

# Economía Española

---

## EL SECTOR EXTERIOR TRAS LA INTEGRACIÓN EN EL EURO

---

Ángel Laborda (\*)

### 1. INTRODUCCIÓN

---

El sector exterior de una economía es el reflejo y el resultado de la evolución de esa economía, de sus agregados de demanda, producción y rentas, en su interacción con las economías del resto del mundo. Los flujos reales de exportación e importación son variables dependientes de la demanda doméstica y de la exterior, así como de la evolución de los precios relativos. Los aumentos de estos precios determinan también los niveles nominales de dichos flujos, y sus variaciones relativas suponen transferencias de renta real (relación real de intercambio) al o del resto del mundo, con efectos sobre el gasto y el ahorro internos. Por su parte, los flujos financieros vienen a complementar o contrarrestar los déficit o superávit que originan los flujos de bienes y servicios, determinando todo ello la demanda y oferta de una divisa y, por tanto, su tipo de cambio de mercado, a la vez que influye en los tipos de interés de esa divisa. Las modificaciones de los tipos de cambio y de interés, al alterar los precios relativos y la capacidad de gasto doméstico, devienen, en última instancia, en elementos de ajuste fundamental de los desequilibrios no sostenibles que haya generado una economía. Es, por tanto, obligado, cuando se analiza el sector exterior, tener presente el entorno económico global, nacional e internacional, en que se mueve esa economía.

Obsérvese, por otra parte, que en el esquema anterior el tipo de cambio es la variable fundamental que soporta las tensiones de las fuerzas dispares del resto de variables, a la vez que las afecta recon-

duciéndolas cuando éstas desvían a la economía de su senda de equilibrio sostenible a largo plazo. Sin embargo, desde su integración en la UEM, la economía española ha perdido esta pieza de ajuste y los tipos de interés ya no son endógenos, sino que vienen dados por la situación y evolución de la economía de la zona del euro en su conjunto. Esto supone un cambio estructural de suma importancia, que sin duda está afectando a su comportamiento en los últimos años y que puede hacerlo también a su estructura y potencial de crecimiento a largo plazo. La dimensión de los desequilibrios, el plazo para su corrección o su sostenibilidad, los mecanismos de dicha corrección y su impacto sobre la demanda, la producción, el empleo y las rentas son ahora diferentes.

Valgan estas reflexiones para situar el contexto en que viene moviéndose el sector exterior de la economía española en los últimos años. En base a ello, el siguiente apartado se dedica a describir brevemente el entorno económico internacional y nacional. Posteriormente se analiza la evolución de los flujos corrientes y financieros que recoge la Balanza de Pagos y los factores que la determinan.

### 2. EL ENTORNO ECONÓMICO

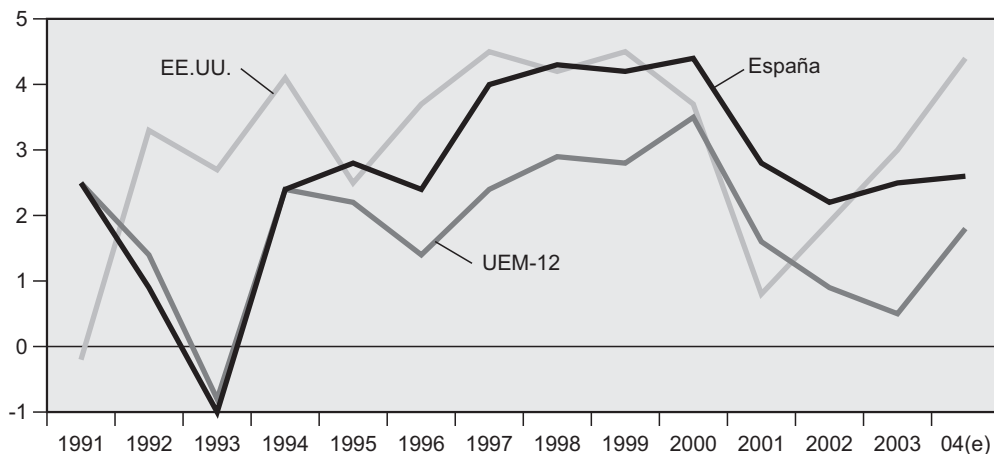
---

#### 2.1. La economía internacional

---

Como puede observarse en el gráfico 1, las grandes áreas económicas mundiales se encuentran en estos momentos en una fase de recupera-

**GRÁFICO 1**  
**PIB: EE.UU., UEM Y ESPAÑA**  
 Variación interanual en porcentaje



Fuente: BEA, Eurostat e INE; para 2004, estimaciones propias.

ción, tras la recesión registrada entre 2001 y 2003. Esta recesión, mucho más suave que la de comienzos de los años noventa, fue el epílogo final de una larga fase expansiva, cuyas características más importantes podrían resumirse en los siguientes puntos. En primer lugar, destaca el fuerte crecimiento de la economía norteamericana, especialmente en el cuatrienio 1997-2000, fruto del avance de los factores productivos trabajo y capital, pero sobre todo de la productividad total de dichos factores, que ha superado ampliamente los registros observados en períodos anteriores y que fundamentalmente puede atribuirse a la incorporación de las nuevas tecnologías y al mayor dinamismo y flexibilidad del sistema productivo tras las reformas estructurales de la década de los ochenta. Frente a ello, en segundo lugar, el ciclo de las economías de la zona del euro ha sido más corto, ya que se inició dos años más tarde, y sobre todo más moderado (el PIB de la zona creció 1,4 puntos por año menos que el de los EE.UU. entre 1994 y 2000), lo que, en sentido contrario a lo señalado para la economía norteamericana, puede atribuirse al retraso tecnológico y a la mayor rigidez de sus sistemas productivos. En tercer lugar, destaca el estancamiento de la otra gran economía mundial, la japonesa, atrapada en problemas estructurales cuyo diagnóstico y, sobre todo, solución han sido lentos e incompletos. Por último, cabe señalar el fuerte surgimiento de ciertas economías asiáticas, entre ellas China e India, como nuevos pivotes de la economía mundial, que si bien supo-

nen nuevas oportunidades para el resto del mundo, dada la magnitud de sus mercados, también plantean nuevos retos de competitividad para las economías avanzadas y para el resto de las emergentes debido a sus ventajas comparativas en costes de producción.

Como sucedió en los primeros años noventa, la economía norteamericana, dando muestras de su mayor flexibilidad y dinamismo, ha vuelto a liderar la recuperación, de forma que en 2003 su PIB creció ya a un ritmo del 3 por 100 y alcanzó el 4,4 por 100 en 2004. En la segunda mitad de este último año se observó una cierta ralentización hacia tasas del orden del 3,5 por 100, que es lo que se espera para 2005 y que es más sostenible a medio plazo. El gran pero de la corta duración de la fase recesiva y la fulgurante recuperación posterior es que los grandes desequilibrios generados en la etapa anterior de expansión no sólo no han disminuido sino que han aumentando, de forma que su déficit de balanza de pagos por cuenta corriente habrá alcanzado en 2004 una cifra cercana al 5,5 por 100 del PIB. Este déficit y las dudas sobre su sostenibilidad a medio plazo están provocando el debilitamiento del dólar, especialmente y de forma asimétrica frente al euro, dado que la mayoría de países asiáticos o bien intervienen en los mercados de cambio para aminorar la apreciación de sus divisas (caso de las autoridades japonesas) o bien las mantienen ancladas al dólar, lo que requiere controles de capital y compras ingentes de dólares

por sus bancos centrales. Esto explica, por otra parte, que el dólar no se haya depreciado más y que los tipos de interés que los ahorradores mundiales exigen a los EE.UU. no hayan aumentado hasta el momento.

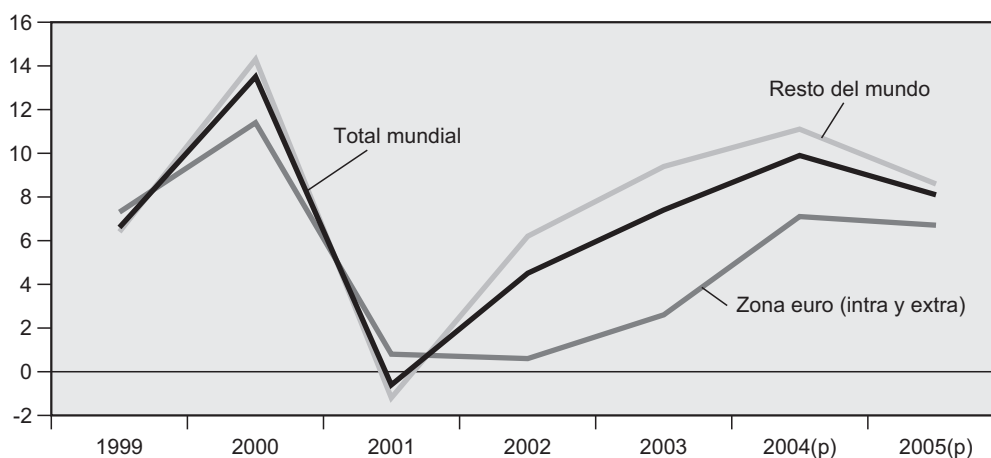
En la zona euro la recuperación se ha producido con casi dos años de retraso respecto a los EE.UU., lo que, en un primer momento, se debió a la debilidad de la demanda interna y, cuando ésta empezó a recuperarse, al efecto negativo de la apreciación del euro sobre el crecimiento de las exportaciones. También en la segunda mitad de 2004 se ha producido una moderación del ritmo de avance del PIB, si bien, parece que temporalmente, de forma que para 2005 se espera mantener o mejorar ligeramente la tasa del 1,8 por 100 estimada para 2004.

La recesión o fuerte desaceleración del PIB de los países desarrollados provocó una brusca caída del comercio internacional en 2001, pero la posterior recuperación del primero ha traído también una rápida expansión del segundo hasta tasas del orden del 9 por 100 en términos reales en 2004 (8,5 por 100 según las previsiones de la OMC y 9,8 por 100 según la Comisión Europea). Ahora bien, no todos los mercados han disfrutado de la misma con igual intensidad, correspondiendo obviamente los crecimientos más moderados a la zona del euro, cuyas importaciones en los tres últimos años han aumentado varios puntos porcen-

tuales menos por año que las del resto del mundo, como puede observarse en el gráfico 2. Esto es importante para valorar el comportamiento de las exportaciones españolas en estos años, dado que las destinadas a la zona del euro suponen el 60 por 100 del total.

Por lo que respecta a los precios, la inflación se ha mantenido contenida en los países desarrollados en los últimos años, con aumentos del deflactor del PIB en torno al 2 por 100 en los EE.UU. y la zona del euro y caídas en Japón. A ello han contribuido la moderación de los costes laborales, los aumentos de la productividad y la creciente competencia internacional. La variación de los precios del comercio internacional ha estado condicionada, además de por la demanda y la oferta, por los bruscos movimientos del dólar (apreciación del 46 por 100 entre 1995 y 2001 frente al euro y depreciación posterior del 30 por 100 hasta nuestros días). Como se observa en el gráfico 3, la apreciación del euro se ha traducido en caídas de los precios, expresados en euros, de las materias primas no energéticas y del petróleo entre 2001 y 2003 y ha amortiguado considerablemente las fuertes subidas de estos productos durante 2004. Merecen especial atención las importantes caídas de los precios en euros de las manufacturas comercializadas internacionalmente, lo que ha supuesto para los exportadores europeos un reto importante de competitividad, que en gran medida se ha traducido en la caída de sus márgenes.

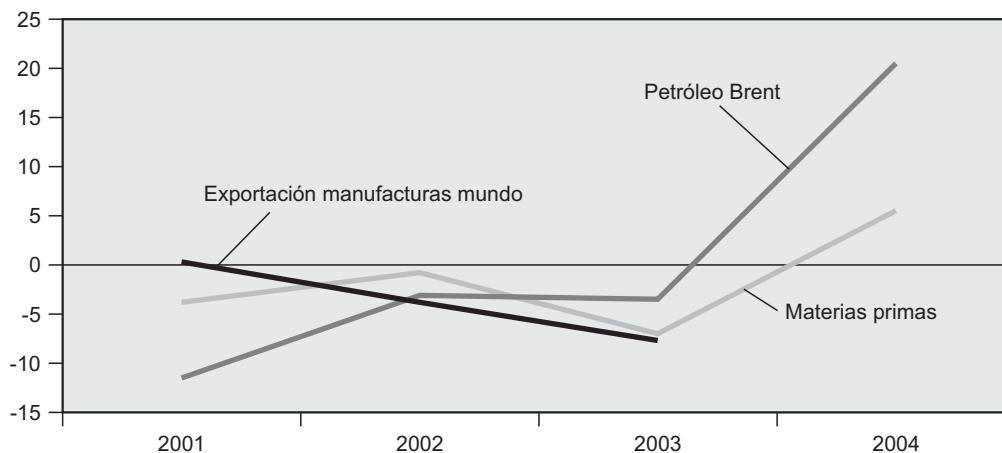
**GRÁFICO 2**  
**IMPORTACIONES DE BIENES EN VOLUMEN**  
Variación anual en porcentaje



Fuente: Comisión Europea (previsiones económicas, otoño 2004).

**GRÁFICO 3  
PRECIOS INTERNACIONALES EN EUROS**

Variación anual en porcentaje



Fuente: OMC, The Economist y elaboración propia.

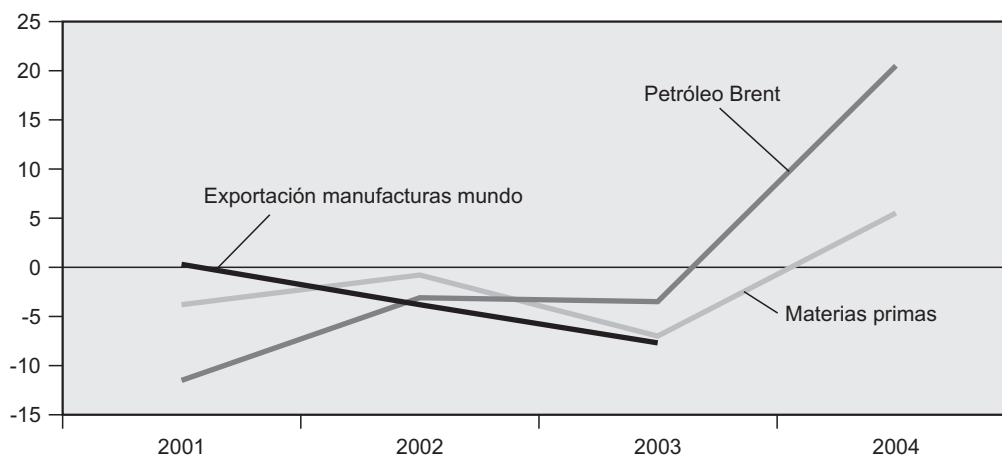
## 2.2. La economía española

En cuanto a la economía española, también registró, como el resto de la economía mundial, una notable desaceleración de su crecimiento a partir de 2001, si bien llama la atención que dicha desaceleración haya sido de mucha menor intensidad que en la zona del euro. En el gráfico 4 se muestra una aproximación a los ciclos español y de dicha

zona a partir del llamado *output gap*, obtenido como la desviación entre los valores del PIB observado y los tendenciales. Como puede observarse, la volatilidad cíclica de la economía española ha sido mayor tradicionalmente, con desviaciones respecto a su tendencia superiores tanto en las fases expansivas como en las recesivas, excepto en el último ciclo. Teniendo en cuenta que los desequilibrios económicos, fundamentalmente el de la balan-

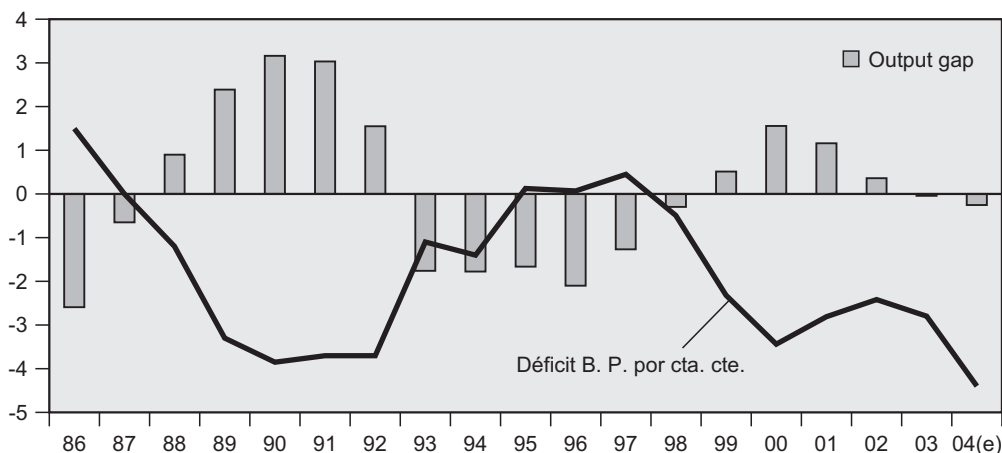
**GRÁFICO 4  
LOS CICLOS EN ESPAÑA Y LA UEM**

*Output gap* en porcentaje del PIB tendencial



Fuente: Elaboración propia (PIB tendencial Hodrick-Prescott 30).

**GRÁFICO 5**  
**OUTPUT GAP Y DÉFICIT POR CUENTA CORRIENTE**  
 Porcentajes del PIB



*Nota:* El *output gap* se obtiene por diferencia entre el PIB observado y el tendencial. Para obtener este último se utiliza el filtro de Hodrick-Prescott con un valor de lambda de 30.

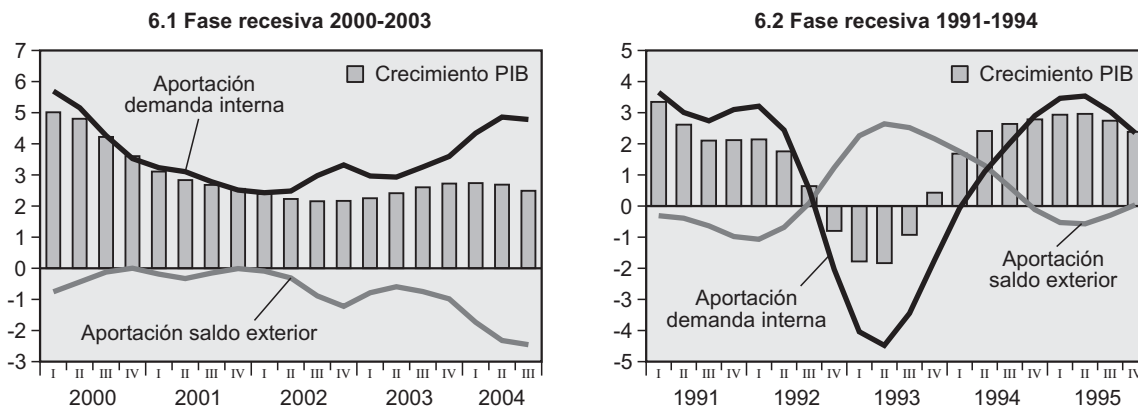
*Fuente:* INE, Banco de España y elaboración propia. Estimaciones FUNCAS para 2004.

za de pagos por cuenta corriente, guardan una estrecha relación con las desviaciones cíclicas (véase gráfico 5), esto, en principio, debería haberse traducido en menores déficit de balanza de pagos que en ciclos anteriores. Ello fue así en cierta medida durante la fase expansiva, pero no lo ha sido en los últimos años de desaceleración del PIB, en los que dicho déficit, lejos de corregirse como hubiera sido de esperar, se ha ampliado hasta máximos históricos.

La respuesta a esta incoherencia cíclica hay que buscarla, en primer lugar, en el patrón de crecimiento que ha registrado la economía española durante estos años y su relación con el que ha seguido el resto del mundo, muy especialmente las economías de la zona del euro. A este respecto, cabe señalar que, en contra de lo que ha sido usual en otros ciclos, la recuperación en España se ha iniciado con casi un año de adelanto respecto a la zona del euro. Este hecho, unido a que la desaceleración durante 2001 y 2002 fue menor en España, ha provocado la ampliación del diferencial de crecimiento con dicha zona respecto a la tendencia histórica, hasta situarse en dos puntos en 2003. Si esta ampliación del diferencial hubiera sido de carácter estructural, es decir, que se hubiera basado en un aumento del potencial de crecimiento sostenible a largo plazo de la economía española, no hubiera tenido efectos cíclicos sobre el déficit de la cuenta corriente. Pero, no ha sido así.

El gráfico 6 compara la composición del crecimiento del PIB durante la fase recesiva del último ciclo y los inicios de la recuperación actual y la que tuvo lugar en iguales momentos del ciclo anterior, que puede tomarse como representativo del patrón cíclico histórico de la economía española. En 1992-1993 se produce una brusca caída de la demanda interna que arrastra a la baja a las importaciones, lo que cambia de negativa a positiva la contribución del saldo exterior al crecimiento del PIB. Esta contribución no llega a compensar, sin embargo, la caída de la demanda interna y el PIB disminuye un 1 por 100 en 1993, dos décimas más que la media de la zona del euro. En dicho año el consumo privado llegó a caer un 2,2 por 100, la formación bruta de capital (FBC), un 14 por 100 y las importaciones, un 5,2 por 100, al tiempo que las exportaciones crecían un 8,5 por 100. Durante 2001-2002 la demanda interna ralentizó su crecimiento, pero éste se mantuvo cercano al 3 por 100. Por encima de esta tasa crecieron el consumo privado y el público y por debajo, pero sin registrar signo negativo, la FBC. Dentro de ésta, la construcción siguió creciendo por encima del 5 por 100 y sólo el componente de bienes de equipo registró tasas negativas, si bien de mucha menor entidad que las observadas en 1992-1993. Las exportaciones acusaron la recesión de los mercados exteriores y su crecimiento cayó bruscamente hasta una modesta tasa del 1,2 por 100 en 2002. También se desaceleraron notablemente las importaciones, pero el

**GRÁFICO 6**  
**COMPORTAMIENTO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN LOS DOS ÚLTIMOS CICLOS**  
 Variación interanual en porcentaje y aportación en puntos porcentuales, ciclo-tendencia



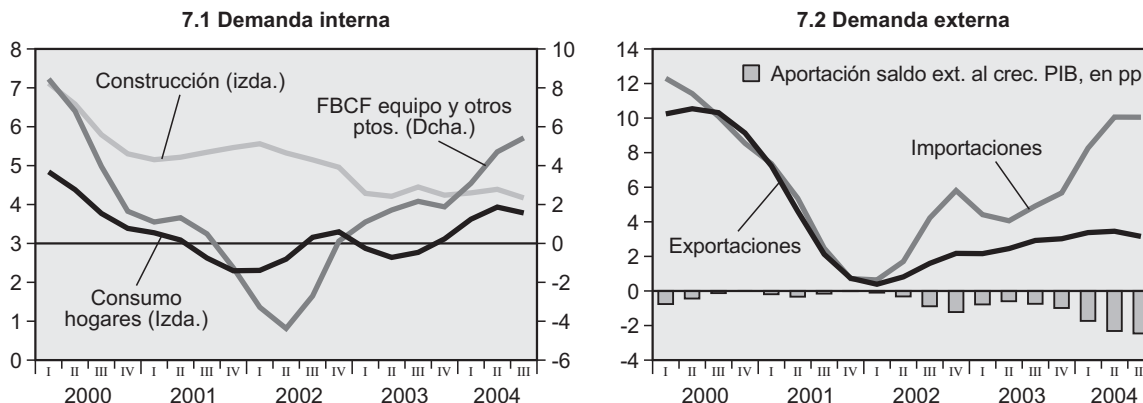
Fuente: INE (Contabilidad Nacional Trimestral).

saldo exterior mantuvo una contribución negativa, aunque inferior a la de los años anteriores de expansión. El crecimiento del PIB bajó al 2,2 por 100 en 2002, 1,4 puntos porcentuales por encima de la zona del euro.

La fase de recuperación se inicia en 2003, de forma adelantada en el tiempo, como se ha señalado, a la de la zona del euro y en base a un renovado dinamismo de la demanda interna. La FBC en equipo empieza a recuperarse y el consumo de los hogares se acelera, al tiempo que la construcción

y el consumo público mantienen su elevado ritmo, todo lo cual arrastra al alza a las importaciones, mientras que las exportaciones siguen acusando la debilidad de los mercados europeos. Como consecuencia, la aportación del saldo exterior se va haciendo más negativa (gráfico 7). Estas tendencias se intensifican en el año 2004, para el que, a falta de los datos del cuarto trimestre, se estima un crecimiento de la demanda interna del 4,2 por 100 (un punto más que en 2003 y cercano al de los años de fuerte crecimiento del PIB) y una aportación negativa del saldo exterior de 1,7 puntos porcen-

**GRÁFICO 7**  
**EVOLUCIÓN DE LOS COMPONENTES DEL PIB**  
 Variación interanual en porcentaje



Fuente: INE (Contabilidad Nacional Trimestral).

tuales (superior al de los años 1998-1999). El PIB apenas crecerá una décima más que en 2003. Es decir, sólo la décima parte del mayor crecimiento de la demanda interna en 2004 respecto a 2003 se traducirá en mayor crecimiento del PIB, el resto se filtrará hacia mayores importaciones netas.

Las causas de la resistencia de la demanda interna durante la fase de desaceleración y su pronta recuperación posterior han sido señaladas en varias ocasiones en artículos del autor en estas páginas. La más importante, el impulso de una política monetaria excesivamente relajada para las necesidades coyunturales y estructurales de la economía española. Baste recordar que en los años 1992-1993 los tipos de interés reales a corto plazo se situaron por encima del 6 por 100 y los tipos a largo (deuda pública), en torno al 5 por 100. En 1994, los primeros bajaron al 3 por 100, pero los últimos permanecieron más o menos estables. En los países de la actual zona del euro los tipos reales se situaban en aquellos años entre dos y tres puntos por debajo de los españoles. En cambio, durante 2001-2004 los tipos a corto reales se han situado en España en cifras negativas y los de largo, entre el 1 y el 1,5 por 100, en ambos casos un punto por debajo de los europeos. Los bajos tipos de interés explican en lo fundamental el fuerte ritmo de expansión del crédito a empresas y sobre todo a familias, no sólo por el abaratamiento en sí mismo, sino porque han permitido alargar sustancialmente los plazos de amortización de los préstamos y reducir las cuotas, ampliando, así, el número de hogares con capacidad económica para acceder al crédito. La financiación a las familias, que a finales de 2001 crecía a un ritmo anual del 12,3 por 100, crece a finales de 2004 casi al 20 por 100. Asimismo, su endeudamiento ha pasado de poco más del 46 por 100 de la renta bruta disponible en 1995 al 100 por 100 en el tercer trimestre de 2004, unos 20 puntos por encima de la media de la zona euro. El destino principal de este endeudamiento es la financiación de la compra de viviendas, actividad que se ha constituido en uno de los pilares básicos del sostenimiento del PIB y del empleo en los años de desaceleración del crecimiento e inicio de la recuperación.

En este nuevo contexto monetario, la política fiscal no ha jugado el papel restrictivo que le hubiera correspondido para lograr la combinación de políticas macroeconómicas necesaria para mantener la inflación alineada con la zona del euro. Ciertamente, el saldo presupuestario del sector público pasó de un déficit del 0,9 por 100 del PIB

en 2000 a un superávit del 0,4 por 100 en 2003, pero las dos terceras partes del ajuste provinieron de la disminución de los intereses de la deuda y el resto de los aumentos de los ingresos ligados en buena parte al boom inflacionista de la vivienda, mientras que los gastos que afectan de forma directa a la demanda agregada de la economía, los de consumo y de inversión, aumentaron todos estos años varios puntos por encima del PIB, ejerciendo un efecto impulsivo. Al mismo tiempo, las rebajas fiscales de 1999 y 2003 han alentado el consumo de los hogares, al percibirse por los mismos como permanentes.

Uno de los efectos más visibles de la combinación expansiva de políticas macroeconómicas es la caída de la tasa de ahorro de los hogares en España a mínimos históricos. Esta tasa cayó ininterrumpidamente entre 1995 y 2001, lo cual es en parte normal en función de su comportamiento anticíclico, pero apenas se ha recuperado posteriormente. En la zona del euro también cayó hasta 2000, pero en menor medida. Como consecuencia, la tasa europea se situó en 2003 3,7 puntos porcentuales por encima de la española, cuando en 1995 la diferencia era de unos dos puntos.

Junto a los factores de demanda en España y en el resto del mundo, que son los que explican en su mayor parte el comportamiento de los flujos comerciales con el exterior, también la evolución de los precios relativos ha contribuido al desequilibrio, en cuanto que su comportamiento no ha sido neutro. Tal hubiera sido el caso si la inflación en España se hubiera mantenido en los mismos términos que en el resto del mundo y si el tipo de cambio no se hubiera modificado, en definitiva, si el tipo de cambio real se hubiera mantenido constante. Sin embargo, desde 1999, año en el que desaparece la peseta y el tipo de cambio nominal queda definitivamente anclado al euro, los diferenciales de inflación de precios y costes laborales con la zona euro se han mantenido entre uno y dos puntos porcentuales por año, según el indicador que se utilice. Mención especial merece el aumento de los costes laborales relativos en el sector productor de manufacturas —sector exportador por excelencia que compite a escala mundial— y el encarecimiento de los precios del turismo, que supone casi un 20 por 100 de las exportaciones de bienes y servicios. Hasta 2001, estos diferenciales pudieron ser asumibles para las empresas teniendo en cuenta que la peseta se integró en el euro infravalorada y que éste mantuvo en sus tres primeros años de existencia una tendencia a la baja, pero



en los últimos años aquella ventaja inicial ha podido desaparecer ya y el euro se ha apreciado, lo que sin duda ha dañado de forma significativa la capacidad competitiva de la economía española.

### 3. LAS CIFRAS DEL DESEQUILIBRIO EXTERIOR

El fuerte ajuste de la demanda de importaciones durante la recesión de 1992-1993 y las devaluaciones de la peseta entre 1992 y 1995 lograron restablecer el equilibrio de la balanza de pagos, pasando de un déficit por cuenta corriente del 3,9 por 100 del PIB en 1990 a un superávit del 0,5 por 100 en 1997 (gráfico 5). Al acelerarse el ritmo de crecimiento a partir de ese año, la balanza vuelve de nuevo a desequilibrarse alcanzando un nuevo déficit del 3,4 por 100 en 2000. En los años posteriores de desaceleración del crecimiento, se inicia

un atisbo de mejora, que se interrumpe en 2003, dando paso a un fuerte aumento en 2004 hasta una cifra estimada del 4,4 por 100 del PIB. En el apartado anterior ya se comentó la anomalía de este deterioro de la cuenta corriente en los dos últimos años al tiempo que el *output gap* pasaba a cifras negativas tras cuatro años en los que el PIB crece por debajo de la tendencia de largo plazo.

En el cuadro 1 se presentan los grandes números, expresados en porcentaje del PIB, de la balanza de pagos por cuenta corriente y de capital desde 1986 a nuestros días. Desde una perspectiva histórica, llama la atención el fuerte avance de las exportaciones e importaciones de bienes, cuyo peso en el PIB ha aumentado 7,5 y 11 puntos porcentuales, respectivamente, entre 1986 y 2004. Si tomamos cifras a precios constantes para el conjunto de bienes y servicios (más significativas a estos fines, pues así se elimina el efecto del menor

CUADRO 1  
BALANZA DE PAGOS  
Porcentajes del PIB

	1986	1990	1993	1997	2000	2001	2002	2003	2004 (E)
<b>Cuenta corriente y capital:</b>									
1. Exportaciones (FOB) .....	11,5	12,1	12,4	19,0	20,6	20,1	19,4	18,9	18,9
2. Importaciones (FOB) .....	14,3	18,5	15,4	21,4	26,8	25,7	24,4	24,0	25,4
3. SALDO COMERCIAL FOB-FOB .....	-2,7	-6,4	-3,0	-2,4	-6,2	-5,6	-5,0	-5,1	-6,4
4. Saldo de servicios (exc. turismo) .....	0,2	-0,5	-0,7	-0,4	-0,6	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3
5. Saldo de turismo y viajes .....	4,4	3,1	3,0	4,0	4,6	4,6	4,1	4,0	3,7
6. SALDO DE BIENES Y SERVICIOS .....	1,9	-3,8	-0,6	1,2	-2,2	-1,4	-1,1	-1,4	-3,0
7. Saldo de rentas .....	-0,8	-0,8	-0,7	-1,2	-1,5	-1,7	-1,6	-1,4	-1,5
8. Saldo de transferencias corrientes .....	0,5	0,6	0,3	0,5	0,3	0,3	0,3	0,0	0,1
9. SALDO CUENTA CORRIENTE .....	1,5	-3,9	-1,1	0,5	-3,4	-2,8	-2,4	-2,8	-4,4
10. Saldo cuenta capital .....	0,0	0,3	0,6	1,1	0,8	0,9	1,1	1,2	1,1
11. SALDO CORRIENTE Y CAPITAL (1) .....	1,5	-3,6	-0,5	1,6	-2,6	-2,0	-1,3	-1,6	-3,3
<b>Cuenta financiera:</b>									
12. VARIACIÓN DE ACTIVOS (2) .....	Nd	3,9	16,1	5,5	22,2	14,0	13,6	13,9	—
12.1. Inversiones españolas directas .....	Nd	0,8	0,6	2,2	9,7	5,7	4,8	2,8	—
12.2. Inversiones españolas en cartera .....	Nd	0,3	1,3	2,9	10,7	7,7	4,4	8,8	—
12.3. Otro capital .....	Nd	2,9	14,1	0,3	1,9	0,6	4,3	2,3	—
13. VARIACIÓN DE PASIVOS (2) .....	Nd	8,8	16,6	7,1	26,4	14,4	15,9	16,5	—
13.1. Inversiones extranjeras directas .....	Nd	3,0	1,9	1,1	6,7	4,8	5,5	3,0	—
— de ellas, en inmuebles .....	Nd	0,5	0,1	0,3	0,6	0,7	0,9	0,9	—
13.2. Inversiones extranjeras en cartera .....	Nd	2,2	10,9	2,2	10,4	4,7	5,3	4,8	—
13.3. Otro capital .....	Nd	3,6	3,8	3,7	9,3	5,0	5,2	8,6	—
14. Derivados financieros (neto) .....	Nd	0,0	-0,6	0,0	0,3	-0,1	-0,7	-0,5	—
15. Variación reservas y otros activos BE .....	Nd	-1,5	1,0	-2,2	-1,0	2,7	0,5	0,2	—
16. Errores y omisiones .....	Nd	0,2	-0,4	-1,0	-0,9	-1,1	-0,8	-0,7	—
<b>Pro memoria:</b>									
PIB, millardos de euros .....	201,1	280,5	381,7	494,1	610,5	653,9	698,6	744,8	792,9

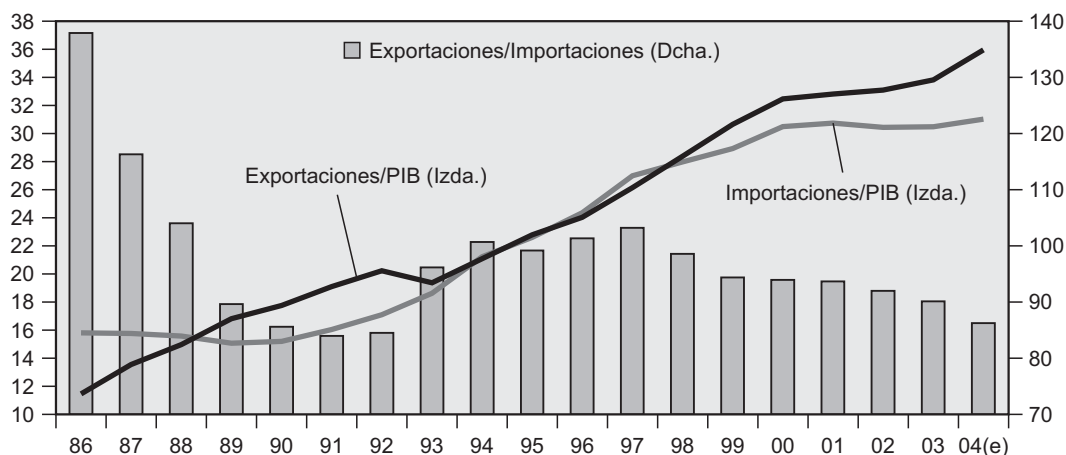
(1) Equivale a la capacidad (+) o necesidad (-) de financiación frente al resto del mundo.

(2) Excluido el Banco de España.

Fuente: Banco de España. Para 2004, estimación FUNCAS.



**GRÁFICO 8**  
**EXPORTACIONES, IMPORTACIONES Y PIB**  
 (Precios constantes de 1995), en porcentajes



Fuente: INE (Contabilidad Nacional de España).

crecimiento de los precios del comercio exterior respecto a los del PIB), el avance es mayor, como puede verse en el gráfico 8. Las exportaciones ha doblado su peso y las importaciones lo han multiplicado por tres. También es destacable el hecho de que desde finales de los ochenta, y salvando breves períodos entre 1994 y 1997, las primeras siempre han sido inferiores a las segundas, lo que significa que, más allá del componente cíclico, existe un déficit estructural. Este déficit se produce fundamentalmente en la balanza de bienes, históricamente deficitaria, que el también histórico superávit de servicios turísticos no logra compensar. El déficit de bienes y servicios se ve agrandado por el de la balanza de rentas, que presenta tradicionalmente un saldo deficitario, reflejando la posición neta deudora de España frente al resto del mundo, al haber sido España un país tradicionalmente receptor neto de capitales. En conjunto, la balanza corriente presenta desde los últimos años ochenta saldos deficitarios persistentes, con la excepción de unos pequeños superávits en el período 1995-1997. En cuanto a la cuenta de capital, compuesta fundamentalmente por las transferencias de los fondos estructurales de la UE, su importancia ha sido creciente hasta alcanzar un superávit superior al 1 por 100 del PIB en los últimos años, lo que ha permitido financiar un tercio del déficit corriente. Cabe añadir que la previsible reducción de estas transferencias a partir de 2007, así como de las corrientes a causa de la mayor aportación española al presupuesto de la UE y del aumento de las remesas

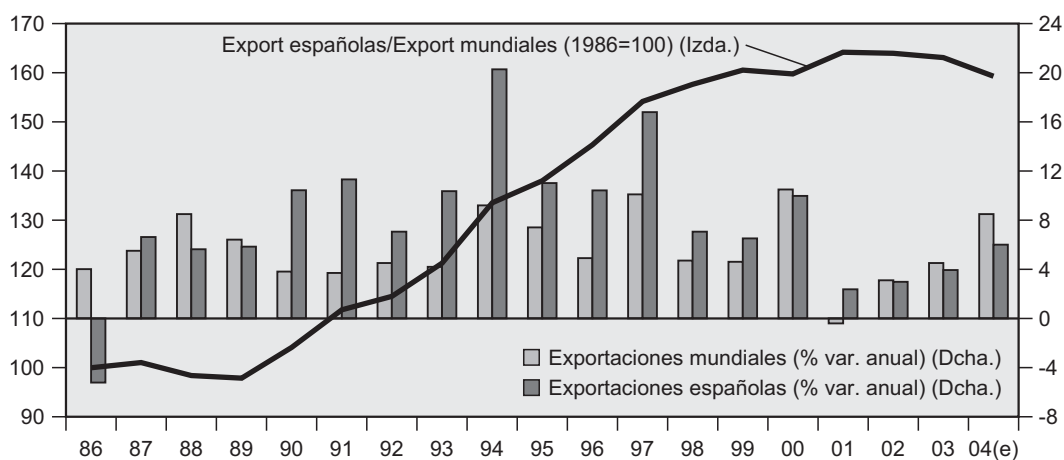
al exterior de los inmigrantes, supondrá un elemento adicional de deterioro estructural de déficit corriente y de capital (necesidad de financiación frente al resto del mundo) en el próximo futuro.

Centrando la atención en los dos últimos años, se observa un aumento del déficit por cuenta corriente de dos puntos porcentuales del PIB, desde el 2,4 por 100 en 2002 hasta el 4,4 por 100 en 2004. El 70 por 100 de dicho aumento corresponde a la balanza comercial y el resto a la disminución de los superávits de servicios turísticos y, en menor medida, de transferencias corrientes. Por lo que respecta al déficit comercial, entre 2002 y 2004 ha aumentado casi un 50 por 100. Una pequeña parte de su aumento, en torno al 15 por 100, se explica por un deterioro de la relación real de intercambio, es decir por un aumento de los precios de las importaciones mayor que el de las exportaciones, que ha tenido su origen fundamentalmente en el aumento de los precios del petróleo y otras materias primas. Este efecto ha sido relativamente de escaso impacto debido a la apreciación del euro frente al dólar en estos dos años (un 31,5 por 100 tomando cotizaciones medias anuales). La gran parte, por tanto, del aumento del déficit comercial corresponde a los flujos reales de mercancías. Las exportaciones reales aumentaron, según la contabilidad nacional, un 3,9 por 100 en 2003 y en torno al 6 por 100 en 2004, mientras que las importaciones lo hicieron un 5,2 y un 10,5 por 100, respectivamente.

Desde el año 2000, con la excepción de 2001, las exportaciones españolas de mercancías en términos reales vienen creciendo por debajo del comercio mundial, según los datos publicados recientemente por la Organización Mundial del Comercio (OMC, Estadísticas del comercio internacional, 2004), lo cual no sucedía desde los últimos años ochenta (gráfico 9). Ello supone una pérdida de cuota de mercado mundial en términos reales, que es la medida más significativa, pues la medición en términos nominales y en dólares, que es una forma usual de medir las cuotas de mercado, se ven sesgadas por los bruscos cambios en el tipo de cambio del dólar (la depreciación de éste en los últimos tres años aumenta el valor en dólares de las exportaciones de la zona euro, lo que hace que aparentemente esta zona gane cuota). Ya unos años antes de 2000 se observa una ralentización de la tendencia creciente que venía experimentando la cuota de mercado española desde 1990. Otra forma de ver la cuestión es la representada en el gráfico 10, donde se muestra el crecimiento de las exportaciones españolas, del comercio mundial y la ratio entre ambos, es decir, la elasticidad aparente (media ponderada de la elasticidad renta y la elasticidad precio) de las exportaciones respecto al comercio mundial. Dicha elasticidad se situó entre 1987 y 1986 en un valor medio de 1,84, mientras que entre 1997 y 2004 ha descendido a 1,15, con una tendencia a la baja que la ha llevado por debajo de la unidad desde 2000 (excepción hecha de 2001).

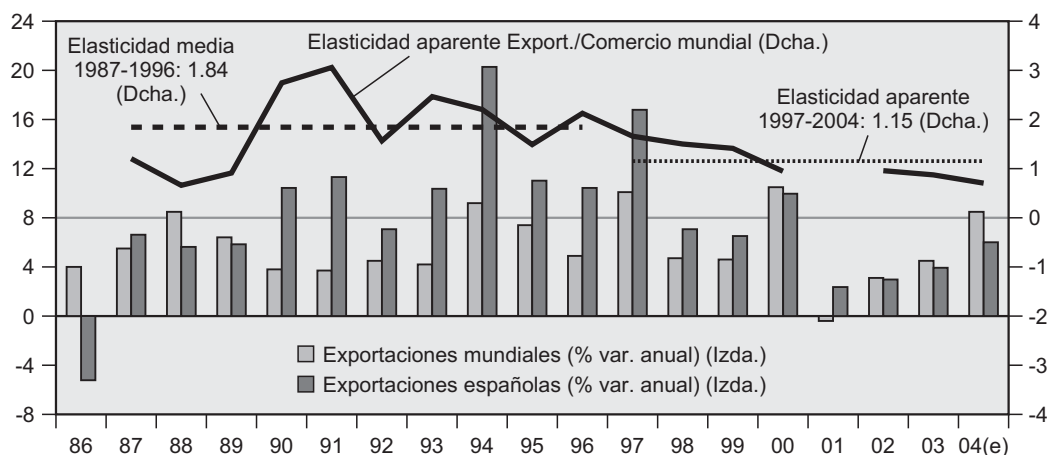
Entre las causas que pueden explicar esta disminución del potencial exportador español, cabe citar, en primer lugar, el hecho, ya señalado en el apartado anterior, de que las mismas van destinadas en un 60 por 100 a la zona euro, cuyos mercados han crecido estos últimos años notablemente por debajo de la economía y el comercio mundiales (véase gráfico 2). Además, las exportaciones españolas se concentran en productos y mercados maduros, de tecnología media y media-baja (automóviles, textil, calzado, productos agrícolas), que registran las menores tasas de crecimiento en el comercio mundial y que sufren una fuerte competencia de los países emergentes. Un tercer factor es la pérdida de competitividad por la apreciación del euro, que sería común a todos los países de la zona, pero que puede afectar en mayor medida a España en cuanto que la competitividad de sus productos depende en mayor medida de los precios. Esta pérdida de competitividad puede considerarse coyuntural, ya que a largo plazo los tipos de cambio no pueden permanecer alejados de sus valores de equilibrio. Sin embargo, también la competitividad se ha visto deteriorada —de forma estructural, en cuanto que ya no puede ser repuesta por modificaciones del tipo de cambio— por el persistente diferencial de inflación entre España y la zona del euro, como también se ha comentado en el apartado anterior. De todos estos factores, la mayoría son de naturaleza estructural, por lo que no es posible que, sin cambios que afecten a las estructuras (entre ellas, mayor atención a la innovación, cali-

GRÁFICO 9  
COMERCIO MUNDIAL Y EXPORTACIONES ESPAÑOLAS  
En volumen



Fuente: OMC (Estadísticas del Comercio Internacional, 2004) e INE.

GRÁFICO 10  
**COMERCIO MUNDIAL Y EXPORTACIONES ESPAÑOLAS**  
 En volumen



Fuente: OMC (Estadísticas del Comercio Internacional, 2004) e INE.

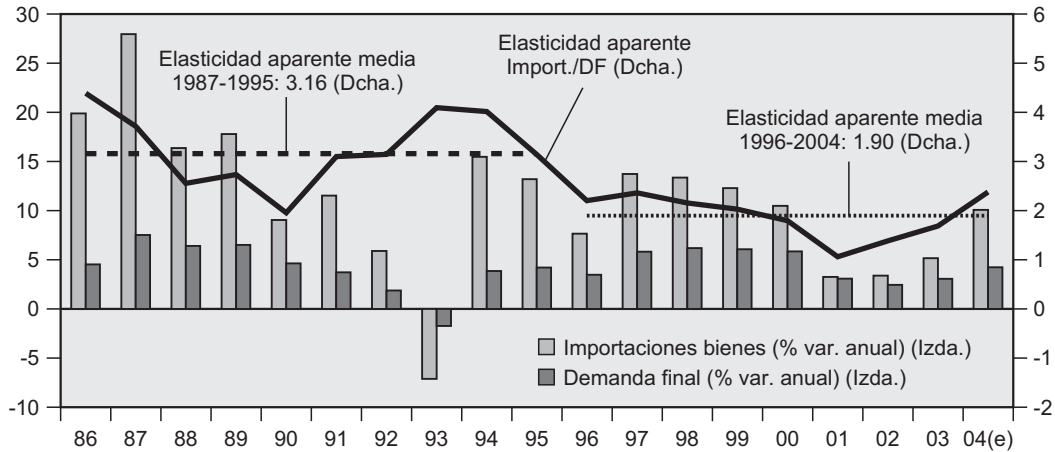
dad de los productos, políticas comerciales y aumentos de la productividad que contengan los costes laborales unitarios), las exportaciones alcancen el dinamismo de épocas pasadas y mantengan su parte de cuota en el mercado mundial. Muchas de estas observaciones son igualmente válidas para las exportaciones de servicios turísticos, con resultados en los últimos años muy por debajo de los históricos, lo que, conjugado con el ascenso del turismo español en el exterior, ha provocado una disminución del superávit turístico desde el 4,6 por 100 del PIB en 2001 al 3,7 por 100 en 2004.

También la elasticidad aparente de las importaciones respecto a la demanda final (demanda interna más exportaciones) parece haber sufrido un cambio estructural a la baja en los últimos nueve años respecto a los nueve anteriores (gráfico 11). En buena medida ello se explica por un efecto de maduración tras el rápido avance de las importaciones en la década posterior a la apertura de la economía española que se produjo con su ingreso en el entonces Mercado Común en 1986. Sin embargo, dicha elasticidad se mantiene en valores elevados (1,9 como media de 1996 a 2004) y notablemente por encima del correspondiente a las exportaciones, y en los tres últimos años ha invertido la tendencia a la baja que mostró en los años anteriores. Sus fluctuaciones desde 1996 vienen explicadas en buena medida por las variaciones del tipo de cambio, vía elasticidad precio (la depreciación de la peseta/euro entre 1995 y 2001 las

frenó y la apreciación posterior las estimula). Pero también, al igual que en el caso de las exportaciones, confluyen elementos estructurales en el avance de esta ratio en los últimos años, entre ellos, el ya mencionado diferencial de inflación entre España y la zona euro, el escaso desarrollo productivo de sectores de nuevas tecnologías y la competencia de los países emergentes, que provoca la pérdida de producción nacional o su deslocalización. Las elevadas importaciones de 2004 pueden constituir un fenómeno atípico, pero también, ser el prelude de un aumento de la propensión a importar de la economía española. Si esto fuera así, y dados los escasos instrumentos a corto plazo de los responsables nacionales de la política económica, el déficit corriente podría ir a más, superando todos los registros históricos. Desde otro punto de vista, esto significaría que el potencial de crecimiento sostenible a largo plazo de la economía española se habría reducido.

El déficit por cuenta corriente es el saldo entre los ingresos y los pagos del/al exterior, pero también, la diferencia entre el ahorro y la inversión (FBC) de una economía. El gráfico 12 muestra la evolución de ambas variables. Desde 1995, y rompiendo las oscilaciones cíclicas de la década anterior, el ahorro se ha mantenido prácticamente estable en torno al 22,5 por 100 del PIB. Es, por tanto, el aumento de la tasa de inversión a partir de 1998 el que origina el déficit. Durante los años de desaceleración 2001 y 2002 se produjo una caída de

**GRÁFICO 11**  
**ELASTICIDAD APARENTE IMPORTACIONES/DEMANDA FINAL**

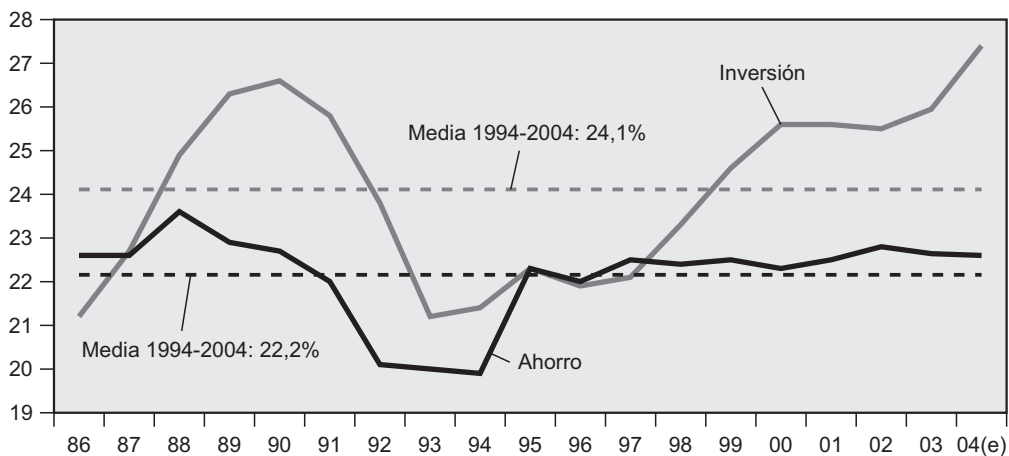


Fuente: INE (Contabilidad Nacional de España).

la inversión en equipo, que fue contrarrestada por el aumento de la inversión en construcción, de forma que la tasa de inversión total no se redujo, como era usual en las fases recesivas de los ciclos anteriores, lo que impidió que se redujera sustancialmente el déficit corriente. La recuperación de dicha tasa en 2003 y sobre todo en 2004 ha vuelto a ampliar la brecha entre los dos flujos. Las proyecciones del ahorro y de la FBC a corto plazo también llevan a la conclusión de que el déficit corriente

va a seguir en aumento. El crecimiento de la demanda de consumo privado y público puede alinearse con el de las rentas, pero no es previsible que evolucione por debajo, que es lo que sería necesario para que se produjera una recuperación significativa de la tasa de ahorro. Por su parte, el componente de la FBC en equipo se encuentra en una nueva fase expansiva y la moderación en la demanda de viviendas no acaba de producirse, lo cual mantendrá la tasa de inversión al alza. Las

**GRÁFICO 12**  
**AHORRO E INVERSIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**  
Porcentaje del PIB



Fuente: Hasta 2003, INE; 2004, previsiones FUNCAS.

previsiones macroeconómicas de FUNCAS para 2005 apuntan a un déficit por cuenta corriente, en términos de la balanza de pagos, superior a 43.000 millones de euros, un 5,1 por 100 del PIB, que se quedaría reducido al 4,1 por 100 al sumar el saldo superavitario de la cuenta de capital.

Llegados a este punto, cabe plantearse la sostenibilidad de un déficit de tal magnitud a medio y largo plazo. Los datos del gráfico 12 nos muestran que la economía española ha mantenido durante los veinte últimos años un déficit medio anual del 2 por 100 del PIB, que desde mediados de los noventa ha sido financiado en su mitad por transferencias de capital de la UE. Pero, ahora estamos hablando de un déficit del doble o más que esa cifra histórica y con el problema de que las transferencias de la UE pueden reducirse sensiblemente a partir de 2007. Además, desde 1997 las necesidades financieras no se limitan a la financiación del déficit corriente, pues la rúbrica de inversiones directas de la cuenta financiera, que hasta esa fecha era superavitaria y financiaba gran parte de dicho déficit, ha pasado a ser deficitaria por cantidades elevadas, reflejando la expansión de las empresas españolas en el exterior (cuadro 1). Es decir, las necesidades de endeudamiento puro ("otro capital" en la cuenta financiera) se han elevado varios puntos del PIB por encima del déficit corriente.

La respuesta a la cuestión planteada es diferente ahora que antes de 1999, dado que la integración de España en la UEM ha eliminado o cambiado las restricciones que anteriormente imponían los déficits exteriores. Éstos generaban desconfianza en los inversores internacionales y acababan en subidas de los tipos de interés y en depreciaciones o devaluaciones de la peseta, que inducían ajustes duros de la demanda doméstica, del nivel de producción y del empleo, lo cual volvía a restablecer los equilibrios. Bajo el paraguas del euro, estas restricciones y mecanismos de ajuste macroeconómicos han desaparecido, lo que significa que los límites al endeudamiento se han desplazado hasta los que impongan la demanda de crédito y la solvencia de los prestatarios a nivel microeconómico. La reducción de los tipos de interés reales, que, puede decirse que con carácter permanente, se ha producido tras la integración en el euro, y el aumento de la riqueza de los hogares y de las empresas han elevado notablemente dichos límites, lo que es tanto como decir que la economía española puede seguir generando necesidades abultadas de financiación y que la sostenibilidad de esta situación se ha desplazado en el tiempo.

#### 4. CONCLUSIONES

El comportamiento de la economía española desde su integración en la UEM ha roto los patrones cíclicos históricos. Durante la fase de recesión de la economía internacional 2001-2003, el crecimiento del PIB español ha aguantado mucho más que el de la zona del euro, ampliándose el diferencial con la misma. Ahora bien, dicha ampliación no se ha basado en un aumento del potencial de crecimiento español sostenible a largo plazo, sino en unos estímulos a la demanda interna provenientes de las políticas monetaria y fiscal.

En este contexto, el desequilibrio del sector exterior se ha ampliado notablemente, hasta un déficit por cuenta corriente del orden del 4,5 por 100 del PIB en 2004, a pesar de que la tasa de crecimiento del PIB se ha situado durante cuatro años consecutivos por debajo de su ritmo tendencial de largo plazo. Una pequeña parte de este deterioro se explica por la pérdida de relación real de intercambio provocada por el aumento de los precios del petróleo y otras materias primas, pero el grueso de la misma se concentra en el comportamiento de los flujos reales de exportaciones e importaciones. Estas últimas han acelerado su ritmo al compás del de la demanda final, al tiempo las exportaciones han registrado resultados por debajo de lo esperado en función de la evolución del comercio internacional, de forma que desde 2000 se produce una pérdida de cuota de mercado. Analizando el comportamiento reciente de estas dos variables, se observa un debilitamiento del potencial exportador y se alumbra un aumento de la propensión a importar, que no sólo estaría determinado por la apreciación coyuntural de euro, sino por una pérdida de competitividad de carácter estructural.

La fuerte pulsación de la demanda final y esta pérdida de competitividad son factores que van a persistir previsiblemente como condicionantes del comportamiento de la economía española a corto plazo, lo que permite prever que el déficit exterior irá a más. Si a esto se añaden las nuevas necesidades financieras surgidas tras la rápida e importante expansión de las empresas españolas en el exterior, las necesidades de endeudamiento seguirán siendo voluminosas. Esta situación no hubiera sido sostenible durante mucho tiempo antes de la integración de España en la UEM, pero tras ésta, las restricciones de carácter macroeconómico han desaparecido prácticamente, lo que significa que los límites al endeudamiento se han desplazado

hasta donde determine la demanda solvente de crédito a nivel microeconómico. En definitiva, la sostenibilidad de elevados desequilibrios de la balanza de pagos se ha desplazado en el tiempo, lo que no quiere decir que hayan desaparecido las restricciones a largo plazo.

Por último, cabe señalar que, aunque hayan desaparecido las restricciones macroeconómicas que los déficit exteriores han supuesto tradicionalmente para la economía española, no por ello dichos desequilibrios dejan de ser preocupantes, espe-

cialmente en la parte de los mismos que es atribuible a factores estructurales y que denotan una disminución del potencial de crecimiento sostenible a largo plazo. Mejorar estos factores y limitar el daño que un prolongado exceso de demanda puede provocar a la economía española debiera ser el objetivo fundamental de la política económica.

**NOTA**

(\*) Director del Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS.