
Dos décadas de apertura comercial y financiera de la economía española.

Jesús Paúl Gutiérrez
Universidad San Pablo-CEU

Resumen

La economía española ha registrado en las dos últimas décadas un intenso proceso de apertura comercial y financiera como consecuencia de su participación en el proceso de integración europea y de la creciente globalización económica y financiera internacional. Este importante cambio estructural no ha impedido que se produzcan importantes avances en materia de convergencia real. No obstante, algunos de los hechos estilizados en el sector exterior que se analizan en este artículo ponen de manifiesto algunas de las debilidades de la economía española y el riesgo que éstas representan para el mantenimiento de la actual senda de convergencia.

Palabras clave: apertura comercial y financiera, déficit por cuenta corriente, Unión Monetaria Europea.

Clasificación JEL: F20, F32, F41

Abstract

The Spanish economy has displayed in the last two decades an intense opening process in both the trade and financial accounts. This development is a result of Spain's integration into the European Union and the euro, as well as the increasing economic and financial globalization. The structural change displayed by the degree of internalization of the Spanish economy has been accompanied by a significant advance in terms of real convergence. However, some of the external sector stylized facts presented reveal that the Spanish economy faces several weaknesses that could affect the future convergence path..

Key words: trade and financial openness, current-account deficit, European Monetary Union.

JEL Classification: F20, F32, F41

* El autor agradece a Martha Carro Fernández, así como a dos evaluadores anónimos, los comentarios realizados a este trabajo. Los errores que puedan subsistir son de su exclusiva responsabilidad personal.

1.- Dos décadas de cambios en el escenario económico europeo y mundial.

Ya han transcurrido algo más de dos décadas desde que el 1 de enero de 1986 España se incorporara a la entonces denominada Comunidad Económica Europea (CEE). Y durante este período de tiempo se han producido importantes cambios estructurales en nuestra economía, pero, sin lugar a dudas, quizá el más destacable ha sido su acelerada apertura al exterior. Apertura en sus tres dimensiones: mercados de bienes y servicios, mercados financieros y mercados de factores productivos.

España, con una larga tradición proteccionista y de amplia intervención del sector público en numerosos ámbitos de la actividad económica, dio sus primeros pasos de apertura al exterior con el Plan de Estabilización de 1959, consolidándose, posteriormente, con el Acuerdo Preferencial con el Mercado Común de 1970 y su extensión a la EFTA en 1979. Pero hubo que esperar hasta 1986, con la adhesión de España a la CEE, para que se diera el paso definitivo hacia la apertura y liberalización de la economía española.

La incorporación de España a la CEE supuso una transformación radical en el marco regulador de nuestros intercambios comerciales con el exterior. La gran mayoría de sectores productivos españoles tuvieron que enfrentarse a las implicaciones derivadas del Tratado de Adhesión en materia de reducción del proteccionismo comercial (desarme arancelario, adopción de la tarifa exterior común y eliminación de las restricciones cuantitativas a la importación frente a la CEE) y del

abandono definitivo de procedimientos administrativos que constituían verdaderas barreras invisibles, la eliminación de los ajustes fiscales en frontera que ocultaban voluminosas subvenciones y, en definitiva, la supresión de mecanismos crediticios y fiscales que instrumentaban ayudas para favorecer las ventas al exterior ¹.

España se incorpora de forma tardía a la CEE², cuando ésta todavía estaba constituida como una unión aduanera. No obstante, el proceso de integración europea ya había tomado un nuevo impulso. Así, en 1985 los países integrantes de la CEE ya habían definido una estrategia de construcción de un mercado único, como palanca fundamental para introducir un mayor dinamismo en las anquilosadas economías europeas.

El nuevo impulso en el proceso de integración económica europea se plasma con la firma del Acta Única Europea en febrero de 1986, en la que se establece que la libertad de circulación de mercancías, servicios, personas y capitales deberá alcanzarse antes de finalizar 1992 y esta unificación del mercado también afectaría a los dos nuevos miembros: España y Portugal.

A pesar del enorme avance en el proceso de integración europea que suponía la creación del Mercado Único, se consideró que difícilmente se podrían aprovechar todas sus potencialidades si los países integrantes seguían manteniendo sus diferentes monedas, con los consiguientes movimientos cambiarios que podrían otorgar ventajas sustanciales e inmediatas a algunos países en detrimento de otros. Por ello, se acordó que para conseguir un verdadero mercado único era preciso disponer de una única moneda. Así, el Informe Delors en 1989 ya establecía este objetivo y en la Cumbre de Madrid en 1989 dicho impulso integrador se refuerza, al establecerse el 1 de julio de 1990 como comienzo de la primera fase del proceso de formación de una Unión Económica y Monetaria (UEM), para posteriormente en el Tratado de la Unión Europea firmado en Maastricht en febrero de 1992, establecer el 1 de enero de 1999 como fecha de inicio de la tercera fase de la Unión

1) Para una buena síntesis de los elementos básicos del proceso de negociación y de los Acuerdos alcanzados en la adhesión de España a la CEE véase Badosa (2005).

2) El primer paso en el proceso de integración europea se había dado en 1951 con la creación de la Comunidad Europea del Carbón y del Acero (CECA) y posteriormente en 1957 con la creación de la Comunidad Económica Europea (CEE) y de la Comunidad Europea de la Energía Atómica (EURATOM).

Monetaria, con la correspondiente introducción del euro como moneda única comunitaria y el establecimiento de una única política monetaria, que es definida por el BCE teniendo en cuenta la situación y perspectivas del conjunto de la zona euro.

Durante estas dos décadas no sólo se han producido importantes avances en el proceso de integración europea, sino que se ha ampliado el número de países adheridos al proceso. Así, en 1995 se produjo la adhesión de Suecia, Austria y Finlandia. Posteriormente en 2004 se incorporaron 10 países de la antigua URSS, pasando la Unión Europea a estar integrada por 25 miembros y, por último, el 1 de enero de 2007 se han incorporado Rumania y Bulgaria³.

La apertura de nuestra economía ha estado en gran parte promovida por el ingreso de España en la Unión Europea, en un momento en que los países europeos han avanzado de manera sustancial en un proceso de integración económica sin precedentes a nivel mundial. No obstante, la intensidad de los cambios a los que ha tenido que hacer frente la economía española desde su incorporación en 1986 a la Europa comunitaria se ha visto amplificada por los profundos cambios en el escenario económico mundial registrado en estas dos últimas décadas, caracterizados por una importante intensificación en las relaciones económicas, comerciales y, en especial, las financieras.

La globalización económica internacional a la que se ha asistido en las últimas décadas ha estado impulsada por avances en los medios de transporte, en las telecomunicaciones y en las tecnologías de la información, que han impulsado los intercambios comerciales y financieros a través de la reducción de costes. Además, ha existido desde el punto de vista de las autoridades económicas un convencimiento, cada vez más extendido, de que estos intercambios internacionales constituían un mecanismo adecuado para potenciar el bienestar económico. Esto ha conducido a importantes reducciones de las barreras comerciales, arancelarias y no arancelarias, referidas al comercio de bienes y servicios, así como a una progresiva eliminación de las restricciones a los movimientos internacionales de capital.

3) No obstante, como es sabido, de los 27 miembros que en la actualidad forman la Unión Europea, tan sólo 13 forman parte de la Unión Monetaria Europea.

Los avances en los procesos de globalización económica y de globalización financiera han seguido caminos diferenciados, ya que mientras que la liberalización comercial se ha producido fundamentalmente a través de acuerdos regionales y bilaterales, la liberalización de capitales se ha producido a escala internacional y sin la existencia de organismos supranacionales, tipo Organización Mundial de Comercio, que propicien y regulen dicha liberalización ⁴.

La confluencia de los hechos anteriores ha llevado a configurar unos mercados de bienes y servicios y de capitales globales, en los que existe una creciente competencia, un cambio tecnológico acelerado e intenso y una continua dinámica de modificación de la estructura internacional de ventajas comparativas, que hace que aparezcan nuevos competidores, en especial, entre las denominadas economías emergentes, y en los que los grandes protagonistas son las empresas multinacionales que operan a escala prácticamente mundial.

En definitiva, en las dos últimas décadas los agentes económicos españoles, privados y públicos, han tenido que enfrentarse de forma acelerada a un doble reto:

1º.- El derivado de formar parte de un acuerdo de integración económica regional, como la Unión Europea (UE). La pertenencia a la UE no sólo ha exigido a España la eliminación de las barreras a la libre circulación de bienes y servicios y de capitales, sino que también ha supuesto un cambio radical en la concepción del funcionamiento de su economía y del papel de la política económica, basado en el respeto a los principios de competencia y de libre mercado, y en la convicción de que un alto grado de estabilidad macroeconómica es una condición necesaria para alcanzar un crecimiento elevado y sostenido (Peñalosa y Restoy, 2005).

2º.- El derivado de un nuevo escenario internacional, en el que los mercados de bienes, servicios y, especialmente, de capitales han adquirido una dimensión prácticamente planetaria.

4) El proceso de globalización económica y el de globalización financiera no son dos procesos independientes. En este sentido Lane y Milesi-Ferretti (2003) muestran que los flujos comerciales pueden explicar estadísticamente los flujos financieros.

El ingreso en la UE y la apertura y liberalización a un entorno económico internacional crecientemente globalizado ha supuesto un cambio estructural para la economía española, que ha hecho que tanto las decisiones de los agentes económicos (economías domésticas y, en especial, empresas), como los resultados del conjunto de la economía se vean cada vez más influidos por el exterior y, por tanto, hayan debido adaptarse a las exigencias de este nuevo entorno de creciente apertura.

El objetivo de este artículo es analizar los principales hechos estilizados en el proceso de apertura comercial y financiera de la economía española registrado en las dos últimas décadas, así como la evolución y situación del sector exterior de España, como consecuencia de este proceso. La fuente de información principal que hemos utilizado es la Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional elaborada por el Banco de España⁵. El primero de los documentos nos va a facilitar información de los flujos de las transacciones comerciales, de capital y financieras que la economía española realiza con el exterior, mientras que la Posición de Inversión Internacional nos facilita la información en términos de stock de las relaciones financieras de los residentes con el resto del mundo.

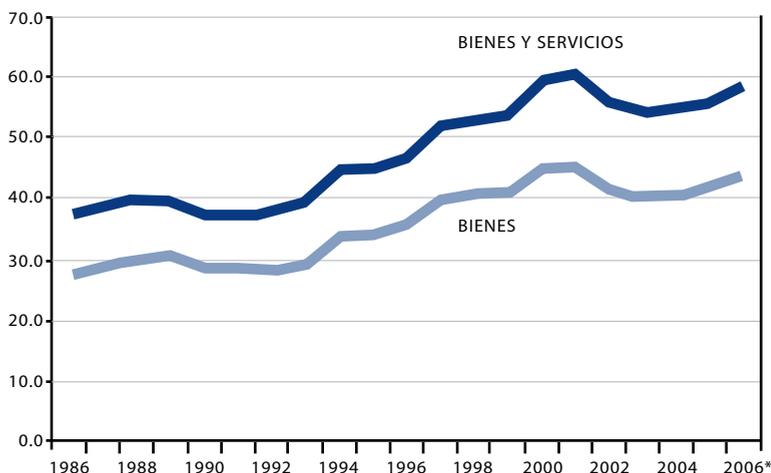
2.- Principales hechos estilizados en las dos décadas de apertura de la economía española.

2.1.- La creciente apertura comercial de la economía española.

En las dos últimas décadas la economía española ha experimentado un espectacular crecimiento en su grado de

5) Las series históricas que facilita el Banco de España de Balanza de Pagos y de Posición de Inversión Internacional recogen información homogénea en euros desde enero de 1990 y desde diciembre de 1992, respectivamente. Las series de Balanza de Pagos entre 1986 y 1989 han sido reconstruidas a partir de los Informes Anuales del Banco de España. Las series de Posición de Inversión Internacional (PII) entre 1986 y 1992 han sido reconstruidas a partir de los datos de las transacciones financieras que han tenido lugar en dicho período y que aparecen recogidas en la cuenta financiera de la balanza de pagos de los citados años. No obstante, esta reconstrucción nos permite tan sólo obtener una aproximación de la PII, ya que no se han podido tener en cuenta ni las variaciones en los tipos de cambio en que están denominados los activos y los pasivos exteriores, ni las variaciones de los precios de los activos y pasivos exteriores, factores que también inciden en la evolución de la PII a lo largo del tiempo.

Gráfico 1
Apertura exterior de la economía española
(% del PIB).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Balanza de Pagos del Banco de España
 (*) Datos de los nueve primeros meses de 2006.

apertura comercial exterior ⁶. Así, si utilizamos como indicador de apertura externa la ratio exportaciones más importaciones de bienes y servicios en términos de PIB, comprobamos como mientras en 1986 el nivel de apertura exterior de la economía española se situaba en el 37,6% del PIB, en el tercer trimestre de 2006 ha alcanzado el 58,7%.

Desde nuestra Adhesión a la CEE la economía española ha aumentado en media un punto anual su grado de apertura comercial exterior. No obstante, tal y como muestra el Gráfico 1, el aumento de la apertura exterior de la economía española no se ha producido de forma homogénea a lo largo de todo el período. Paradójicamente, en los primeros años de nuestra adhesión el nivel de apertura se redujo respecto al que existía en 1985 (en torno al 40% del PIB), como consecuencia de que el elevado crecimiento del PIB nominal fue superior al experimentado por las exportaciones e importaciones de bienes y servicios. Es a partir de 1993, impulsado por las cuatro devaluaciones que se registraron entre 1992 y 1994,

6) Bien es cierto que, como ya se indicó en el apartado anterior, la apertura externa de la economía española ya se había visto impulsada mucho antes a nuestra Adhesión a la CEE, primero por la apertura económica que siguió al Plan de Estabilización de 1959 y posteriormente como consecuencia del acuerdo con el Mercado Común en 1970.

cuando se inició un período de rápido aumento en el grado de apertura exterior de la economía española, que alcanzó su máximo en 2001, aproximándose al 60% del PIB, lo que suponía que la apertura externa de la economía española se había multiplicado por más de seis desde 1959 (De la Dehesa, 2003).

No obstante, a pesar de este espectacular crecimiento registrado en las dos últimas décadas la apertura comercial exterior de la economía española sigue estando claramente por debajo de la media de la UE y de la que tienen otras economías grandes de la UE (como Francia, Alemania y Reino Unido).

El aumento de la apertura comercial exterior, como era previsible al incorporarse nuestra economía a un acuerdo de integración económica, ha sido consecuencia del estrechamiento de nuestros vínculos comerciales con los países socios de la UE. Así, la importancia relativa del comercio intracomunitario en el conjunto de las transacciones españolas se ha incrementado sustancialmente desde 1986. De tal forma que en 2005 el 72% de nuestras exportaciones de bienes tenían como destino países miembros de la UE, y las importaciones comunitarias representaban el 63% del total de nuestras importaciones. Este proceso de concentración del comercio a escala intra-regional ha sido común en la mayoría de los países de la UE, pero se ha producido de forma especialmente acusada en países como España, que partían de una estructura comercial más diversificada geográficamente (Martín, 1997).

2.2.- El aumento del grado de apertura comercial se ha debido principalmente al aumento experimentado por las importaciones.

El aumento en el grado de apertura comercial no sólo no se produjo de forma homogénea a lo largo del tiempo, sino que tampoco ha respondido a un crecimiento homogéneo en exportaciones e importaciones.

Como podemos observar en la información recogida en el Cuadro 1, los intercambios de bienes y servicios con el exterior han aumentado en las dos últimas décadas, tanto en lo que se refiere a compras como a ventas al exterior, y tanto sean éstas de bienes como de servicios. Sin embargo, los aumentos que han experimentado unas y otras han sido muy diferenciados, siendo las

Cuadro 1 Exportaciones e importaciones de bienes y servicios (% del PIB).

	1986	2006 *	Variación	
			Absoluta	Porcentual
Exportaciones de Bienes	12,2	17,7	+ 5,6	+ 45,6
Exportaciones de Servicios	7,8	8,5	+ 0,8	+ 9,7
Importaciones de Bienes	15,4	26,0	+ 10,7	+ 69,4
Importaciones de Servicios	2,3	6,4	+ 4,1	+ 177,5
X de Bienes y Servicios	20,0	26,3	+ 6,3	+ 31,6
M de Bienes y Servicios	17,7	32,4	+ 14,8	+ 83,5
X + M de Bienes y Servicios	37,6	58,7	+ 21,2	+ 56,0

(*) Datos de los nueve primeros meses de 2006.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Balanza de Pagos del Banco de España.

importaciones, tanto de bienes como de servicios, las que han experimentado mayores aumentos. De hecho, de los 21,2 puntos porcentuales en términos de PIB que aumentó el grado de apertura exterior de la economía española desde 1986 al 2006, 14,8 puntos se han debido al aumento experimentado por las importaciones de bienes y servicios.

En cuanto a las exportaciones, es preciso diferenciar el comportamiento que han registrado las exportaciones de bienes, que han pasado de representar el 12,2% del PIB en 1986 al 17,7% del PIB en el tercer trimestre de 2006, respecto al comportamiento de las de servicios, que tan sólo han aumentado un 0,8% del PIB, siendo el intercambio con el exterior que ha experimentado un menor crecimiento, tanto en términos absolutos como relativos.

Este comportamiento tan diferenciado de exportaciones e importaciones ha provocado un creciente deterioro en el déficit comercial y, en especial, a partir de nuestra incorporación a la UEM, una rápida ampliación en la necesidad de financiación exterior de la economía española.

2.3.- La apertura comercial exterior ha acrecentado el déficit crónico de la balanza comercial española.

El déficit comercial ha sido tradicionalmente un elemento característico de la economía española⁷. De hecho, desde principios

7) Para un análisis de la evolución del desequilibrio exterior de la economía española en los dos últimos siglos véase Tena (2005).

de la década de los sesenta, España ha registrado de forma continuada un déficit en su balanza comercial.

La apertura comercial, derivada de nuestra incorporación a la CEE, lejos de conllevar la superación del déficit comercial crónico, ha venido acompañada de un deterioro del déficit exterior. Así, España ha registrado como media del período 1986-2006, un déficit del 5% del PIB; que se eleva hasta el 6,1%, si lo que consideramos es el período transcurrido desde nuestra incorporación a la UEM, situándose en el momento presente en un nivel record histórico del 8,3% del PIB (en el tercer trimestre de 2006).

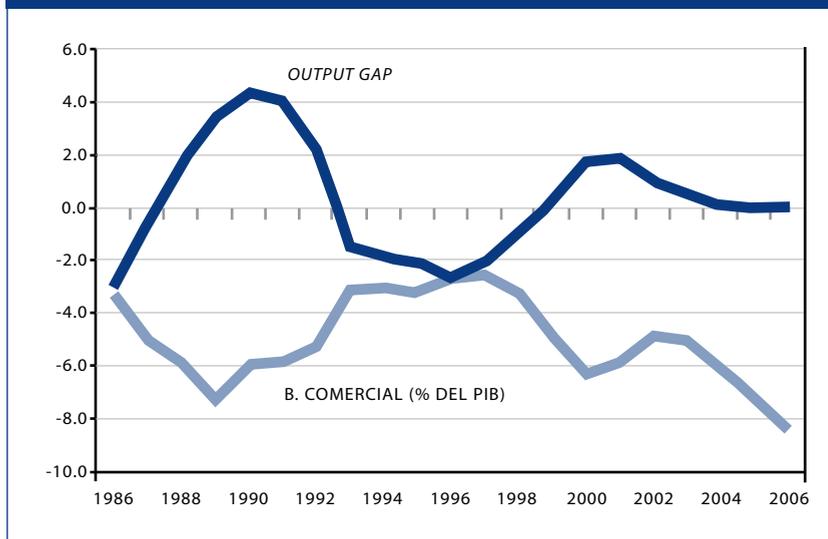
El comportamiento del déficit comercial, de acuerdo con la Comisión Europea (2006), ha estado provocado por tres tipos de factores:

- a) Factores cíclicos: asociados al ritmo de crecimiento de la demanda interna de la economía española y del ritmo de actividad económica de nuestros principales socios comerciales, es decir, de los países de la UE.
- b) Factores transitorios: asociados fundamentalmente a la evolución de los precios del petróleo, que repercuten de forma directa y acusada en el valor de nuestras importaciones.
- c) Factores estructurales: asociados al comportamiento de los diferenciales de inflación entre España y la zona euro, y de la productividad, lo que estaría repercutiendo en la evolución de la competitividad de nuestra economía.

En el Gráfico 2 podemos observar que en los períodos de fuerte crecimiento de la economía española el déficit exterior se ha ampliado, lo que nos permite pensar en la relevancia de los factores cíclicos a la hora de explicar el comportamiento del déficit exterior. El rápido deterioro del déficit comercial que se registra en nuestra economía, a medida que se eleva el ritmo de actividad económica, tiene su origen en la elevada y estable elasticidad renta de las importaciones a las variaciones de la demanda interna, que en el momento presente se estima que se encuentra en torno al 3 (Cabrero y Yaniz, 2006), cuando hasta nuestra integración en la UE era de 1,4 (De la Dehesa, 2003).

Sin embargo, a partir de 1999 la correlación entre *output gap* y

Gráfico 2
Balanza comercial y output gap.



Nota: Los datos de *Output Gap* se refieren a la diferencia entre el PIB del año correspondiente y el PIB tendencial a precios del año 2000.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España y Eurostat.

déficit exterior se ha debilitado claramente, lo que ratificaría la existencia también de factores estructurales como elementos explicativos del desequilibrio exterior. Estos factores estructurales explicarían fundamentalmente el comportamiento de las exportaciones, el cual parece no estar asociado ni al ciclo de la economía española ni al de nuestros principales socios comerciales. El gradual deterioro de la competitividad de la economía española estaría afectando de forma especialmente negativa a nuestras exportaciones, como consecuencia de una composición en la que predominan los productos con un bajo grado de especialización tecnológica y, por tanto, muy sometidos a la competencia vía precios.

2.4.- La menor compensación de la balanza de servicios y de transferencias.

Al igual que uno de los elementos característicos de la economía española ha sido la existencia de continuos déficit comerciales, otra de las características de nuestra economía ha sido la existencia de una balanza de servicios con elevados superávits que compensaba los déficit comerciales, especialmente

en las fases bajas del ciclo económico. Sin embargo, en los últimos años se ha producido una significativa reducción en la capacidad compensadora del saldo de la balanza de servicios, no sólo porque, como hemos analizado, el desequilibrio comercial se ha acrecentado, especialmente en los últimos años, sino porque además el superávit de la balanza de servicios se ha reducido sustancialmente.

Tal y como podemos comprobar a partir del Cuadro 2, la reducción del superávit de la balanza de servicios se explica por la conjunción de una importante reducción en el superávit de turismo y viajes y la aparición de un creciente déficit de los servicios no turísticos.

El superávit de turismo y viajes se ha reducido durante estas dos décadas desde el 4,6% del PIB registrado en 1986, hasta situarse en la actualidad (tercer trimestre de 2006) en tan sólo el 2,9%, el nivel más bajo registrado en este período. A esta reducción ha contribuido tanto la reducción (en términos de PIB) de los ingresos por turismo y viajes como el aumento en los pagos. Los menores ingresos turísticos son consecuencia del cambio de perfil del turista extranjero, que ha reducido el número de pernoctaciones y su gasto medio, así como de la creciente competencia internacional, mientras que la tendencia de aumento de los pagos por turismo está asociada al crecimiento de nuestro nivel de renta per cápita.

Los servicios no turísticos han aumentado sustancialmente su participación en el PIB, tanto en lo referente a los ingresos como, en especial, a los pagos. El aumento experimentado por los pagos de los servicios no turísticos está asociado a la penetración del capital extranjero y a la dependencia tecnológica exterior. Así, son

Cuadro 2
Balanza de servicios (% del PIB).

	1986			2006 (*)		
	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo
Total Servicios	8,0	3,1	4,9	8,5	6,4	2,1
Turismo y Viajes	5,2	0,7	4,6	4,2	1,4	2,9
Otros Servicios	2,8	2,4	0,4	4,3	5,0	-0,7

(*) Datos de los nueve primeros meses de 2006.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Balanza de Pagos del Banco de España.

los servicios prestados a las empresas y los royalties y rentas de la propiedad inmaterial, los responsables del incremento de nuestros pagos al exterior.

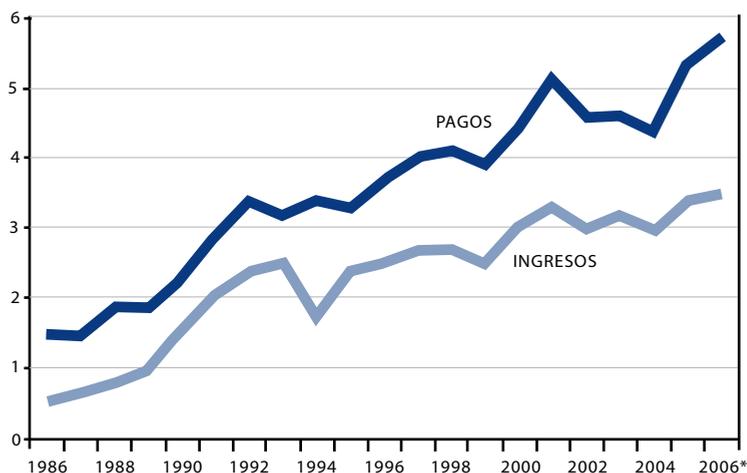
2.5.- El importante deterioro de la balanza de rentas y de transferencias.

Los ingresos y pagos por rentas han aumentado su participación en el PIB de forma ininterrumpida a lo largo de las dos últimas décadas, ampliándose el déficit de esta balanza, alcanzando el 2,2% del PIB en el tercer trimestre de 2006 y, en consecuencia, superando ya el superávit de la balanza de servicios.

El aumento de los ingresos y pagos por rentas está asociado al rápido crecimiento de activos y pasivos exteriores, que analizaremos en un apartado posterior, y que hace que dentro de la balanza de rentas exista un casi absoluto predominio de las rentas de inversión, es decir de las derivadas del capital.

El progresivo aumento en el déficit de rentas es el resultado del creciente aumento de la Posición de Inversión Internacional deudora de la economía española, que, como analizaremos también en un apartado posterior, ya supera el 54% del PIB. El creciente endeudamiento externo de la economía española se ha

Gráfico 3
Ingresos y pagos por rentas (% del PIB).



(*) Datos de los nueve primeros meses de 2006.

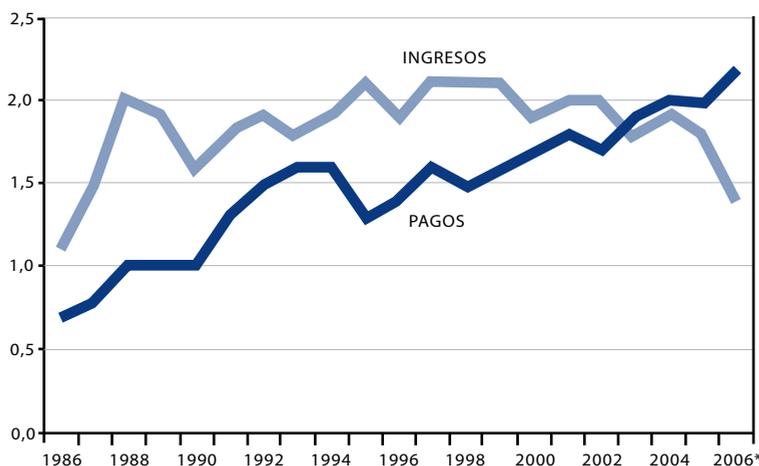
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Balanza de Pagos del Banco de España.

reflejado en un elevado dinamismo de los pagos de rentas en concepto de inversión directa y, en especial, en concepto de inversión en cartera, dada la relevancia que ha adquirido ésta como fuente de financiación externa.

Por su parte, la balanza de transferencias corrientes, que junto con la balanza de servicios ha tenido tradicionalmente un carácter compensador del déficit comercial, ha registrado un progresivo deterioro durante este período, como consecuencia fundamentalmente del dinamismo de los pagos, aunque también es cierto que en los últimos años se ha asistido a un descenso en los ingresos.

El deterioro de la balanza de transferencias está asociado a factores estructurales, como el incremento en el número de inmigrantes en España y la ampliación de la UE, resultado de la cual se ha producido una progresiva reducción de las transferencias netas procedentes de la UE. Asimismo, hay que destacar que en las perspectivas financieras de la UE para el período 2007-2013 se incorpora la ampliación de la UE con nuevos miembros cuyo grado de convergencia real con el conjunto de la UE es inferior al alcanzado por España; por lo tanto, esto repercutirá en una

Gráfico 4
Ingresos y pagos por transferencias corrientes
(% del PIB).



(*) Datos de los nueve primeros meses de 2006.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Balanza de Pagos del Banco de España.

reducción significativa de los fondos percibidos por España procedentes de la UE y, en consecuencia, en un mayor deterioro de la balanza de transferencias corrientes.

La reducción de transferencias, como resultado de la ampliación de la UE, también afectará de forma sustancial a las transferencias de capital, que en la actualidad se elevan al 0,4% del PIB.

2.6.- La creciente necesidad de financiación de la economía española.

A la hora de evaluar las relaciones económicas de un país con el exterior, resulta especialmente relevante el análisis del saldo de la balanza por cuenta corriente más la balanza de capital, ya que es el que determina si un país tiene necesidad o capacidad de financiación, o, en otros términos, si precisa o no de la apelación al ahorro externo para financiar la inversión nacional.

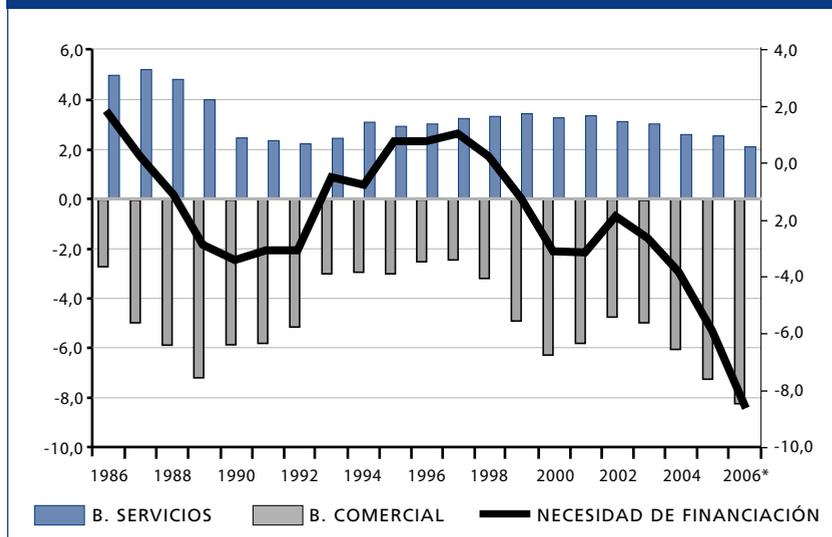
Las dos décadas de pertenencia a la UE no han modificado la tradicional necesidad de financiación exterior de la economía española, sino que por el contrario este factor característico de la economía española se ha agudizado, especialmente en los últimos años. Como ya hemos destacado, el agudo deterioro de la balanza comercial, unido al menor carácter compensador de la balanza de servicios y la aparición de un déficit en la balanza de transferencias corrientes, ha hecho que las necesidades de financiación de la economía española se disparen en los últimos años.

En el período 1986-2006 el promedio de necesidad de financiación de la economía española se ha situado en torno al 2% del PIB, y tan sólo ha habido dos cortos períodos (1986-1987 y 1995-1998) en los que nuestra economía financió al exterior y, en ambos casos, estuvieron precedidos de fuertes devaluaciones y de procesos de ajuste económico ⁸.

No obstante, aunque la presencia de déficit exteriores ha sido un elemento definitorio de la economía española, el nivel alcanzado por la necesidad de financiación y el ritmo de deterioro

8) El primero de los períodos estuvo precedido de una devaluación de la peseta frente al dólar del 7,6% a finales de 1982 y el período 1995-1998 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).

Gráfico 5
Balanza comercial, balanza de servicios y balanza por cuenta corriente más capital (% del PIB).



(*) Datos de los nueve primeros meses de 2006.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Balanza de Pagos del Banco de España.

registrado en los últimos años no tiene precedentes históricos (Banco de España, 2006, a).

En el período enero-septiembre de 2006 la necesidad de financiación exterior generada por las operaciones no financieras de la economía española supuso el 8,6% del PIB⁹, mientras que en períodos anteriores de elevados desequilibrios nunca se llegó a alcanzar un déficit superior al 4% del PIB, ya que, cuando la necesidad de financiación de la economía española superaba o se situaba en el entorno del 3% del PIB, el sector exterior actuaba como una restricción al crecimiento económico doméstico, al registrarse dificultades para la obtención de financiación externa, que al final obligaban a llevar a cabo devaluaciones y/o programas de ajuste, con sus correspondientes costes en términos de crecimiento económico y de empleo. Así, por ejemplo, en 1992, con una necesidad de financiación de la economía española en el entorno del 3% del PIB, las presiones sufridas por la peseta en el seno del

9) La necesidad de financiación de la economía española supera el nivel que según la evidencia empírica constituye el umbral típico a partir del cual es probable que se desencadene un proceso de corrección del desequilibrio exterior (Freund, 2000).

mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo obligaron a las autoridades monetarias españolas a realizar dos devaluaciones de la peseta, del 5% y 6%, respectivamente, que facilitaron la corrección del desequilibrio exterior, el cual se redujo en 2,5 puntos del PIB en 1993.

En el nuevo marco actual que supone la UME, y en el que es posible financiarse en el exterior en nuestra propia moneda, la restricción financiera externa no actúa con la misma intensidad, y eso está permitiendo que la necesidad de financiación de la economía española alcance niveles hasta ahora desconocidos. Así, a diferencia de lo ocurrido en 1992, en 2004, con un déficit exterior (cuenta corriente más cuenta de capital) del 3,9% del PIB, lejos de registrarse problemas para su financiación externa, en tan sólo dos años la necesidad de financiación de la economía española se ha más que duplicado, aproximándose al 9,0% del PIB en 2006.

La magnitud alcanzada por la necesidad de financiación de la economía española no sólo es muy elevada si la analizamos en perspectiva histórica, sino que también lo es si la comparamos con las registradas en los principales países desarrollados. De hecho, la necesidad de financiación de la economía española es sensiblemente superior al promedio de las economías avanzadas y al de los países del área euro, siendo su magnitud tan sólo comparable con el desequilibrio exterior de Estados Unidos, con los países más pobres de la UME, Portugal y Grecia, y con algunos países avanzados insulares (Nueva Zelanda, Australia e Islandia), que tradicionalmente registran elevados déficit por cuenta corriente.

El crecimiento que ha experimentado la necesidad de financiación de la economía española ha obligado a una creciente captación de recursos financieros fuera de nuestras fronteras, recursos que no sólo deben financiar el déficit acumulado de la balanza por cuenta corriente y de capital, sino, además, el creciente peso relativo de los activos extranjeros en manos de residentes.

2.7.- El incremento de la inversión extranjera directa: la internacionalización de la empresa española.

Desde la incorporación de España a la CEE los flujos de inversión directa de España en el exterior y del exterior en España han cobrado una importante relevancia, como consecuencia del

esfuerzo de internacionalización que han hecho las empresas españolas, y el gobierno, tanto para atraer capital extranjero como, y en especial, para aumentar su presencia en el exterior.

La relevancia de los flujos de inversión extranjera directa no sólo radica en su contribución a la financiación de los déficit por cuenta corriente y de capital, sino en su incidencia sobre la economía real, tanto para el país receptor, ya que le permite acceder a nuevos métodos de producción y organización que suelen conllevar un aumento de la eficiencia, como para el país que realiza la inversión, ya que le permite optimizar los procesos de producción y distribución de sus empresas, así como le facilita la ampliación y consolidación de los mercados de exportación (Martín, 1997).

La inversión directa extranjera en España se vio impulsada por nuestra incorporación a la CEE, el proceso de liberalización y el crecimiento económico experimentado por nuestra economía, y así, en el período 1986-1992, representó un promedio del 2,1% del PIB. El otro período en el que las entradas de inversión directa cobran un especial dinamismo es entre 1998 y 2002, como consecuencia de nuestra incorporación a la UEM y la consiguiente reducción del riesgo cambiario, dada la previsible mayor estabilidad del euro que de la peseta. En este segundo período, la inversión directa del exterior en España se situó en promedio en el 4,5% del PIB, alcanzando su máximo en el año 2000, situándose en el 6,8% del PIB¹⁰.

El esfuerzo inversor en el exterior de las empresas españolas ha sido más tardío ya que se inicia en 1997, pero su intensidad ha sido enorme y difícilmente previsible al inicio del período analizado. Así, se ha pasado de una inversión directa de España en el exterior del 0,4% del PIB en 1986, a superar el 7% del PIB en la actualidad. En el conjunto del período 1997-2006, el promedio de la inversión directa en el exterior representó el 5,4% del PIB, alcanzando su máximo en el 2000, año en el supuso el 10% del PIB¹¹.

El papel de la inversión directa como instrumento de financiación del déficit por cuenta corriente ha variado de forma

10) Para un análisis de los factores determinantes de la inversión directa extranjera en España véase Muñoz (1999).

11) La mayoría de las inversiones directas de España en el exterior han tenido como destino América Latina y, en menor medida, la Unión Europea.

Gráfico 6
Inversión extranjera directa (% del PIB).



(*) Datos de los nueve primeros meses de 2006.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Balanza de Pagos del Banco de España.

sustancial en estas dos últimas décadas. Hasta 1997 las inversiones directas del exterior en España superaban ampliamente las inversiones directas de España en el exterior, constituyendo la forma fundamental de financiación del déficit exterior. Sin embargo, a partir de 1997, y con la salvedad de 2002, las salidas de las inversiones directas españolas en el exterior empiezan a ser más importantes que las entradas de inversión extranjera en España, acrecentándose el diferencial hasta llegar al momento presente (tercer trimestre de 2006) en el que los flujos de inversión directa reflejan unas salidas netas equivalentes al 5,8% del PIB.

2.8.- La relevancia de la inversión de cartera y de las otras inversiones como fuente de financiación externa.

La mundialización de los mercados financieros, como consecuencia de la liberalización de los movimientos de capitales y de la aparición de nuevos instrumentos financieros y, en especial, la que ha tenido lugar en el seno de la Unión Europea, ha estimulado la expansión de los flujos financieros en forma de inversión de cartera y de otras inversiones.

De hecho, a partir de 1997 período en el que, como hemos

indicado, se contabilizan salidas netas de inversión directa, la inversión de cartera y las otras inversiones han pasado a constituir las fuentes de captación de recursos financieros fuera de nuestras fronteras.

A partir de 2004 la inversión de cartera se convierte en la principal fuente de financiación externa de la economía española, hasta el punto de que en los nueve primeros meses de 2006 las entradas netas de inversión de cartera representan el 21,4% del PIB, constituyendo la única vía de captación de ahorro externo. Estas entradas netas de inversión de cartera se concentran básicamente en bonos y obligaciones, y dentro de ellos destacan los activos de titulización con garantía hipotecaria, favorecidos por el auge registrado por los créditos hipotecarios, ligado al aumento del precio de la vivienda (Banco de España, 2006, b).

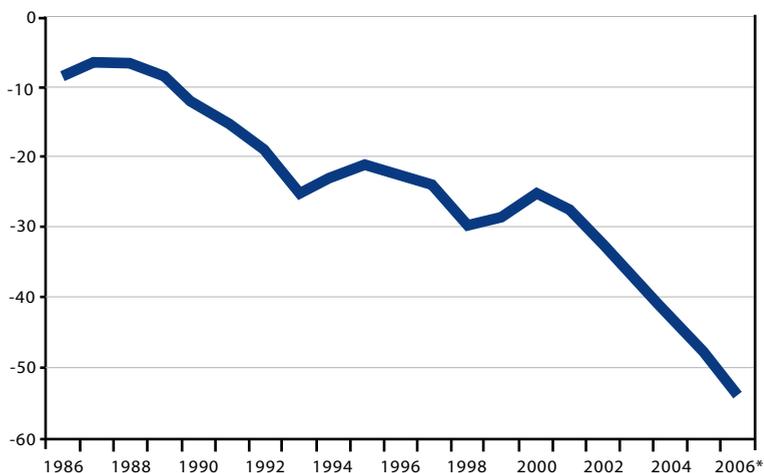
Por su parte, la otra inversión (fundamentalmente, préstamos, depósitos y repos) constituyó la principal fuente de financiación en el período 1997-2003, como consecuencia principalmente de las inversiones realizadas por no residentes en préstamos y depósitos de corto plazo.

2.9.- El continuado y creciente deterioro en la Posición de Inversión Internacional Neta.

La presencia de continuados y cada vez mayores déficit exteriores en la economía española ha dado lugar a un importante aumento de los pasivos netos frente al resto del mundo. Así, el indicador de Posición de Inversión Internacional (PII) neta ha pasado de una posición deudora equivalente de tan sólo el 8,4% del PIB en 1986, a más del 54% del PIB a finales del tercer trimestre de 2006 (véase Gráfico 7).

La posición deudora neta de la economía española ha crecido prácticamente de forma continuada a lo largo de las dos últimas décadas, con la excepción de los años 1987, 1994-95 y 2000, tendencia lógicamente en consonancia con la evolución registrada por la necesidad de financiación presentada por nuestra economía. No obstante, aunque la tendencia de la PII neta ha sido de continuo deterioro, ésta se ha hecho especialmente acusada a partir del año 2000, habiendo pasado de una posición deudora del 25,4% del PIB a, como hemos señalado, superar el 54% en la actualidad.

Gráfico 7
Posición de inversión internacional neta
(% del PIB).



(*) Datos de los nueve primeros meses de 2006.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional del Banco de España.

Este rapidísimo aumento de los pasivos netos frente al resto del mundo que ha registrado la economía española en los últimos años le ha situado en un nivel relativamente elevado si lo comparamos con los países de nuestro entorno, siendo únicamente superado por Grecia y Portugal (71,7% y 62,1% del PIB en 2004, respectivamente). Respecto al resto de países de la UEM nuestra posición deudora neta es sensiblemente superior. Así, Italia, Reino Unido, Países Bajos, Austria y Finlandia registraron en el año 2004 PII deudoras inferiores al 15% del PIB, mientras que, Alemania, Francia y, en especial, Bélgica mantienen posiciones acreedoras netas. Incluso en un país como Estados Unidos, que ha registrado en la última década importantes déficits exteriores, a pesar del importante aumento registrado en su posición deudora neta frente al exterior, ésta sigue estando muy por debajo de la registrada por España (cerca del 22% del PIB en 2004) (Banco de España, 2006, b).

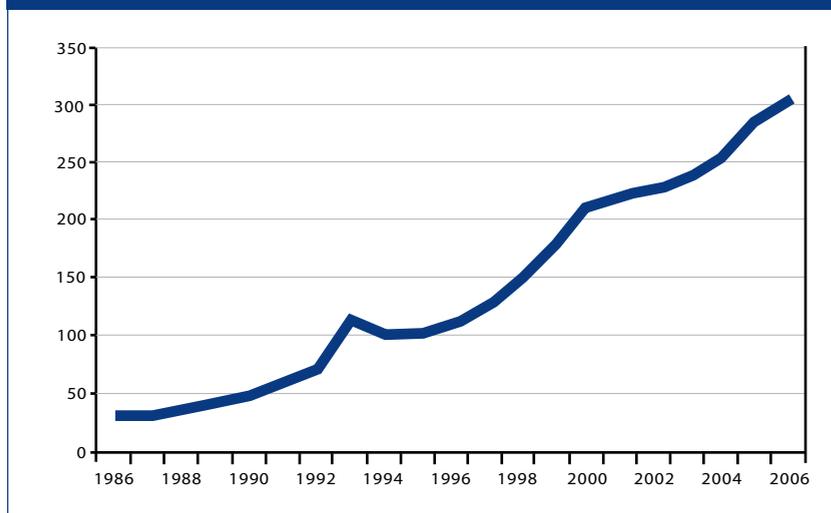
2.10.- La creciente internacionalización financiera de la economía española.

El aumento en la PII deudora neta que ha registrado la economía española en las dos últimas décadas se ha producido en

un contexto de creciente integración financiera internacional de nuestra economía.

Si utilizamos como indicador del grado de integración financiera internacional la suma de activos y pasivos financieros exteriores frente al resto del mundo¹², ha pasado de un nivel inferior al 50% del PIB en el momento de nuestra adhesión a la CEE, hasta superar el 300% en el tercer trimestre de 2006. Aunque el proceso de creciente integración financiera internacional de la economía española se ha producido casi de forma ininterrumpida a lo largo de las dos últimas décadas, destacan dos períodos en los que se produjo una importante aceleración en el proceso. En primer lugar, en 1993 con la implantación del Mercado Único, año en el que el grado de integración financiera aumentó un 55%, pasando la suma de activos y pasivos exteriores desde el 73,6% del PIB en 1992 al 114,6% en 1993. Y, en segundo lugar, los dos años previos al inicio de la UEM, así como los años de vigencia de la UEM, período en el que la suma de activos y pasivos exteriores se ha mucho más que duplicado (Véase Gráfico 8).

Gráfico 8
Integración financiera de España
(Activos más pasivos exteriores en % del PIB).



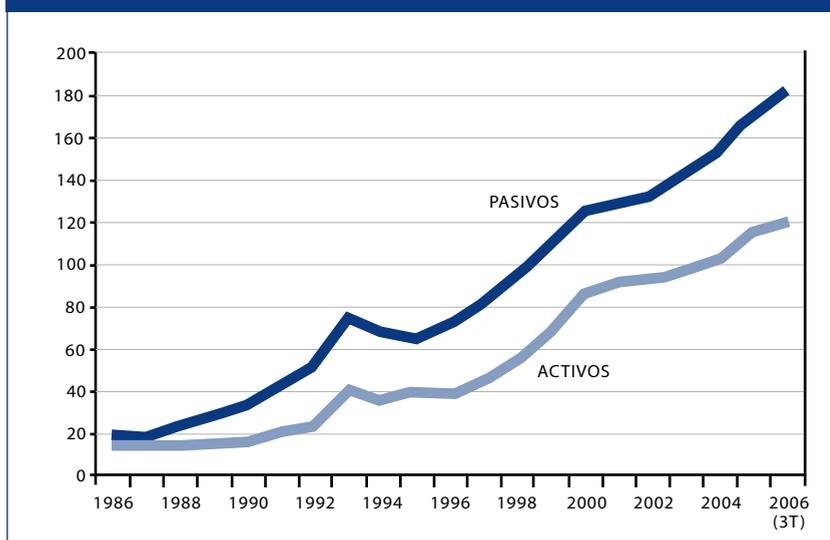
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional del Banco de España.

12) La suma de activos y pasivos exteriores de la Posición de Inversión Internacional constituyen una herramienta adecuada para medir la integración financiera internacional de un país (Banco de España, 2006, b); y, de hecho, es el indicador más utilizado en la literatura especializada, como, por ejemplo, en Lane y Milesi-Ferretti, (2003).

La creciente integración financiera internacional que se ha producido en la economía española en las últimas décadas no ha sido una característica diferenciadora de nuestra economía, sino que por el contrario ha sido un elemento común a la economía mundial y, en especial, a los países más desarrollados (FMI, 2005 y Comisión Europea, 2005). Ahora bien, en España ha tenido lugar un proceso de integración financiera con el exterior más intenso que el registrado en el promedio de la UEM y en Estados Unidos, aunque su nivel absoluto siga estando por debajo de ellos.

El proceso de integración financiera registrado por la economía española ha estado impulsado, entre otros factores, por el significativo proceso de apertura comercial de nuestra economía. No obstante, la intensidad del proceso de integración financiera, al igual que ha ocurrido a nivel internacional, ha superado ampliamente el avance de la apertura comercial. Asimismo, merece la pena destacar que mientras los mayores avances en el proceso de apertura comercial se registraron en los años posteriores a la entrada en vigor del Mercado Único, los mayores avances en el proceso de integración financiera se han

Gráfico 9
Activos y pasivos exteriores (% del PIB).



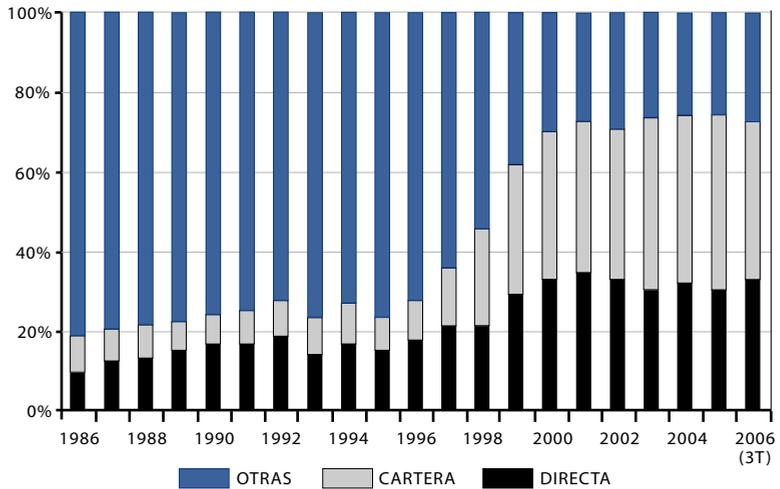
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional del Banco de España.

producido, como ya hemos señalado, en los años previos y en los años de vigencia de la UEM.

Los activos frente al resto del mundo en el tercer trimestre de 2006 alcanzaron el 119% del PIB, frente al 14,5% de 1986. Y aunque todos los instrumentos (inversiones directas, en cartera y otras inversiones) han contribuido al aumento del volumen total de activos frente al exterior, el peso relativo de los distintos instrumentos y, en consecuencia, su contribución al aumento ha sido muy diferente. La inversión directa en el exterior ha registrado un continuado aumento a lo largo de las dos décadas, pasando de representar un 10% del total de los activos exteriores en 1986 (1,5% del PIB), a alcanzar un peso relativo del 33% en el tercer trimestre de 2006 (39% del PIB). Esta expansión de la inversión directa es el resultado del proceso de internacionalización de las empresas españolas. La inversión de cartera en el exterior, que representaba tan sólo el 1,2% del total de activos exteriores en 1986, se sitúa en la actualidad en el 39,5% (47,1% del PIB), habiéndose registrado el aumento de la inversión extranjera de forma especialmente acusada a partir de 1998 y, en consecuencia, como efecto del inicio de la UEM. Por el contrario, la importancia relativa de las otras inversiones, ha descendido continuamente a lo largo de todo el período (Véanse los Gráficos 10a y 10b).

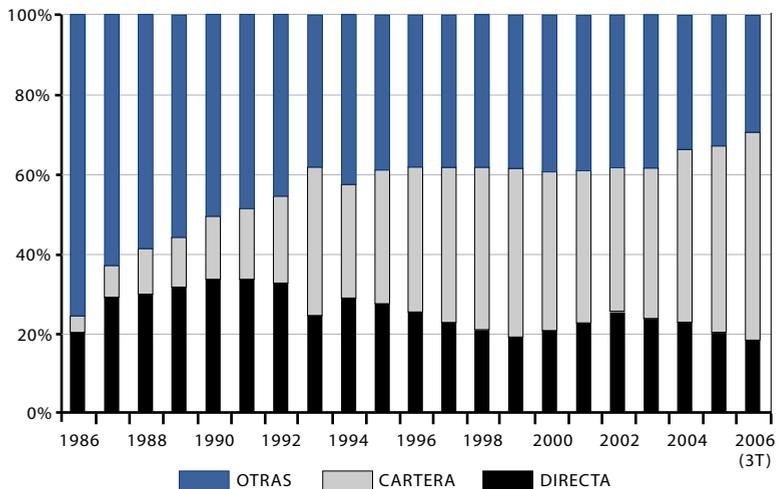
Por su parte, los pasivos frente al resto del mundo ascendieron en el tercer trimestre de 2006 al 182% del PIB, frente al 19,2% de 1986. La principal contribución a este aumento se encuentra en la inversión en cartera, que ha pasado del 0,8% del PIB en 1986 (4,1% del total de pasivos exteriores), al 95% del PIB en el tercer trimestre de 2006 (51,7% del total de pasivos exteriores). Por lo que se refiere a la inversión directa, si bien ha aumentado en términos absolutos, pasando de representar el 4% del PIB en 1986 al 34,6% en el tercer trimestre de 2006, su importancia relativa sobre el total de pasivos exteriores se ha reducido a lo largo del período. Así, mientras en 1991 llegó a representar el 34% del total de pasivos exteriores, en la actualidad su peso relativo se ha reducido hasta el 18,9%. Igualmente, la importancia relativa de las Otras Inversiones sobre el stock total de pasivos exteriores se ha reducido de forma continuada (Véanse los Gráficos 10a y 10b).

Gráfico 10 a
Activos exteriores por instrumentos.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional del Banco de España.

Gráfico 10 b
Pasivos exteriores por instrumentos.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional del Banco de España.

3.- Conclusiones.

La apertura comercial y financiera que ha registrado la economía española en las dos últimas décadas, como consecuencia de nuestra participación en el proceso de integración económica y monetaria europea, en un marco de creciente globalización de la actividad económica y, en especial, financiera a escala mundial, ha alterado de manera sustancial aspectos relevantes del funcionamiento de la economía española, obligando a los distintos agentes económicos a adaptarse a las exigencias de este nuevo entorno.

Los importantes avances en materia de convergencia real que ha conseguido la economía española durante estas dos décadas obligan a hacer una evaluación claramente positiva respecto a su capacidad de ajuste ante un proceso tan intenso de apertura comercial y financiera como el que ha afrontado nuestra economía. Sin embargo, algunos de los hechos estilizados en el sector exterior de nuestra economía vienen a poner de manifiesto algunas de las debilidades de la economía española, que podrían poner en peligro la senda de convergencia real.

El creciente déficit comercial, el menor superávit de la balanza de servicios y el creciente déficit de la balanza de transferencias corrientes han hecho que la necesidad de financiación de la economía española se incremente de forma muy acusada en los últimos años.

Nuestra pertenencia a la UME ha modificado sensiblemente la definición de déficit exterior sostenible, los mecanismos de ajuste, así como el calendario y la forma de corrección ¹³.

La pertenencia a la UME ha aumentado el umbral de desequilibrio exterior sostenible de la economía española, como consecuencia de la mayor facilidad de acceso a la financiación externa. Previamente a nuestra pertenencia a la UME, cuando la necesidad de financiación de la economía superaba o se situaba en el entorno del 3% del PIB el sector exterior actuaba como una restricción al crecimiento económico doméstico, al registrarse

13) Para un análisis de la relevancia de los desequilibrios en cuenta corriente en el contexto de una unión monetaria véase Catte (1998).

dificultades para la obtención de financiación externa, que al final obligaban a llevar a cabo devaluaciones y/o programas de ajuste, mientras que en la actualidad, a pesar de la elevada necesidad de ahorro externo, no se ha producido ningún problema de financiación. Por tanto, se ha constatado que el ingreso de España en la Eurozona ha alejado notablemente el tradicional problema de la restricción exterior al crecimiento. No obstante, por ello no es correcto concluir que como consecuencia de nuestra pertenencia a la UME el desequilibrio exterior no tiene ninguna relevancia y que su seguimiento vendría a ser algo similar a la preocupación que pueda representar el desequilibrio exterior de una provincia o de una Comunidad Autónoma frente a España o al resto del mundo.

El ajuste de los desequilibrios en cuenta corriente se produce, en parte, por los mecanismos automáticos del mercado y, en parte, por medidas de política económica. El principal mecanismo automático lo constituyen las variaciones de precios relativos y de salarios, mientras que los instrumentos de política económica utilizados son las modificaciones en los tipos de cambio, así como la adopción de políticas monetarias y/o fiscales restrictivas. En España, tradicionalmente, cuando se han producido crisis de balanza de pagos, la corrección se ha producido fundamentalmente mediante devaluaciones y políticas de demanda restrictiva, consiguiendo de esta forma tanto una reducción del gasto agregado como una modificación en su composición.

Los países de la UME, y, por tanto, España, han visto profundamente alterados los instrumentos de política económica que pueden utilizar para solventar las crisis de balanza de pagos, al no poder utilizar ni el tipo de cambio frente a sus principales socios comerciales, ni la política monetaria, por lo que todo el ajuste de los desequilibrios externos descansa en las modificaciones de precios relativos y salarios, ajustes que se producen de forma mucho más lenta. Asimismo, las propias autoridades económicas tienen un incentivo mucho menor a corregir sus desequilibrios externos, ya que al financiarse en euros, no tienen el miedo de que los mercados consideren insostenibles sus cuentas exteriores y fuercen la devaluación de su moneda.

De lo anterior se deduce un riesgo importante que se deriva de la nueva dimensión que tienen los desequilibrios exteriores en el

contexto de la UME: mantener un déficit exterior insostenible durante demasiado tiempo. El mayor margen de financiación externa que disponen los países deficitarios pertenecientes a la UME, si bien puede ser considerado una ventaja, tiene el inconveniente de que puede conducir a un excesivo déficit exterior, y en ese caso, dada la limitación de instrumentos de política económica de carácter corrector, la única vía de ajuste a corto plazo del desequilibrio externo será la de la desinflación competitiva, con los consiguientes costes en términos de crecimiento y de desempleo.

La evolución de la economía portuguesa desde el inicio de la UME podría ser considerada como ejemplo de lo que le puede ocurrir a un país perteneciente a la UME que de forma prolongada mantiene un déficit exterior excesivo. El acusado descenso de los tipos de interés, las mayores expectativas de crecimiento y la facilidad de captación de financiación externa condujo a un *boom* inversor y a una caída en el ahorro privado, con el consiguiente deterioro del déficit por cuenta corriente, que se situó en el entorno del 10% del PIB. Posteriormente, el *boom* inversor llegó a su fin, y ante el elevado endeudamiento y las peores expectativas futuras, el ahorro privado aumentó, siendo compensado parcialmente por un mayor desahorro público. De tal forma que, en los últimos años la economía portuguesa atraviesa un período de recesión económica, con un notable aumento del desempleo y con un déficit exterior muy elevado, como consecuencia de las mayores necesidades de financiación de las administraciones públicas.

Algunos reputados economistas han manifestado que la evolución seguida por la economía portuguesa de *boom* seguido de una profunda recesión, con un creciente deterioro del déficit exterior, probablemente sea el espejo de lo que en el futuro más o menos próximo le ocurra a la economía española¹⁴. En este sentido es cierto que en la economía española subyacen problemas comunes a los que condujeron a la recesión en la economía portuguesa, como es el reducido aumento de la productividad, las tensiones inflacionistas y la pérdida de competitividad, síntomas de una insuficiente adaptación a las exigencias del nuevo régimen

14) Véase Blanchard (2006, a y b).

económico que supone la UME. Sin embargo, probablemente algunos de los errores de política económica que se cometieron en la economía portuguesa no se han registrado en la economía española, en concreto, la adopción de una política fiscal expansiva y un excesivo crecimiento salarial.

No obstante, aunque la economía española no siga los pasos de la portuguesa, lo que sí es evidente es que el nivel y la tendencia de deterioro del déficit exterior son insostenibles a medio plazo. A pesar de que nuestra pertenencia a la UME haya reducido notablemente las restricciones para su financiación, difícilmente la economía española podrá continuar de forma prolongada el actual proceso de convergencia real si se mantienen la actual necesidad de financiación o, en última instancia, si se mantiene el tradicional modelo de crecimiento basado en la demanda interna.

Bibliografía.

BADOSA, J. (2005): "La Adhesión de España a la CEE", *Información Comercial Española*, noviembre, págs. 99-105.

BALMASEDA, M. (2006): "Balanza por cuenta corriente: cuestionando algunas afirmaciones", Servicio de Estudios Económicos, BBVA, Mimeo.

BANCO DE ESPAÑA (2006a): "El déficit exterior de la economía española desde una perspectiva histórica", Informe Anual 2005, Madrid, págs. 30-1.

BANCO DE ESPAÑA (2006b): "Balanza de pagos y posición de inversión internacional de España, 2005", Madrid.

BBVA (2005): "Desequilibrio exterior, ausencia de restricciones de financiación", *Situación España*, Julio, págs. 19-20.

BLANCHARD, O. (2006, a): "Adjustment with the euro. The difficult case of Portugal", MIT, Department of Economics, *Working Paper 06-04*, Febrero.

BLANCHARD, O. (2006, b): "Portugal, Italy, Spain, and Germany. The implications of a suboptimal currency area", mimeo.

CABRERO, A. y J. YANIZ (2007): "The Spanish external déficit: cyclical or structural?", Economic análisis from the European Commission's Directorate-Generale for Economic and Financial Affairs, Vol.4, Issue 1.

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, págs. 144-168.

COMISIÓN EUROPEA (2005): "The EU economy: 2005 review. Rising international economic integration. Opportunities and challenges", *European Economy*, Nº.6.

COMISIÓN EUROPEA (2006): "The EU economy: 2006 review. Adjustment dynamics in the euro area. Experiences and challenges", *European Economy*, Nº.6.

DE LA DEHESA, G. (2003): "Balance de la economía española en los últimos veinticinco años", *Información Comercial Española*, Nº. 811, págs. 53-79.

FMI (2005): "Globalization and external imbalances", *World Economic Outlook*, Abril, Capítulo 3, págs. 109-156.

LANE, P.R. y MILESI-FERRETTI, G. M. (2003): "Internacional Financial Integration", *IMF Staff Papers*, vol. 50, págs. 119-142.

MALO DE MOLINA, J.L. (2005): "Una larga fase de expansión de la economía española", Banco de España, Documentos Ocasionales Nº. 0505.

MARTIN, C. (1997): *España en la nueva Europa*, Alianza Economía, Madrid.

MAZA, L.A. y DEL RIO, A. (2006): "La financiación del déficit exterior de la economía española", *Boletín Económico del Banco de España*, Marzo, págs. 73-84.

MUÑOZ, M. (1999): *La inversión directa extranjera en España: Factores determinantes*, Civitas, Madrid.

PEÑALOSA, J. y F. RESTOY (2005): "Implicaciones de la integración en la UEM y en el nuevo contexto internacional", en SERVICIOS DE ESTUDIOS DEL BANCO DE ESPAÑA: *El análisis de la economía española*, Alianza Editorial, Madrid, págs. 83-85.

TENA, A. (2005): "Sector Exterior", en CARRERAS A. y TAFUNELL, X. (Coords.): *Estadísticas históricas de España. Siglos XIX-XX*, Fundación BBVA, Bilbao, págs. 573-644.

Apéndice estadístico.

Cuadro 1
Balanzas por cuenta corriente y de capital
(% del PIB).

	Comercial	Servicios	Rentas	Transferencias Corrientes	Cuenta Corriente	Capital	C. Corriente y Capital (1)
1986	-2,7	4,9	-0,9	0,4	1,7	0,1	1,8
1987	-5,0	5,2	-0,9	0,8	0,1	0,1	0,3
1988	-5,9	4,8	-1,1	1,0	-1,2	0,2	-1,0
1989	-7,2	4,0	-0,9	0,9	-3,3	0,3	-3,0
1990	-5,9	2,4	-0,7	0,6	-3,7	0,3	-3,4
1991	-5,8	2,3	-0,8	0,5	-3,8	0,6	-3,1
1992	-5,2	2,2	-1,0	0,4	-3,7	0,6	-3,1
1993	-3,1	2,4	-0,7	0,3	-1,1	0,6	-0,5
1994	-3,0	3,1	-1,6	0,3	-1,3	0,5	-0,8
1995	-3,1	2,9	-0,9	0,8	-0,3	1,0	0,7
1996	-2,6	3,0	-1,2	0,5	-0,2	1,1	0,8
1997	-2,5	3,2	-1,3	0,5	-0,1	1,1	1,0
1998	-3,2	3,3	-1,5	0,6	-0,8	1,0	0,2
1999	-4,9	3,4	-1,4	0,5	-2,4	1,0	-1,4
2000	-6,3	3,2	-1,3	0,3	-4,2	1,0	-3,2
2001	-5,8	3,3	-1,8	0,2	-4,0	0,8	-3,2
2002	-4,8	3,1	-1,6	0,3	-3,0	1,1	-1,9
2003	-5,0	3,0	-1,4	-0,1	-3,6	0,9	-2,7
2004	-6,1	2,6	-1,3	-0,1	-4,9	1,0	-3,9
2005	-7,3	2,5	-1,9	-0,2	-6,9	0,9	-6,0
2006(*)	-8,3	2,1	-2,2	-0,7	-9,1	0,4	-8,6

(*) Datos correspondientes a Enero-Septiembre de 2006.

(1) Un signo (-) indica necesidad de financiación y un signo (+) capacidad de financiación de la economía nacional.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Balanza de Pagos del Banco de España.

Cuadro 2 Cuenta financiera (% del PIB). (Variación de pasivos menos variación de activos).

	Inversiones Directas	Inversiones de Cartera (1)	Otras Inversiones (1)	Derivados Financieros	Reservas (2)	Cuenta Financiera
1986	1,1	0,7	-2,7	0,0	-1,0	-1,5
1987	1,3	1,3	2,0	0,0	-4,4	0,2
1988	1,7	0,7	1,8	0,0	-2,4	1,7
1989	2,0	1,9	1,3	0,0	-1,3	3,9
1990	2,1	1,8	0,7	0,0	-1,4	3,2
1991	1,5	3,7	0,8	0,0	-2,7	3,3
1992	1,9	1,6	-2,5	0,0	3,0	4,1
1993	1,3	10,0	-10,8	-0,6	1,0	0,9
1994	1,1	-4,7	4,5	0,0	0,0	0,9
1995	0,6	3,5	-5,2	-0,1	1,1	-0,1
1996	0,4	-0,1	3,1	-0,1	-3,9	-0,6
1997	-1,0	-0,7	3,2	0,0	-2,1	-0,5
1998	-1,0	-4,4	3,7	-0,5	2,3	0,2
1999	-4,1	-0,3	2,8	0,0	3,6	2,0
2000	-3,2	-0,2	5,7	0,3	0,5	3,1
2001	-0,8	-2,8	6,6	-0,1	0,2	3,2
2002	0,9	0,6	1,8	-0,7	-0,5	2,1
2003	-0,3	-5,3	6,6	-0,4	1,7	2,3
2004	-3,4	9,6	-2,7	0,0	0,6	4,1
2005	-1,4	4,5	3,4	0,0	0,2	6,6
2006(*)	-5,8	21,4	-6,2	-0,1	-0,1	9,2

(*) Datos correspondientes a Enero-Septiembre de 2006.

(1) Incluido Banco de España.

(2) Un signo menos (más) indica aumento (reducción) de reservas centrales.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Balanza de Pagos del Banco de España.

Cuadro 3 Balanza de bienes y servicios (% del PIB).

	Bienes			Servicios		
	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos
1986	-3,2	12,2	15,4	4,9	8,0	3,1
1987	-5,0	11,9	17,0	5,2	7,5	2,3
1988	-5,9	12,0	17,9	4,8	7,3	2,5
1989	-7,2	11,7	18,9	4,0	6,4	2,4
1990	-5,9	11,3	17,2	2,4	5,6	3,2
1991	-5,8	11,3	17,1	2,3	5,5	3,3
1992	-5,2	11,4	16,7	2,2	5,8	3,7
1993	-3,1	12,9	16,0	2,4	6,4	3,9
1994	-3,0	15,3	18,3	3,1	7,0	3,9
1995	-3,1	15,7	18,8	2,9	6,8	3,8
1996	-2,6	16,5	19,1	3,0	7,1	4,1
1997	-2,5	18,7	21,2	3,2	7,7	4,5
1998	-3,2	18,7	21,8	3,3	7,9	4,7
1999	-4,9	17,8	22,6	3,4	8,3	5,0
2000	-6,3	19,4	25,7	3,2	8,8	5,6
2001	-5,8	19,6	25,4	3,3	9,1	5,8
2002	-4,8	18,3	23,1	3,1	8,7	5,5
2003	-5,0	17,7	22,8	3,0	8,4	5,4
2004	-6,1	17,4	23,5	2,6	8,1	5,5
2005	-7,3	17,0	24,4	2,5	8,3	5,7
2006(*)	-8,3	17,7	26,0	2,1	8,5	6,4

(*) Datos correspondientes a Enero-Septiembre de 2006.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Balanza de Pagos del Banco de España.

Cuadro 4
Balanza de rentas y transferencias (% del PIB).

	Rentas			Transferencias corrientes		
	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos
1986	-0,9	0,6	1,5	0,4	1,1	0,7
1987	-0,9	0,7	1,5	0,8	1,5	0,8
1988	-1,1	0,8	1,9	1,0	2,0	1,0
1989	-0,9	1,0	1,9	0,9	1,9	1,0
1990	-0,7	1,6	2,3	0,6	1,6	1,0
1991	-0,8	2,1	2,9	0,5	1,8	1,3
1992	-1,0	2,4	3,4	0,4	1,9	1,5
1993	-0,7	2,5	3,2	0,3	1,8	1,6
1994	-1,6	1,8	3,4	0,3	1,9	1,6
1995	-0,9	2,4	3,3	0,8	2,1	1,3
1996	-1,2	2,5	3,7	0,5	1,9	1,4
1997	-1,3	2,7	4,0	0,5	2,1	1,6
1998	-1,5	2,7	4,1	0,6	2,1	1,5
1999	-1,4	2,5	3,9	0,5	2,1	1,6
2000	-1,3	3,0	4,4	0,3	1,9	1,7
2001	-1,8	3,3	5,1	0,2	2,0	1,8
2002	-1,6	3,0	4,6	0,3	2,0	1,7
2003	-1,4	3,2	4,6	-0,1	1,8	1,9
2004	-1,3	3,0	4,4	-0,1	1,9	2,0
2005	-1,9	3,4	5,3	-0,2	1,8	2,0
2006(*)	-2,2	3,5	5,7	-0,7	1,4	2,2

(*) Datos correspondientes a Enero-Septiembre de 2006.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Balanza de Pagos del Banco de España.

Cuadro 5

Cuenta financiera (% del PIB). (Variación de pasivos menos variación de activos).

	Inversiones Directas			Inversiones de Cartera (1)			Otras Inversiones (1)		
	Total	De España en exterior	Del exterior en España	Total	De España en exterior	Del exterior en España	Total	De España en exterior	Del exterior en España
1986	1,1	0,4	1,5	0,7	0,0	0,7	-2,7	0,0	-2,8
1987	1,3	0,2	1,6	1,3	0,0	1,3	2,0	0,0	2,0
1988	1,7	0,3	2,0	0,7	0,0	0,7	1,8	0,4	2,2
1989	2,0	0,4	2,4	1,9	0,0	1,9	1,3	1,3	0,1
1990	2,1	0,7	2,8	1,8	0,3	2,0	0,7	2,7	3,4
1991	1,5	0,8	2,4	3,7	0,4	4,1	0,8	1,3	2,2
1992	1,9	0,4	2,3	1,6	0,5	2,1	-2,5	7,0	4,4
1993	1,3	0,7	2,0	10,0	1,4	11,4	-10,8	14,7	3,9
1994	1,1	0,8	1,9	-4,7	0,3	-4,4	4,5	-2,0	2,5
1995	0,6	0,8	1,4	3,5	0,1	3,5	-5,2	6,2	1,1
1996	0,4	1,1	1,5	-0,1	0,6	0,5	3,1	-0,3	2,9
1997	-1,0	2,5	1,6	-0,7	2,9	2,2	3,2	0,4	3,5
1998	-1,0	3,4	2,4	-4,4	7,2	2,9	3,7	3,9	7,6
1999	-4,1	7,2	3,0	-0,3	7,6	7,3	2,8	3,8	6,6
2000	-3,2	10,0	6,8	-0,2	10,3	10,1	5,7	3,3	9,0
2001	-0,8	5,4	4,7	-2,8	7,4	4,6	6,6	-1,8	4,7
2002	0,9	4,8	5,7	0,6	4,3	4,9	1,8	3,4	5,2
2003	-0,3	3,3	2,9	-5,3	10,3	5,0	6,6	1,5	8,1
2004	-3,4	5,8	2,4	9,6	3,8	13,4	-2,7	5,1	2,4
2005	-1,4	3,4	2,0	4,5	10,6	15,1	3,4	3,6	7,0
2006(*)	-5,8	7,1	1,3	21,4	0,0	21,4	-6,2	8,5	2,3

(*) Datos correspondientes a Enero-Septiembre de 2006.

(1) Incluido Banco de España.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Balanza de Pagos del Banco de España.

