

## La economía española sigue reduciendo su deuda externa

Una vez superado el *shock* de la pandemia, la economía española ha retomado la senda de corrección de uno de sus tradicionales desequilibrios, el endeudamiento externo; a ello está contribuyendo la elevada capacidad de financiación que ha sido capaz de mantener. En este sentido, España no solo acumula 12 años consecutivos con capacidad de financiación, sino que, además, en 2023 alcanzó un nuevo máximo histórico (3,7% del PIB vs. 1,5% el año anterior),<sup>1</sup> como resultado de los superávits anotados por las balanzas corriente y de capital (2,6% y 1,1%, respectivamente): en el primer caso, refleja la creciente competitividad de nuestro tejido productivo, mientras que en el superávit de la balanza de capital están impactando los fondos europeos ligados al programa NGEU. Incluso con el estallido de la pandemia y la posterior crisis energética, la economía española logró mantener capacidad de financiación, lo que muestra el carácter estructural de la mejora del desequilibrio externo.

Como consecuencia de lo anterior, el año pasado se siguió reduciendo el saldo deudor de la posición de inversión internacional neta (PIIN) de España, que mide la diferencia entre los activos y los pasivos financieros frente al resto del mundo, hasta 771.383 millones de euros, el 52,8% del PIB, el mejor registro desde 2003 (60,0% en 2022). Aunque sigue siendo un nivel alto, que supera ampliamente el umbral del 35,0% fijado por la Comisión Europea en el procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PDM),<sup>2</sup> es muy destacable la reducción acumulada en los últimos años: nada menos que 45 puntos desde el máximo de 2009.

Mención especial merece la notable reducción de la PIIN deudora del Banco de España, que pasó de un 18,5% del PIB en 2022 a un 8,7% un año después. Este comportamiento estuvo condicionado por el fin de las compras de activos del BCE,<sup>3</sup> lo que ha empezado a deshacer el efecto negativo que, mecánicamente, habían generado dichas compras en el periodo 2015-2022 sobre la PII del Banco de España, a través de su posición frente al Eurosistema, y por los desembolsos procedentes de los fondos NGEU.<sup>4</sup>

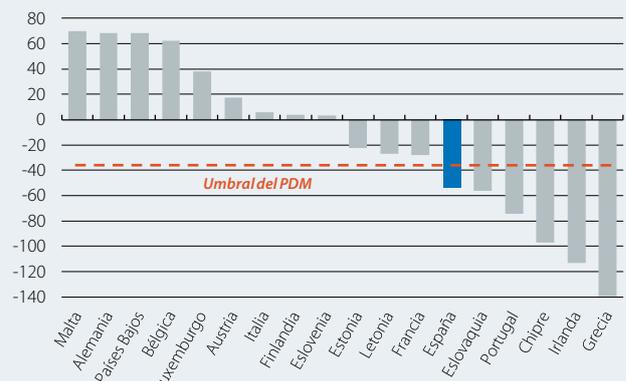
1. En contraste, en el periodo 2000-2008 la economía registró una necesidad de financiación del 5,6% del PIB en promedio anual.  
 2. Mecanismo de supervisión, cuyo objetivo es prevenir y corregir los desequilibrios macroeconómicos en los países de la UE.  
 3. Las compras netas finalizaron en 2022, tanto para el Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (PEPP, en sus siglas en inglés) como para el Programa de Compra de Activos (APP), mientras que las brutas lo hicieron a lo largo de 2023 para el APP.  
 4. La llegada de fondos en forma de subvención tiene impacto, en un primer momento, en la cuenta financiera del Banco de España (como una disminución de pasivos) y de las AA. PP. (aumento de pasivos). Véase <https://www.bde.es/webbe/es/estadisticas/compartido/docs/notaNGEU.pdf>

**España: PII deudora neta y deuda externa bruta (% sobre el PIB)**



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

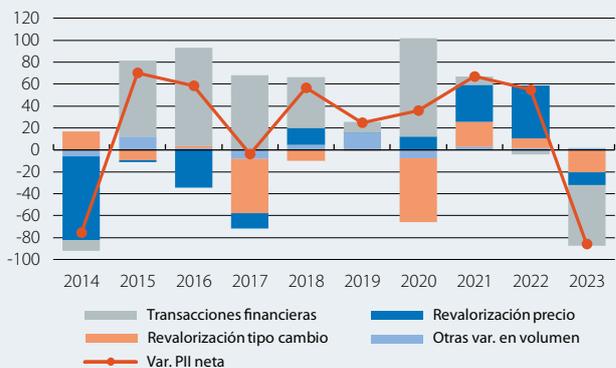
**Eurozona: PII neta (% del PIB)**



Nota: Datos del 3T 2023.

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

**España: variación anual de la PII neta por componentes \***



Nota: \* Sin Banco de España.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

Si excluimos el Banco de España, el saldo deudor de la PIIN de la economía se incrementó en 2023 en 85.723 millones de euros, algo que no sucedía desde 2017, hasta un total de 644.104 millones. Este deterioro procedió de unos efectos netos de valoración que resultaron negativos (por variaciones en los tipos de cambio y/o en los precios) como, sobre todo, del importe negativo de las transacciones financieras con el exterior. Es decir, el aumento neto de los pasivos frente al exterior fue superior al de los activos (entrada neta de capitales) (véase el gráfico 3). En cuanto a los efectos de valoración, los tipos de cambio tuvieron un impacto negativo más intenso en los activos, debido, principalmente, a la depreciación del dólar, muy acusada en el último tramo del año. En el caso de los precios, su aumento afectó en mayor medida a los pasivos, dado su mayor volumen.

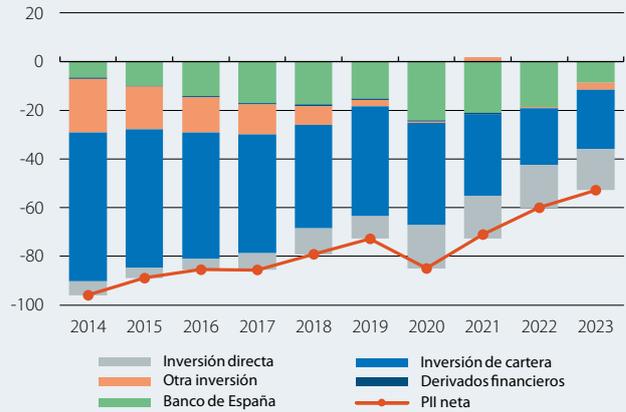
Por instrumentos financieros, salvo los derivados, todos ampliaron en volumen su saldo deudor en 2023, sobre todo la inversión de cartera, debido al impacto de los precios y a las transacciones financieras negativas con el exterior (los pasivos crecieron más que los activos). En el caso de la inversión directa,<sup>5</sup> el deterioro se debió principalmente al impacto del tipo de cambio,<sup>6</sup> mientras que en la otra inversión<sup>7</sup> fue el resultado, fundamentalmente, de las entradas netas de capitales.

Por sectores, solo los otros sectores residentes (OSR) redujeron su saldo deudor en volumen, y lo hicieron de forma notable al registrar el menor saldo desde el 2000. Por el contrario, empeoraron su posición, tanto las Administraciones públicas (AA. PP.) como, especialmente, las instituciones financieras monetarias (IFM), que pasaron de un saldo acreedor a uno deudor.

En cuanto a la deuda externa bruta,<sup>8</sup> retomó la senda alcista que se quebró en 2022 y creció con intensidad en volumen, hasta 2,419 billones de euros, desde 2,327 billones del año anterior. Sin embargo, fruto del crecimiento del PIB nominal, la ratio de deuda sobre el PIB continuó reduciéndose hasta el 165,5% (172,8% anterior), mejorando, incluso, los registros prepandemia (169,7% en 2019). Por sectores, la reducción de la deuda bruta se concentró en las AA. PP. (44,0% del PIB, apenas 1 décima menos que en 2022), los OSR (20,3% vs. 21,6%) y, sobre todo, el Banco de España (36,3% vs. 46,9%). En este último caso, una vez

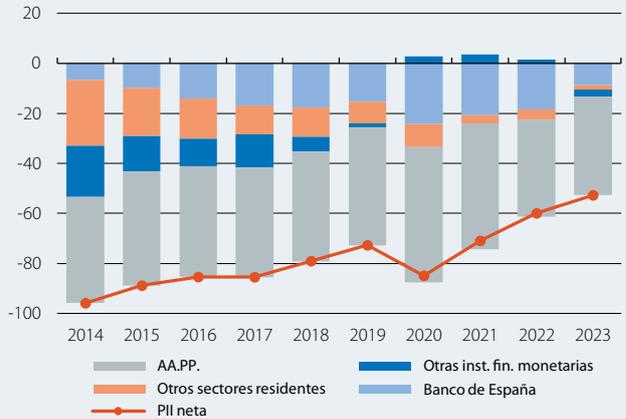
5. Acciones y otras formas de participación, beneficios reinvertidos, inversiones en inmuebles y financiación entre empresas relacionadas.  
 6. No obstante, dado el notable aumento del PIB nominal (8,6%), el saldo deudor de la inversión directa en términos de PIB mejoró ligeramente el año pasado (16,8% vs. 17,4% en 2022).  
 7. Fundamentalmente préstamos, repos y depósitos.  
 8. Comprende el saldo de todos los pasivos que generan obligaciones futuras de pago (principal, intereses o ambos), es decir, está compuesta por los instrumentos financieros incluidos en los pasivos de la PII, excepto los de renta variable (acciones, otras participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión) y los derivados financieros.  
 9. Banco de España (2023): Informe de Estabilidad Financiera, otoño.

**España: PII neta por instrumentos financieros (% del PIB)**



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

**España: PII neta por sectores institucionales (% del PIB)**



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

concluida la compra de deuda pública por parte del Euro-sistema, una parte de la deuda dejó de estar en manos del Banco de España y volvió a contabilizarse en manos de no residentes. En cambio, la deuda de las IFM creció casi 6 puntos hasta el 46,4% del PIB, la ratio más alta desde 2012, debido a la entrada de capitales canalizada principalmente en forma de depósitos.

Además de la clara senda descendente en la que se encuentra el endeudamiento externo, otra noticia positiva que contribuye a mitigar la vulnerabilidad de la economía ante posibles shocks en los mercados financieros, especialmente en un contexto de tipos de interés altos, es la composición de dichos pasivos: predominan los emitidos por el sector público (el 48% corresponde a deuda de las AA. PP. y el Banco de España), a largo plazo, a tipo de interés fijo y denominados en euros, reduciendo, en consecuencia, los riesgos de refinanciación, de tipo de interés y de tipo de cambio.<sup>9</sup>

Sergio Díaz Valverde