

El sector exterior de la eurozona en números rojos

La economía de la eurozona evitó, por la mínima, un descenso del PIB en el 4T 2022, y los primeros indicadores de 2023 invitan a pensar que el 1T 2023 será mejor de lo previsto. Buena parte de esta evolución se debe a unas reservas de gas que alcanzaban casi el 100% antes del invierno, que, además, fue más suave de lo habitual. Una vez superado el periodo energético más delicado en el hemisferio norte, los niveles de reservas siguen por encima de la media de otros años para estas fechas.

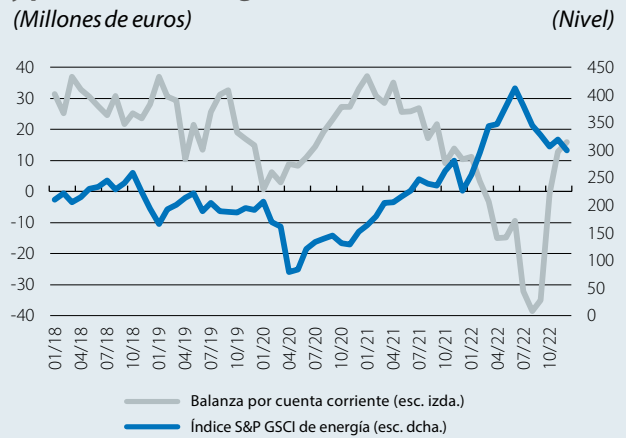
Sin embargo, este esfuerzo para «llenar los tanques» ha supuesto una elevada factura a pagar por el gas, cuyo precio marcó máximos en verano (casi 340 €/MWh), periodo en el que Europa concentra las compras de este recurso para el invierno. Este elevado coste de la energía deterioró los términos de intercambio¹ y afectó negativamente a la evolución de los saldos comerciales, sobre todo, en verano. En consecuencia, en el conjunto de 2022, la balanza comercial de bienes de la eurozona registró un déficit de unos 60.000 millones de euros (-0,5% del PIB vs. +2,3% en 2021), resultado que se debe totalmente a la ampliación del déficit de la balanza de energía, que se duplicó en 2022 (superó los 500.000 millones de euros, casi un 4,5% del PIB). Este deterioro de la balanza de bienes hizo que la balanza por cuenta corriente incurriera en un déficit del 0,8% del PIB en el conjunto de 2022, después de casi una década ininterrumpida en positivo (2,3% del PIB, en media desde 2012). Desde una perspectiva de ahorro-inversión,² este ajuste se ha producido, principalmente, por una reactivación de la inversión (26% vs. 24% del PIB), en un contexto de ahorro bruto en ligero descenso, aunque todavía en niveles elevados (25% vs. 26,4% del PIB).

Este comportamiento de los flujos por cuenta corriente se replica en las cuatro grandes economías europeas, aunque con matices. De hecho, Alemania e Italia, las más expuestas al gas ruso y, por tanto, al encarecimiento del gas y de la energía, mostraron el deterioro más acusado. En el otro extremo, destaca la resistencia de España, beneficiada por la notable reactivación del turismo internacional, un invierno más cálido de lo habitual y la posibilidad de reexportar energía, gracias a su elevada capacidad de refino.

1. Ratio entre los precios de exportación respecto a los precios de importación. Una subida de esta ratio señala una mejora en las relaciones comerciales, ya que las exportaciones se venden más caras que las importaciones, lo que permite una mejoría en los saldos comerciales. Por el contrario, una caída refleja que se paga más por las importaciones de lo que se ingresa por las exportaciones, lo que tiende a deteriorar la posición comercial.

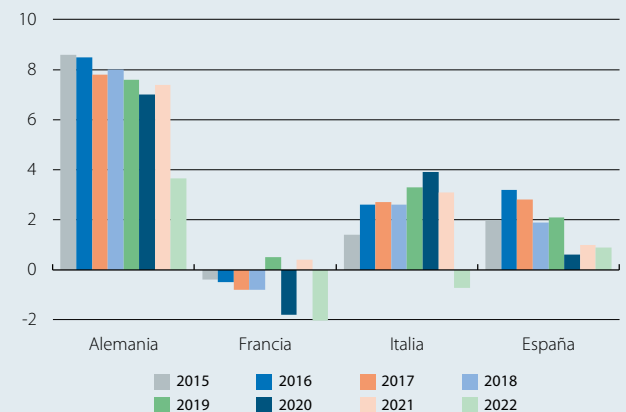
2. En una economía abierta, PIB = consumo privado + inversión privada + gasto público + balanza comercial. Dado que el ahorro = PIB - (consumo privado + gasto público); entonces balanza comercial = ahorro - inversión privada.

Eurozona: balanza por cuenta corriente y precio de la energía



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Refinitiv.

Balanza por cuenta corriente (% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Refinitiv.

Así, en Alemania, el superávit por cuenta corriente se redujo en casi un 50% en 2022, con mucho, la corrección más intensa desde la reunificación alemana. De hecho, pasó de un 7,5% del PIB como media de la década anterior a un 4,0% (mínimo desde 2005), la primera vez desde 2010 que es inferior al 6,0% establecido por la Comisión Europea como el umbral máximo para considerarse un desequilibrio macro bajo vigilancia. En Italia, la balanza por cuenta corriente registró el primer déficit en una década: -0,7% del PIB en 2022, tras el +3,0% de 2021. Francia ya presenta de manera habitual desde 2007 una balanza por cuenta corriente deficitaria, pero el castigo sufrido en 2022 situó el déficit por cuenta corriente en el 2,0% del PIB (+0,4% en 2021), el saldo negativo más abultado desde 1982. En cuanto a España, destacó positivamente, ya que mantuvo un superávit de balanza por cuenta corriente prácticamente estable (0,9% del PIB en 2022, tras el 1,0%

de 2021), gracias a que los ingresos por turismo más que se duplicaron respecto al año anterior.

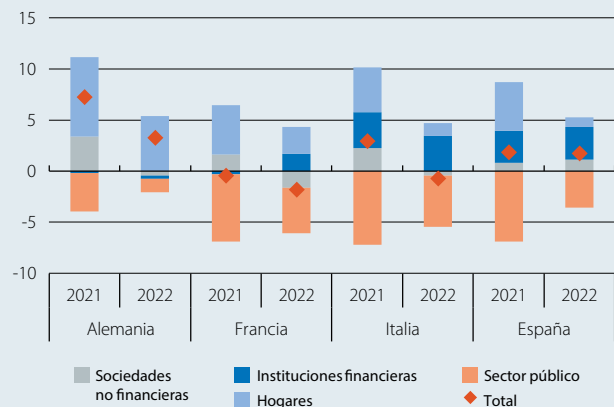
En consecuencia, el deterioro de los saldos por cuenta corriente ha afectado a la capacidad o necesidad de financiación de las economías europeas en 2022.³ En este sentido, podemos analizar cómo han contribuido los diferentes sectores del país (familias, empresas no financieras y gobiernos) a este ajuste.⁴ En términos generales, se aprecia que la corrección se concentra en el sector privado, tanto empresas no financieras como familias, tras un par de años en los que su situación financiera mejoró sustancialmente gracias a las condiciones excepcionales creadas tras la pandemia. Esta menor capacidad de financiación del sector privado se ha visto compensada, en parte, por un sector público que ha corregido notablemente sus necesidades de financiación, disparadas durante 2020-2021 a consecuencia de las medidas implementadas para limitar el impacto de la pandemia sobre la actividad. No obstante, este ajuste se ha ralentizado por la nueva ronda de medidas aplicadas para compensar el impacto de la fuerte subida del coste de la vida desatada por la guerra en Ucrania.

En el caso de Alemania, las empresas no financieras habrían visto reducida significativamente la capacidad de financiación del 3,4% del PIB obtenida en 2021, y habrían vuelto a una situación similar a la de 2008 (presentaban unas modestas necesidades de financiación). Mientras, los hogares presentarían una capacidad de financiación claramente inferior al 7,8% del PIB de 2021, pero todavía por encima de su media pre-COVID. Por su parte, el Gobierno habría corregido su necesidad de financiación del 3,7% del PIB, a un 1,5%-2,0% del PIB, entre las ratios más reducidas de toda la eurozona.

En Italia, los hogares habrían reducido su capacidad de financiación desde casi un 4,5% del PIB en 2021 hasta referencias más próximas a su media prepandemia en 2022 (1,5% del PIB), al tiempo que las empresas han visto erosionada su capacidad de financiación. Respecto al Gobierno, su posición deudora se habría reducido sustancialmente, pero sus necesidades de financiación todavía superan su media prepandemia.

En Francia, el ajuste más marcado se dio en el sector empresarial (tanto en términos de comparativa internacional, como respecto al resto de sectores del país), con unas familias que han visto recortada su capacidad de

Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación* (% del PIB)



Nota: * Datos acumulados del 4T 2021 al 3T 2022, como estimación para el total de 2022. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y del BCE.

financiación en 2022 hasta valores inferiores a la media de la década previa a la pandemia. La nota positiva la puso el sector público, que redujo sus necesidades de financiación hasta el 4,7% del PIB (6,5% en 2021), por debajo del 5,0% presupuestado por el Gobierno.

Por último, en España destaca la estabilidad mostrada por el sector empresarial durante 2022, mientras que las familias acusan una notable pérdida en su capacidad de financiación, la más pronunciada entre las cuatro grandes economías. En positivo, la reducción en 2,1 p. p. de PIB de las necesidades financieras del sector público, hasta el 4,8% del PIB.

Rita Sánchez Soliva

3. Es decir, a la suma del saldo de la balanza por cuenta corriente y el saldo de la balanza de capital.

4. Eurostat publica los datos anuales de la posición financiera por sectores solo hasta 2021. Como estimación de 2022 se emplea el acumulado del epígrafe correspondiente a cada sector de las cuentas financieras del BCE entre el 4T 2021 y el 3T 2022, último dato disponible. Por tanto, los resultados y conclusiones son provisionales y solo pretenden ofrecer una señal de las tendencias seguidas a lo largo del pasado año.