
**El desequilibrio exterior de la economía
española en las dos décadas de vida de la UEM:
algunas lecciones de política económica**

Jesús Paúl Gutiérrez¹
Universidad CEU San Pablo
Antonio Calvo Bernardino²
Universidad CEU San Pablo

Recibido: 20-11-2020

Revisado: 04-12-2020

Aceptado: 15-12-2020

¹ pagut@ceu.es

² acalvo@ceu.es

El desequilibrio exterior de la economía española en las dos décadas de vida de la UEM: algunas lecciones de política económica

Resumen. En las dos décadas de vigencia de la UEM el comportamiento del saldo exterior de la economía española ha mostrado características muy diferentes a las existentes antes de la implantación del euro. El tamaño y la persistencia del déficit exterior, la velocidad de su corrección o el posterior período prolongado de superávit son hechos claramente diferenciadores respecto a anteriores períodos históricos y que difícilmente pueden entenderse sin considerar la pertenencia de nuestra economía a la UEM. Las variaciones registradas por este saldo exterior se explican principalmente por el comportamiento del sector privado no financiero; no obstante, de ello no se puede concluir que ese comportamiento no pueda conducir a desequilibrios macroeconómicos que pongan en peligro la estabilidad del país.

Palabras Claves: Capacidad/Necesidad de Financiación; Ahorro; Inversión; Desequilibrio exterior.

Clasificación JEL: F32; E21; F45.

The external imbalance of the Spanish economy in the two decades of life of the EMU: some lessons from economic policy

Abstract. In the two decades since the launch of EMU the behavior of the Spanish external balance has shown very different features from those existing before the introduction of the euro. The size and persistence of the external deficit, the speed of its correction or the subsequent long period of surplus are clearly differentiating facts with respect to previous historical periods and that can hardly be understood without considering the belonging of our economy to the EMU. The variations registered by this external balance are mainly explained by the behavior of the non-financial private sector. However, it cannot be concluded that this behavior sector cannot lead to macroeconomic imbalances that endanger the stability of the country.

Keywords: Net Lending/Borrowing; Saving; Investment; External imbalance.

JEL codes: F32; E21; F45.

1. Introducción

Hace algo más de 20 años que se inició la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria Europea (UEM) y pocos podrían haber previsto que el proceso de integración monetaria europea se iba a tener que enfrentar a perturbaciones de la índole de las vividas en este período. Por un lado, la crisis financiera global iniciada en Estados Unidos en 2007 puso en evidencia las vulnerabilidades del modelo de crecimiento de los países del sur, en particular, de Grecia, Portugal y España, así como las deficiencias en el diseño de la propia UEM, hasta el punto de ponerse en serio peligro la pervivencia del proceso de integración europea, al menos cómo había sido inicialmente diseñado. Por otro lado, la pandemia global ocasionada por la COVID-19, no resuelta hasta la fecha, ha llevado a una respuesta a nivel europeo en materia de política fiscal a través del Plan de Recuperación para Europa que hubiera sido impensable en unas circunstancias de normalidad.

Si eran difíciles de prever las perturbaciones externas a las que tendría que enfrentarse la UEM, tampoco era fácil hacerlo respecto a que el propio funcionamiento de la misma iba a originar desequilibrios macroeconómicos y financieros en algunos de los países que la integran, que pondrían en serio peligro la estabilidad y el crecimiento económico de los mismos, a la vez que tendrían un importante impacto en el conjunto de la Eurozona.

Entre los desequilibrios macroeconómicos que amplificó el funcionamiento de la UEM merece la pena destacar el referido al desequilibrio exterior. Hasta el estallido de la crisis financiera global en 2007/2008, el conjunto del área registró equilibrio en su cuenta corriente. No obstante, este equilibrio global era el resultado de la consolidación de dos comportamientos muy diferenciados. Por un lado, el grupo de países del sur, con déficits por cuenta corriente muy elevados y con tendencias de crecimiento insostenibles; y, por otro lado, los países centrales, con elevados superávits en cuenta corriente. A su vez, este diferenciado comportamiento en las cuentas exteriores era el reflejo de ritmos y modelos de crecimiento económico muy distintos.

El estallido de la crisis financiera global trajo consigo un cambio radical en las condiciones financieras que habían prevalecido hasta esa fecha a nivel mundial y, en especial, en el seno de la UEM, lo que precipitó la rápida corrección en el desequilibrio exterior que registraban los países más pobres de la Eurozona.

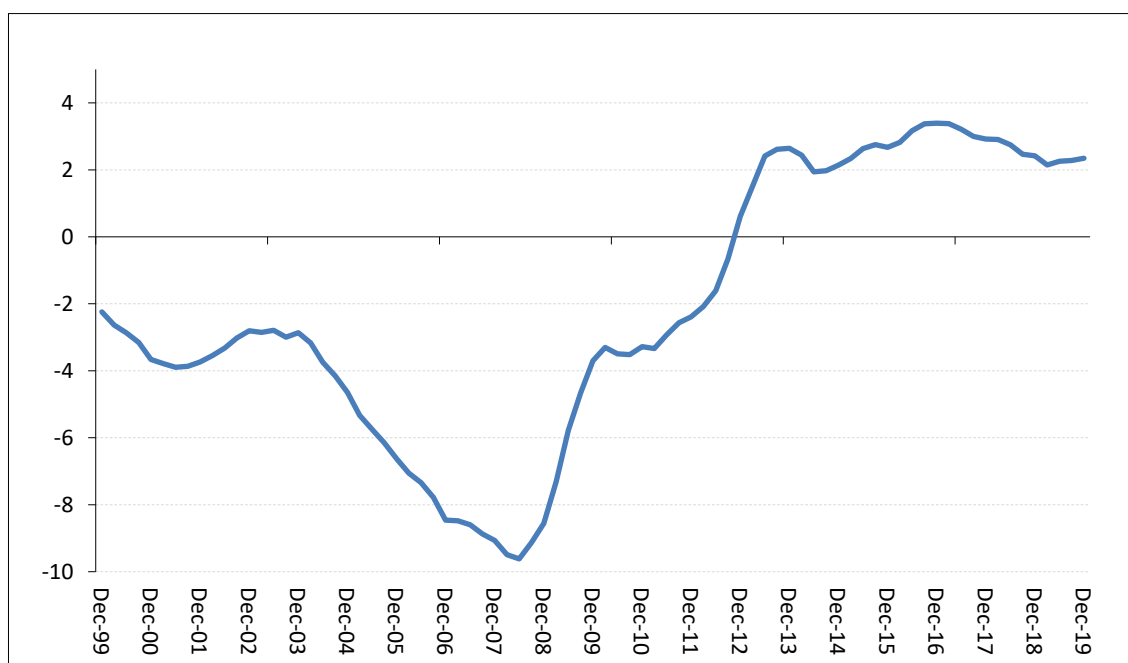
Todos estos acontecimientos ponen de manifiesto la necesidad de analizar las causas que están detrás de estos desequilibrios y su impacto sobre la economía española. Por ello, el presente trabajo se centra en el análisis del comportamiento del saldo exterior de la economía española durante las dos primeras décadas de vida de la UEM. Para ello, en el siguiente apartado, se analiza la evolución de la necesidad de financiación de la economía española desde la creación de la Eurozona, destacando los aspectos diferenciales que ha presentado nuestro saldo exterior respecto a lo acontecido en períodos previos. El apartado tercero por su parte estudia el comportamiento del desequilibrio exterior entendido como diferencia entre el ahorro y la inversión nacional, así como el comportamiento del gap ahorro/inversión de los distintos sectores institucionales residentes. En el siguiente se analizan las semejanzas del comportamiento del desequilibrio exterior español con el de otros países de la zona euro; y, por último, en el quinto, se establecen algunas lecciones de política económica a la luz de lo acontecido en el desequilibrio exterior de la economía española en los últimos veinte años.

2. El saldo exterior de la economía española desde 1999: algunos aspectos diferenciales

En los años previos a la implantación del euro, la economía española registró un período de expansión cíclica acompañado de una ligera capacidad de financiación (la media del período 1994-1998 fue del 0,8% del PIB)³. Esta situación de relativo equilibrio exterior, sin embargo, no ha sido la tónica de las dos décadas posteriores, período en el cual nuestro saldo exterior ha tenido un comportamiento hasta la fecha desconocido⁴.

Tal y como puede observarse en el Gráfico 1, el comportamiento del saldo exterior de la economía española en las dos décadas transcurridas desde la implantación del euro hasta finales de 2019 ha sido muy distinto dependiendo del período considerado. En concreto, podemos diferenciar cuatro períodos (véase el Cuadro 1 y el Gráfico 2):

Gráfico 1. Capacidad (+) o Necesidad (-) de Financiación de la Economía Española (% del PIB)



Fuente: Elaboración propia a partir del INE.

1º. Un período inicial de moderado déficit exterior, que transcurre desde el inicio de la UEM hasta finales de 2003, y en el que, como luego mostraremos, se mantuvo un patrón de comportamiento similar al registrado en las décadas previas a la implantación del euro; es decir, la aparición de un déficit exterior en el entorno del 3% del PIB asociado a una fase expansiva de la economía española.

2º. Un período de continuado y acelerado crecimiento en la necesidad de financiación de la economía española, que transcurre desde el inicio de 2004 hasta mediados de 2008, y en el que se pasó de un déficit exterior del 2,9% del PIB a finales de 2003 a un 9,6% en el

³ Véase Banco de España (1999), p. 82-83.

⁴ A lo largo de todo el trabajo entenderemos que el concepto de saldo exterior hace referencia a la capacidad o necesidad de financiación de la economía, es decir, la suma del saldo en cuenta corriente y el saldo de la cuenta de capital.

segundo trimestre de 2008. Si bien durante este periodo la economía española continuó registrando un elevado crecimiento económico que contribuyó al deterioro del sector exterior, no es posible explicar éste atendiendo exclusivamente a factores cíclicos.

3º. Un período de “reversión en la cuenta corriente”, que transcurre desde el tercer trimestre de 2008 hasta finales de 2013, y en el que se registró una continuada y rápida corrección del desequilibrio exterior de la economía española y que condujo a que 2012 finalizara, por primera vez desde la implantación del euro, con un ligero superávit exterior y que se amplió a finales de 2013 hasta alcanzar un 2,6% del PIB. Especialmente acusadas fueron las correcciones registradas en 2009 (la necesidad de financiación de la economía española se redujo en torno a 5 puntos del PIB) y en 2012 (la reducción del déficit exterior fue de 3 puntos del PIB), años en los que inicialmente la crisis financiera global, y posteriormente la crisis de deuda soberana europea, tuvieron un mayor impacto en la economía española provocando caídas en la producción en torno al 3%.

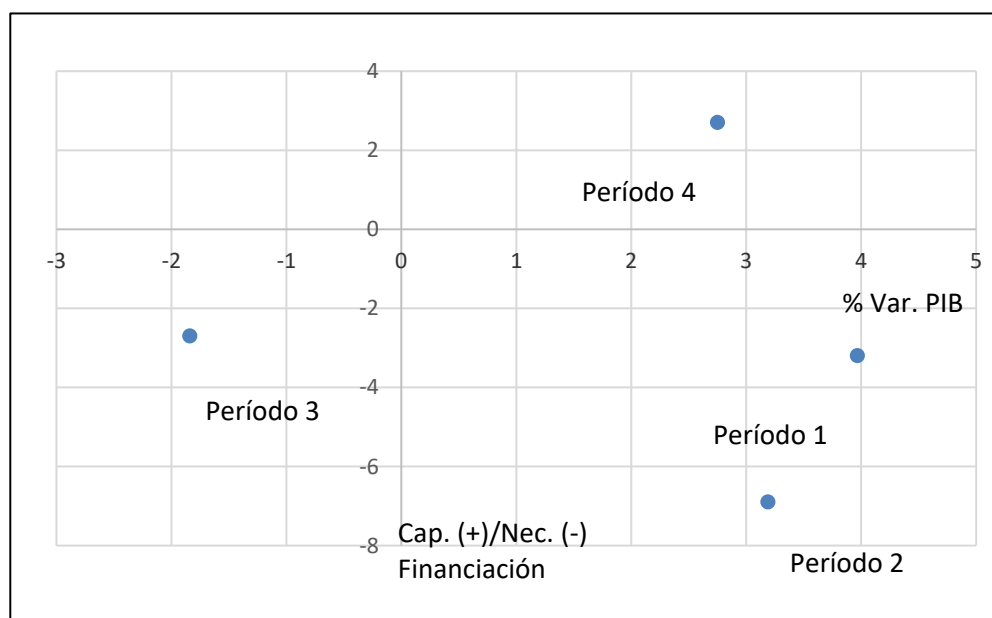
4º. Un período prolongado de capacidad de financiación de la economía española, que transcurre desde 2014 a 2019, y en el que el superávit exterior se ha situado en el entorno del 2,5% del PIB.

Cuadro 1. Desequilibrio exterior y crecimiento de la economía española por períodos

	Período 1	Período 2	Período 3	Período 4
Capacidad/Necesidad de Financiación (% del PIB)	-3,2	-6,9	-2,7	2,7
Variación Capacidad de Financiación (% del PIB)	-0,6	-6,5	11,8	-0,1
PIB (Tasa real de variación en %)	4,0	3,2	-1,8	2,8

Fuente: Elaboración propia a partir de INE.

Gráfico 2. Crecimiento del PIB versus Desequilibrio Exterior (media del período)

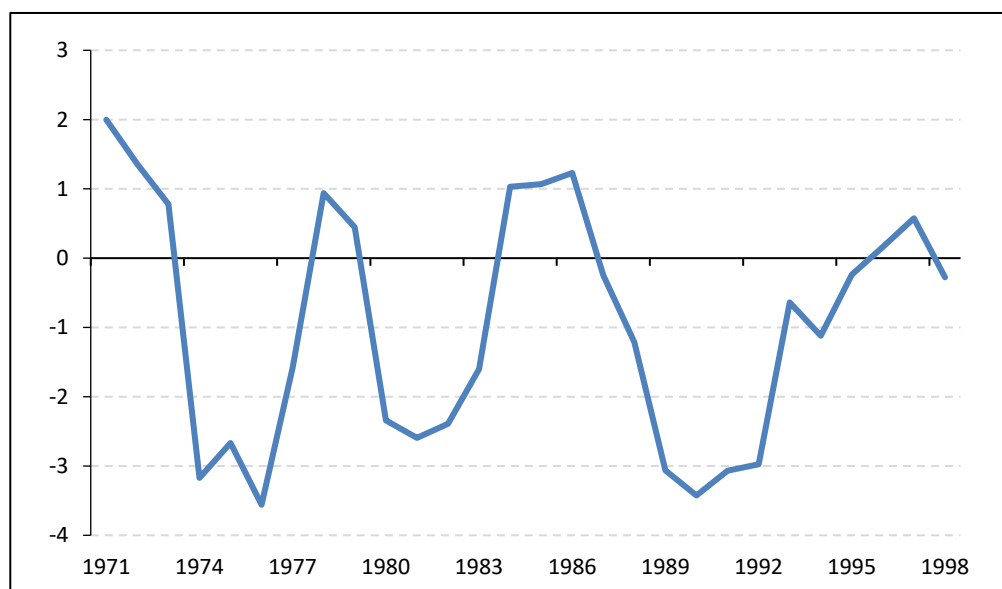


Fuente: Elaboración propia a partir de INE y Banco de España.

Si nos referimos a las décadas previas a la UEM la presencia de déficits exteriores fue la tónica general en nuestro país, como podemos ver en el Gráfico 3. Así, desde la implantación en nuestro país en 1975 del régimen democrático hasta 1998, tan sólo en siete años la economía española registró capacidad de financiación y en ninguno de ellos ésta alcanzó el 1% del PIB. Además, los tres cortos períodos en los que nuestra economía financió al exterior (1978-1979, 1984-85 y 1995-1997) estuvieron precedidos de fuertes devaluaciones y de procesos de ajuste económico⁵.

Por tanto, si bien el déficit exterior no es una novedad en la economía española asociable a su pertenencia a la UEM, lo que sí ha representado un cambio radical ha sido su comportamiento en las dos décadas transcurridas desde su creación. El tamaño que alcanzó, su persistencia e incluso la velocidad de corrección del mismo son factores claramente diferenciadores respecto a anteriores períodos históricos y que difícilmente pueden entenderse sin considerar la pertenencia de nuestra economía a una unión monetaria.

Gráfico 3. Capacidad (+) o Necesidad (-) de Financiación de la Economía Española (% del PIB)



Fuente: AMECO.

En efecto, la presencia de este déficit exterior como rasgo característico histórico de nuestra economía en la mayoría de sus ciclos expansivos (Banco de España, 2006) tiene una lectura distinta dentro y fuera de la UEM. Así, antes de la implantación del euro en 1999 el déficit exterior español nunca superó el 4% del PIB (Gráfico 3). Cuando el desequilibrio externo se situaba en torno al 3%, ya actuaba como una restricción al crecimiento por los problemas de financiación que se registraban, obligando a la devaluación y a la aplicación de medidas de estabilización de la economía. Sin embargo, esta limitación a la necesidad de financiación de la economía española se alteró de forma radical durante la primera década de vigencia de la UEM y, en particular, en el período que transcurre desde el inicio de 2004 hasta mediados de

⁵ El período 1978-1979 estuvo precedido de la devaluación llevada a cabo por Enrique Fuentes Quintana en la que la peseta se devaluó casi un 25% frente al dólar. Al período 1984-85 le antecedió la devaluación del 7,6% que a finales de 1982 Carlos Boyer realizó en la cotización de la peseta frente al dólar. Por último, el período 1995-1997 estuvo precedido de cuatro devaluaciones frente al marco y al resto de monedas del Sistema Monetario Europeo (dos en 1992, una en 1993 y una en 1995).

2008, en el que, como ya hemos resaltado, se registró un acelerado y continuado deterioro del desequilibrio exterior hasta aproximarse al 10% del PIB.

Este deterioro en los años previos al inicio de la crisis financiera global no es en ninguna medida comparable al registrado en anteriores fases expansivas. Para comprobarlo, comparamos dos períodos de fuerte expansión de la economía española. Por un lado, el que va de 1986 a 1990, que coincide con los primeros años de pertenencia de nuestro país a la Unión Europea y en el que la economía española registró un crecimiento económico medio superior al 4% y, por otro lado, el período 2003-2007 con un crecimiento medio ligeramente por encima del 3,5% (véase Gráfico 4.2). Y como puede observarse, las similitudes que tienen ambas fases expansivas en cuanto a la intensidad del crecimiento no se plasman en el comportamiento del sector exterior. Así, mientras que, en la fase expansiva vivida tras nuestra incorporación a la Unión Europea, la economía española pasó de registrar una capacidad de financiación del 1% del PIB en 1986 a una necesidad de financiación ligeramente superior al 3% del PIB en 1990; en el período expansivo previo a la crisis iniciada en 2008, la necesidad de financiación pasó de aproximadamente el 3% del PIB a finales de 2003, al 9,1% en el último trimestre de 2007 y al 9,6% en el primer semestre de 2008 (véase Gráfico 4.1).

Gráfico 4.1. Capacidad(+)/Necesidad(-) de Financiación (% del PIB)

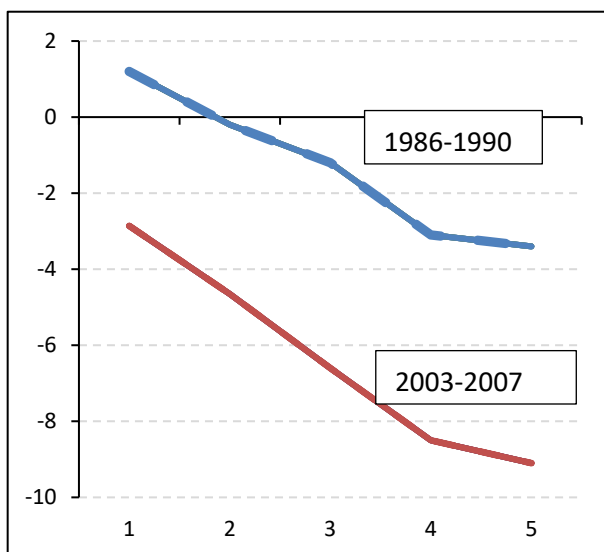
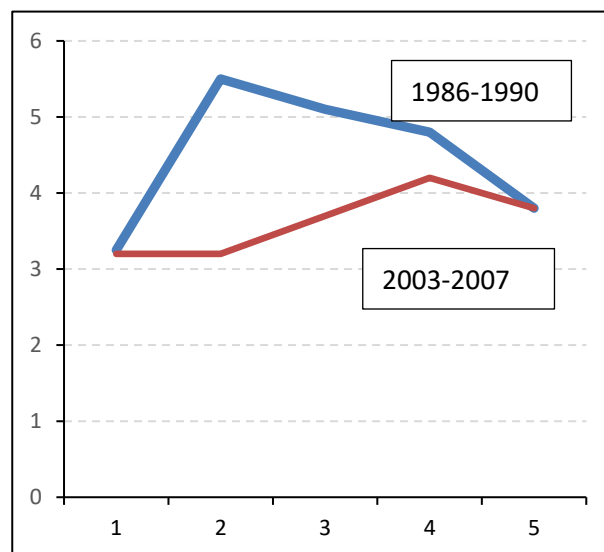


Gráfico 4.2. Producto Interior Bruto (tasa real de variación, %)



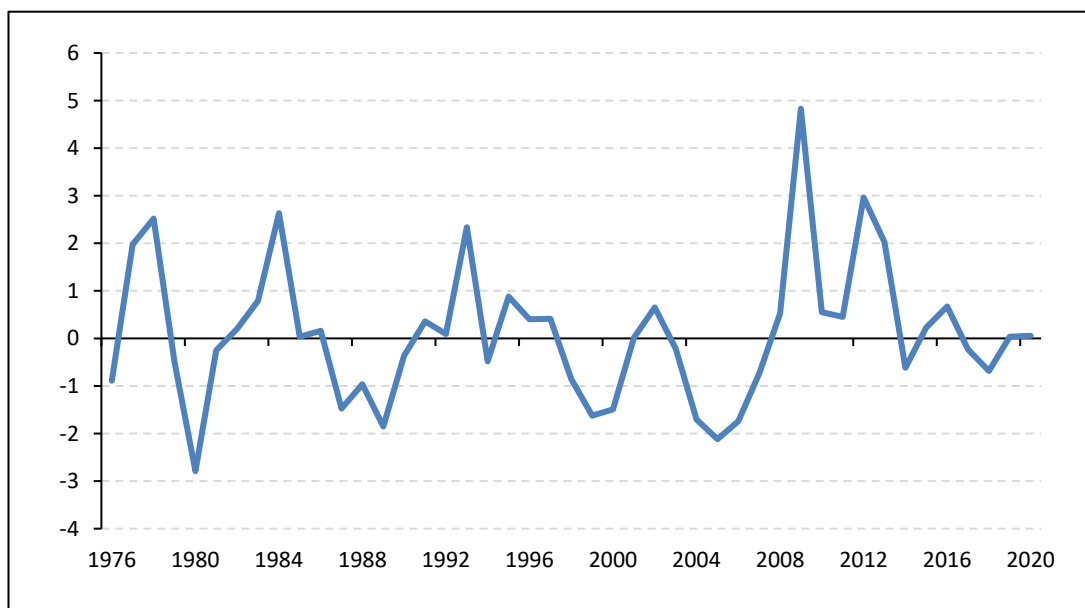
Fuente: Elaboración propia a partir de INE.

El tamaño y la persistencia de este déficit exterior de la economía española en los años previos al inicio de la crisis financiera global no es el único aspecto diferencial de nuestro saldo exterior en el período de vigencia de la UEM. Como puede observarse en el Gráfico 1, a partir de mediados de 2008 la economía española registró una acusada “reversión en la cuenta corriente”⁶. Si bien desde un punto de vista histórico es posible encontrar años puntuales en los que el saldo exterior mejoró en algo más de dos puntos porcentuales del PIB, nunca se

⁶ Para un análisis de qué se entiende por una reversión en cuenta corriente y del impacto macroeconómico asociado a ella véase Milesi-Feretti y Razin (1998) y Blanchard y Milesi-Feretti (2009).

habían producido correcciones de la cuantía de las registradas en 2009 y 2012 (Gráfico 5). En 2009, cuando los efectos de la crisis financiera global se dejaron sentir con toda su intensidad, la necesidad de financiación se redujo en torno a 5 puntos del PIB, y en 2012, en plena crisis de la deuda soberana europea, la reducción del déficit exterior español fue de 3 puntos del PIB. Además, es importante no olvidar que, a diferencia de lo ocurrido en períodos anteriores de ajuste exterior, en este caso el valor de nuestra moneda no se vio alterado, por lo que el ajuste del sector exterior fue el resultado, por un lado, de las fuertes caídas en la actividad económica registradas en ambos ejercicios, en el entorno del 3-3,5%, y de una mejora de la competitividad resultado del proceso de devaluación interna vivido por nuestra economía.

Gráfico 5. Variación en la Capacidad de Financiación de la Economía Española (% del PIB)



Fuente: Elaboración propia a partir de AMECO.

Al igual que la cuantía del déficit exterior y su posterior corrección han sido elementos claramente diferenciadores de la economía española durante el período de vigencia de la UEM respecto a lo acontecido en anteriores décadas, el período de capacidad de financiación que se inició a finales de 2012 y que se prolonga hasta la primera mitad de 2020 también lo podemos calificar de excepcional por dos motivos: primero, porque ha coincidido con una fase expansiva del ciclo económico (el crecimiento medio del PIB en el periodo superó el 2,5%), lo cual, como ya hemos indicado es absolutamente anormal que en la economía española convivan una fase de expansión cíclica y superávit exterior; y, segundo por su persistencia en el tiempo, con ocho años de continuados superávits (Gráfico 2).

3. ¿Qué explica el comportamiento del desequilibrio exterior de la economía española registrado desde el inicio de la UEM?

El desequilibrio exterior de la economía española es explicado habitualmente desde la perspectiva de los flujos de bienes y servicios. Así, el creciente y muy elevado déficit exterior registrado durante los primeros años de vigencia del euro respondería a la fase fuertemente expansiva que atravesaba nuestra economía y a la pérdida de competitividad registrada, lo que unido a la estructura del comercio exterior español por productos y por áreas geográficas,

junto con la creciente competencia en los mercados internacionales de los países emergentes, hizo que se frenaran nuestras ventas al exterior y, sobre todo, que aumentase sensiblemente la penetración de las importaciones.

Sin embargo, tratar de explicar el comportamiento de nuestro sector exterior exclusivamente a partir de los factores que determinan de forma directa los flujos comerciales, sino erróneo, sí resulta insuficiente, ya que para hallar una explicación adecuada hay que considerar la incidencia que han tenido otras variables, entre las que destacan los tipos de interés, el precio de los activos y la disponibilidad de financiación exterior, la evolución de las cuales a su vez es el resultado de otras fuerzas fundamentales. Y para comprender la incidencia de todas ellas, resulta más conveniente adoptar una perspectiva alternativa, la que podríamos denominar interna, según la cual el saldo exterior es el resultado de la diferencia entre ahorro e inversión nacional.

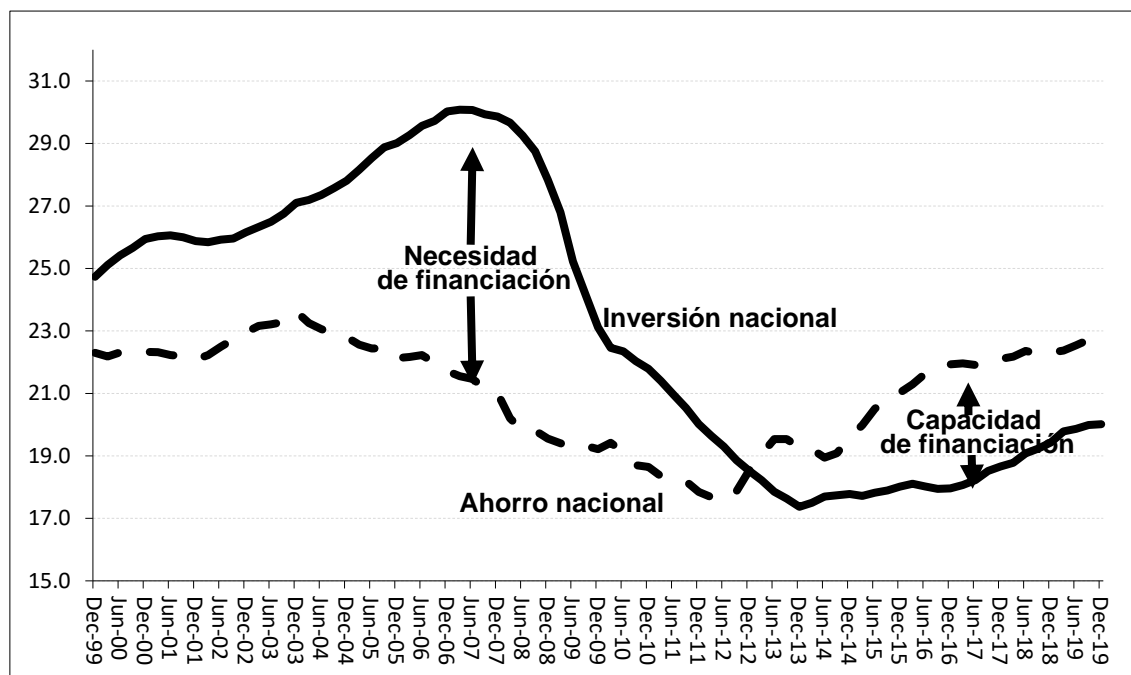
3.1. El “gap” ahorro/inversión en la economía española

Dado que la capacidad (o necesidad) de financiación de un país es igual a la diferencia entre su nivel de ahorro y de inversión nacional, la variación de ese saldo exterior responde al comportamiento individual o conjunto de ambas magnitudes.

Si observamos el Gráfico 6 y el Cuadro 2 podemos comprobar que la rápida ampliación de la necesidad de financiación que registró nuestra economía desde 1999 hasta mediados de 2008, y, de forma especialmente acusada desde 2004, se debió tanto a un aumento de la inversión nacional como a una disminución del ahorro. En efecto, en este período, mientras que la inversión aumentó 4,6 puntos del PIB, hasta alcanzar alrededor del 30 por 100 de éste, el ahorro descendió 2,5 puntos, aumentando la necesidad de financiación de la economía española en más de 7 puntos, para situar el déficit exterior en el entorno del 10 por 100 de nuestra producción anual.

Por su parte, el proceso de “reversión en la cuenta corriente” que registró la economía española a partir de mediados de 2008, y que condujo a que, a partir del último trimestre de 2012, nuestro país presente una capacidad de financiación que se ha mantenido hasta la actualidad, se explica prácticamente en su totalidad por el desplome registrado por la inversión nacional, que se redujo desde el entorno del 30% a mediados de 2007 hasta aproximadamente el 17,5% a finales de 2013. A su vez, el ahorro nacional, aunque en los primeros años tras el estallido de la crisis financiera global mantuvo la tendencia de descenso iniciada en los años de “boom económico”, a partir de finales de 2012, con la agudización de la crisis de la deuda soberana europea, registró un cambio de tendencia, por lo que cuando se analiza el conjunto del período que transcurre desde mediados de 2008 a finales de 2013 se comprueba que registró una muy moderada caída (0,5% del PIB) con una muy escasa contribución a la corrección del desequilibrio exterior.

Gráfico 6. Ahorro e inversión nacional (% del PIB)



Fuente: Elaboración propia a partir del INE.

Cuadro 2. Ahorro, inversión o la capacidad o necesidad de financiación (sobre datos acumulados del cuatro trimestre, % del PIB)

Variación	Ahorro Bruto	FBCF	Capacidad Financiación
4º Trim. 1999 al 4º Trim. 2003	1.3	2.4	-0.6
1º Trim. 2004 al 2º Trim. 2008	-3.8	2.2	-6.8
3º Trim. 2008 al 4º Trim. 2013	-0.5	-11.9	12.3
1º Trim. 2014 al 3º Trim. 2019	3.5	2.5	-0.2

Nota: La variación en la capacidad de financiación no coincide exactamente con la variación del ahorro bruto menos la variación de la inversión, ya que no se incluyen las variaciones registradas por las transferencias de capital y las existencias.

Fuente: Elaboración propia a partir de INE.

Por último, durante el período que se inicia en 2014 y transcurre hasta finales de 2019, y en el que de forma continuada la economía española ha registrado una capacidad de financiación en el entorno del 2-3,5% del PIB, se ha producido un aumento tanto del ahorro nacional (3,5 puntos del PIB), como de la inversión nacional (2,5 puntos del PIB). Este aumento registrado en los últimos años en la inversión nacional no ha impedido que su nivel a finales de 2019 se sitúe aproximadamente cuatro puntos del PIB por debajo del existente al inicio de la UEM.

Precisamente, si observamos de nuevo el Gráfico 6 podemos comprobar que es la inversión nacional la que ha registrado mayores oscilaciones a lo largo de estos últimos 20 años y si bien en la explicación de estos acusados cambios confluyen múltiples factores, no cabe duda que no pueden entenderse si no se enmarcan en el cambio que supuso en las condiciones monetarias y financieras de la economía española su pertenencia a la UEM. Por un lado, en los primeros años de implantación del euro y de “boom económico” nuestro país

se benefició de unas condiciones monetarias y financieras extremadamente favorables, tanto por la cuantía de la financiación exterior disponible como por el menor coste de la misma. Por su parte, el período de desplome de la inversión nacional se ha de enmarcar en el drástico endurecimiento de las condiciones financieras a las que tuvieron que enfrentarse las empresas y familias españolas a partir de 2008.

Cuadro 3. Formación bruta de capital fijo (% del PIB)

	1998	2007	2013	2018
Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF)	23,3	29,9	17,4	19,4
FBC Construcción	14,0	20,2	8,7	9,6
- Vivienda	6,5	11,4	3,9	5,3
- Otros edificios y construcciones	7,5	8,8	4,8	4,3
FBC Bienes de Equipo	7,5	7,2	5,3	6,3
FBC Otros Productos	1,7	2,5	3,3	3,5

Fuente: Elaboración propia a partir de INE.

Estas fuertes oscilaciones registradas por la inversión nacional en el período de la UEM no se han producido de forma homogénea en sus distintos componentes, sino que se han concentrado fundamentalmente en el sector de la construcción, y dentro de éste en vivienda, como se observa en el Cuadro 3. En efecto, de los 6,6 puntos porcentuales del PIB que aumentó la inversión nacional entre 1998 y 2007, 6,2 se debieron al aumento experimentado por la inversión en construcción y de ellos 4,9 al registrado por la inversión en vivienda. Por el contrario, la inversión en bienes de equipo redujo su participación en el PIB en 0,3 puntos. En el mismo sentido, el desplome de la inversión registrado en el período transcurrido desde 2008 a 2013, con un descenso de 12,5 puntos del PIB, se concentró fundamentalmente en el sector de la construcción (que redujo su participación en el PIB en 11,5), y dentro de éste en vivienda (con un descenso de 7,5% del PIB). Por su parte, la inversión en bienes de equipo también registró una caída de 1,8 puntos del PIB.

3.2. ¿Qué sectores institucionales explican las variaciones en el comportamiento de la capacidad/necesidad de financiación de la economía española desde el inicio de la UEM?

El análisis del ahorro y la inversión nacional nos ha proporcionado una primera explicación de las causas de las oscilaciones registradas por la capacidad/necesidad de financiación de la economía española desde el inicio de la UEM. Sin embargo, para clarificar las causas últimas del desequilibrio exterior es conveniente descomponer la capacidad o necesidad en los distintos sectores institucionales que la componen: sociedades no financieras, instituciones financieras, administraciones públicas y hogares e instituciones financieras sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH).

A modo de resumen de la década previa al inicio de la UEM, tenemos que señalar que el patrón más habitual de distribución por sectores institucionales de la necesidad de financiación de la economía española había sido el siguiente (Paúl, 2006):

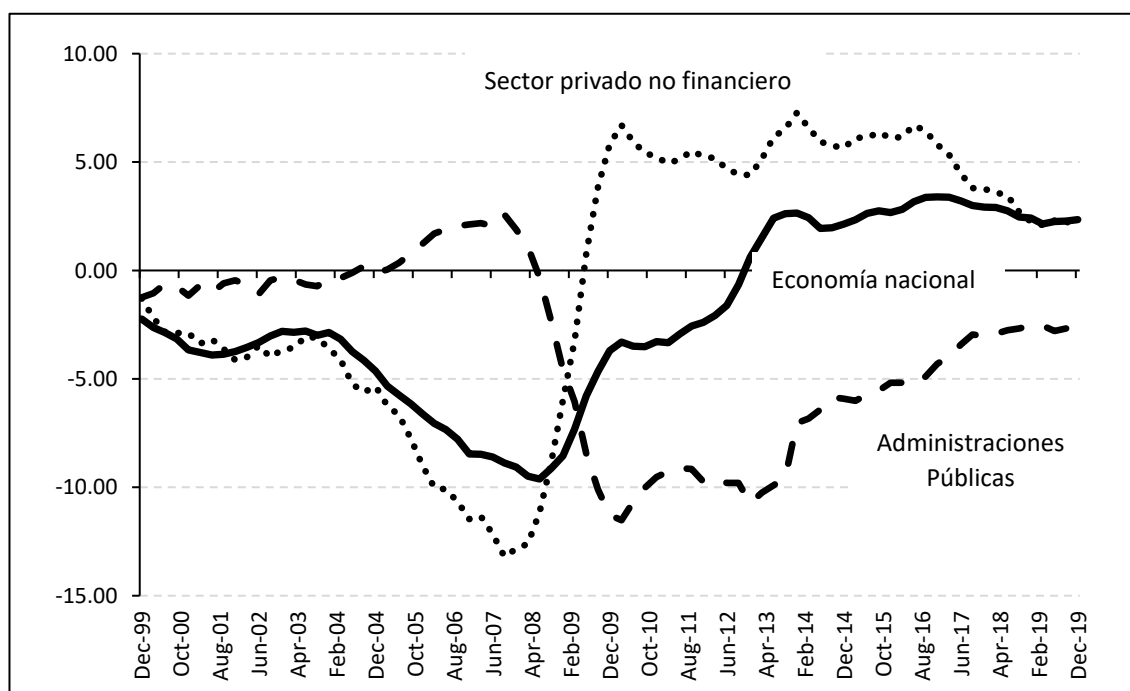
- a) Las familias constituyeron la fuente principal de financiación para el resto de sectores de la economía, ya que su ahorro bruto era más que suficiente para hacer frente a la compra de vivienda, que constituye su único gasto de inversión. Así, entre 1990 y 1998

el sector familias e ISFLSH tuvo una capacidad de financiación promedio anual en torno al 5,5 por 100 del PIB.

- b) Las empresas no financieras, por su parte, generalmente no dispusieron de ahorro suficiente para cubrir sus inversiones en bienes de equipo y construcción y la cuantía de su necesidad de financiación se amplió en las fases expansivas del ciclo económico en las que se incrementó sensiblemente su esfuerzo inversor, reduciéndose en las fases bajistas.
- c) Las instituciones financieras, como es tradicional, constituyeron un sector fundamentalmente intermediador, con una capacidad de financiación de una cuantía moderada, en el entorno del 1 por 100 del PIB.
- d) Las Administraciones Públicas, por el contrario, constituyeron el principal demandante de financiación. Así, entre 1990 y 1998, el sector público español registró una necesidad de financiación promedio anual ligeramente por encima del 5,5 por 100 del PIB.

En definitiva, podemos afirmar que, antes de la implantación del euro, el signo del saldo exterior, generalmente deficitario, tenía su origen en el comportamiento de las Administraciones Públicas. Sin embargo, en el período de vigencia de la UEM, como ahora veremos, es el sector privado no financiero, es decir, la agrupación de empresas no financieras y familias e ISFLSH la que explica tanto el inicial crecimiento de la necesidad de financiación de la economía española, como la posterior corrección acelerada en el mismo y su posterior conversión en un período prolongado de capacidad de financiación.

Gráfico 7. Capacidad (+) o Necesidad (-) de Financiación (% del PIB)



Fuente: Elaboración propia a partir de INE.

Tal y como puede observarse en el Gráfico 7 y en el Cuadro 4.1, el crecimiento desbordado de la necesidad de financiación exterior de la economía española que se produjo entre 2004 y mediados de 2008 respondió a un patrón de comportamiento justamente contrario al que se había constatado hasta del inicio de la UEM, ya que se debió

exclusivamente al crecimiento de la necesidad de financiación del sector privado no financiero, mientras que, por el contrario, las Administraciones Públicas dejaron atrás su tradicional papel de demandante de financiación para pasar en 2005 a constituirse en un sector con capacidad de financiación.

Ese rápido crecimiento de la necesidad de financiación del sector privado no financiero en el período señalado respondió, tal y como se puede comprobar en el Cuadro 4.1, tanto al aumento de la necesidad de financiación de las empresas no financieras como de las familias. En efecto, las sociedades no financieras pasaron de tener una necesidad de financiación de 2,3% del PIB a finales de 2003 al 5,3 por 100 del PIB en el segundo trimestre de 2008, y este deterioro respondió prácticamente a partes iguales a un descenso del ahorro y a un aumento en la inversión, dentro de la cual, como ya hemos señalado, jugó un papel especialmente relevante el aumento de la inversión en construcción. Por su parte, las familias e ISFLSH, que a finales de 2003 mostraban una necesidad de financiación de tan sólo el 1,3% del PIB, a mediados de 2008 habían ampliado esa necesidad hasta el 5,8%, como consecuencia principalmente de la caída en el ahorro.

Al igual que el fuerte deterioro del déficit exterior que registró la economía española desde 2004 hasta mediados de 2008 se debió exclusivamente al incremento en la necesidad de financiación del sector privado no financiero, podemos comprobar en el Cuadro 4.2., que la fortísima corrección en el déficit exterior que se produjo hasta 2013 se debió al brusco ajuste realizado por el sector privado no financiero, que pasó de registrar una necesidad de financiación en torno a 11 puntos del PIB a mediados de 2008 a una capacidad de financiación superior a 7 puntos del PIB a finales de 2013.

Tal y como puede observarse en el Gráfico 7, esa corrección en la necesidad de financiación del sector privado se inició en cuanto surgieron los primeros signos de la crisis financiera global en la segunda parte de 2007 y se hizo especialmente acusada tras la caída de Lehman Brothers. La intensidad de ese ajuste iniciado por el sector privado no financiero se constata si observamos la evolución de su necesidad de financiación en ese período; así, mientras que en el tercer trimestre de 2007 superaba ligeramente el 13% del PIB, a finales de 2008 su necesidad de financiación se había reducido hasta el 6%⁷. Esta tendencia de corrección del “gap” ahorro/inversión se mantendría hasta finales de 2013, momento en el que como ya hemos señalado superó el 7% del PIB.

Pero es que además el acusado y rápido ajuste en el desequilibrio ahorro/inversión del sector privado no financiero se produjo tanto en las empresas no financieras como en las familias e ISFLSH, y en ambos sectores institucionales responde a un aumento en su ahorro y a una caída en la formación bruta de capital. No obstante, tal y como puede observarse en el Cuadro 4.2. merece la pena destacar en este período, por un lado, el crecimiento que experimentó el ahorro de las empresas no financieras (7,1 puntos del PIB) y, por otro, la caída de la inversión de las familias (6,3 puntos del PIB).

Así pues, si el comportamiento del sector privado no financiero provocó una rápida corrección de la necesidad de financiación de la economía española en el período de mediados de 2008 a 2013, el comportamiento de las Administraciones Públicas fue el opuesto. En efecto, al inicio de la crisis financiera global, las Administraciones Públicas registraban una modesta

⁷ Para un análisis del ajuste exterior que se registró en la economía española en los años posteriores al estallido de la crisis financiera global véase Paúl y Calvo (2010).

capacidad de financiación (Gráfico 7) pero que rápidamente se transformó en un abultado déficit público, que superó el 11% del PIB a finales de 2009. Este espectacular deterioro en las cuentas públicas fue el resultado de un desplome en su ahorro bruto, derivado de la caída de sus ingresos, y del aumento de sus gastos, en este último provocado por la actuación de los estabilizadores automáticos y por las medidas adoptadas por el Gobierno para tratar de paliar los efectos sobre la producción y el empleo de la caída en la demanda (Paúl y Calvo, 2010).

Por último, en el período 2014-2019, en el que, como ya hemos señalado, la economía española mostró una continuada capacidad de financiación en el entorno del 2,5-3% del PIB, se produjeron ciertos cambios en los desequilibrios ahorro e inversión de los sectores institucionales. En concreto, las empresas no financieras redujeron su capacidad de financiación en 4 puntos porcentuales del PIB, como consecuencia de un aumento en la inversión⁸, mientras que, las Administraciones Públicas consiguieron una importante reducción en su necesidad de financiación, que pasó de superar ligeramente el 7% del PIB a finales de 2013, a un nivel inferior al 3% a finales de 2019.

Cuadro 4.1. Ahorro, inversión y capacidad o necesidad de financiación
Variación del 4º Trim. 2003 al 2º Trim. 2008
(sobre datos acumulados de cuarto trimestre, % del PIB)

	Ahorro Bruto	FBCF	Capacidad Financiación
Sociedades No Financieras	-1.6	1.2	-3.1
Instituciones Financieras	0.5	-0.1	0.8
Administraciones Públicas	1.1	0.5	0.1
Hogares e ISFLSH	-3.8	0.5	-4.5
Economía Nacional	-3.8	2.2	-6.8

Nota: La variación en la capacidad de financiación no coincide exactamente con la variación del ahorro bruto menos la variación de la inversión, ya que no se incluyen las variaciones registradas por las transferencias de capital y las existencias.

Fuente: Elaboración propia a partir de INE.

Cuadro 4.2. Ahorro, inversión y capacidad o necesidad de financiación
Variación del 3º Trim. 2008 al 3º Trim. 2013
(sobre datos acumulados de cuarto trimestre, % del PIB)

	Ahorro Bruto	FBCF	Capacidad Financiación
Sociedades No Financieras	-2.84	0.69	-3.46
Instituciones Financieras	1.26	-0.02	1.58
Administraciones Públicas	2.11	0.81	0.92
Hogares e ISFLSH	-3.03	3.04	-6.41
Economía Nacional	-2.50	4.52	-7.38

Nota: La variación en la capacidad de financiación no coincide exactamente con la variación del ahorro bruto menos la variación de la inversión, ya que no se incluyen las variaciones registradas por las transferencias de capital y las existencias.

Fuente: Elaboración propia a partir de INE.

⁸ Esta reducción en la capacidad de financiación de las empresas no financieras ha hecho que, a finales de 2019, se situara en el 1,3% del PIB, lo que supone una capacidad de financiación más acorde desde un punto de vista histórico que la registrada a lo largo de 2014, cuando superaba el 5% del PIB.

Cuadro 4.3. Ahorro, inversión y capacidad o necesidad de financiación
Variación del 1º Trim. 2014 al 3º Trim. 2019
(sobre datos acumulados de cuarto trimestre, % del PIB)

	Ahorro Bruto	FBCF	Capacidad Financiación
Sociedades No Financieras	-0.15	2.76	-3.96
Instituciones Financieras	0.44	-0.27	0.40
Administraciones Públicas	3.95	-0.17	4.36
Hogares e ISFLSH	-0.70	0.31	-1.12

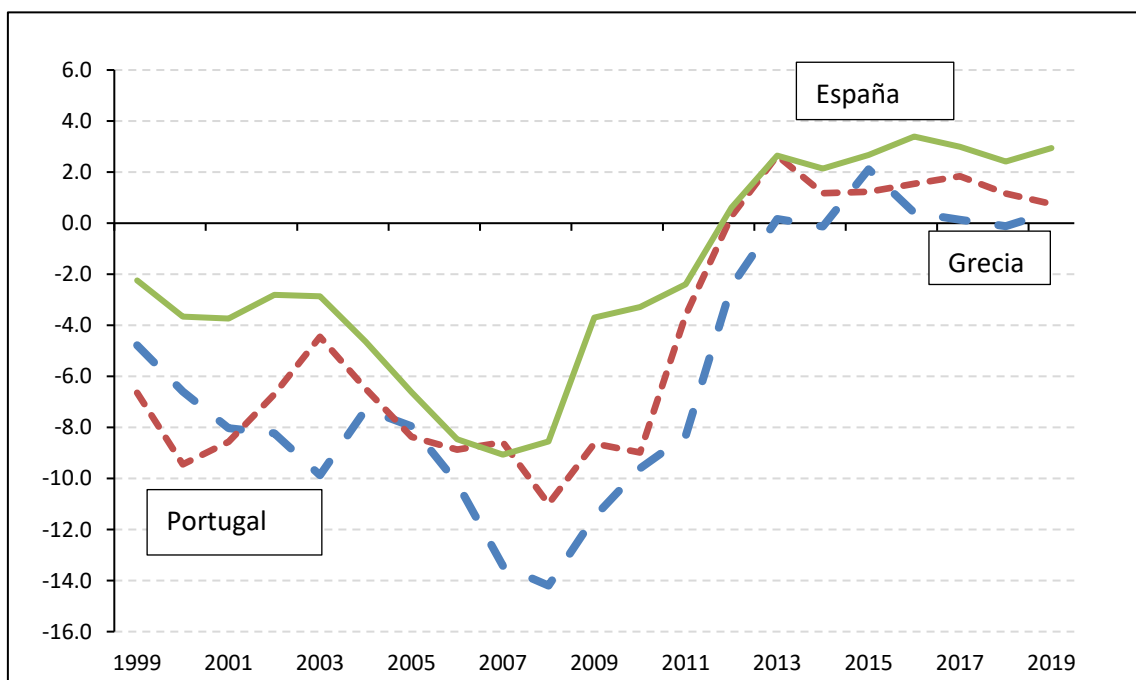
Nota: La variación en la capacidad de financiación no coincide exactamente con la variación del ahorro bruto menos la variación de la inversión, ya que no se incluyen las variaciones registradas en las transferencias de capital y las existencias.

Fuente: Elaboración propia a partir de INE.

4. El desequilibrio exterior de la economía española durante el período de vigencia de la UEM: ¿un comportamiento diferente al del resto de países de la Eurozona?

Una vez analizados los aspectos diferenciales del desequilibrio exterior de la economía española durante las algo más de dos décadas de vigencia de la UEM es importante preguntarse si este comportamiento es algo único de nuestra economía o si por el contrario ha sido algo común a otros países de la zona euro, con características similares a las nuestras.

Gráfico 8. Capacidad(+)/Necesidad(-) de Financiación (% del PIB)



Fuente: AMECO.

Si observamos el Gráfico 8, podemos comprobar que el comportamiento del desequilibrio exterior de la economía española es muy análogo al registrado por Grecia y Portugal.

Estos países, al igual que España, registraron hasta el inicio de la crisis financiera internacional una tendencia de progresivo deterioro en su saldo exterior, hasta situar su necesidad de financiación por encima del 10% de su PIB, niveles muy superiores a los que puedan considerarse sostenibles⁹.

La disponibilidad de financiación exterior en unas condiciones antes desconocidas, tanto en volumen como en precio (con unos tipos de interés reales muy bajos o incluso negativos), y sin riesgo cambiario, alimentaron sus desajustes entre el ahorro y la inversión, con el consiguiente crecimiento en sus necesidades de financiación.

Lo acontecido en estos tres países tras iniciarse la crisis financiera global y posteriormente cuando se desata la crisis de la deuda soberana europea también muestra características muy similares: tanto Grecia como Portugal, al igual que como hemos analizado ocurrió en España, registraron un proceso de “reversión en su cuenta corriente”, que se explican tanto por el necesario ajuste interno derivado de los desequilibrios acumulados durante el período de expansión y que llevaron a una dinámica de endeudamiento insostenible, como por el cambio en las condiciones financieras internacionales tras el estallido de la crisis financiera global. Así, en 2012, Portugal, al igual que España, ya registró una ligera capacidad de financiación, mientras que Grecia había reducido su necesidad de financiación hasta el entorno del 2%.

Asimismo, el comportamiento del saldo exterior de los tres países a partir de 2013 y hasta la actualidad muestra también similitud, con un prolongado período de una clara capacidad de financiación en torno al 1,5-2% en el caso de Portugal y España, y de equilibrio en el caso de Grecia.

Estas similitudes en el comportamiento del saldo exterior de estos países en el período que transcurre desde el inicio de la UEM hasta la actualidad sólo pueden entenderse si se enmarcan en el cambio de régimen macroeconómico que supuso sus incorporaciones a la UEM¹⁰.

Tal y como se puede constatar por el comportamiento del desequilibrio exterior en todos ellos, hasta el estallido de la crisis financiera global, la restricción financiera exterior a la que se enfrentaban cuando disponían de su propia moneda, prácticamente desapareció con su entrada en la UEM, lo que condujo a alcanzar una necesidad de financiación del conjunto de sus economías que habría sido impensable fuera de la UEM.

Por su parte, la entrada en la UEM permitió a sus familias y empresas financiarse en el exterior en su propia moneda nacional eliminando, por consiguiente, el riesgo cambiario. En consecuencia, la capacidad para captar financiación externa pasó a depender básicamente de la calidad crediticia del demandante individual de financiación sin apenas afectar el riesgo macroeconómico específico del país, lo que condujo en última instancia a un excesivo

⁹ Para un análisis de los desequilibrios exteriores en el seno de la UEM en el período 1999-2007, véase Arestis y Paúl (2009).

¹⁰ Para un excelente análisis de las transformaciones que supuso la entrada en la UEM para la economía española y, por extensión, para Grecia y Portugal, véase Malo de Molina (2005) y Estrada, Jimeno y Malo de Molina (2009).

endeudamiento en aquellos países que registraron un mayor cambio en sus condiciones de financiación.

En resumen, pues, lo acontecido en la primera década de vigencia de la UEM en el desequilibrio exterior de España, Grecia y Portugal constituye un claro ejemplo de cómo los desequilibrios se manifiestan de forma distinta cuando un país está integrado en una unión monetaria. En concreto, la ausencia de una restricción externa permitió ampliar el desequilibrio exterior y retrasar su ajuste de una forma que nunca se hubiera producido si cada país hubiera tenido su propia moneda y hubiera tenido que asumir el riesgo macroeconómico del país a la hora de financiarse en el exterior.

El estallido de la crisis financiera internacional y la posterior crisis de deuda soberana europea pusieron de manifiesto que el desequilibrio exterior y el endeudamiento externo que se deriva de aquel siguen teniendo relevancia dentro de una unión monetaria y que supone un claro factor de vulnerabilidad¹¹.

Así, las condiciones monetarias y financieras extraordinariamente favorables que tuvieron los países del sur tras su incorporación a la UEM y que posibilitaron captar financiación externa prácticamente sin limitación, se tornaron extremadamente duras tras la crisis financiera internacional, no sólo por el incremento en su coste, sino especialmente por las dificultades para su obtención. Estos problemas para conseguir financiación externa se trasladaron a los mercados crediticios nacionales dificultando la obtención de créditos tanto a particulares como a empresas, lo que en última instancia condujo a una caída en el consumo y en la inversión.

5. Algunas lecciones de política económica a la luz de lo acontecido en el desequilibrio exterior de la economía española desde la creación de la UEM

Tal y como hemos comprobado en los apartados anteriores, la evolución del desequilibrio exterior de la economía española desde el inicio de la UEM se explica principalmente por el comportamiento del sector privado no financiero. Y es precisamente este hecho, lo que llevó a que, hasta que estalló la crisis financiera internacional, el creciente y muy elevado déficit exterior de la economía española no fuera objeto de atención por parte de las autoridades económicas, en la medida en que no era visto como un riesgo potencial para nuestro crecimiento¹². Por el contrario, el aumento de la necesidad de financiación de la economía española era interpretado como el resultado del comportamiento optimizador de los agentes económicos privados (familias y empresas) que modificaban sus decisiones de ahorro e inversión en función de las nuevas condiciones monetarias y financieras derivadas de nuestra pertenencia a la UEM.

En buena medida, esta misma idea fue la que había prevalecido cuando se diseñaron las reglas de funcionamiento de la UEM y se establecieron las variables económicas objeto de supervisión recogidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Así, los distintos países estaban sujetos a una limitación en cuanto a la necesidad de financiación de las administraciones

¹¹ Un análisis de la relevancia de los desequilibrios externos en el seno de una unión monetaria puede verse en Catte (2009).

¹² Aunque hacemos referencia a la economía española, el mismo razonamiento sería extrapolable a Grecia y Portugal.

públicas (y de endeudamiento público), pero no se establecieron limitaciones en cuanto al tamaño que podía adquirir el déficit exterior (o de endeudamiento externo). En definitiva, lo que subyacía en el diseño de la UEM era que únicamente era el desequilibrio ahorro e inversión de las administraciones públicas el que podía poner en peligro el crecimiento futuro de un país, pero no el desequilibrio ahorro e inversión en los agentes económicos privados, ya que se sobreentendía que éstos mostrarían racionalidad en sus decisiones respecto a estas variables.

Sin embargo, lo acontecido en el desequilibrio ahorro e inversión del sector privado no financiero en la primera década de vida de la UEM mostró que esas decisiones de los agentes privados pueden estar distorsionadas por distintos fallos de mercado o por la asunción de mayores riesgos financieros, en cuyo caso el desequilibrio exterior sí puede tener efectos adversos sobre el crecimiento económico (Peñalosa y Restoy, 2005). Por tanto, no se debe restar relevancia a un déficit exterior simplemente argumentando que su nivel es óptimo por ser el resultado del comportamiento racional de los agentes económicos privados.

Esta relevancia del desequilibrio exterior ha sido reconocida en el nuevo marco de gobernanza establecido en la UEM a partir de 2010, con la introducción del Semestre Europeo y del Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico. En este nuevo marco de gobernanza económica europea, el desequilibrio exterior y la posición de inversión internacional constituyen dos de los indicadores objeto de seguimiento¹³, bajo la premisa de que la acumulación de desequilibrios macrofinancieros constituye un factor de vulnerabilidad que puede poner en peligro el crecimiento económico futuro, especialmente cuando se produce algún tipo de perturbación.

Por tanto, podemos afirmar, tal y como en la actualidad reconocen las propias autoridades europeas, que un desequilibrio exterior elevado puede afectar negativamente no sólo a la estabilidad económica de un país particular de la UEM, sino también a la Eurozona en su conjunto. Esta nueva concepción concuerda con la idea de que el saldo exterior, aunque no debe ser considerado como objetivo último de política económica, sí debe tener la consideración de un objetivo intermedio (Knight y Scacciavillani, 1998), y, por tanto, ser objeto de interés por parte de las autoridades económicas en la medida en que un desequilibrio excesivo puede poner en peligro los objetivos últimos.

Por otro lado, como se ha comprobado en la práctica desde el inicio de la UEM, los déficits exteriores en una unión monetaria son más fáciles de financiar, al hacerse en la propia moneda nacional. Sin embargo, esto que en principio podría ser considerado como una ventaja, ya que permitía en gran medida la superación de la restricción exterior que tradicionalmente ha afectado a algunos países, como España, también supone uno de los factores de riesgo de la pertenencia a una unión monetaria, pues se posibilita ahora la acumulación y progresiva ampliación de desequilibrios macroeconómicos. A su vez, la corrección del desequilibrio exterior en una unión monetaria, en la medida en que no es posible modificar el tipo de cambio, va a ser más difícil y con mayores costes reales, en especial, si la economía del país no dispone de la suficiente flexibilidad en el funcionamiento de sus mercados y en la formación de costes y precios.

¹³ En concreto entre los 14 indicadores de seguimiento en el Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico se establece, por un lado, que el saldo por cuenta corriente en términos de PIB (calculado como media móvil de tres ejercicios) debe encontrarse en el intervalo +6% y -4%, por otro lado, se establece un límite para la Posición de Inversión Internacional Neta del 35% del PIB.

Este riesgo potencial que la pertenencia a una unión monetaria supone en lo referente a la acumulación de desequilibrios, puede comprobarse en el comportamiento de la Posición de Inversión Internacional (PII) de la economía española. Así, en 1999, la diferencia entre sus pasivos y activos exteriores suponía alrededor del 30% del PIB; sin embargo, el prolongado período de continuados y elevados déficits exteriores hizo que esa posición deudora de nuestra economía se elevara hasta el 97% del PIB a finales de 2009. Posteriormente, la capacidad de financiación que ha mostrado la economía española durante la última década ha permitido una cierta corrección en esa PII deudora; pero, no obstante, a finales de 2019, nuestro país la sigue manteniendo muy próxima al 74% del PIB, muy lejos del 35% establecido como indicador en el Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico.

Esta elevada PII deudora de la economía española hace especialmente importante que sigamos registrando en un futuro superávits exteriores que le permitan seguir mejorando el elevado desequilibrio existente entre activos y pasivos exteriores. En este sentido, hay que resaltar que distintas estimaciones empíricas han concluido que una parte importante de los ajustes se produjeron en la economía española, y que permitió registrar un largo período de capacidad de financiación, no se debieron a factores cíclicos, por lo que podrían mantenerse en el futuro (ECB, (2014), y Moral-Benito y Viani (2017)).

La crisis actual de la COVID-19 abre el interrogante de cómo puede afectar al saldo exterior de la economía española la profunda crisis en la que estamos inmersos. En el momento de redactar este artículo no se dispone de información completa del comportamiento del ahorro, la inversión y la capacidad o necesidad de financiación de los distintos sectores institucionales para el segundo trimestre de 2020. No obstante, sí se observa una reducción en la capacidad de financiación del conjunto de la economía española provocada por el enorme deterioro de las cuentas de las administraciones públicas que no ha podido ser compensado por el importante aumento del ahorro de los hogares e ISFLSH.

Así pues, este previsible futuro deterioro de la actual capacidad de financiación de nuestra economía hace especialmente relevante que las autoridades económicas sigan observando muy de cerca su comportamiento, sobre todo si tenemos en cuenta la elevada posición deudora internacional de la que parte España en esta crisis y que constituye un importante factor de vulnerabilidad.

Bibliografía

- Arestis, P. y Paúl, J. (2009). Los déficits por cuenta corriente en la UEM y la crisis financiera internacional, *Ola Financiera*, 6 (14), México.
- Banco de España (1999). *Informe Anual 1998 (82-83)*.
- Banco de España (2006). El déficit exterior de la economía española desde una perspectiva histórica, *Informe Anual 2005 (30-31)*.
- Blanchard, O. y Milesi-Feretti, G.M. (2009). Global imbalances: in midstream? *IMF Staff Position Note SPN/09/29*, diciembre.
- Estrada, A; Jimeno, J.F. y Malo de Molina, J.L. (2009). La economía española en la UEM: los diez primeros años, *Banco de España*, Documentos Ocasionales, Nº. 0901.
- Catte, P. (1998). Current accounts: are still relevant for and within a Monetary Union, en *Current Account Imbalances in East and West: Do they Matter?*, Oesterreichische Nationalbank.

- European Central Bank (2014). *To what extent has the current account adjustment in the stressed Euro Area countries been cyclical or structural?*, January, 2014 (47-50).
- Knight, M. y Scacciavillani, F. (1998). Current accounts: what is their relevance for economic policymaking? *IMF WP/98/71*.
- Malo de Molina, J.L. (2005). Una larga fase de expansión de la economía española, *Banco de España*, Documentos ocasionales, Nº. 0505.
- Milesi-Feretti, G.M. y Razin, A. (1998). Current account reversals and Currency Crises: Empirical regularities, *National Bureau of Economic Research*, Working Paper, nº. 6620.
- Moral-Benito, E. y Viani, F. (2017). An anatomy of the Spanish current account adjustment: the role of permanent and transitory factors, *Banco de España*, Documento de Trabajo 1737.
- Paúl, J. (2006). El déficit exterior de la economía española en perspectiva interna, *Boletín de Información Comercial Española*, 2892, Octubre.
- Paúl, J. y Calvo, A. (2010). La necesidad de financiación de la economía española: del crecimiento desmesurado al ajuste brusco, *Boletín de Información Comercial Española*, 2989, Mayo.
- Peñalosa, J. y Restoy, F. (2005). Implicaciones de la integración en la UEM y en el nuevo contexto internacional, en *El análisis de la economía española*, Servicio de Estudios del Banco de España, Alianza Editorial.