FOCUS · El deterioro de la balanza de rentas: motivos y recorrido

La balanza corriente ha experimentado una importante corrección durante los últimos años. Sin embargo, esta tendencia ha cambiado de rumbo en los últimos meses. En parte, ello se debe al deterioro del saldo de bienes, pero la balanza de rentas también está ejerciendo un papel protagonista: el déficit ha aumentado en cerca de 5.000 millones de euros durante el primer semestre de 2014, el 55% del cambio que se ha producido en la balanza corriente.

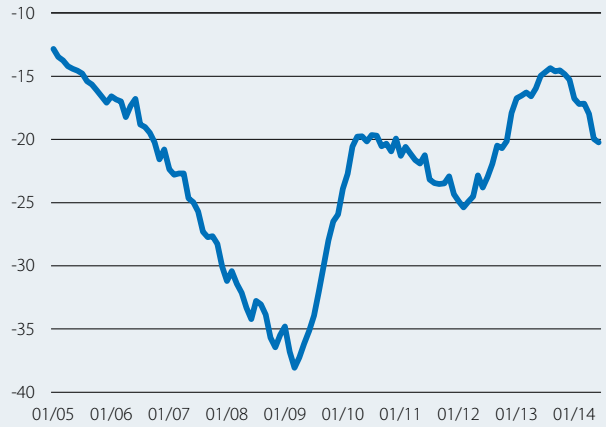
Una parte importante del aumento del déficit de rentas se explica por la caída de la rentabilidad de los activos extranjeros en manos de españoles. El acusado descenso de los tipos de interés a nivel global hace años que presiona a la baja la rentabilidad de las inversiones españolas en el exterior. Así, a pesar de que los activos extranjeros en manos de españoles se han mantenido estables en los últimos años, su menor rentabilidad ha reducido los ingresos en 17.000 millones de euros entre el 4T 2008 y el 1T 2014. Como se puede observar en el primer gráfico, la caída de la rentabilidad fue especialmente acusada entre septiembre de 2008 y septiembre de 2010. Tras un periodo de estabilidad, volvió a iniciar una senda bajista en marzo de 2012. La rentabilidad de los pasivos nacionales en manos de extranjeros también descendió pero durante los últimos trimestres se mantuvo más estable. Ello se debe al mayor peso que ha ido ganando la deuda pública entre los pasivos externos españoles (del 10,4% en junio de 2012 al 18,6% en marzo de este año) ya que su rentabilidad es, en promedio, superior a la del resto de pasivos.

El segundo factor que explica el deterioro del saldo de rentas es el mayor volumen de los pasivos españoles en manos de extranjeros. En el 1T 2014, estos aumentaron por encima del total de pasivos de la economía hasta elevar el porcentaje de pasivos españoles en manos de tenedores extranjeros al 23,1%. Este nivel es similar al registrado entre 2006 y 2010, lo que pone de manifiesto la recuperación de la confianza inversora extranjera en los títulos españoles.

Del análisis de los factores que han causado el deterioro del déficit de rentas se pueden extraer dos conclusiones. (i) Los motivos de fondo de dicho deterioro no son malignos: no se debe ni a un aumento desproporcionado de la deuda externa, ni a la venta de los activos extranjeros en manos de españoles. (ii) El recorrido adicional que tiene el deterioro del déficit de rentas parece limitado: la rentabilidad de los activos españoles en el extranjero no descenderá mucho más, y el peso de los activos españoles en manos de extranjeros está cerca de normalizarse. Este último factor, sin embargo, es el que alberga más incógnitas y, por tanto, deberá ser seguido de cerca.

Saldo de rentas

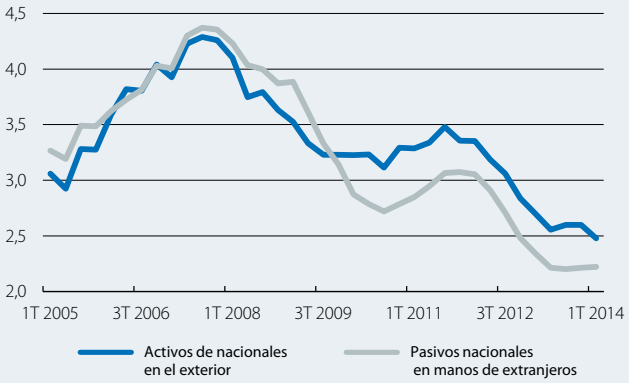
Acumulado en 12 meses (miles de millones de euros)



Fuente: *"la Caixa" Research, a partir de datos del Banco de España.*

Rentabilidad implícita de los activos y pasivos *

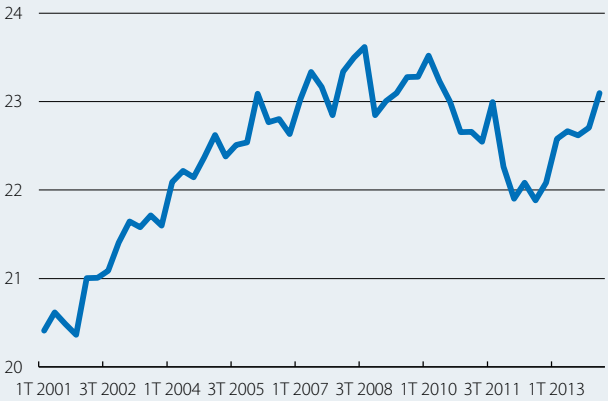
(%)



Nota: ** En el caso de los activos se calcula como la ratio ingresos por inversiones en el extranjero/activos en el extranjero el año anterior, y en el caso de los pasivos, como la ratio de pagos de rentas al extranjero/pasivos españoles en manos de extranjeros el año anterior.*
Fuente: *"la Caixa" Research, a partir de datos del Banco de España.*

Pasivos españoles en manos de inversores extranjeros

Porcentaje del total de los pasivos (%)



Fuente: *"la Caixa" Research, a partir de datos del Banco de España.*