

# Déficit exterior: sostenibilidad y financiación

Clique aquí para  
consultar el resto  
de contenidos del  
Anuario en la web  
CIDOB

**Emilio Ontiveros,**  
Presidente de Analistas Financieros Internacionales  
**Sara Baliña,**  
Analista de Analistas Financieros Internacionales

Uno de los rasgos que sigue singularizando a la economía española es su abultado déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente, próximo al 10% del PIB, el más elevado de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) en términos relativos y sólo superado en su magnitud absoluta por el de EEUU. Un desequilibrio tal es, en cierta medida, consecuencia de un largo período de expansión, en el que la principal fuerza impulsora ha sido la demanda interna, pero también el resultado de un patrón de crecimiento que no ha posibilitado la emergencia de ventajas competitivas sostenidas. El ritmo de crecimiento de las importaciones, muy superior al de las exportaciones, ha derivado en un saldo de la balanza comercial cuya compensación por los ingresos netos de servicios hace tiempo que es insuficiente. El resultado final es una intensa necesidad de apelación al ahorro externo que se refleja en la igualmente destacada magnitud de los pasivos financieros del conjunto del sector privado, familias incluidas, en España. La continuidad de ese recurso al endeudamiento exterior, en un entorno financiero internacional mucho más adverso que el presente en los últimos años, es la principal restricción al crecimiento que hoy pesa sobre la economía española.

La crisis crediticia que emergió en EEUU a mediados de 2007 y su extensión a la generalidad de los mercados mayoristas, condicionará de forma significativa el mantenimiento de la contribución al crecimiento que

han tenido la construcción residencial y el consumo de las familias, las dos principales fuentes de la expansión española en la última década. Esa más explícita dosificación crediticia al sector privado ha acentuado la debilidad de la demanda de activos inmobiliarios, observada desde meses antes de la emergencia de la crisis hipotecaria estadounidense, y la de consumo de los hogares. En ausencia de incrementos en las rentas, la atención al servicio de la deuda de familias y empresas, reducirá de forma notable los recursos asignados a consumo e inversión. Y ello actuará reduciendo las cifras absolutas y relativas del desequilibrio exterior en los dos próximos años.

## El desequilibrio comercial de la economía española

La descomposición de la balanza por cuenta corriente pone de manifiesto la relevancia del saldo comercial como factor determinante del desequilibrio externo de la economía española. La insuficiencia sistemática de los ingresos por exportaciones de bienes para compensar el intenso crecimiento de las importaciones ha generado una brecha comercial creciente, que en el tercer trimestre del 2007 alcanzaba los 84.000 millones de euros (en saldo acumulado en los últimos doce meses), más del 85% del déficit corriente y en torno al 8,3% del PIB. La tasa de cobertura de la balanza comercial, que expresa la relación entre exportaciones e importaciones, no ha dejado de caer desde el año 2000, en que se situaba en niveles del 77% frente al 68% actual.

La causa principal de ese deterioro comercial creciente es un ritmo de crecimiento de la demanda interna muy superior al de nuestros principales socios comerciales<sup>1</sup>. En la propulsión de esa expansión han jugado un papel relevante el mantenimiento de tipos de interés nominales y reales, históricamente reducidos desde la integración de España a la Unión Económica y Monetaria (UEM), y el intenso dinamismo del mercado laboral. Todo ello, en un contexto de recuperación de la confianza de los agentes, ha fomentado la apelación al endeudamiento de familias y empresas, y la subsiguiente expansión del gasto en consumo e inversión, de forma destacada la concretada en construcción residencial.

Si tenemos en cuenta que el 56% de las exportaciones de mercancías se dirigen a la UEM y sólo Alemania, Francia e Italia representan el 38% del total, los efectos de un diferencial de crecimiento positivo, que ha oscilado en media entre 1,4 y 1,6 puntos porcentuales, son dobles. Por un lado, el dinamismo del consumo privado y sobre todo, de la inversión en bienes de equipo, estimula el crecimiento de las importaciones, y por otro, la desaceleración de las principales economías europeas (Francia y Alemania han venido creciendo por debajo de su nivel potencial desde 2004) lastra la evolución de las exportaciones españolas. Así, durante 2006 y el pri-

mer semestre de 2007, las compras de bienes al exterior crecieron en media (y en precios constantes) un 7,3% interanual, mientras que las ventas lo hicieron sólo al 4,5%. Sin embargo, y tomando como referencia los datos mensuales y nominales ofrecidos por el Banco de España, se constata como a lo largo de 2007 la gradual pero persistente desaceleración en el ritmo de crecimiento de las importaciones ya ha comenzado a trasladarse al déficit comercial, que ha abandonado la senda de crecimiento del año 2006 de tasas en torno al 20% en media anual, para instaurarse en niveles del 8,5%. Esta tendencia, que se ha confirmado con los últimos datos de balanza de pagos, esperamos que se consolide durante 2008, al hilo de la ralentización que se espera experimente la demanda interna.

La pregunta inmediata que subyace al razonamiento anterior es hasta qué punto la especialización productiva de España ha podido determinar ese deterioro comercial, con independencia de cuál haya sido el patrón de crecimiento en el actual ciclo económico y del papel que haya podido jugar la pérdida de competitividad, que luego abordaremos. La estructura de exportaciones e importaciones por categoría de bienes revela una dicotomía, que si bien es cierto ha existido desde que se inicia el proceso de modernización y apertura de la economía española en los años setenta del siglo pasado, se ha intensificado en la última década con motivo de la mayor competencia y la entrada en escena de las economías emergentes en el comercio mundial. Esta dicotomía no es otra que la especialización de España en la producción de bienes de contenido tecnológico medio-bajo orientados a la exportación y la necesidad de importar bienes, que por presentar un mayor valor añadido y/o ser difícilmente sustituibles (es el caso del petróleo), engrosan sistemáticamente la factura de importaciones.

Del análisis de la clasificación agregada de bienes (consumo, intermedios y equipo) puede deducirse fácilmente como el comercio intra-industrial determina gran parte de los flujos comerciales de España con el resto del mundo, ya que los bienes intermedios industriales suponen el 50% del total de exportaciones y un porcentaje similar de las importaciones. Sin embargo, su saldo claramente deficitario (supone más de 35% del déficit comercial) y una ratio de cobertura situada en el 70% ponen de manifiesto una especialización por gamas desfavorable en términos de intercambio para España. Al margen de los productos industriales, otra partida que posee un peso muy significativo en la estructura de las exportaciones es sin duda la de automóviles, con casi un 11% del total, que dadas sus características también adolece de un

contenido tecnológico elevado. Si a esto le añadimos la fuerte dependencia energética, el resultado no es otro que un saldo comercial negativo, cuyo signo hay que explicar sobre todo atendiendo a razones estructurales de la economía española y no tanto a un esquema de crecimiento intensivo en consumo privado e inversión.

Cuando el análisis del déficit comercial (y por ello, del déficit corriente) se reorienta hacia un enfoque más estructural, es necesario incorporar en el diagnóstico aspectos vinculados a la pérdida de competitividad<sup>2</sup>. Y ello nos remite necesariamente a la todavía insuficiente dotación de aquellas modalidades de capital, que, además de desplazar la frontera del conocimiento, contribuirían a fortalecer las ventajas competitivas de la economía española. Es el caso del capital tecnológico y humano, pero también de la calidad institucional y flexibilidad de los mercados propios de las economías más competitivas. Esos factores son, además, los que ayudan a explicar la también deficiente trayectoria en términos de productividad del trabajo que España mantiene desde hace más de una década. La complementariedad entre registros de productividad y sus principales determinantes (dotaciones de capital físico, tecnológico, humano y social, capacidad de innovación, emprender, calidad institucional, etc.) por un lado, y competitividad, por otro, nunca ha sido más explícita que en el caso español. Esa capacidad para registrar aumentos sostenidos de la productividad es el componente fundamental de la acepción más importante del concepto de competitividad, la asumida por instituciones como la propia Comisión Europea o el World Economic Forum.

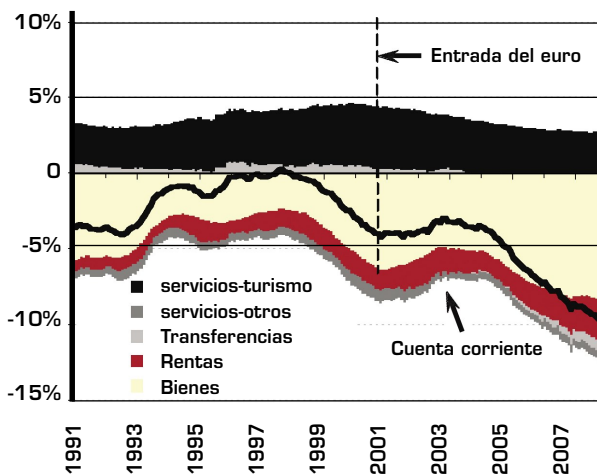
La otra acepción de la competitividad, más vinculada al comportamiento de cuotas comerciales, es tributaria en el caso español de una evolución del ritmo de crecimiento de los precios poco favorable, sistemáticamente superior al de nuestros principales socios comerciales. Si descomponemos ese diferencial de inflación con la Zona Euro (que en 2006 y 2007 superó el punto porcentual), una parte se podría atribuir al patrón de crecimiento, que por el lado de la oferta, presenta una segunda lectura: el de un modelo sustentado en sectores de actividad intensivos en empleo y de baja productividad (construcción y en su mayoría, servicios). Pero otra significativa, es de nuevo, fruto de la idiosincrasia de nuestra economía y de la capacidad del sector empresarial más protegido de la competencia para trasladar el incremento de los costes productivos al precio final del bien y mantener así, o incluso aumentar, su margen de beneficio.

Sin entrar en la cuantificación exacta de la contribución de cada uno de los factores señalados para el aumento del déficit comercial ni en el uso que se hizo del ahorro externo captado, lo que parece indiscutible es que sólo su conjunción ha podido explicar un desequilibrio externo de la magnitud del actual.

## El déficit por cuenta corriente: algo más que déficit comercial

El importante tamaño del déficit comercial no puede obviar el comportamiento igualmente poco favorable de algunas otras subbalanzas que conforman el desequilibrio por cuenta corriente. La recomposición que está teniendo lugar en la balanza corriente responde a los cambios inherentes a un modelo de crecimiento en el que la inmigración y el recurso al endeudamiento han influido de forma significativa en el saldo de la balanza de transferencias corrientes y rentas del capital, respectivamente; mientras los nuevos hábitos de consumo de la población española (entre ellos, los asociados a un aumento significativo del gasto en turismo en el extranjero) y la intensificación de la competencia internacional, hicieron lo propio con la subbalanza de servicios.

### 1. DÉFICIT POR CUENTA CORRIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (saldos acumulados en los últimos doce meses como porcentaje del PIB)



Fuente: AFI a partir de Banco de España

El deterioro de la balanza de servicios es suficientemente explícito: su saldo superavitario en el año 2001 era del 3,4% del PIB y en 2007 del 2,2%. El principal factor explicativo de esta evolución es el turismo, un sector que durante años le sirvió a España para financiar gran parte de sus compras de bienes al exterior y saldar prácticamente su déficit corriente. El aumento del turismo español en el extranjero, junto con el agotamiento del modelo amparado en el binomio “sol y playa”, así como el atractivo que presentan nuevos destinos ligados al “despertar” de muchas economías emergentes, han contribuido a recortar notablemente su superávit. De hecho, y desde hace ya algún tiempo, los ingresos por turismo no compensan ni siquiera los pagos por rentas del capital del pasivo contraído por los residentes en España frente al resto del mundo (en

octubre de 2007 en saldo acumulado de doce meses, el superávit de servicios por turismo alcanzaba los 27.756 millones de euros, un 2,7% del PIB, frente a un déficit de 28.017 millones de la subbalanza de rentas). El turismo ya supone menos del 50% del total de ingresos por exportaciones de servicios de España.

Como compensación, donde se aprecia una mejora significativa es en el rubro de otros servicios. Aunque su peso relativo no es comparable y asumir, por tanto, que en el corto plazo puede llegar a compensar el retroceso del turismo no resulta factible, las tasas de crecimiento que vienen registrando los ingresos por este concepto invitan, al menos, al optimismo. Durante 2007 han crecido de media un 16,5% frente al 15,0% de los pagos, de ahí que su saldo, estructuralmente deficitario, haya invertido su tendencia alcista en los últimos trimestres y haya caído desde los 5.700 millones de euros de mayo a los 4.939 de octubre (o lo que es lo mismo, ha pasado de representar un 0,56% del PIB a hacerlo en un 0,49%). A diferencia de lo que ocurre con el comercio de bienes, en el que la intensidad de la competencia ha reducido nuestro margen de maniobra, en los servicios no turísticos España es uno de los cuatro países que más ha incrementado su cuota mundial de exportaciones en los últimos años, sólo por detrás del Reino Unido, Irlanda y Estados Unidos.

Las otras dos subbalanzas que han contribuido a engrosar el déficit por cuenta corriente en 2007 han sido la de transferencias corrientes y la de rentas, en particular, la de rentas del capital. En el primer caso, el aumento del déficit se debe sobre todo a la creciente salida de recursos por remesas de inmigrantes. Así, en el tercer trimestre el déficit alcanzaba ya los 8.457 millones de euros, lo que supone un 0,8% del PIB (en 2005 apenas rondaba el 0,2%). Por su parte, la balanza de rentas es un fiel reflejo del nivel de endeudamiento acumulado por la economía española desde que en 2004 se intensificó el recurso al ahorro externo. Los pagos por intereses de la deuda emitida y dividendos a inversores extranjeros superan en octubre de 2007 los 70.000 millones de euros, lo que eleva la posición deficitaria de la balanza de rentas al 2,7% del PIB. Aunque la crisis financiera mundial que emergió en el verano de 2007 está dificultando la emisión de títulos en los mercados mayoristas, y ello acabará reflejándose en las entradas de inversión en cartera, todavía habrá que esperar para que su efecto quede patente en la balanza de rentas. Asumiendo que la carrera alcista del Euríbor ha tocado techo, lo que veremos durante 2008 en el saldo de rentas será consecuencia de la deuda acumulada y no tanto de un encarecimiento de la financiación o de una aceleración del pasivo contraído.

En definitiva, aun cuando sea razonable asumir su reducción (sus tasas de crecimiento así lo demuestran al moderar su ritmo de avance desde niveles del 27% de media anual en junio de 2007 al 18% en octubre), es previsible que el déficit corriente siga en niveles comprometedores del crecimiento. La desaceleración eco-

nómica prevista para 2008 moderará el crecimiento del desequilibrio comercial, aunque la balanza de rentas y transferencias seguirá con aportaciones negativas, con lo que la corrección del déficit corriente final seguirá una senda de gradualismo.

### La financiación exterior de la economía española: su sostenibilidad a examen

La interpretación del déficit por cuenta corriente como la diferencia negativa entre el ahorro y la inversión doméstica nos permite aproximar la necesidad de financiación de la economía española y justificarla a partir de las divergencias existentes entre el comportamiento de su tasa de ahorro e inversión<sup>3</sup>. El incremento de la necesidad de financiación hasta los niveles actuales del 9% del PIB es consecuencia de una tasa de ahorro bruto para el conjunto de la economía situada en el 21%, que ha venido cayendo aunque muy gradualmente desde el año 2003, y una tasa de inversión que, sin dejar de crecer desde la entrada de España en la UEM, ha pulsado el acelerador en esta última fase del ciclo, y en 2007, ha alcanzado el 31% del PIB.

*“En servicios no turísticos España es uno de los cuatro países que más ha incrementado su cuota mundial de exportaciones en los últimos años”*

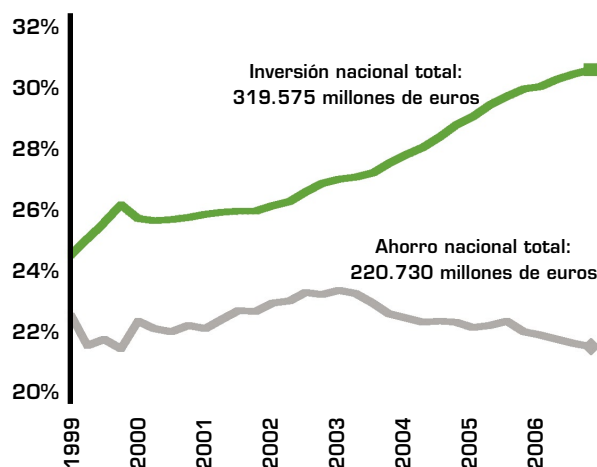
La laxitud de las condiciones de financiación que supuso la culminación del proceso de convergencia europea vino acompañada de una fuerte caída de los tipos de interés reales, de la eliminación de la prima de riesgo y de tipo de cambio, y de una mayor confianza en la evolución del ciclo por

parte de los agentes, facilitando el recurso al endeudamiento del sector privado y propiciando su materialización en decisiones de consumo privado e inversión (como afirmamos anteriormente, el crecimiento diferencial de la demanda interna fue uno de los principales factores explicativos de la ampliación del déficit comercial en los últimos años). De ahí, que el sector privado haya sido el principal responsable del deterioro de la posición exterior de la economía española, y por ende, el principal demandante de recursos financieros del resto del mundo. En el lado opuesto de la balanza se encuentra el sector público. El saneamiento de sus finanzas cifra la capacidad de financiación del sector en el 2,8% del PIB para el tercer trimestre de 2007.

Sin embargo, y excluyendo del sector privado a las entidades financieras cuyo papel como canalizadores del ahorro externo trataremos a continuación, las diferencias son notables en lo que respecta a la evolución de la posición no financiera de empresas y familias. Las primeras han invertido sistemáticamente por encima de su capacidad, resultado de los procesos de modernización productiva, internacionalización y fusión y adquisición, de modo que su posición ha sido sistemáticamente deficitaria. En el caso de las familias lo que ha tenido lugar es un cambio de signo en su posición: de ser ahorradores netos han pasado a convertirse en demandantes netos de fondos desde mediados de 2004. Aún así, ambos sectores institucionales comparten un denominador común: el fuerte incremento registrado en su demanda de crédito con motivo de la expansión de la actividad en construcción residencial y su traslación a la economía familiar en términos de aumento de la demanda de vivienda.

Pero ni hogares ni empresas han captado directamente el ahorro externo que han necesitado (la necesidad de financiación de las familias alcanza ya el 2% del PIB y este porcentaje se eleva al 8,6% para las empresas) sino que lo han hecho a través de las entidades financieras, bien sea por su imposibilidad para acceder a los mercados mayoristas (familias), bien por el predominio de la financiación bancaria frente a la emisión de valores (empresas). Es en ese proceso de intermediación que representan las entidades de crédito donde se establece la conocida relación entre el mercado inmobiliario y la financiación del déficit corriente, ya que gran parte de la captación del ahorro externo se ha producido a través de la emisión de títulos de deuda vinculados a la expansión inmobiliaria, en concreto, emisiones de cédulas hipotecarias y bonos de titulización (principalmente, activos hipotecarios), que han situado a España a la cabeza de los países europeos en esta modalidad de financiación<sup>4</sup>. El grado de solvencia y estabilidad del sistema bancario español, junto con las bajas tasas de morosidad registradas en la financiación hipotecaria, han resultado cruciales para la colocación de estos títulos entre los inversores internacionales.

**2. TASA DE AHORRO E INVERSIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (saldos acumulados en los últimos doce meses como porcentaje del PIB)**



Fuente: AFI a partir de Banco de España



La composición y evolución de la balanza financiera está en perfecta consonancia con la estructura de financiación descrita. La inversión en cartera ha sido y es la principal fuente de financiación del déficit de ahorro externo de la economía española. Las entradas brutas de inversión por este concepto han llegado a representar más del 90% del total (inversión directa, en cartera y otras inversiones), cuando a comienzos del 2000 la distribución por categorías de inversión presentaba un perfil mucho más equilibrado (casi una distribución paritaria entre inversión en cartera y directa). Dentro de ella, los bonos y obligaciones son sin duda los instrumentos más representativos, con casi un 90% del total de entradas (bajo la denominación de inversión en cartera se agrupan también instrumentos del mercado monetario y acciones y participaciones). La emisión de cédulas hipotecarias y bonos de titulización ha reforzado esta tendencia y ha contribuido a ampliar

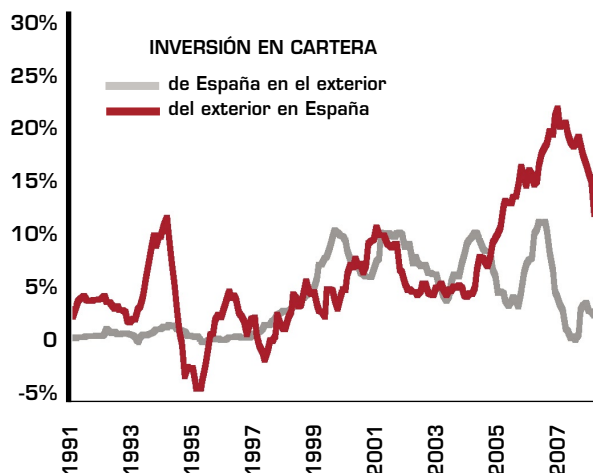
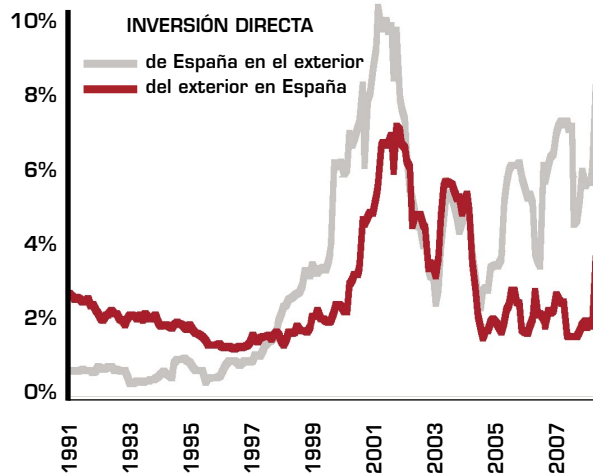
el saldo positivo en inversión en cartera (9,7% del PIB), no sólo por la mayor entrada de flujos extranjeros sino también por la menor inversión de España en el exterior, dado el exceso de oferta que existía de estos títulos en el mercado doméstico.

Su carácter de financiación volátil y sensible a posibles turbulencias externas constituye hoy la principal amenaza para la sostenibilidad del déficit corriente en los próximos meses. La paralización de los mercados mayoristas, derivada del actual episodio de crisis crediticia, ya ha hecho acto de presencia en la balanza de inversión en cartera. Desde el verano de 2007 el volumen de entradas del exterior no ha dejado de caer (en septiembre lo hacía al 38% en media anual) y han pasado de representar casi un 20% del PIB en mayo a un 12% a finales del tercer trimestre. Su traslación al saldo agregado es también evidente: la reducción de las salidas de capital ha sido inferior a la registrada por las entradas.

Llegados a este punto y con un mapa de estabilidad financiera global bien distinto al de comienzos de 2007, que ahora sesga la reprecación del riesgo de crédito y de mercado, es cuando surge el planteamiento comparativo entre lo que supone financiar el crecimiento con ahorro externo instrumentalizado en inversión en cartera o Inversión Extranjera Directa (IED). La lectura entre líneas de sus beneficios y riesgos potenciales difiere sustancialmente. La IED trae implícita connotaciones de permanencia, estabilidad y *spillovers* sobre la productividad y el potencial de crecimiento del país receptor. Pero en España la especificidad de su patrón de crecimiento y el deterioro en su capacidad competitiva ha desincentivado la localización de actividades empresariales foráneas, lo que unido al intenso proceso de internacionalización de la empresa española (tras la caída de 2005, la recuperación ha sido considerable), ha cambiado el signo del saldo en IED. Nuestro país ha pasado de ser receptor a ser inversor neto: en 2007 los flujos de salida alcanzaron en promedio un 6,0% del PIB mientras que los de entrada se quedaron tan sólo en el 2%, todo ello, en un escenario de consolidación de la IED a nivel mundial, en el que las economías emergentes han renovado su protagonismo como receptores y emisores de forma destacada.

Por último, el resultado de una apelación creciente al ahorro externo ha sido un aumento igualmente significativo en el saldo deudor de la posición de inversión internacional neta. En septiembre de 2007 suponía el 67% del PIB y se elevaba al 75% si se excluía la posición específica del Banco de España. Lo que se observa al comparar con 2006 es una cierta moderación en su ritmo de crecimiento, sobre todo en el último trimestre disponible, al avanzar en tasa interanual un 31% frente al 36% del trimestre anterior. Aun cuando las variaciones que pueda experimentar dependen de los cambios de valor de los instrumentos financieros<sup>5</sup>, lo determinante son

### 3. INVERSIÓN EXTRANJERA (saldos acumulados en los últimos doce meses como porcentaje del PIB)



Fuente: AFI a partir de Banco de España

los cambios en la magnitud de las transacciones entre los residentes y el resto del mundo y la contribución que a esa posición deudora tengan los diferentes sectores institucionales e instrumentos financieros.

Atendiendo a la primera clasificación, el deterioro de la posición de inversión internacional se debe, en línea con lo anteriormente comentado, a un peor comportamiento relativo de los Otros Sectores Residentes (OSR) pese a ser las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) las que presentan un saldo deudor de mayor magnitud. La causa no es otra que considerar a estos efectos pasivo financiero de las OSR la captación de ahorro externo vía titulizaciones y sociedades especializadas en emisiones de valores, cuando en realidad constituye uno de los mecanismos de financiación más utilizado por las IFM para compensar el desfase de crecimiento entre la inversión crediticia y los depósitos captados del público. Por el contrario, las Administraciones Públicas no han dejado de reducir su endeudamiento neto frente al resto del mundo, por un doble motivo: la menor adquisición de títulos de deuda pública por no residentes (en consonancia con el proceso de saneamiento de las cuentas del sector) y la amortización del stock existente; y el aumento de sus inversiones en cartera fuera de

España, a instancias de la política de diversificación de las inversiones del Fondo de Reserva de la Seguridad Social.

### **“La desaceleración económica prevista para 2008 moderará el crecimiento del desequilibrio comercial”**

En lo que respecta a los instrumentos de financiación, se reproduce el esquema de la balanza financiera, como cabría esperar.

Dicho esto, el principal riesgo de un déficit exterior elevado y prolongado es un aumento excesivo de la carga financiera por el correspondiente pasivo contraído. Recurrir al ahorro externo no es gratis y así lo refleja la posición deudora de inversión internacional de España y el déficit creciente de la subbalanza de rentas del capital.

### **Hacia un nuevo patrón de crecimiento en España**

Tras catorce años de crecimiento ininterrumpido, era de esperar la desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía española. Que 2007 iba a ser el año de la inflexión parecía más que evidente al observar la propia dinámica interna de crecimiento, en particular las señales ya evidentes a principios de año del menor impulso de la demanda de viviendas y de moderación gradual en la asociada construcción residencial. Con lo que no se contaba era con una crisis hipotecaria de la severidad y ramificaciones de la emergida en julio<sup>6</sup>, en la economía más desarrollada y con el sistema financiero más sofisticado del mundo. Ello ha preci-

pitado la aceleración del ajuste español, que se confiaba fuera suave y gradual, a través del lógico canal de transmisión, el sector exterior. En la medida en que la economía española comparte con la de Estados Unidos algunos denominadores comunes (la escalada de precios inmobiliarios, la expansión de los mercados hipotecarios y la existencia de un abultado déficit exterior), las cautelas tras la crisis se han intensificado. Se han llegado a alimentar presunciones sobre dificultades en nuestro sistema bancario que la realidad ha desautorizado. Ausencia de modalidades hipotecarias “subprime”, rigurosos sistemas de gestión de riesgo de crédito, activos correctamente valorados, ratios de solvencia elevados, morosidad reducida y provisiones más que suficientes, son algunos de los elementos que diferencian al sistema bancario español de los que hoy exhiben dificultades. Pero es cierto que la dependencia del ahorro exterior que tiene la economía española, y un endeudamiento del sector privado elevado con respaldo hipotecario, no favorece la continuidad de la bonanza financiera que hemos disfrutado desde el acceso a la UEM.

La persistencia de esas disfunciones en los mercados mayoristas de crédito y la desaceleración de la economía mundial van a reducir la apelación al ahorro externo y, de la mano de una ya evidente ralentización de la demanda interna, contribuirán a hacer lo propio con el saldo de la balanza por cuenta corriente. Un desequilibrio exterior menos pronunciado será, por tanto, una de las manifestaciones de ese escenario de menor pero mejor crecimiento que cabe esperar para la economía española en los dos próximos años, siempre que el entorno internacional, y en particular, la economía estadounidense, no transmita peores impulsos que los ya conocidos a finales de enero, cuando se cerraban estas notas.

### **Notas**

1. Entre 2005 y 2007, el diferencial positivo de crecimiento de España frente a la UEM ha sido de 1,4 puntos porcentuales, alcanzando el 1,6% en el caso de Alemania y el 1,8% en el de Francia. En términos de demanda interna, el diferencial se eleva a 3,5 puntos frente a Alemania y a 2,5 frente a Francia.

2. En E. Ontiveros (2007) se analiza el deterioro de la capacidad competitiva de la economía española.

3. La definición rigurosa de capacidad/necesidad de financiación resta del saldo de la balanza por cuenta corriente el saldo de la balanza de capital, en su mayor parte constituida por transferencias de capital pro-

cedentes de la UE. Sin embargo, su escaso peso en el agregado de la Balanza de Pagos hace que se obvие del análisis y se tienda a asimilar capacidad/necesidad de financiación con superávit/déficit corriente.

4. Véase al respecto E. Ontiveros y C. Maravall (2007).

5. Durante la primera mitad de 2007 la revalorización de las acciones en empresas no residentes por parte de agentes españoles ha sido compensada por la apreciación del euro y la caída en precio de la renta fija. Por ello, el activo financiero exterior se ha incrementado en menor medida que el pasivo, en cuyo caso el aumento de valor de las acciones y participaciones empresariales le ha servido a los no residentes para subsanar la pérdida de valor en activos de renta fija. Véase Banco de España (2007).

6. Un análisis detallado del origen de la actual crisis financiera puede verse en Analistas Financieros Internacionales (AFI) (2007).

## Referencias bibliográficas

AFI (2007): “Nota para el análisis. Cronología de la crisis financiera actual: causas e implicaciones”. Madrid.

BANCO DE ESPAÑA (2006): “Los efectos de la revalorización del *stock* de activos de la inversión extranjera directa de España en el exterior”. *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional*. Madrid.

ONTIVEROS, E. (2007): “Competitividad, función empresarial y convergencia real”. *Papeles de Economía Española: Retos económicos actuales*, Fundación de las Cajas de Ahorro (FUNCAS), n°113, Madrid: noviembre 2007.

ONTIVEROS, E. (2008): “Nuevo trauma financiero”. *Revista Economistas: España 2007*. Un balance (próxima publicación en el número de marzo 2008). Colegio de Economistas de Madrid, n°116. Madrid: 2008.

ONTIVEROS, E. y MARAVALL, C. (2007): “Financiación exterior de la economía española: el final de la bonanza”. *Revista Economistas: El déficit exterior ¿es sostenible?*, Colegio de Economistas de Madrid, n° 114. Madrid: 2007.