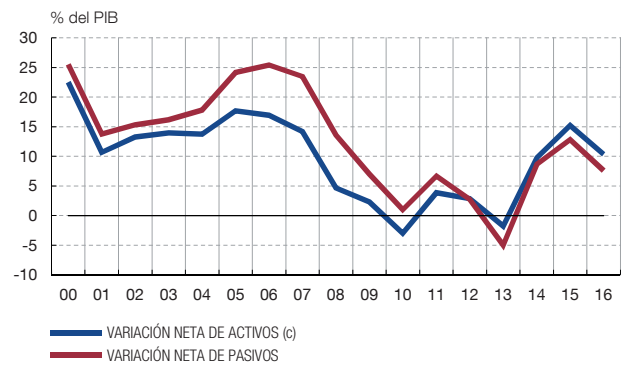
**Desde el inicio de la crisis, los flujos de inversión y de captación de fondos en el exterior se redujeron considerablemente.** Tanto los flujos de captación de fondos como los flujos de inversión se redujeron desde el inicio de la crisis. No obstante, la reducción en la VNP fue de mayor magnitud que la correspondiente a la VNA. De este modo, a partir de 2012 la VNA se situó por encima de la VNP (véase el panel 2 del gráfico 3.3), dando lugar a un saldo positivo de la cuenta financiera que se ha mantenido durante los últimos cuatro años. Si bien los flujos de entrada y de salida se recuperaron en el año 2014 y posteriores, su composición difiere de la observada antes de la crisis. Así, desde el punto de vista de los sectores institucionales, cabe destacar que los otros sectores residentes (OSR) pasaron de captar fondos netos en los años previos a la crisis a realizar inversiones netas en el exterior en los años posteriores. Por su parte, las AAPP, como consecuencia de la aparición de continuos y elevados déficits públicos, requirieron captar fondos que, en parte, fueron financiados por inversores internacionales, a través de inversiones en cartera.

<sup>4</sup> Clasificados dentro de los otros sectores residentes (OSR).

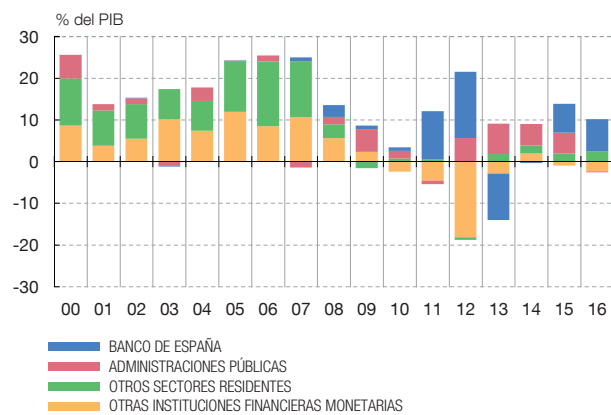
1 BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL Y TRANSACCIONES FINANCIERAS CON EL EXTERIOR



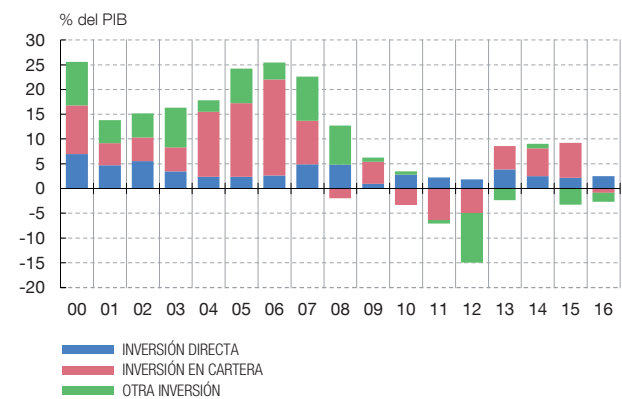
2 VARIACIÓN NETA DE ACTIVOS Y VARIACIÓN NETA DE PASIVOS



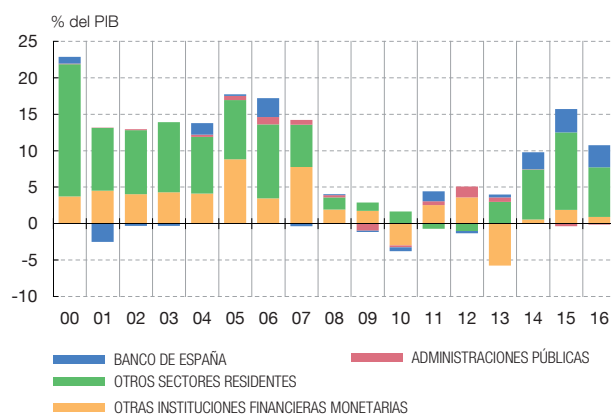
3 VARIACIÓN NETA DE PASIVOS. DESGLOSE SECTORIAL



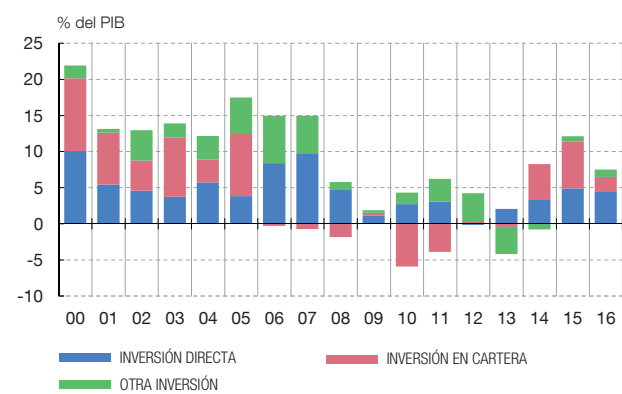
4 VARIACIÓN NETA DE PASIVOS (EXCLUIDO EL BANCO DE ESPAÑA). DESGLOSE POR CATEGORÍA FUNCIONAL



5 VARIACIÓN NETA DE ACTIVOS. DESGLOSE SECTORIAL



6 VARIACIÓN NETA DE ACTIVOS (EXCLUIDO EL BANCO DE ESPAÑA). DESGLOSE POR CATEGORÍA FUNCIONAL



FUENTE: Banco de España.

- a Cambiado de signo.
- b Excluido el Banco de España.
- c Los derivados financieros se contabilizan en términos netos (VNA - VNP) y, por convención, se asignan a la variación neta de activos.
- d Variación de activos menos variación de pasivos. Un signo positivo (negativo) recoge una disminución (aumento) de los pasivos netos exteriores del Banco de España.



**A partir de 2010, los flujos financieros con el exterior estuvieron muy condicionados, inicialmente por las tensiones financieras en el área del euro y, posteriormente, por las medidas extraordinarias del BCE.** Las tensiones financieras en el área del euro que se produjeron entre 2010 y 2012 generaron salidas netas de fondos hacia el exterior en los sectores distintos del Banco de España, que llegaron a alcanzar el 15 % del PIB en 2012, y un aumento considerable de los pasivos netos del banco central como resultado de la creciente necesidad de las entidades financieras españolas de suplir la financiación procedente de los mercados financieros con fondos procedentes del Eurosistema.

**A partir de 2013, la mejora de las condiciones de acceso a la financiación exterior de los sectores residentes permitió revertir la salida de fondos procedentes del exterior.**

La progresiva normalización de los mercados de capitales de la UEM que se produjo a partir del tramo final de 2012 alivió significativamente las necesidades de apelar a la financiación procedente del banco central por parte de las entidades de crédito españolas. Con posterioridad, la abundante liquidez resultante de las medidas no convencionales de expansión cuantitativa puestas en marcha por el BCE en los últimos años ha vuelto a dar lugar a salidas netas de fondos en la economía española, aunque de naturaleza muy distinta a las que se produjeron con motivo del episodio de crisis de la balanza de pagos de 2012. De hecho, las salidas de fondos recientes no son el reflejo de un empeoramiento del sentimiento económico en relación con la economía española, como sucedió en el episodio de 2011-2012, sino el resultado de una redistribución entre entidades y países de la abundante liquidez inyectada por el Eurosistema<sup>5</sup>.

### 3 Un análisis de la persistencia del ajuste reciente de la balanza por cuenta corriente

**En el análisis de los determinantes del desequilibrio exterior, resulta útil distinguir entre la contribución de factores de naturaleza transitoria frente a otros de carácter más permanente.** Diferentes organismos internacionales, como el Fondo Monetario Internacional y la Comisión Europea, han adoptado una metodología que permite descomponer el ajuste del sector exterior de acuerdo con el efecto de diversos factores explicativos sobre las decisiones de ahorro e inversión de los agentes y sobre la evolución de las exportaciones netas<sup>6</sup>. Este enfoque facilita la identificación de los determinantes de naturaleza cíclica y, por tanto, transitorios, frente al resto de factores. En esta sección se considera una variante de esta metodología que incluye un conjunto más amplio de determinantes del saldo exterior, con el objetivo de aproximar las especificidades de la zona del euro, y en particular de la economía española<sup>7</sup>.

**Entre los factores de naturaleza transitoria, destaca el papel del ciclo económico.** La atonía de la demanda interna durante una recesión da lugar a caídas en las importaciones y subidas en las exportaciones, que contribuyen a la mejora del saldo comercial y, por tanto, de la cuenta corriente. Sin embargo, cabe esperar que esta contribución revierta a medida que se materialice la fase expansiva del ciclo y la brecha de producción entre en terreno positivo.

**La evolución del precio del petróleo también puede desempeñar un papel relevante en la evolución del saldo exterior.** Un abaratamiento de los precios del petróleo contribuye a una reducción del saldo energético en países que son importadores netos, como

5 Para más detalles, véase J. Martínez Pagés (2016), «Las medidas de expansión cuantitativa del Eurosistema y la cuenta financiera», *Boletín Económico*, abril, Banco de España.

6 Véase FMI (2013), *The External Balance Assessment (EBA) Methodology*, Documento de Trabajo 13/272.

7 E. Moral-Benito y F. Viani (2017), *An anatomy of the Spanish current account adjustment: the role of permanent and transitory factors*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.



España, donde el componente energético representa una parte significativa del saldo por cuenta corriente. El grado de transitoriedad de los cambios en el precio del crudo es difícil de identificar *a priori*, si bien la elevada volatilidad que esta variable muestra en determinados períodos desaconseja su consideración como un factor explicativo del saldo de la cuenta corriente de naturaleza estructural.

**Otros factores de carácter más permanente —como la consolidación fiscal, las ganancias de competitividad, el envejecimiento de la población o las menores expectativas de crecimiento— también pueden contribuir a la corrección del saldo exterior.** La reducción en las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas contribuye a la corrección del déficit exterior, vía su efecto negativo sobre la demanda interna. Por su parte, el proceso de envejecimiento de la población puede fomentar el ahorro de los agentes en la medida en que se perciba, por ejemplo, la necesidad de completar las pensiones procedentes del sistema público. Asimismo, unas menores expectativas de crecimiento potencial pueden implicar tasas de inversión y, por consiguiente, necesidades de financiación más reducidas. Finalmente, las ganancias en competitividad procedentes, por ejemplo, del ajuste de los costes laborales y financieros permiten a las empresas competir internacionalmente en mejores condiciones y aumentar sus exportaciones.

**Se estima que en torno a una tercera parte del ajuste del saldo exterior entre 2008 y 2015 se debió a la evolución cíclica de la actividad económica (véanse los paneles 1 y 2 del gráfico 3.4).** De esta forma, la balanza por cuenta corriente ajustada de ciclo, es decir, una vez que se descuenta el efecto de la contracción de la actividad, alcanzó un déficit del 0,2 % del PIB en 2015, frente al déficit del 6,9 % en 2008 (véase el panel 2 del gráfico 3.4).

**La caída en los precios del petróleo en los últimos años también ha contribuido de forma significativa al proceso de corrección del saldo exterior.** Los precios del petróleo en euros se redujeron un 73 % entre 2012 y 2015, lo que explica en torno a una quinta parte de la corrección del saldo por cuenta corriente observada en ese período (véase el panel 4 del gráfico 3.4). En este caso, si bien el proceso de recuperación de los precios del petróleo es incierto, no parecen probables caídas adicionales que contribuyan a nuevas reducciones de la factura energética de la magnitud de las observadas en el período 2014-2015.

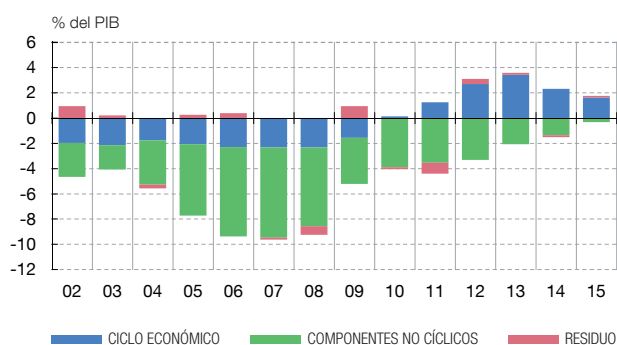
**La consolidación fiscal destaca entre el resto de factores que han contribuido al ajuste del saldo exterior.** El componente estructural del déficit público se redujo en 5,3 pp desde 2010 hasta 2015. La contribución de este saneamiento de las cuentas públicas al ajuste del saldo exterior alcanzaría, de acuerdo con estas estimaciones, alrededor de un 20 % (véase el panel 4 del gráfico 3.4)<sup>8</sup>. Con todo, el déficit público en términos estructurales aún se sitúa lejos de los objetivos marcados por la Comisión Europea en el contexto del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, lo cual indica que existe margen para que continúe la aportación positiva de este factor a la mejora del saldo por cuenta corriente<sup>9</sup>.

**Las ganancias de competitividad que ha registrado la economía española han desempeñado también un papel significativo.** Los costes laborales unitarios de España relativos al resto del área del euro se han reducido un 11 % entre 2008 y 2015. Esta mejora, junto

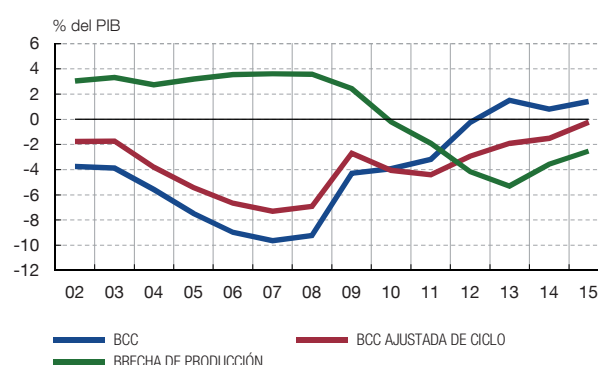
<sup>8</sup> Esta contribución estimada tiene descontado el efecto cíclico de cambios en el componente estructural del déficit público al incluir la brecha de producción.

<sup>9</sup> Nótese que el factor relevante para la cuenta corriente es el saldo fiscal estructural relativo al resto de países. De este modo, en 2015 según los datos del FMI, el saldo estructural de España relativo al resto de países mejoró pese a que en términos absolutos empeoró.

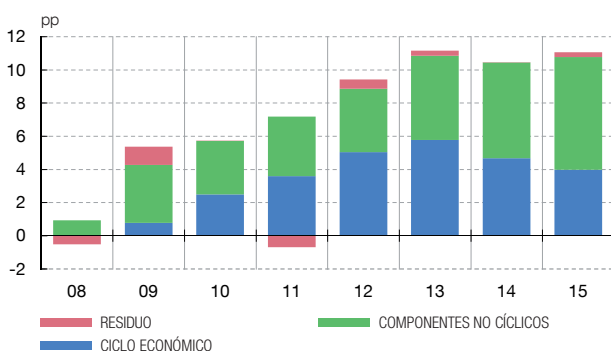
1 DESCOMPOSICIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (a)



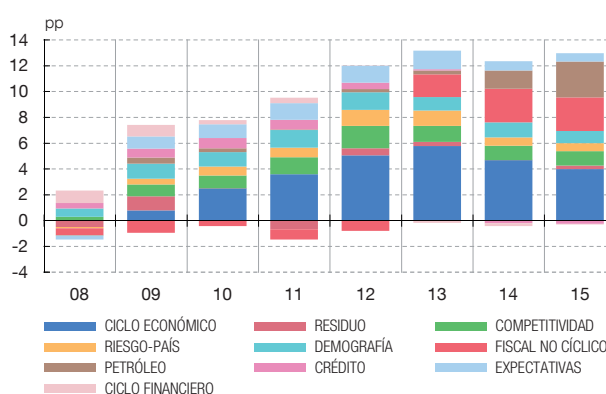
2 LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE AJUSTADA DE CICLO



3 EL AJUSTE ACUMULADO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE 2008-2015 (b)



4 DESCOMPOSICIÓN DEL AJUSTE ACUMULADO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE 2008-2015 (b)



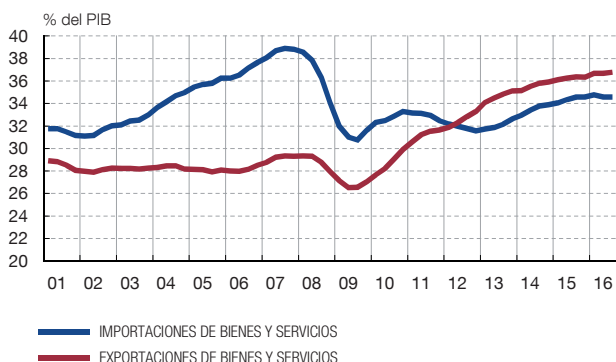
FUENTE: E. Moral-Benito y F. Viani (2017), *An anatomy of the Spanish current account adjustment: the role of permanent and transitory factors*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

- a La descomposición se basa en una regresión de la balanza por cuenta corriente en una serie de factores cíclicos y no cíclicos. Concretamente, se incluyen como factores cíclicos la brecha de producción (ciclo económico) y la volatilidad en los mercados financieros aproximada por el índice VIX (ciclo financiero). Como factores no cíclicos, los costes laborales unitarios y el coste de financiación aproximado por los tipos de interés a largo plazo (competitividad), la calidad institucional aproximada por la encuesta International Country Risk Guide (riesgo-país), el envejecimiento de la población (demografía), el saldo fiscal ajustado de ciclo (fiscal no cíclico), el precio del petróleo y la dependencia energética (petróleo), el crecimiento del crédito privado (crédito), y las previsiones de crecimiento del PIB a medio plazo (expectativas).
- b Se utiliza la misma regresión que en el panel 1, pero considerando los cambios acumulados de cada factor en lugar de sus niveles.

con la experimentada por las condiciones financieras, aproximada por la evolución de los tipos de interés a largo plazo, explicaría, de acuerdo con estas estimaciones, en torno al 9% del ajuste de la cuenta corriente acumulado entre 2008 y 2015. Si bien es cierto que el efecto sobre la cuenta corriente de menores costes de financiación puede ser ambiguo *a priori*, debido a su efecto expansivo sobre la demanda final, de acuerdo con los resultados obtenidos, dicho descenso ha contribuido al ajuste de la cuenta corriente en la medida en que el efecto de las mejoras de competitividad de las empresas españolas en los mercados internacionales ha dominado a su efecto expansivo sobre la economía.

**El envejecimiento de la población y las menores expectativas de crecimiento futuro también han facilitado la corrección del déficit exterior.** La teoría económica predice que tanto el proceso de envejecimiento de la población como las menores expectativas de crecimiento futuro redundan en menores niveles de inversión y consumo, que, a su vez, se verían reflejados en un menor dinamismo de la demanda interna. La tasa de dependencia, medida como la ratio de población mayor de 65 años entre la población de entre 16 y 65 años, ha aumentado en España en 4,2 pp desde 2008, y se espera que se incremente

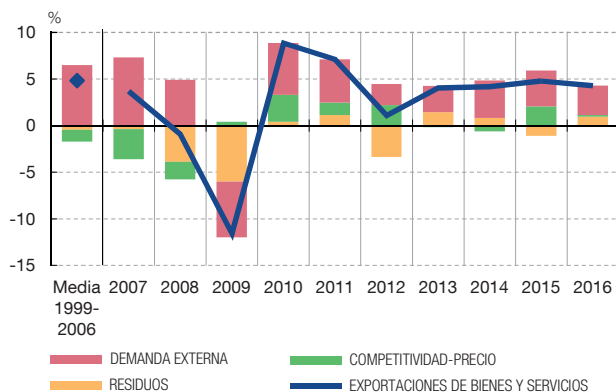
1 RATIO EXPORTACIONES E IMPORTACIONES SOBRE PIB (en términos reales)



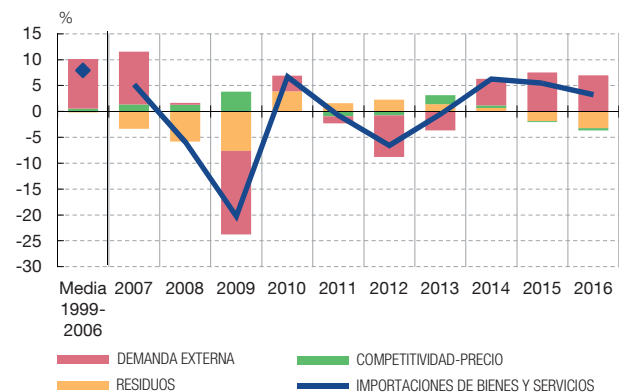
2 CRECIMIENTO ESTRUCTURAL DE EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS COMO PORCENTAJE DEL PIB (a)



3 EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS REALES Y SUS PRINCIPALES DETERMINANTES (b)



4 IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS REALES Y SUS PRINCIPALES DETERMINANTES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Las tasas de crecimiento estructural se obtienen a partir de la estimación de un modelo de componentes no observables en el que al crecimiento observado se le resta un componente cíclico que depende de los precios de exportación y de la demanda mundial en el caso de las exportaciones y en el de las importaciones depende de los precios de importación y de la demanda interna.
- b 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.

en 19,6 pp en los próximos 20 años, de acuerdo con las proyecciones del INE. Además, como se describe en el capítulo 1 de este Informe, el crecimiento potencial de la economía española se habría revisado a la baja, hasta situarse en torno al 1,5 %, desde tasas superiores al 3 % antes de la crisis. Estos dos factores explican un porcentaje no despreciable del proceso de corrección del saldo por cuenta corriente. En concreto, de acuerdo con los resultados del análisis (véase el panel 4 del gráfico 3.4), la evolución de ambos factores explicaría alrededor del 7 % y del 5 % del ajuste entre 2008 y 2015, respectivamente.

4 Las exportaciones e importaciones de bienes y servicios

**La evidencia agregada apunta a un mejor comportamiento de las exportaciones respecto al período previo a la crisis, que, de momento, no se ve acompañado por un cambio de proporciones similares en la dinámica de las importaciones.** La evolución de las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios como porcentaje del PIB muestra un comportamiento diferenciado en los últimos años en comparación con el período anterior a la crisis. Mientras que las exportaciones se han situado claramente por encima de sus niveles precrisis, las importaciones han alcanzado unos niveles ligeramente inferiores (véase el panel 1 del gráfico 3.5). Una vez que se descuenta el componente

cíclico de las transacciones comerciales con el exterior, los resultados sugieren la presencia de un aumento en la tasa de crecimiento estructural de las exportaciones después de la fuerte contracción del comercio mundial en 2009<sup>10</sup>. Por su parte, si bien el cambio en el componente estructural de las importaciones es de menor magnitud, sus tasas de crecimiento se sitúan ligeramente por debajo de los niveles previos a 2009, una vez se descuenta el efecto de la demanda interna y los precios de importación (véase el panel 2 del gráfico 3.5). En las siguientes subsecciones se exploran con más detalle cada uno de estos dos componentes de la demanda agregada para identificar los determinantes de su evolución.

**La demanda procedente de los mercados exteriores es el principal determinante de las exportaciones españolas, en un contexto en el que estas han aumentado considerablemente su diversificación geográfica.** Tras la fuerte contracción del comercio mundial en 2009, la recuperación de la demanda externa se ha traducido en contribuciones positivas al crecimiento de las exportaciones españolas, que son, no obstante, inferiores a las observadas durante el período previo a la crisis, dado el contexto de debilidad del comercio a escala mundial (véase el panel 3 del gráfico 3.5)<sup>11</sup>. Esta evolución positiva de las exportaciones se debe a una reorientación hacia los mercados extracomunitarios y, de manera singular, hacia las economías emergentes, cuya demanda mostró, en general, una mayor pujanza durante la última fase recesiva (véase el panel 1 del gráfico 3.6).

**La mejora de la competitividad de la economía española ha favorecido también el buen comportamiento de las exportaciones, contribuyendo así a las ganancias de cuota observadas en los últimos años.** Frente a las contribuciones negativas de los precios de exportación en los años previos a la crisis, las recientes ganancias de competitividad de la economía española han contribuido a un crecimiento de las exportaciones españolas superior al crecimiento de las importaciones mundiales, lo que ha favorecido tanto ganancias generalizadas de cuota en los mercados internacionales como una mayor diversificación geográfica hacia mercados con mayor potencial de crecimiento (véase el panel 2 del gráfico 3.6).

**La debilidad de la demanda interna parece haber incentivado una mayor orientación exportadora de las empresas españolas.** La demanda interna pasó de representar el 76 % del PIB en 2009 al 67 % en 2015 (véase el panel 3 del gráfico 3.6). Esta reducción coincide con una fase de fuerte crecimiento de las exportaciones de bienes, que pasaron de representar un 15 % del PIB en términos reales en 2009 a aproximadamente un 22 % en 2015. La evidencia empírica apunta que, en un contexto de debilidad persistente de la demanda interna, las empresas españolas habrían buscado nuevos mercados fuera de España<sup>12</sup>. De hecho, de acuerdo con la información disponible a escala de empresa del sistema de declaración de transacciones internacionales vigente hasta finales de 2013<sup>13</sup> y de la Central de Balances del Banco de España, se observa que aquellas empresas que sufrieron mayores

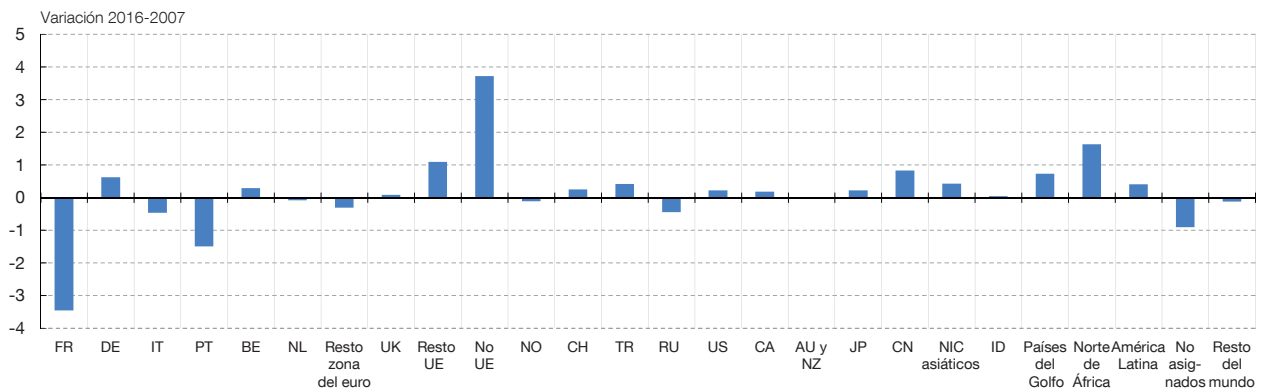
10 Este crecimiento estructural se obtiene a partir de la estimación de un modelo de componentes no observables en el que el componente cíclico de las exportaciones depende de los precios de exportación y de la demanda mundial, mientras que el de las importaciones depende de los precios de importación y de la demanda interna. Véase, por ejemplo, R. Gordon (1997), «The Time-Varying NAIRU and its Implications for Economic Policy», *Journal of Economic Perspectives*, 11, pp. 11-32.

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

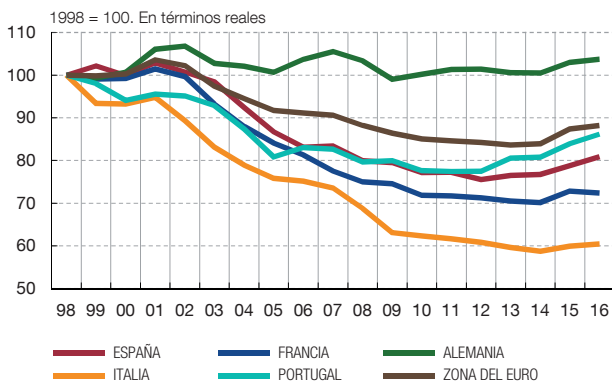
12 Véase, por ejemplo, P. Soares y E. Prades (2016), *On domestic demand and export performance in the euro area countries: does export concentration matter?*, ECB Working Paper n.º 1909.

13 Para una descripción de esta fuente, véase el epígrafe 2.4.1 de la publicación *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España, 2013*, del Banco de España.

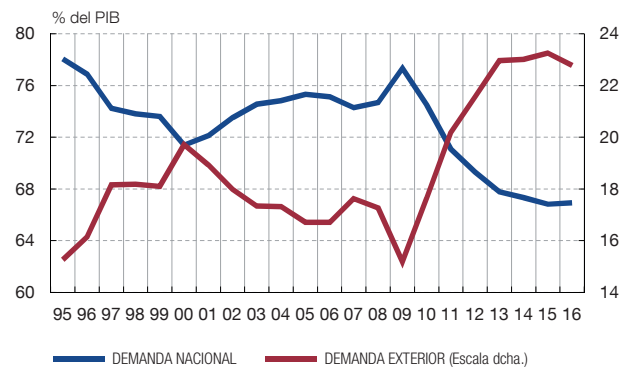
1 CAMBIO EN LA DISTRIBUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES, POR PAÍS



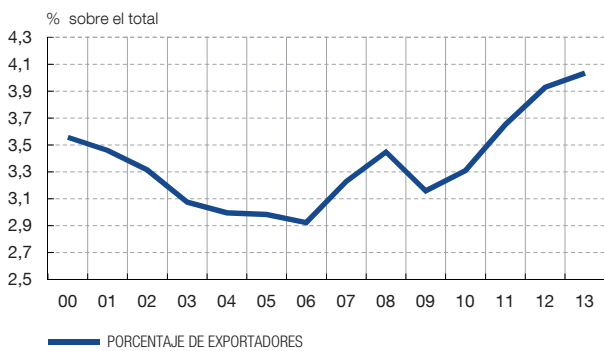
2 CUOTAS DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS



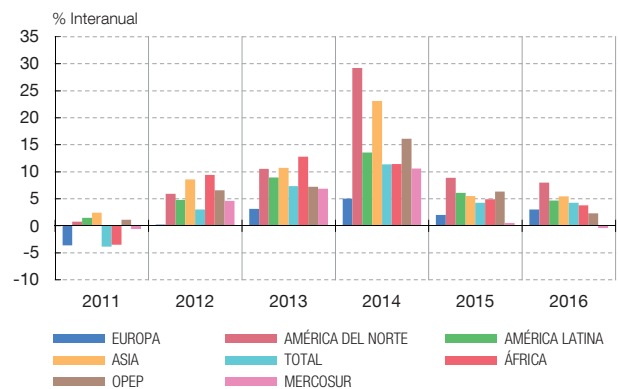
3 DEMANDA NACIONAL FRENTE A DEMANDA EXTERNA (a)



4 PORCENTAJE DE EMPRESAS EXPORTADORAS



5 CRECIMIENTO DEL NÚMERO DE EMPRESAS EXPORTADORAS REGULARES, POR DESTINO (b)



FUENTES: Banco de España, Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales de la Agencia Estatal de la Administración Tributaria, ICEX e Instituto Nacional de Estadística.

- a La demanda externa se refiere a exportaciones de bienes.
- b Se considera empresa exportadora regular aquella que exporta ininterrumpidamente durante cuatro años seguidos.

Período 2004-2013	-0,025*** (0,001)
Período 2004-2007	-0,028*** (0,001)
Período 2009-2013	-0,037*** (0,002)

FUENTE: Banco de España.

a El cuadro recoge los coeficientes de las estimaciones por mínimos cuadrados ordinarios de una regresión de la tasa de crecimiento anual de las exportaciones a escala de empresa sobre el crecimiento de sus ventas internas. Se incluyen además en la regresión efectos fijos de empresa y efectos fijos sector-año, así como las siguientes variables de control: tamaño de la empresa, crecimiento de las importaciones, consumos intermedios, productividad y ratio de endeudamiento. Se analizan 1.077.862 empresas. Error estándar, entre paréntesis con *cluster* a escala de empresa.  
\*, \*\*, \*\*\* implican significatividad estadística al 10 %, 5 % y 1 %, respectivamente.

caídas en sus ventas nacionales son las que experimentaron un mayor crecimiento relativo en sus exportaciones de bienes y servicios. Esta asociación se observa incluso cuando se comparan empresas que pertenecen a un mismo sector —expuestas, por tanto, a las mismas perturbaciones sectoriales—, y que tienen el mismo tamaño, productividad, endeudamiento y dependencia importadora (véase cuadro 3.1).

**Como resultado de los factores anteriores, se han producido incrementos significativos y permanentes en la base exportadora de la economía española.** El porcentaje total de empresas exportadoras creció intensamente a partir de 2009 (véase el panel 4 del gráfico 3.6), siendo las empresas pequeñas (con menos de 50 empleados) las que más intensificaron su entrada en los mercados exteriores<sup>14</sup>, aunque su contribución a las exportaciones totales sigue siendo reducida<sup>15</sup>. Al mismo tiempo, el número de empresas exportadoras regulares se ha incrementado en los últimos cuatro años en un 31 %, destacando especialmente el aumento en destinos con elevado potencial de crecimiento, como Asia y América del Norte (véase el panel 5 del gráfico 3.6). Los costes fijos asociados a la decisión de exportar apuntarían a que una parte de la ampliación de la base de empresas exportadoras sea de naturaleza estructural, y, por tanto, dicho desarrollo debería prevalecer incluso en un escenario de recuperación persistente de la demanda interna<sup>16</sup>.

#### 4.2 LAS IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS

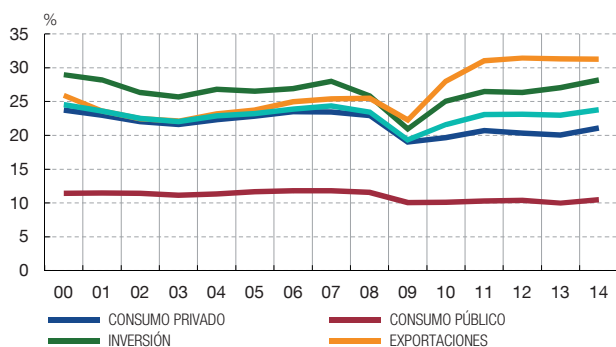
**La demanda nacional ha sido el principal condicionante de la evolución de las importaciones en España, mientras que la contribución de los precios de importación ha sido limitada.** La caída en la demanda interna propició la fuerte contracción de las importaciones en la primera etapa de la crisis, mientras que, en la recuperación reciente, su repunte sigue sin ser suficiente para recuperar las tasas de crecimiento previas al año 2007 (véase el panel 4 del gráfico 3.5). Esta reducción en la contribución de la demanda interna al crecimiento de las importaciones puede reflejar, al menos en parte, el comportamiento de ciertos factores que, si bien lastran el dinamismo de la demanda interna, contribuyen a la corrección del saldo exterior (ajuste fiscal, envejecimiento poblacional y menores expectativas de crecimiento, entre otros). Dada la tradicional reducida elasticidad de las importaciones respecto a los precios, el proceso de devaluación interna ha desempeñado

14 Según la información de Balanza de Pagos, el porcentaje de empresas exportadoras con menos de 50 empleados pasó del 2,4 % en 2009 al 3,4 % en 2013.

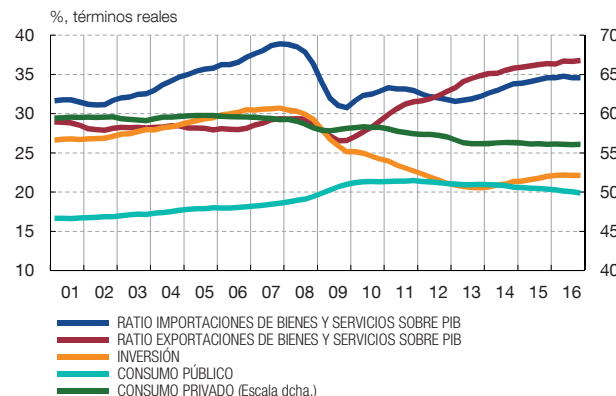
15 Véase M. J. González y C. Martín (2015), «La internacionalización de las pymes españolas: principales desarrollos recientes y sus determinantes», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.

16 Véase, por ejemplo, R. Baldwin y P. Krugman (1989), «Persistent Trade Effects of Large Exchange Rate Shocks», *Quarterly Journal of Economics*, 104, pp. 635-654.

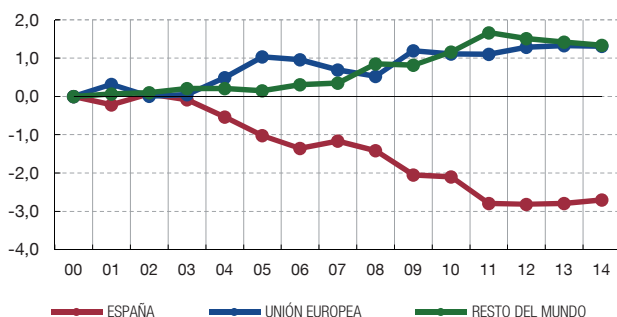
1 CONTENIDO IMPORTADOR DE LOS COMPONENTES DEL PIB (a)



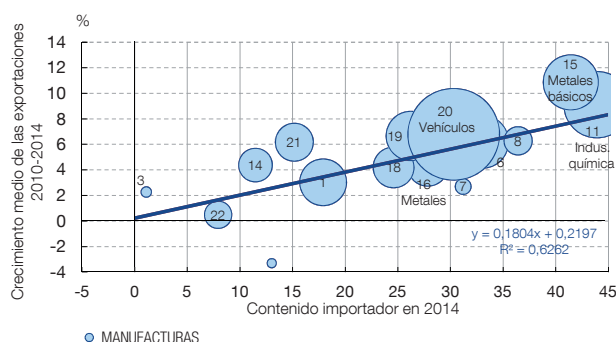
2 RATIO COMPONENTES DE DEMANDA SOBRE PIB



3 DISTRIBUCIÓN DE LOS CONSUMOS INTERMEDIOS UTILIZADOS POR LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS, SEGÚN ORIGEN GEOGRÁFICO (b)



4 CONTENIDO IMPORTADOR Y EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES, POR RAMAS (c)



FUENTES: CNTR Instituto Nacional de Estadística, Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales de la Agencia Estatal de la Administración Tributaria y WIOD 2016.

- a El contenido importador está calculado de acuerdo con Bussière *et al.* (2013), *Estimating trade elasticities: Demand composition and the trade collapse of 2008-2009*, con los datos WIOD. El contenido importador se define como el tanto por ciento de contenido importado, tanto directo como indirecto, de cada componente de demanda del PIB.
- b Evolución del diferencial del peso de los insumos según origen sobre el total de insumos respecto al registrado en el año 2000. La muestra utilizada es un panel de empresas que están activas durante todos los años del período 2000-2014.
- c El contenido importador por rama se calcula desde la óptica de la oferta del PIB. El tamaño de la burbuja representa el peso de la rama sobre el total de las exportaciones.

Descargar

un papel más limitado en la evolución a escala agregada de las importaciones de bienes y servicios a lo largo de los últimos años.

**El buen comportamiento de las exportaciones ha provocado también un incremento de las importaciones, en la medida en que aquellas requieren generalmente el uso de productos importados.** Esta circunstancia se hace especialmente patente en un contexto de fragmentación geográfica de la producción a través de las cadenas globales de valor, que elevan las transacciones comerciales internacionales por unidad de producto. La información proporcionada por las tablas *input-output* globales —WIOD, por sus siglas en inglés— permite cuantificar el elevado y creciente contenido importador de las exportaciones españolas, que pasó de un 25 % en 2008 a un 31 % en 2014 (véase el panel 1 del gráfico 3.7)<sup>17</sup>.

17 Para una descripción de cómo calcular el contenido importador de los componentes del PIB a partir de las tablas *input-output*, véase M. Bussière, G. Callegari, F. Ghironi, G. Sestieri y N. Yamano (2013), *Estimating trade elasticities: Demand composition and the trade collapse of 2008-2009*, 5, pp. 118-151.

**El mayor crecimiento de las exportaciones en aquellos sectores con mayor dependencia importadora estaría detrás del aumento generalizado del contenido importador de las exportaciones en los últimos años.** Según la información de las tablas *input-output* globales, la reciente ganancia de peso del contenido importador de las ventas al exterior está relacionada con el incremento de las exportaciones en aquellos sectores que se caracterizan por tener un mayor contenido importador y no tanto por un aumento en la utilización de productos importados dentro de cada sector (véase el panel 4 del gráfico 3.7). Por ejemplo, sectores como el de la automoción o la industria química presentan una dependencia importadora elevada y, a su vez, han experimentado un mayor incremento en sus exportaciones.

**El contenido importador de otros componentes del PIB que han perdido peso durante la crisis se ha reducido.** Desde 2009 se ha producido una caída de la intensidad importadora del consumo, tanto privado como público, que podría venir explicada por la reducción de la renta de los hogares y por el proceso de consolidación fiscal de las cuentas públicas (véase el panel 1 del gráfico 3.7). Concretamente, la disminución de la renta disponible ha podido inducir a los hogares a sustituir el consumo de productos y servicios importados, generalmente con precios más elevados, por un mayor consumo de bienes y servicios nacionales<sup>18</sup>. Este fenómeno de sustitución puede haber contribuido también a la reducción de la intensidad importadora del consumo público. Por su parte, se aprecia una recuperación del peso de las importaciones en la inversión a niveles precrisis tras la caída observada durante los años 2008-2010. Con todo, la información de las WIOD hasta el año 2014 muestra que la recuperación de los niveles precrisis de las importaciones españolas a escala agregada esconde una evolución muy diferenciada por componentes del PIB.

**La evolución de las compras en el exterior de las empresas españolas sugiere la presencia de una cierta sustitución de importaciones por producción nacional en el período más reciente.** La información a escala de empresa de la Central de Balances del Banco de España permite analizar el proceso de sustitución de importaciones hacia bienes nacionales de las empresas españolas. Concretamente, tras una continuada disminución del peso de los insumos nacionales, a partir de 2012 se aprecia un cambio de tendencia (véase el panel 3 del gráfico 3.7). Una vez que se elimina el efecto de los precios relativos, se aprecia una caída de los *inputs* provenientes de la UE<sup>19</sup>. Asimismo, se encuentra que, ante una inyección inesperada de liquidez en una empresa, el incremento de los insumos importados era superior al de los nacionales en los años previos a la crisis, mientras que esta respuesta revierte su signo en los años posteriores a la crisis, cuando el aumento de los factores importados es menor que el de los nacionales<sup>20</sup> (véase cuadro 3.3).

**Sin embargo, el proceso de reasignación de recursos hacia empresas más grandes y productivas ha hecho que empresas con un mayor contenido importador ganaran cuota de mercado, enmascarando así el proceso de sustitución de importaciones en términos agregados.** Los resultados anteriores sugieren que las empresas españolas estarían ajustando la composición de sus insumos a favor de bienes nacionales. No obstante,

18 Véase R. Bems y J. di Giovanni (2016), «Income-induced expenditure switching», *American Economic Review*, 106, pp. 3898-3931.

19 El número de empresas en la muestra que cumplen el requisito de permanencia es muy pequeño, por lo que las conclusiones se deben tomar con la debida cautela. E. Prades y C. Villegas-Sánchez (2017), *Input trade and importers in Spain*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

20 La inyección de liquidez considerada se identifica a partir de la información de la Central de Información de Riesgos del Banco de España sobre las entidades bancarias que prestan dinero a las empresas de la muestra [L. Alfaro, M. García-Santana y E. Moral-Benito (2017), *Credit supply shocks, network effects, and the real economy*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación].



**CONTENIDO IMPORTADOR DE LOS CONSUMOS INTERMEDIOS UTILIZADOS POR LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS (a)**

CUADRO 3.2

	Contenido Importador	Media	Covarianza
2003	0,11	0,03	0,08
2004	0,11	0,02	0,09
2005	0,03	0,03	0,00
2006	0,12	0,03	0,09
2007	0,09	0,04	0,04
2008	0,05	0,02	0,04
2009	0,00	0,01	-0,01
2010	0,11	0,02	0,10
2011	0,13	0,02	0,11
2012	0,14	0,02	0,12
2013	0,15	0,03	0,12
2003-2007	100,0	100,0	100,0
2008-2013	107,4	61,4	130,4

FUENTE: Banco de España (Central de Balances y Balanza de Pagos).

- a Se define el contenido importador como la ratio entre las importaciones totales para cada año y el total de consumos intermedios utilizados por las empresas. Este contenido importador agregado se puede expresar como la suma de dos términos: por un lado, la media simple del contenido importador de todas las empresas (media); por otro, un término de covarianza que aumenta cuando empresas con mayor contenido importador incrementan su tamaño (covarianza). Para más detalles, véase G. S. Olley y A. Pakes (1996), «The Dynamics of Productivity in the Telecommunications Equipment Industry», *Econometrica*, vol. 64, n.º 646, pp. 1263-1298.

**EFFECTO DE UN AUMENTO DE LOS RECURSOS DISPONIBLES DE LAS EMPRESAS SOBRE LAS IMPORTACIONES (a)**

CUADRO 3.3

Variable dependiente	Crecimiento del contenido importador (UE)	Crecimiento de las importaciones (UE)
Período 2004-2007	0,33*** (0,03)	0,09*** (0,01)
Período 2008-2013	-0,50*** (0,03)	0,04*** (0,01)

FUENTE: Banco de España.

- a El cuadro recoge los coeficientes de las estimaciones por mínimos cuadrados ordinarios de una regresión del crecimiento del contenido importador sobre un aumento de liquidez exógeno a la empresa [para más detalles, véase L. Alfaro, M. García-Santana y E. Moral-Benito (2017), *Credit supply shocks, network effects, and the real economy*]. Se incluyen en la regresión las siguientes variables de control: tamaño, crecimiento de exportaciones, ventas, productividad, endeudamiento y variables ficticias de sector-año. Se analizan 1.078.193 empresas. Error estándar, entre paréntesis con *cluster* a escala de empresa. \*, \*\*, \*\*\* implican significatividad estadística al 10 %, 5 % y 1 %, respectivamente.

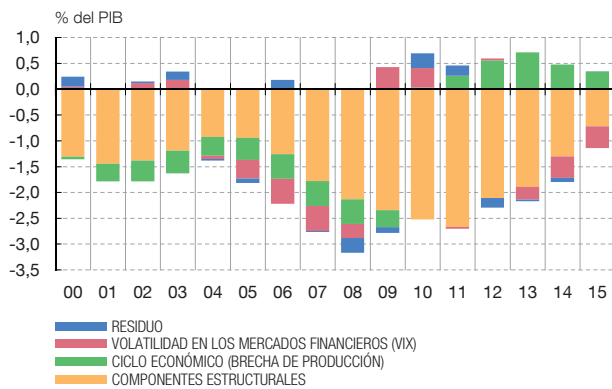
este proceso de sustitución no se refleja en las magnitudes agregadas, debido a que han ganado cuota de mercado las empresas con una mayor dependencia importadora (véase cuadro 3.2)<sup>21</sup>. Estas empresas tienden a ser de mayor tamaño, más productivas y, sobre todo, con una mayor orientación exportadora que el resto, lo que confirma el papel determinante de las exportaciones como generadoras de importaciones (el recuadro 3.2 ofrece una caracterización más detallada de las empresas importadoras españolas).

**5 Las rentas de inversión y sus determinantes**

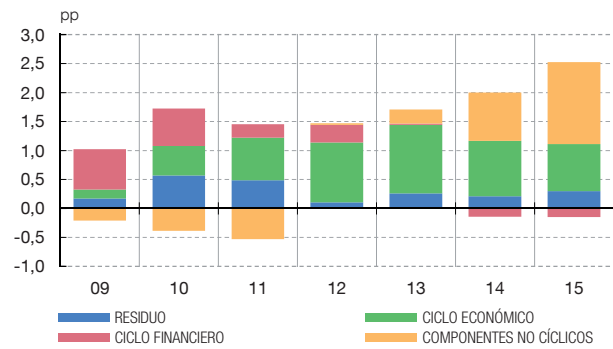
**La evolución de las rentas de inversión de la economía española ha desempeñado un papel destacado en el ajuste observado en la cuenta corriente.** Frente a la balanza comercial analizada en la sección previa, las rentas de inversión de la economía española representan habitualmente un porcentaje más reducido de la cuenta corriente. Sin embargo,

21 Nótese que este fenómeno se documenta solo hasta el año 2013, porque no se dispone de información posterior a escala de empresa sobre exportaciones e importaciones.

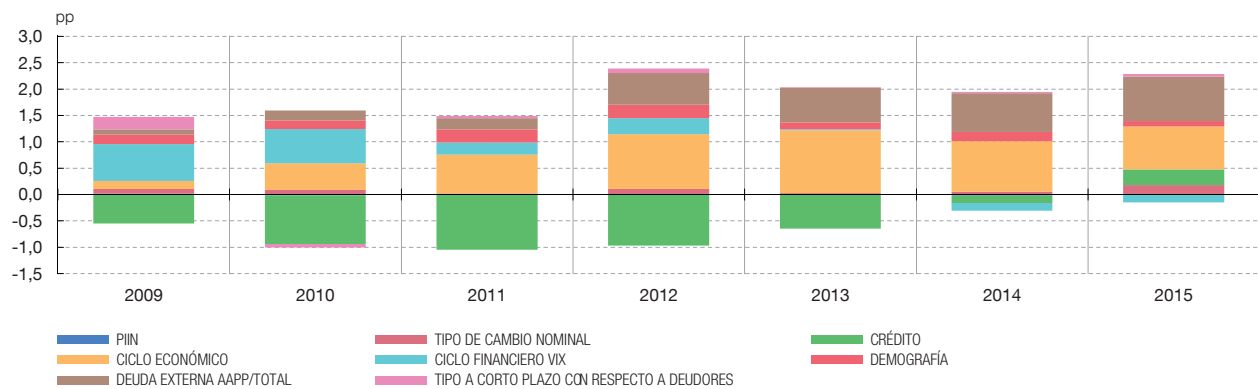
1 DESCOMPOSICIÓN DE LA BALANZA DE RENTAS DE INVERSIÓN (a)



2 EL AJUSTE ACUMULADO DE LA BALANZA DE RENTAS DE INVERSIÓN (b)



3 DESCOMPOSICIÓN DEL AJUSTE DE LA BALANZA DE RENTAS DE INVERSIÓN 2009-2015 (b)



FUENTE: E. Moral-Benito y F. Viani (2017), *An anatomy of the Spanish current account adjustment: the role of permanent and transitory factors*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

- a La descomposición se basa en una regresión de la balanza de rentas de inversión en una serie de factores cíclicos y no cíclicos. Concretamente, se incluyen como factores cíclicos la brecha de producción (ciclo económico) y la volatilidad en los mercados financieros aproximada por el índice VIX (ciclo financiero VIX). Como factores no cíclicos se incluyen la posición de inversión internacional neta (PIIN), el tipo de cambio nominal, el crecimiento del crédito privado (crédito), el envejecimiento de la población (demografía), el porcentaje de deuda externa pública sobre el total de deuda externa (deuda externa AAPP/total) y el tipo de interés a corto plazo con respecto a deudores.
- b Se utiliza la misma regresión que en el panel 1, pero considerando los cambios acumulados de cada factor en lugar de sus niveles.

este componente ha ejercido un papel destacado en el ajuste observado en los últimos años, pasando de un déficit del 3,2 % del PIB en 2008 a tan solo el 0,5 % del PIB en 2015, en un contexto de fuerte reducción de los tipos de interés (véase la sección 2 para más detalles).

**Tanto el ciclo económico como la normalización de las condiciones financieras a lo largo del período de crisis han contribuido de forma significativa al ajuste de las rentas de inversión durante los últimos años<sup>22</sup>.** En términos generales, la balanza de rentas tiende a mejorar en los períodos de recesión de la economía española (véase el panel 1 del gráfico 3.8). De este modo, durante los años previos a la crisis, la brecha de producción positiva y la abundancia de financiación accesible bajo condiciones muy favorables en los mercados financieros

22 El análisis de esta sección se basa en la misma metodología que la empleada en la sección 3 de este capítulo, que consiste en regresiones de las rentas de inversión de España (en porcentaje del PIB) sobre sus determinantes fundamentales, que incluyen tanto factores tradicionalmente usados en la literatura como variables particularmente relevantes para el caso español. E. Moral-Benito y F. Viani (2017), *An anatomy of the Spanish current account adjustment: the role of permanent and transitory factors*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

internacionales contribuyeron al deterioro de la balanza de rentas. Estos mismos determinantes explican una parte significativa de la corrección acumulada desde el inicio de la crisis.

**Sin embargo, una parte significativa de la corrección acumulada de la balanza de rentas se debe a otros factores de naturaleza potencialmente más estructural, entre los que destaca el incremento del peso de las tenencias de deuda pública, en detrimento de pasivos emitidos por el sector privado en manos de no residentes.** A partir de 2014 han cobrado mayor peso otros factores, que acaban explicando una parte considerable —casi el 60%— de la corrección total acumulada hasta 2015 (véase el panel 2 del gráfico 3.8). Entre estos factores, destaca, en primer lugar, el incremento de la proporción de deuda externa de las AAPP, que tiende a reducir la rentabilidad implícita de los pasivos exteriores de renta fija (véase el panel 3 del gráfico 3.8). En segundo lugar, la gradual contracción del crédito privado ha condicionado de forma decisiva la reducción del *stock* de deuda externa de España, lo que, a su vez, revierte en una mejora sustancial del saldo de la balanza de rentas. Finalmente, otros factores con un impacto más limitado fueron la depreciación del euro frente al dólar, que aumentó los ingresos por los activos de España denominados en moneda extranjera, y la disminución del tipo de interés a corto plazo, que redujo los pagos por la deuda de renta fija.

## 6 La evolución de la posición de inversión internacional

**Pese a la corrección del desequilibrio exterior de los últimos años, la posición de inversión internacional (PII) deudora neta es todavía muy elevada.** Aunque desde 2012 se han acumulado superávits por cuenta corriente que han generado una capacidad de financiación equivalente al 8% del PIB, la corrección del elevado endeudamiento exterior acumulado durante la anterior fase expansiva<sup>23</sup> ha sido algo más modesta, de manera que, a finales de 2016, la posición de inversión internacional deudora neta todavía ascendía al 85,7% del PIB, en torno a 4,6 pp menos que en 2012.

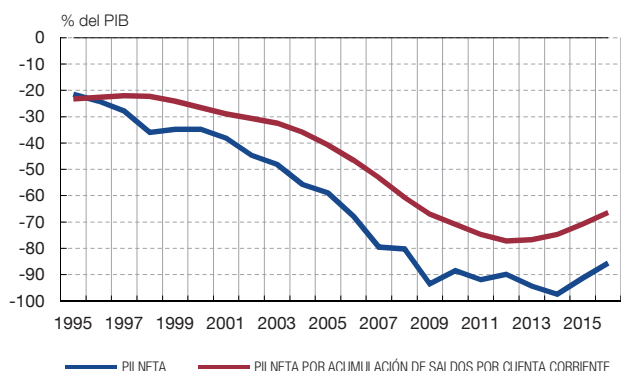
**El grado de vulnerabilidad que representa un determinado nivel de PII deudora neta depende de un conjunto de factores.** Las implicaciones de un determinado nivel de pasivos exteriores están condicionadas por su composición por instrumentos, sectores, plazos y monedas. Así, dado un determinado nivel de pasivos exteriores, los riesgos de refinanciación serían más pronunciados en la medida en que sea más elevada la proporción de instrumentos exigibles, que, como la renta fija, implican la realización futura de pagos por amortización, por intereses o por ambos. Además, hay que tener en cuenta que no se puede extrapolar mecánicamente todo incremento del saldo deudor frente al exterior como un aumento de la vulnerabilidad, ya que su evolución a lo largo del tiempo no solo depende del comportamiento de la cuenta corriente, sino también de los denominados «efectos de valoración», según se detalla a continuación<sup>24</sup>. Finalmente, el grado de vulnerabilidad puede también depender de si los pasivos exteriores son elevados en términos netos o brutos<sup>25</sup>.

23 La ampliación de la PII deudora neta durante dicho período reflejó, principalmente, el deterioro de los saldos materializados en forma de inversión de cartera, principalmente en renta fija del sector privado, seguida por la otra inversión. Por su parte, la contribución de los pasivos netos de inversión directa fue reducida.

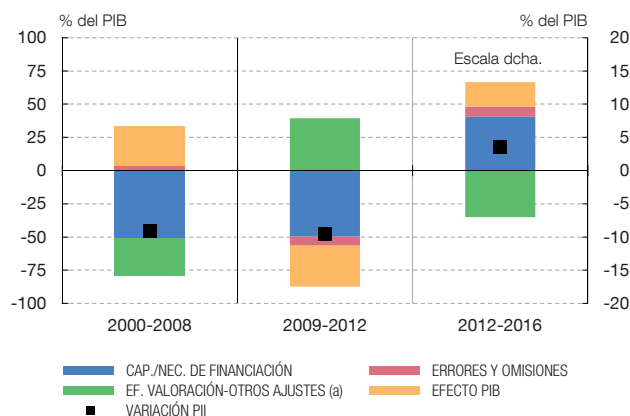
24 La variación de la PII entre dos momentos del tiempo viene determinada no solo por la necesidad o capacidad de financiación de la nación, sino también por los efectos de valoración, que reflejan los cambios de valor que experimentan los instrumentos financieros que componen el *stock* de activos financieros y pasivos, resultantes de la evolución de sus precios de los tipos de cambio en los que están denominados. Sin considerar posibles efectos de valoración, la evolución de la PII en porcentaje del PIB se puede aproximar por la siguiente expresión:  $pii_t - pii_{t-1} \approx pii_{t-1} (i_t - g_t) + cc_t$ , donde  $i$  es el tipo de interés nominal,  $g$  es la tasa de crecimiento del PIB nominal y  $cc$  es el saldo por cuenta corriente en términos del PIB.

25 Algunos autores arguyen que el indicador relevante son los pasivos exteriores brutos [Shin (2012)], pues es un mejor indicador del grado de integración financiera con el exterior y de ellos se derivan las necesidades de refinanciación. No obstante, en L. A. V. Catão y G. M. Milesi-Ferretti (2014), «External liabilities and crises», *Journal of International Economics*, 94, pp. 18-32, se estima que los pasivos exteriores netos también son un predictor robusto de tensiones exteriores.

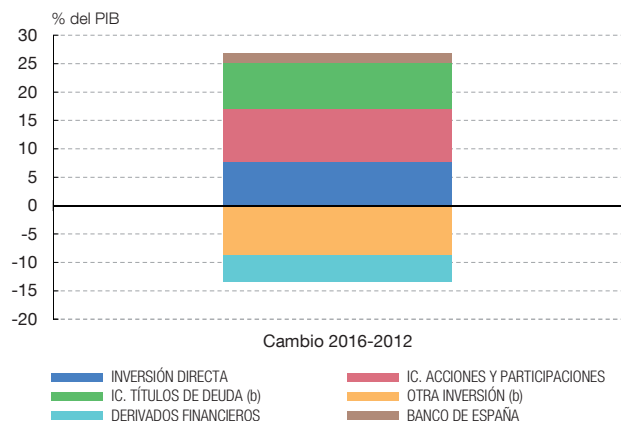
1 EVOLUCIÓN DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA Y DE LOS EFECTOS DE VALORACIÓN



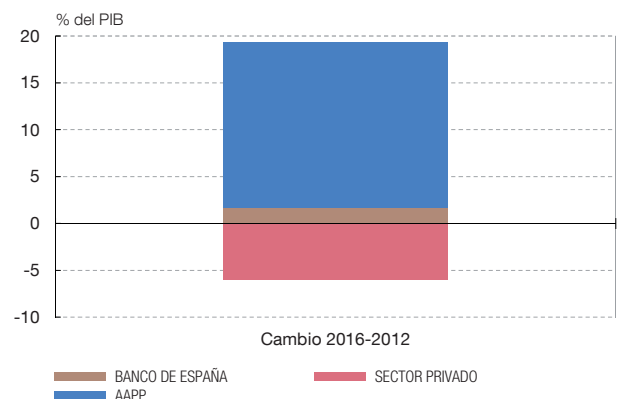
2 DETERMINANTES DE LA VARIACIÓN DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA



3 EVOLUCIÓN DE LOS PASIVOS EXTERIORES POR CATEGORÍA FUNCIONAL



4 EVOLUCIÓN DE LOS PASIVOS EXTERIORES, POR SECTORES



FUENTE: Banco de España.

- a Los efectos de valoración son las revalorizaciones por tipo de cambio y/o por precio de los instrumentos financieros, mientras que los otros ajustes son otros cambios de volumen, entre los que destacan cancelaciones contables por reconocimiento de la imposibilidad de recuperación de fondos, reclasificaciones de activos y/o pasivos y cambios de residencia de tenedores o emisores de activos financieros y pasivos.
- b Excluido el Banco de España.

[Descargar](#)

**Los efectos de valoración negativos, derivados de la normalización de las condiciones financieras de la UEM y la mejoría de las perspectivas de la economía española, han impedido una mejora más acusada de la PII neta.** Los efectos de valoración negativos contribuyeron significativamente a la ampliación de la PII en el pasado (alrededor del 36% del total entre 1999 y 2009) y también han contrarrestado la mejora derivada de los superávits por cuenta corriente registrados desde 2012 y la aportación positiva del crecimiento del PIB durante la recuperación actual (véase el panel 2 del gráfico 3.9). Estos efectos de valoración negativos, cifrados en 10 pp de PIB a lo largo de este último período, no implican, sin embargo, un deterioro de la vulnerabilidad exterior, ya que son el resultado, en buena medida, de la normalización en las condiciones financieras de la UEM y la mejoría de las perspectivas de la economía española, que se han reflejado en una revalorización de los instrumentos financieros emitidos por residentes en España más pronunciada que la experimentada por los extranjeros<sup>26</sup>.

26 Así, por ejemplo, una vez superadas las tensiones en los mercados soberanos de la UEM a mediados de 2012, la reducción de las primas de riesgo frente al núcleo de la UEM se reflejó en un aumento de los precios de las tenencias de renta fija española en manos de no residentes más acusado que la revalorización experimentada

**La composición de los pasivos exteriores puede actuar también como atenuante de la vulnerabilidad exterior de la economía española.** Para el caso español, la composición por instrumentos, sectores, plazos y monedas de los pasivos exteriores puede mitigar en cierta medida la vulnerabilidad exterior que resultaría de un nivel tan elevado de endeudamiento exterior. En primer lugar, hay que tener en cuenta que el Banco de España mantiene pasivos exteriores netos cercanos al 15 % del PIB, que en términos brutos se elevan al 35 % del PIB, y que no están sujetos a riesgo de refinanciación. Excluidos estos, el incremento de los pasivos exteriores acumulado desde 2012 (12 pp de PIB, hasta el 210 % del PIB) se ha materializado, principalmente, en pasivos no exigibles<sup>27</sup>. Por su parte, el incremento de los pasivos exteriores en renta fija corresponde a deuda pública, mientras que han disminuido los del sector privado, en consonancia con el proceso de desapalancamiento de los sectores residentes (véanse los paneles 3 y 4 del gráfico 3.9). El aumento de las tenencias de no residentes de deuda pública desde 2012 responde a la recuperación de la confianza de los inversores internacionales en nuestra economía. Adicionalmente, la estructura de los pasivos por plazo de emisión y moneda también contribuye a moderar los riesgos de refinanciación, ya que la mayor parte es a largo plazo y está denominada en euros (alrededor del 60 % y del 90 % del total, respectivamente)<sup>28</sup>.

**En cualquier caso, el nivel actual de endeudamiento exterior representa un riesgo que no debe subestimarse.** Las estimaciones de un indicador de alerta temprana de tensiones exteriores para un amplio conjunto de países, incluida España, que se basa fundamentalmente en los niveles de pasivos frente al resto del mundo, corroborarían este elemento de vulnerabilidad, al igual que ocurre con otros países de la UEM (véase recuadro 3.3).

**La reducción de la PII hacia niveles menos vulnerables requerirá el mantenimiento de superávits por cuenta corriente durante un período prolongado de tiempo.** La evolución de la PII depende de la dinámica de la balanza por cuenta corriente y la cuenta de capital, así como del crecimiento del PIB nominal y de los tipos de interés. A efectos ilustrativos de la posible evolución futura de la PII española, se pueden construir unas sendas de esta variable a partir de supuestos sobre los factores anteriores<sup>29</sup>. Los resultados de un ejercicio de estas características muestran que, suponiendo que el saldo por cuenta corriente converge gradualmente al nivel ajustado de ciclo estimado para 2015 (-0,2 % del PIB), la PII deudora neta se situaría en el 70 % alrededor del próximo lustro (véase gráfico 3.10), y alcanzaría el 60 % del PIB alrededor de 2030. Estas sendas son sensibles a un deterioro de las perspectivas macroeconómicas a largo plazo. Por ejemplo, si el crecimiento potencial del PIB real se reduce en 0,3 pp respecto al escenario central y los tipos de interés son 50 puntos básicos (pb) más elevados a lo largo de la senda, la convergencia a dichos niveles se retrasaría en cerca de un lustro adicional.

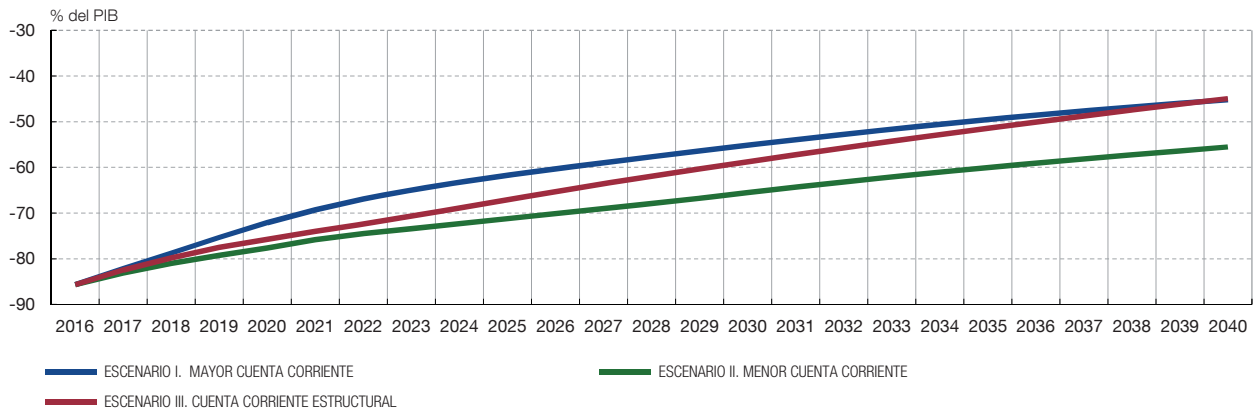
---

por la renta fija extranjera en manos de residentes. Dado que España mantiene una posición deudora neta en este tipo de instrumentos, este movimiento de precios contribuyó a una ampliación de dicho saldo deudor. En el caso de la posición neta en acciones y fondos de inversión, ocurrió un fenómeno similar.

27 Los pasivos no exigibles, que no acarrear necesariamente obligaciones de pago, están compuestos por las participaciones en el capital (ya sea en forma de inversión directa o de cartera) y los derivados financieros.

28 Los activos exteriores (159 % del PIB, y, si se excluye el Banco de España, 139 % del PIB) son otro canal que puede disminuir la vulnerabilidad exterior en situaciones adversas, ya que los residentes pueden obtener puntualmente recursos reduciendo el saldo de sus inversiones en el exterior.

29 En este ejercicio se suponen unas tasas de largo plazo para el crecimiento del PIB real y del deflactor del PIB del 1,3 % y del 1,8 %, respectivamente. El valor de largo plazo del tipo de interés nominal empleado en la simulación es del 3,1 %. Las variables convergen gradualmente desde sus niveles actuales hacia los de largo plazo.



FUENTE: Banco de España.

a Los escenarios del gráfico ilustran la sensibilidad de la evolución de la PII ante variaciones en el saldo por cuenta corriente de largo plazo. En los tres casos son los mismos supuestos de medio plazo de crecimiento real del PIB, del deflactor y de niveles de los tipos de interés nominales (1,3%, 1,8% y 3,1%, respectivamente), mientras que difieren en el saldo por cuenta corriente empleado en cada uno de ellos. En ningún escenario hay efectos de valoración. El Escenario I es compatible con una convergencia a una balanza por cuenta corriente del 0,7% del PIB desde sus niveles actuales. El Escenario II la balanza por cuenta corriente implícita en el largo plazo es del -0,4% del PIB. Finalmente, en el Escenario III se considera una balanza por cuenta corriente de largo plazo equivalente a la estimación del saldo estructural en 2015 (-0,2% del PIB).

***A la consolidación de una senda sostenida de superávits exteriores deben contribuir el saneamiento de las cuentas públicas y el mantenimiento y profundización en las ganancias de competitividad de la economía.*** Reducir el grado de vulnerabilidad derivado del endeudamiento exterior en un plazo más corto de tiempo exigiría una mejora adicional de la balanza por cuenta corriente. A ello deberían contribuir tanto el saneamiento estructural de las cuentas públicas como las reformas de los mercados de factores y de productos que favorezcan el mantenimiento y la profundización de las ganancias de competitividad exterior observadas en los últimos años.

Desde el año 2012, el saldo comercial no energético ha contribuido positivamente a la mejora de la balanza comercial, si bien esta aportación no ha sido suficiente para contrarrestar el saldo energético negativo de España, con lo que la balanza comercial ha seguido presentando una posición deficitaria (véase gráfico 1). En todo caso, el saldo energético mejoró en este período en 2,5 puntos de PIB, hasta situarse en  $-1,8\%$  en 2016. La factura energética es un reflejo de los precios en los mercados internacionales de este tipo de bienes y de la dependencia energética exterior del país. Este segundo factor está determinado tanto por la importancia relativa de las diferentes fuentes energéticas como por la capacidad de las empresas y hogares de incorporar mejoras tecnológicas que produzcan una mayor eficiencia en su uso de la energía. Este último condicionante tendrá, por tanto, un efecto tanto en la mejora del saldo estructural de la balanza comercial como en la resistencia de la economía ante movimientos de los precios energéticos.

Al no disponer de importantes fuentes de energía primaria no renovables, España presenta un alto grado de dependencia energética con respecto al exterior, por lo que la mayor parte de la energía primaria debe ser importada<sup>1</sup>. Como se aprecia en el gráfico 2, en la actualidad en torno al 75 % de toda la energía primaria utilizada es importada, cifra muy parecida a la que se registraba en el año 2000. No obstante, se observa una elevada ciclicidad de esta variable como consecuencia de los cambios coyunturales del consumo y de la elevada rigidez de la oferta. Así, en la expansión económica previa a la última crisis, el grado de autoabastecimiento de energía primaria se fue reduciendo, de forma que la producción nacional llegó a cubrir en 2007 solo el 21 % de las necesidades de los agentes residentes. Posteriormente, el grado de cobertura de energía primaria mejoró durante la crisis, hasta alcanzar el 29 % en 2014, como consecuencia de la menor actividad económica registrada; de hecho, en 2015 volvió a reducirse con la recuperación de la actividad. Por tanto, la evolución del grado de cobertura de energía primaria refleja en buena medida el comportamiento observado en el consumo de energía (con un crecimiento del 23 % entre 2007 y 1999, del  $-19\%$  entre 2014 y 2007 y del 4,6 % en 2015). No obstante, a la mejora del grado de dependencia energética del exterior ha contribuido también, aunque de forma limitada, la producción de energía primaria, con un aumento en torno al 8 % entre 1999 y 2015, gracias al incremento del parque de generadores de energía renovable.

Para tratar de separar el efecto del ciclo económico del efecto de las mejoras tecnológicas y de la ampliación de fuentes autóctonas de energía, a continuación se consideran dos medidas alternativas de dependencia energética tanto para España como para el área del euro. Por un lado, la intensidad energética definida como el consumo interior de energía por unidad de PIB y,

por otro, la ratio de importaciones energéticas neta por unidad de PIB (véase gráfico 3). En cuanto a la intensidad energética, no se aprecian diferencias significativas entre España y el área del euro. Sin embargo, España recurre más a las compras exteriores que la media de los países de la UE, debido a una menor dotación de fuentes primarias energéticas en nuestro país, aunque esta circunstancia se ha corregido parcialmente en los últimos años. Si el análisis se centra en España, se observa que, desde 2005, el grado de intensidad energética ha registrado una tendencia decreciente. Por sectores, esta mejora ha sido más acentuada en la industria, seguida del transporte. Una evolución similar ha mostrado también la ratio de importaciones energéticas por unidad de PIB, si bien la reducción ha sido en este caso más intensa, lo que implica que una parte de la energía consumida se ha dejado de importar y ha sido sustituida por energía autóctona. De este modo, como ya se apuntaba anteriormente, la caída en la dependencia energética de la economía española puede tener un cierto componente estructural.

Para entender qué factores pueden estar detrás de esta mejora, a continuación se analiza la composición de las fuentes energéticas. Como muestra el gráfico 4, el petróleo constituye la principal fuente de energía primaria consumida en España (el 42 % del total), seguido del gas natural (algo menos del 20 %) y de las energías renovables (14 %). Tanto el gas natural como las energías renovables tienen actualmente cuotas muy superiores a las de 1999 (11 % y 1,9 %, respectivamente), al haber ganado peso relativo a costa del resto de fuentes, con la excepción de la nuclear, que se ha mantenido en niveles similares (en torno al 12 %). El mayor retroceso lo ha registrado el petróleo, al pasar del 53 % en 1999 al 42 % en 2015. Esta menor dependencia del petróleo hace que la economía española sea menos sensible a las fluctuaciones de sus precios en los mercados internacionales<sup>2</sup> y, consecuentemente, la balanza comercial esté menos expuesta a la evolución de los precios del crudo. En ese mismo gráfico se puede apreciar cómo el resultado de todo ello ha sido una ganancia en el grado de diversificación de la energía primaria<sup>3</sup> en todos estos años.

El principal demandante de los productos petrolíferos es el transporte, sector en el que, por el momento, la utilización de otras energías, aunque creciente, es muy reducida (véase gráfico 5). En el caso del gas, su utilización se incrementó en todos los sectores hasta antes de la crisis, pero la ralentización de la actividad lastró su uso, sobre todo en la industria. En la actualidad, el consumo de esta fuente energética supera al registrado en 1999 en todos los sectores, con la excepción de la industria y la agricultura y pesca, destacando su penetración en los sectores residencial y servicios. Por un lado, la expansión de la red gasística, que se ha

1 Energía primaria se refiere a aquellas fuentes energéticas en las que la energía se obtiene directamente del recurso natural (petróleo, gas, combustibles sólidos, nucleares y renovables).

2 Dado que nuestra producción de crudo es insignificante. Por ejemplo, en 2015 el grado de autoabastecimiento de petróleo fue del 0,42 %.

3 Medida como uno menos el índice de *Herfindahl*, que es un índice de concentración de la actividad empresarial que toma valores entre 0 y 1, siendo mayor la concentración cuanto mayor es el índice.

DEPENDENCIA ENERGÉTICA

Gráfico 1  
SALDO COMERCIAL

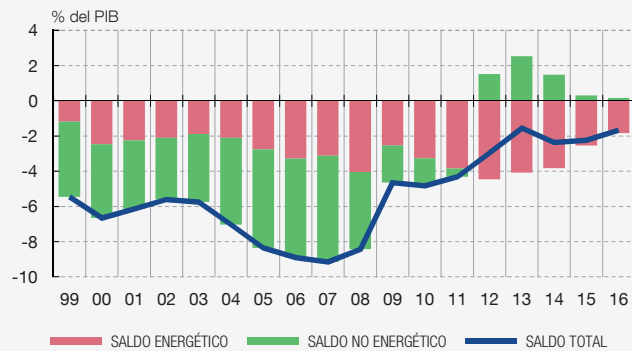


Gráfico 2  
GRADO DE COBERTURA DE ENERGÍA PRIMARIA EN ESPAÑA

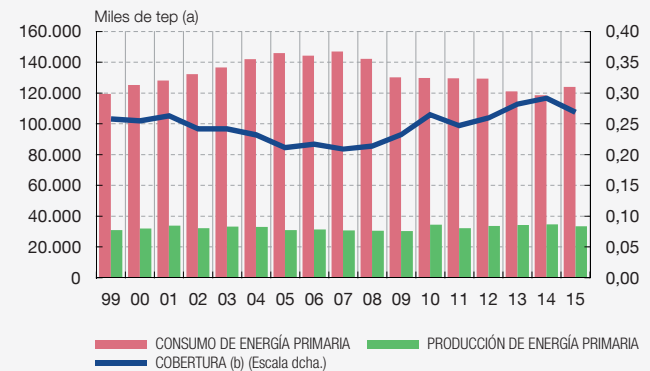


Gráfico 3  
IMPORTACIONES NETAS ENERGÉTICAS POR UNIDAD DE PIB Y GRADO DE INTENSIDAD ENERGÉTICA

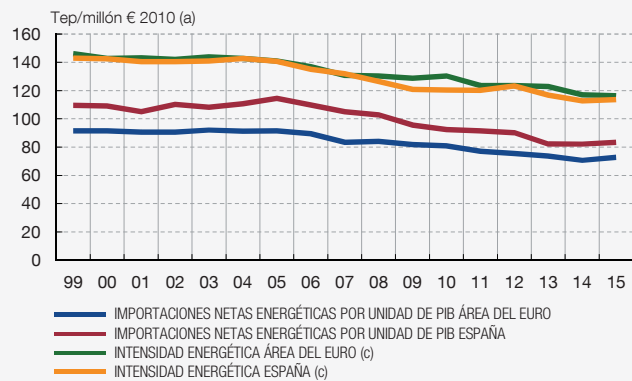


Gráfico 4  
GRADO DE DIVERSIFICACIÓN DE LA ENERGÍA PRIMARIA EN ESPAÑA

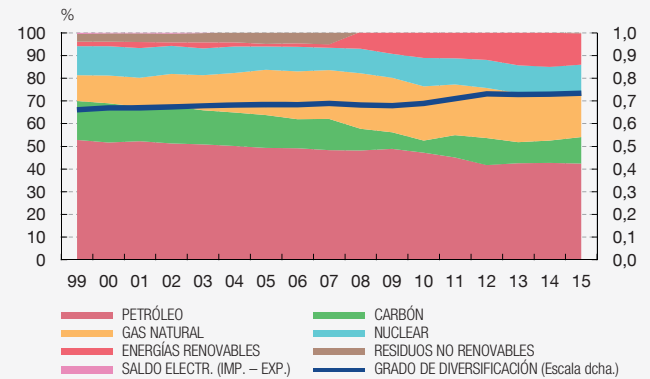


Gráfico 5  
CONSUMO FINAL DE ENERGÍA

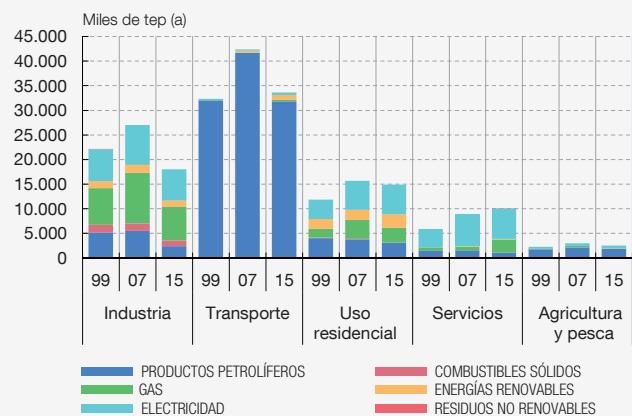
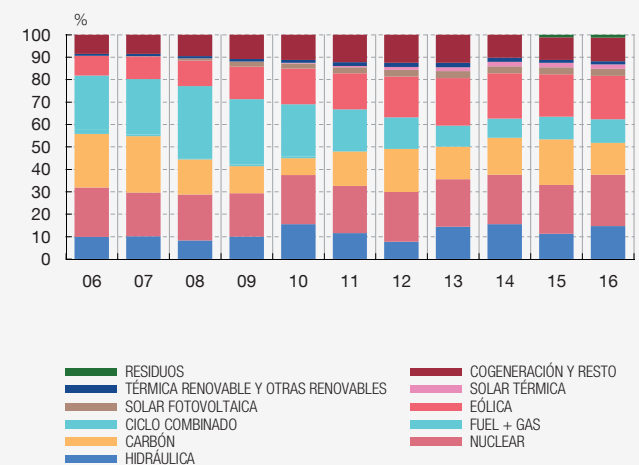


Gráfico 6  
ESTRUCTURA DE LA GENERACIÓN ELÉCTRICA PENINSULAR



FUENTES: Aduanas, Dirección General de Política Energética y Minas, Eurostat, Instituto Nacional de Estadística, Red Eléctrica Española.

- a Tep = Tonelada equivalente de petróleo.
- b Grado de cobertura de energía primaria = Producción de energía primaria / Consumo de energía primaria.
- c Grado de intensidad energética = Consumo interior de energía / PIB.





duplicado desde el año 2000, ha permitido que un número mayor de viviendas pueda acceder a esta fuente de energía, si bien tiene aún un amplio potencial de crecimiento<sup>4</sup>; por otro lado, las ventajas medioambientales del gas frente a otros combustibles han favorecido su incorporación en otras actividades, como es su uso para la climatización en el comercio. Respecto a las energías renovables, se ha seguido una política de subvenciones que ha favorecido su expansión, especialmente por lo que se refiere a la generación de

electricidad (véase gráfico 6). Aunque la electricidad no es una energía primaria, sí representa un porcentaje muy importante y creciente de la energía final consumida, por lo que resulta especialmente relevante comprobar qué fuentes de energías primarias utiliza como materia prima. Concretamente, en el sector eléctrico, las energías renovables (en especial, la eólica) han desplazado en los últimos años a los ciclos combinados, que utilizan el gas como energía primaria para producir electricidad<sup>5</sup> y cuya materia prima es importada.

---

4 Como lo demuestra el hecho de que, aunque en 2015 el 79 % de la población vivía en municipios con suministro de gas natural, solo el 30 % de las viviendas contaba con suministro de gas (*Informe Anual, 2015*, de la Asociación Española del Gas).

---

5 En la actualidad, los ciclos combinados, junto con las centrales de carbón, son las centrales de respaldo, es decir, las que entran en funcionamiento cuando hay poca generación renovable por escasez de agua, de viento y de sol.

Con el objetivo de caracterizar el perfil de la empresa importadora española<sup>1</sup>, en este recuadro se utiliza una base de datos que combina información a escala de empresa de distintas fuentes estadísticas y que cubre prácticamente la totalidad del volumen importado según la Contabilidad Nacional en el período 2000-2013. En concreto, la información sobre las características de las empresas no financieras se ha tomado de la Central de Balances del Banco de España, que a su vez se nutre de las cuentas anuales depositadas por aquellas en los Registros Mercantiles. Por su parte, la información sobre las transacciones con el exterior de cada empresa, así como el volumen importado, se extrae del sistema de declaración de transacciones internacionales del Banco de España<sup>2</sup>.

El peso de las empresas importadoras de bienes y servicios ha ido disminuyendo a lo largo del período de análisis. En el gráfico 1 se ilustra cómo antes de la crisis el porcentaje de empresas importadoras era sustancialmente mayor que el porcentaje de empresas exportadoras. Por ejemplo, en 2004 el 5,5 % de las empresas españolas eran importadoras, frente al 3,5 % que eran exportadoras<sup>3</sup>. Nótese que, en el período de expansión previo a la crisis, se redujeron tanto el porcentaje de empresas exportadoras como el porcentaje de importadoras. Este desarrollo se debe a la significativa entrada de empresas caracterizadas por una reducida productividad y por

no estar internacionalizadas. Sin embargo, en los años posteriores a la crisis se han observado un aumento en el porcentaje de empresas exportadoras y una disminución en el porcentaje de importadoras, hasta alcanzar un peso muy similar, ligeramente por encima del 4 % en 2013. Sin embargo, se observa que el volumen medio importado ha ido en aumento (véase gráfico 2), lo que ha permitido mantener el dinamismo de las importaciones agregadas hasta 2013<sup>4</sup>.

Respecto a las características de las empresas importadoras, la evidencia disponible es escasa, dado que la literatura se ha centrado tradicionalmente en analizar y caracterizar a la empresa exportadora<sup>5</sup>. No obstante, la escasa evidencia disponible muestra que las empresas importadoras presentan algunas características similares a las empresas exportadoras cuando se comparan con empresas no internacionalizadas. Por ejemplo, Bernard *et al.* (2007) muestran que las empresas importadoras son más grandes y más productivas que las empresas no importadoras en Estados Unidos, y Fernández *et al.* (2012)<sup>6</sup> presentan resultados similares para las empresas del área del euro en su conjunto. En el caso español, se observa que las

- 1 El término se refiere a empresa importadora directa, ya que las empresas también pueden importar de forma indirecta al adquirir productos importados a través de empresas distribuidoras.
- 2 Para una descripción de esta fuente, véase el epígrafe 2.4.1 de *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España, 2013*, del Banco de España.
- 3 Nótese que este porcentaje se calcula sobre el total de empresas en la muestra utilizada, que difiere ligeramente del colectivo total de empresas según los datos del DIRCE.

- 4 Al igual que sucede en el caso de las exportadoras, cabe destacar que existe un elevado grado de concentración del total importado en un número reducido de empresas. De este modo, en el año 2013 el 1 % de las empresas con mayor volumen importado realizó en torno al 55 % de todas las importaciones, mientras que el 10 % concentra el 70 %.
- 5 Véanse A. B. Bernard, J. B. Jensen, S. J. Redding y P. K. Schott (2007), «Firms in International Trade», *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 21, n.º 3, pp. 105-130; C. Martín-Machuca y A. Rodríguez Caloca (2009), «Una aproximación a las características de las empresas exportadoras españolas», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España, y capítulo 2 del *Informe Anual, 2015*, del Banco de España.
- 6 Véase C. Fernández, C. García, A. Rodríguez y P. Tello (2012), «Analysis of the import activity of European Firms», *Economic Bulletin*, octubre, Banco de España.

CARACTERIZACIÓN DE LA EMPRESA IMPORTADORA EN ESPAÑA (a)

Gráfico 1  
PORCENTAJE DE EMPRESAS EXPORTADORAS/IMPORTADORAS DE BIENES Y/O SERVICIOS

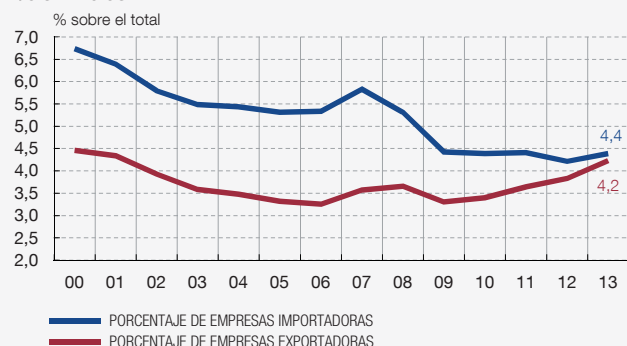
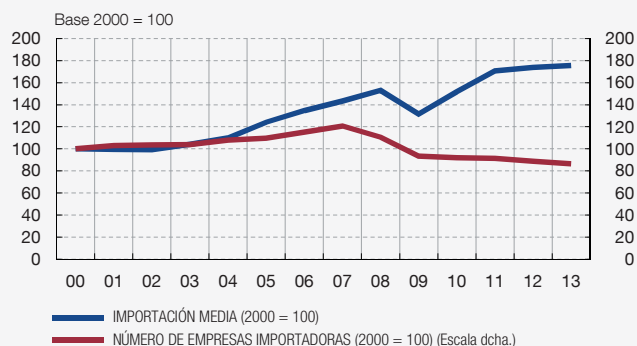


Gráfico 2  
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE IMPORTADORAS Y DEL VOLUMEN IMPORTADO



FUENTE: Banco de España, a partir de SABI-CBI-BP.

a Solo se incluyen aquellas empresas que tienen al menos una transacción por encima de 50.000 euros. El total de empresas de esta muestra se refiere a aquellas para las cuales se tiene información de empleo.

empresas importadoras son también más grandes y productivas que las no importadoras (véase cuadro 1). Asimismo, presentan una menor temporalidad en el empleo y están más capitalizadas. Concretamente, a lo largo de todo el período 2000-2013, el tamaño de las empresas importadoras respecto a las no importadoras era cuatro veces mayor en términos del número de empleados y diez veces superior en términos de la cifra neta de negocios. Sin embargo, estas diferencias han sido significativamente mayores en los años posteriores a la crisis financiera global, cuando la empresa importadora media ha sido hasta siete veces mayor que la no importadora en términos de empleo. Una evolución muy similar se observa en el caso de la cifra neta de negocios, donde la empresa importadora media ha pasado de tener unas ventas siete veces superiores durante la expansión a tener ventas por un importe medio hasta 16 veces mayor en los años de la crisis.

La evidencia anterior se encuentra en línea con la hipótesis discutida en la sección 4.2 de este capítulo, sobre los efectos de composición a escala de empresa, que pueden haber enmascarado el proceso de sustitución de importaciones en el ámbito agregado en la medida en que las empresas importadoras han crecido más en términos relativos. Esta pauta se observa también en el caso de la productividad aparente del trabajo, si bien la empresa importadora presentaba una productividad en torno a un 60 % mayor que la no importadora durante la expansión. Esta diferencia ha aumentado hasta alcanzar el 100 % en los años más recientes. Finalmente, las diferencias tanto en temporalidad como en capitalización han mostrado menos variaciones a lo largo del tiempo, presentando las empresas importadoras un ratio de temporalidad un 40 % menor y de capitalización alrededor de un 80 % mayor.

**Cuadro 1**  
**CARACTERIZACIÓN DE LAS EMPRESAS IMPORTADORAS ESPAÑOLAS**

Mediana	Tamaño de la empresa (a)	Temporalidad en el empleo (b)	Ratio capital físico por trabajador (c)	Cifra de negocio (d)	Productividad en el empleo (e)
<b>2000-2013</b>					
Total empresas					
Importadora	11,0	19,9	16,6	7,8	39,1
No importadora	2,6	33,3	8,9	5,5	23,6
Manufacturas					
Importadora	24,9	16,7	25,1	8,2	39,3
No importadora	4,5	25,0	11,5	5,8	25,1
Servicios					
Importadora	7,0	20,5	12,6	7,5	39,0
No importadora	2,8	30,0	9,8	5,6	22,8
<b>2000-2007</b>					
Total empresas					
Importadora	10,0	22,2	15,0	7,6	35,8
No importadora	3,0	38,5	7,4	5,6	22,4
<b>2008-2013</b>					
Total empresas					
Importadora	15,0	13,3	23,1	8,3	49,9
No importadora	2,2	26,7	10,6	5,5	24,9

FUENTE: Banco de España, a partir de Registro Mercantil, Central de Balances y Balanza de Pagos.

- a El tamaño de la empresa se calcula según el número de empleados.  
b La temporalidad en el empleo se define como el porcentaje que representa el empleo no fijo sobre el total.  
c Calculado como el cociente del inmovilizado material dividido por el número de empleados.  
d Importe neto de la cifra de negocios, en millones de euros, expresada en logaritmos.  
e Calculado como el cociente entre el valor añadido y el número de empleados.

Para cuantificar la importancia relativa de estos factores para explicar la probabilidad de que una empresa española sea importadora, se estima a continuación un modelo de probabilidad lineal que tiene en cuenta la rama de actividad donde opera la empresa. En el cuadro 2 se presentan los resultados de la estimación, donde cada coeficiente representa, dentro de un mismo sector, el impacto sobre la probabilidad de importar que tiene el aumento aislado en un 1 pp de cada variable. Por ejemplo, un aumento de 1 pp en el número de empleados eleva en 5 pp la probabilidad de importar. De acuerdo con los resultados obtenidos, las características que incrementan de forma más significativa la probabilidad de que una empresa pase a ser importadora son, por este orden, el hecho de ser exportadora, el tamaño (aproximado según

el número de empleados) y la productividad aparente del trabajo. En concreto, si la empresa es exportadora aumenta la probabilidad de que también sea importadora en aproximadamente 25 pp. Asimismo, un aumento de 1 pp en el número de empleados o un aumento de 1 pp en la productividad están asociados a aumentos de 5 pp y de 3 pp, respectivamente, en la probabilidad de ser importadora. Por su parte, dicha probabilidad disminuye con la ratio de temporalidad en el empleo y aumenta con la ratio de capital por trabajador, aunque la magnitud de dichos efectos es significativamente menor que el efecto del tamaño, por ejemplo. Distintivamente entre los dos subperíodos pre- y poscrisis, no se observan cambios significativos en los efectos de tamaño, productividad y estatus exportador.

**Cuadro 2**  
**DETERMINANTES DE LA PROBABILIDAD DE IMPORTAR**

	Todas			Empresas en el sector manufacturas	Empresas en el sector servicios
	2000-2013	2000-2007	2008-2013	2000-2013	2000-2013
Tamaño (a)	0,043*** (0,000)	0,051*** (0,000)	0,041*** (0,000)	0,086*** (0,001)	0,038*** (0,000)
Temporalidad del empleo (b)	-0,002*** (0,000)	-0,005*** (0,000)	-0,002*** (0,000)	-0,001** (0,000)	-0,001*** (0,000)
Capital fijo por trabajador (c)	0,008*** (0,000)	0,009*** (0,000)	0,006*** (0,000)	0,020*** (0,000)	0,004*** (0,000)
Productividad (d)	0,028*** (0,000)	0,036*** (0,001)	0,024*** (0,000)	0,046*** (0,001)	0,029*** (0,001)
Dummy exportadora (e)	0,224*** (0,002)	0,255*** (0,003)	0,236*** (0,003)	0,210*** (0,004)	0,202*** (0,004)
Constante	-0,127*** (0,002)	-0,183*** (0,003)	-0,138*** (0,003)	-0,319*** (0,005)	-0,117*** (0,003)
Número de observaciones	1.254.098	613.950	640.148	301.156	661.803
Número de empresas	376.654	244.689	257.932	85.113	208.273
Variables ficticias sector	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Variables ficticias año	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí

FUENTES: CBA-CBB-BP y Banco de España.

NOTAS: \*,\*\*,\*\*\* implican significatividad estadística al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

En este cuadro se recogen los coeficientes de las estimaciones de un modelo de probabilidad lineal, donde la variable endógena toma el valor 1 si la empresa es importadora, y 0 si no lo es. Del sector manufacturas se excluyen de la muestra las empresas en el sector de coquerías y refino de petróleo. En el sector servicios se excluyen servicios financieros y de seguros. Las variables exógenas están expresadas en logaritmos, salvo el estatus exportador. Todas las regresiones incluyen una constante y variables ficticias de sector y de tiempo. Los coeficientes representan la influencia de cada variable sobre la probabilidad de importar, esto es, los efectos marginales evaluados en la media.

- a El tamaño de la empresa se calcula según el número de empleados.
- b La temporalidad en el empleo se define como el porcentaje que representa el empleo no fijo sobre el total.
- c Calculado como el cociente del inmovilizado material dividido por el número de empleados
- d La productividad se calcula como el cociente entre el valor añadido y el número de empleados.
- e Estatus exportador que se determina en función de la exportación de bienes y/o servicios de la empresa.

El nivel de endeudamiento exterior de algunas economías de la UEM, incluida España, es un elemento de vulnerabilidad, dado que cambios en el sentimiento económico de los mercados financieros internacionales podrían generar tensiones en la refinanciación de los pasivos. En todo caso, la vulnerabilidad exterior no solo depende del nivel de endeudamiento exterior de una economía, sino que está condicionada también por un conjunto amplio de factores, tales como su posición cíclica de una economía o las condiciones de financiación. Dada su importancia, la literatura económica ha tratado de construir lo que se denominan «sistemas de alerta temprana de tensiones externas» que permitan identificar umbrales de riesgo de los pasivos exteriores que, en caso de superarse, serían indicadores de un aumento apreciable de la vulnerabilidad de la economía ante turbulencias en los mercados internacionales.

En este recuadro se describe la construcción de un indicador que sigue, en líneas generales, la metodología empleada en Hernández de Cos *et al.* 2014<sup>1</sup>. La construcción del sistema de alerta temprana consta de tres etapas principales. En primer lugar, hay que definir qué se entiende por episodio de turbulencia exterior. La definición empleada comprende no solo impagos de deuda externa o programas de rescate por parte de organismos internacionales, sino que trata de incluir también otros episodios de turbulencia exterior asociados a crisis cambiarias y una acumulación previa muy brusca de desequilibrios exteriores, mecanismo que, por ejemplo, elevó la fragilidad exterior de algunas economías de la UEM durante la anterior

1 Véase P. Hernández de Cos, G. Koester, E. Moral-Benito y C. Nickel (2014), *Signalling fiscal stress in the euro area: a country-specific early warning system*, Documentos de Trabajo, n.º 1418, Banco de España.

Gráfico 1  
EPISODIOS DE TENSIONES EXTERIORES

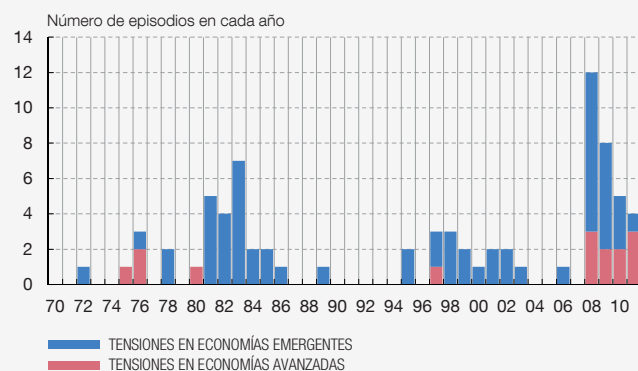


Gráfico 2  
INDICADOR AGREGADO ADELANTADO DE RIESGO DE LOS PAÍSES PERIFÉRICOS



Gráfico 3  
COMPARACIÓN INTERNACIONAL DE LOS UMBRALES PARA LA DEUDA EXTERNA BRUTA

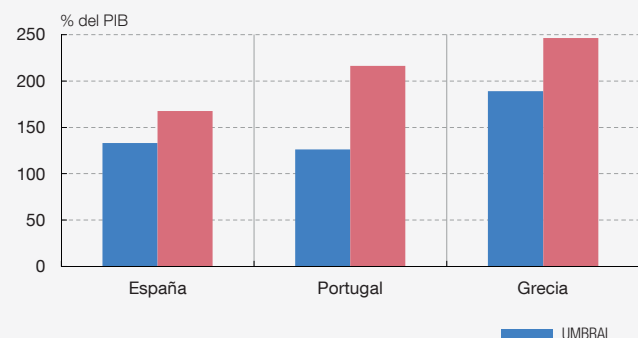
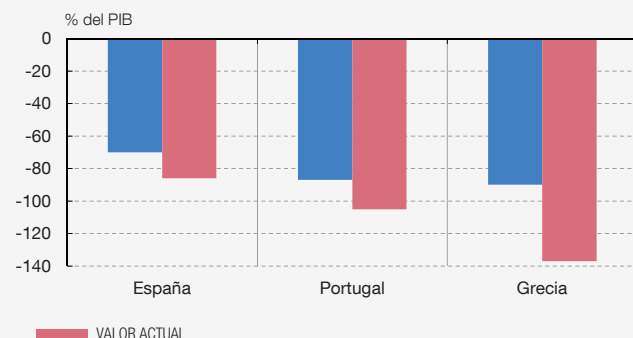


Gráfico 4  
COMPARACIÓN INTERNACIONAL DE LOS UMBRALES DE LA PII NETA



FUENTES: Lane y Milesi-Ferretti (2007), fuentes nacionales y Banco de España.

fase expansiva<sup>2</sup>. Con esta definición se generan 76 episodios de tensión exterior para el período 1970-2011 en 15 economías avanzadas (véanse gráficos adjuntos). A continuación, se procede a la

selección de las variables que afectan significativamente a la probabilidad de que se produzcan dichos episodios. Finalmente, se estiman el indicador agregado de alerta y los denominados umbrales de riesgo para cada variable.

2 Concretamente, siguiendo la literatura [véase L. A. V. Catão y G. M. Milesi-Ferretti (2014), «External liabilities and crises», *Journal of International Economics*, 94, pp. 18-32], se considera que hay un episodio de turbulencia exterior cuando se cumple al menos una de estas condiciones: i) reestructuración de deuda o impago de deuda externa, o recurso a programas de rescate del FMI o de la Comisión Europea; ii) depreciación del tipo de cambio efectivo real en más de un 20 % en un solo año, en un contexto de caída del PIB real (*proxy* de crisis cambiaria), y iii) déficit por cuenta corriente acumulado en los tres años previos que supere al menos el 25 % del PIB, siempre y cuando la PII deudora neta en  $t - 3$  supere el 50 % del PIB.

La elección de los posibles factores determinantes de los episodios de turbulencias externas se realiza a través de un análisis de regresión en el que la variable que se ha de explicar toma el valor 1 en cada episodio de turbulencias externas y 0 en otro caso. Los resultados señalan que el endeudamiento total frente al resto del mundo, tanto en términos brutos como, particularmente, en términos netos, anticipa la probabilidad de que ocurran tensiones exteriores (véase cuadro 1). La composición de este endeudamiento también es relevante, ya que la probabilidad de turbulencias se

**Cuadro 1**  
**ESTIMACIONES PROBIT. PROBABILIDAD DE CRISIS (a)**  
(variables expresadas como porcentaje del PIB y con un retardo de un año.  
Los coeficientes muestran el impacto marginal medio)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Activos exteriores netos	-0,09***	-0,04***	-0,06***					
	(0,01)	(0,01)	(0,02)					
Pasivos exteriores totales					0,01**		0,01**	
					(0,003)		(0,006)	
Deuda externa neta				-0,07***				-0,06**
				(0,02)				(0,03)
Deuda externa bruta						0,01*		
						(0,007)		
Activos netos en inversión exterior directa				0,09***				0,07**
				(0,03)				(0,04)
Pasivos en inversión exterior directa						-0,09**		
						(0,04)		
Balanza por cuenta corriente (media móvil de dos años)		-0,64***	-0,9***	-0,71***		-0,85***		-0,94***
		(0,11)	(0,17)	(0,11)		(0,12)		(0,17)
PIB per cápita relativo a Estados Unidos	-0,07***	-0,07***	-0,06**	-0,1***	-0,11***	-0,09***	-0,14***	-0,13***
	(0,02)	(0,02)	(0,03)	(0,02)	(0,04)	(0,02)	(0,04)	(0,05)
Saldo público			-0,37*					0,3
			(0,21)					(0,26)
Tipos de interés de depósito							0,03***	0,03***
							(0,01)	(0,01)
Número de observaciones	1.547	1.508	762	1.498	1.548	1.507	1.102	619
Wald chi2	130	148	73,7	142	98,2	131,3	98,3	80
Pseudo R2	0,19	0,24	0,34	0,26	0,13	0,24	0,18	0,35

FUENTE: Banco de España.

a El cuadro recoge los coeficientes de las estimaciones de un modelo de probabilidad normal (*Probit*) en el que la variable dependiente es un indicador dicotómico de tensiones exteriores. La muestra cubre 15 economías avanzadas durante el período 1970-2011. Error estándar, entre paréntesis. \*, \*\*, \*\*\* implican significatividad estadística al 10 %, 5 % y 1 %, respectivamente. Las regresiones incluyen *dummies* por años.

incrementa cuando este se materializa a través de pasivos exigibles, mientras que las posiciones deudoras en inversión extranjera directa (IED) no elevarían la vulnerabilidad exterior. Otro factor clave que eleva la probabilidad de turbulencias exteriores es la magnitud del déficit por cuenta corriente, que se traduce generalmente en aumentos del endeudamiento exterior. Finalmente, conforme el grado de desarrollo de una economía es superior, suele presentar menores episodios de turbulencias financieras para un mismo nivel de endeudamiento<sup>3</sup>.

Sobre la base de estos resultados, las variables que se escogen para construir el mecanismo de alerta temprana son la PII, los pasivos exteriores totales, la deuda externa neta y bruta, y el saldo por cuenta corriente<sup>4</sup>. Asimismo, se construye un indicador agregado de alerta que pondera cada variable en función de su poder predictivo y que permite adelantar la aparición de turbulencias<sup>5</sup>. Los umbrales de riesgo son específicos para cada país, con la finalidad de maximizar su poder predictivo [Hernández de Cos *et al.* (2014)].

Según esta metodología, el indicador agregado adelantado de riesgo para los países periféricos de la UEM de la muestra<sup>6</sup> (ponderado en función del peso de cada PIB) repuntó en los años inmediatamente anteriores a la última crisis, conforme se acumulaban

los desequilibrios exteriores en el seno de la zona del euro, y alcanzó su punto álgido en coincidencia con las turbulencias en los mercados soberanos de la UEM, a partir de 2010. En cuanto a los umbrales estimados, cabe destacar que el endeudamiento exterior actual de estas economías se sitúa por encima de dichos umbrales de riesgo, aunque las brechas son de muy diversa magnitud, oscilando entre el 20 % y el 40 % tanto de la PII neta como de la deuda externa bruta. Así, de acuerdo con estas estimaciones, las economías más vulnerables financieramente de la UEM, entre las que se incluiría España por su elevada dependencia financiera del exterior, todavía mantienen un grado de vulnerabilidad significativo ante un hipotético deterioro de los mercados de capitales internacionales.

Los resultados anteriores deben tomarse con las debidas precauciones, dadas las dificultades metodológicas a las que se enfrenta la construcción de estos indicadores. En particular, hay que tener en cuenta que las estimaciones de los umbrales se realizan con un número muy reducido de episodios de crisis, lo que reduce su robustez y su poder predictivo fuera de la muestra que se usa para su estimación. Además, dicha capacidad predictiva disminuye conforme la ventana de predicción es más dilatada en el tiempo.

En todo caso, la convergencia de la PII neta hacia niveles menos vulnerables requerirá la consolidación de una senda sostenida de superávits exteriores, cuya consecución se facilitaría en la medida en que se avance en la adopción de reformas estructurales que refuercen el saneamiento estructural de las cuentas públicas, especialmente en un contexto de envejecimiento de la población, e impulsen la competitividad de nuestra economía promoviendo ganancias genuinas de productividad, la moderación de costes y la reasignación de los factores hacia los sectores y empresas con mayor potencial de crecimiento.

- 
- 3 Estos resultados son robustos a cambios en la definición de episodio de turbulencia.
- 4 Estas variables están disponibles para el conjunto más amplio posible de países y presentan menos problemas de calidad que datos más desagregados.
- 5 El criterio para la elaboración del sistema de alerta consiste en minimizar el error de previsión otorgando un peso relativo más elevado a los falsos negativos, ya que las turbulencias son eventos poco frecuentes.
- 6 Grecia, Portugal y España.

