

La balanza de rentas se resiente de la subida de tipos de interés

La balanza por cuenta corriente mostró una gran mejora en 2023. Tras anotar un superávit del 0,6% del PIB en 2022, en 2023 el superávit aumentó hasta el 2,6%. Todas las subbalanzas contribuyeron a esta mejora, salvo la de rentas, cuyo déficit se amplió hasta el 1,5% del PIB, el nivel más elevado de los últimos 10 años. En este artículo, entraremos en el detalle de la balanza de rentas y analizaremos los motivos que explican su deterioro en este último año. Tal y como veremos, el deterioro de la balanza de rentas ha ido muy ligado al aumento de los tipos de interés que tuvo lugar en 2022 y 2023.

¿Qué contabiliza la balanza de rentas?

La balanza de rentas es un componente de la balanza de pagos de una nación que se centra en contabilizar los flujos de los rendimientos del trabajo y del capital, además de transferencias sin contrapartida.¹ Se divide en dos subcomponentes:

- **Renta primaria:** contabiliza los ingresos y pagos de la remuneración al capital y al trabajo nacional empleado en el extranjero y viceversa. Por ejemplo, la renta primaria recoge como ingreso los salarios de trabajadores transfronterizos españoles y los rendimientos de inversiones españolas en el extranjero. Por contrapartida, los rendimientos de inversiones de extranjeros en España contabilizan como gasto.
- **Renta secundaria:** registra las transferencias sin contrapartida, por ejemplo, remesas de trabajadores extranjeros a sus países de origen o transferencias públicas a organismos internacionales, como las contribuciones anuales a los presupuestos de la UE.

Origen del déficit de balanza de rentas

La balanza de rentas en España muestra un déficit estructural histórico, muy ligado a la posición deudora de la economía española frente al exterior. La magnitud del déficit ha fluctuado a lo largo de los años, alcanzando un máximo en 2008 del 4,2% del PIB. Desde entonces, se ha producido una remarcable mejora y estabilización, con un promedio de déficit anual del 0,8% del PIB desde 2014 hasta 2022. Sin embargo, 2023 ha concluido con un notable deterioro de la balanza de rentas, cuyo déficit se ha elevado hasta el 1,5% del PIB desde el 0,6% del PIB de 2022, contrastando con el excepcional desempeño de la balanza de bienes y servicios.²

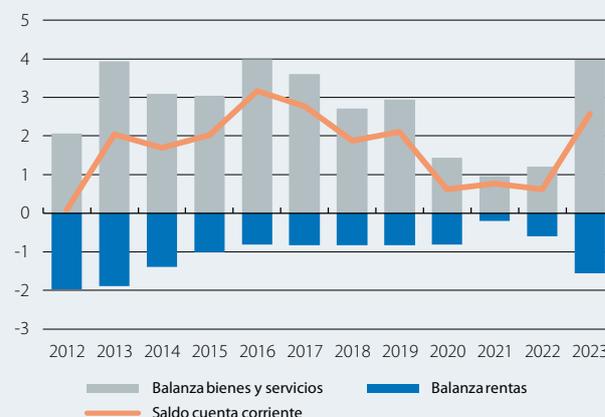
Tal y como muestra el segundo gráfico, las rentas primarias son la principal fuente de volatilidad dentro del saldo

1. Para información más detallada, consultar la [Nota metodológica ES \(bde.es\)](#) publicada por el Banco de España.

2. Para más detalle sobre el desempeño de la cuenta corriente en 2023, véase el Focus «[La balanza por cuenta corriente española en perspectiva europea](#)» en el IM03/2024.

España: balanza por cuenta corriente

(% del PIB)



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

España: composición de la balanza de rentas

(% del PIB) *



Nota: * Datos acumulados de 4 trimestres.

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

de la balanza de rentas, mientras que el saldo de la renta secundaria ha sido muy estable. Del mismo modo, observamos que el deterioro de la balanza de rentas de 2023 ha procedido del empeoramiento de la balanza de renta primaria, cuyo saldo ha sido negativo (-0,63% del PIB vs. +0,5% del PIB en 2022) por primera vez desde 2016, siendo responsable de la totalidad del deterioro de la balanza de rentas.

Poniendo el foco sobre la renta primaria, esta se compone por tres elementos: rentas de la inversión, rentas del trabajo y otras rentas primarias. Las rentas de la inversión conforman la mayor parte de los flujos de la balanza de rentas, suponen el 87% de los ingresos y el 95% de los pagos (promedio 2014-2019) y son las causantes del deterioro del saldo de la renta primaria en 2023. Así, el saldo de las rentas de inversión ha pasado de un 0,07% del PIB en 2022 a un -1,0 del PIB en 2023.

Descendiendo en el análisis, en el tercer gráfico, mostramos el saldo, en porcentaje del PIB, de las rentas de inversión desglosado según sus cuatro componentes: rentas de inversión directa, rentas de inversión de cartera, rentas de activos de reserva y otras rentas de inversión.³

Si bien las rentas de inversión directa y de inversión de cartera constituyen habitualmente la mayor parte de los flujos de las rentas de inversión, el deterioro observado en el último año en el saldo total de las rentas de inversión no es atribuible a ellas, pues sus saldos se han mantenido relativamente estables. El deterioro de la balanza de rentas es casi exclusivamente atribuible al deterioro de las «otras rentas de inversión», que incluyen mayoritariamente pagos e ingresos de intereses en depósitos, repos y préstamos, y que ha pasado de un déficit de 0,2% del PIB a cierre de 2022 a un déficit del 1,01% del PIB a finales de 2023.

El déficit y los tipos de interés

Este deterioro en la balanza de otras rentas de inversión en el último año está fuertemente ligado a dos elementos: el cambio en la política monetaria europea de los dos últimos años y el aumento de la posición deudora de la economía española frente al exterior en otras inversiones dada la entrada de capitales producida en 2023, lo que ha supuesto un mayor impacto de la subida de los tipos de interés en los pagos al exterior que en los ingresos.⁴

Como se puede observar en el último gráfico, el balance de otras rentas de inversión responde de forma inversa a los cambios en tipos de interés: cuando suben los tipos de interés, aumenta el déficit de las otras rentas de inversión. Esto tiene sentido, pues los conceptos incluidos en «otra inversión» son aquellos más sensibles a cambios en tipos de interés, dado que tienen repercusión en los intereses a pagar en préstamos comerciales y en depósitos. Asimismo, se observa que la traslación del impacto de la subida de los tipos de interés sobre las otras rentas de inversión ha sido bastante rápida. Según nuestra estimación, el saldo de las otras rentas de inversión se ve afectado por cambios en el euríbor que tienen lugar en el año en curso y los que tuvieron lugar un año atrás, pero los cambios que tuvieron lugar hace dos o más años dejan de tener impacto.⁵ De este modo, un aumento de 1 p. p. del euríbor daría lugar a un deterioro gradual del saldo de las otras rentas

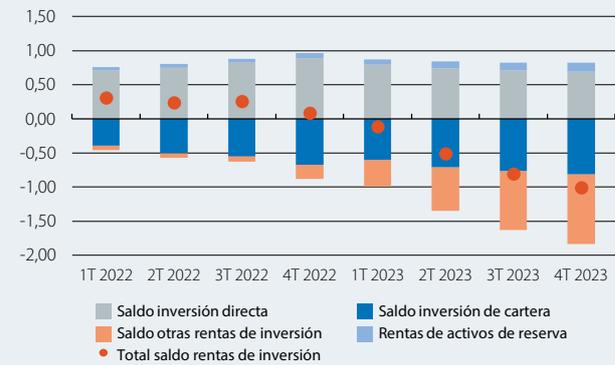
3. Las rentas de inversión directa incluyen las remuneraciones derivadas de empresas extranjeras ejerciendo su actividad en territorio nacional y viceversa. Las rentas de inversión en cartera incluyen todos los flujos monetarios con el exterior de rentabilidades asociadas a acciones y participaciones en fondos de inversión y títulos de deuda.

4. Para más información acerca de la evolución de la posición de inversión internacional neta de España, véase el Focus «La economía española sigue reduciendo su deuda externa» en este mismo Informe Mensual.

5. Realizamos una regresión de la variación del saldo de las otras rentas de inversión (acumulado de cuatro trimestres) sobre la variación del euríbor 12 meses en el trimestre en curso, el retardo de cuatro trimestres y el retardo de ocho trimestres. Todos los coeficientes son estadísticamente significativos excepto el del retardo de ocho trimestres.

España: composición del saldo de rentas de inversión

(% del PIB) *



Nota: * Acumulado de 4 trimestres.

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

España: balanza rentas otra inversión vs. tipos de interés

(% del PIB)

(Euríbor 12 meses)



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

de inversión que alcanzaría los 0,15 p. p. al año siguiente desde que se produjo el aumento del euríbor. A partir de allí, sin embargo, el saldo se estabilizaría.

En definitiva, la subida de tipos que ha efectuado el BCE durante 2022 y 2023 ha afectado de manera negativa a la balanza de rentas de nuestra cuenta corriente. Sin embargo, dada la rápida velocidad de traslación de los movimientos de tipos sobre el saldo de la balanza de rentas, cabe esperar que, en el supuesto que el BCE empiece a bajar los tipos de manera gradual a partir de la mitad de 2024, el deterioro de la balanza de rentas se debería frenar en 2024 y empezar a corregir en 2025.

Erik Solé Vives