

3 La cuenta financiera en el año 2008

3.1 Introducción

El agravamiento de la crisis financiera internacional y la profundización y generalización de las tendencias contractivas a nivel global condicionaron la evolución de las transacciones financieras con el exterior a lo largo de 2008. Las tensiones en los mercados financieros se recrudecieron tras la quiebra de Lehman Brothers, a mediados de septiembre, lo que agravó la trayectoria bajista de las bolsas mundiales, el repunte de sus volatilidades y el incremento de las primas de riesgo, que se había venido produciendo desde el inicio de la crisis. Los gobiernos y los bancos centrales reaccionaron con contundencia a la intensificación de la tensión, adoptando una amplia batería de medidas de gran calado¹, cuyos efectos se empezaron a sentir en los meses finales de 2008 y, sobre todo, a partir de la primavera de 2009.

Con todo, en 2008 los mercados financieros se caracterizaron por una elevada inestabilidad, una acusada falta de confianza y, en conjunto, unas condiciones de financiación muy restrictivas. En este contexto, los tipos interbancarios se mantuvieron elevados y el coste de la financiación bancaria a las empresas apenas se moderó, mientras que el coste de la financiación mediante emisiones de renta fija se incrementó, al tiempo que tanto los *spreads* de los bonos corporativos como las primas de riesgo crediticio negociadas en los mercados de derivados se mantuvieron en niveles muy altos. Los tipos de interés a largo plazo de la renta fija pública mostraron fuertes oscilaciones, con repuntes hasta el mes de julio, experimentando caídas —especialmente acusadas en los plazos más cortos— en la segunda mitad del año, que se vieron acompañadas por ampliaciones de los *spreads* soberanos que las principales economías de la zona del euro mantenían frente a la deuda alemana. En los meses transcurridos de 2009, los tipos de interés, tanto del interbancario como de los préstamos a sociedades y de los bonos corporativos, han tendido a reducirse, aunque el funcionamiento de los mercados financieros aún está lejos de normalizarse. El diferencial de los tipos de interés de la deuda pública española a largo plazo frente al bono alemán repuntó primero para después retroceder, hasta situarse en 70 puntos básicos (pb) a principios de mayo.

Las bolsas internacionales registraron caídas significativas a lo largo de 2008. En el acumulado del año, el índice S&P 500 se redujo un 38%, el EUROSTOXX 50 un 44% y el IBEX 35 un 39% (véase gráfico 3.1). Esta tendencia a la baja se ha atenuado en los primeros meses de 2009; en mayo, el IBEX 35 se situaba en un nivel similar al del cierre del año 2008. Por su parte, el euro se apreció en el conjunto de 2008 tanto frente al dólar (un 7,3%) como, especialmente, frente a la libra esterlina (un 16%). No obstante, desde el mes de junio hasta final de año el euro se depreció un 13% frente al dólar, reflejando, en parte, ante el agravamiento de la inestabilidad financiera, la consideración de la divisa estadounidense como moneda refugio. En los primeros meses de 2009 el euro ha continuado depreciándose frente al dólar y la libra.

De acuerdo con las cuentas no financieras de los sectores institucionales, la necesidad de financiación del conjunto de la economía se redujo seis décimas del PIB en 2008, hasta el 9,1%. Las sociedades no financieras disminuyeron su dependencia de los recursos externos en 3,6 puntos porcentuales (pp) del PIB, hasta situarse en el 7,5%, mientras que los hogares generaron capacidad de financiación en 2008 (por un importe equivalente al 0,6% del PIB),

¹ Los bancos centrales, además de recortar significativamente los tipos de interés, realizaron actuaciones concertadas sin precedentes y, en algunos casos, adoptaron medidas no convencionales. Por su parte, los gobiernos acordaron unos principios comunes de apoyo al sistema financiero en el marco del G 20 y, en el ámbito de la UE, en la cumbre de los Jefes de Estado y de Gobierno de noviembre. Para una descripción más detallada de la magnitud de las medidas adoptadas por los principales países desarrollados, véase el recuadro 1.1 del *Informe Anual, 2008*, del Banco de España.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.
 b. Rendimiento de la deuda pública a diez años.

frente a unas necesidades elevadas de recursos el año anterior (del 2,7% del PIB). Las necesidades de financiación de las IFM disminuyeron dos décimas, hasta el 1,7% del PIB. Por el contrario, la situación financiera de las Administraciones Públicas experimentó un significativo deterioro a lo largo del año, al registrar un déficit del 3,8% del PIB en 2008, frente a un superávit del 2,2% del PIB el año anterior².

Según los datos de la Balanza de Pagos, la necesidad de financiación generada por el conjunto de las operaciones no financieras de la economía española se contrajo en 2008 hasta el 9% del PIB, lo que equivale a 98.899 millones de euros. Las transacciones financieras entre España y el resto del mundo realizadas en el conjunto de 2008 generaron entradas netas de fondos por valor de 64.733 millones de euros³ (un 6% del PIB, 2,3 pp menos que en 2007),

2. Para una descripción más detallada, véase el recuadro 5.1 del Informe Anual, 2008, del Banco de España. 3. Salvo indicación expresa, excluidas las operaciones y posiciones del Banco de España.

% del PIB	2003	2004	2005	2006	2007	2008
SALDO DE LA CUENTA CORRIENTE MÁS CUENTA DE CAPITAL	-2,5	-4,2	-6,5	-8,4	-9,6	-9,0
SALDO DE LA CUENTA FINANCIERA (a)	2,1	5,8	6,9	11,3	8,3	5,9
VARIACIÓN DE PASIVOS FRENTE AL EXTERIOR (b)	16,2	18,2	24,6	25,9	22,9	10,8
<i>Inversiones exteriores directas</i>	2,9	2,4	2,2	2,5	4,8	4,1
— Instituciones financieras monetarias	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0
— Otros sectores residentes	3,0	2,5	2,2	2,5	4,7	4,1
<i>Inversiones de cartera</i>	5,0	13,4	15,2	19,9	9,2	-1,6
— Administraciones Públicas	-1,0	2,7	0,3	1,4	-1,5	1,6
— Instituciones financieras monetarias	3,4	5,9	6,2	8,3	3,6	-1,2
— Otros sectores residentes	2,5	4,8	8,8	10,2	7,1	-2,1
<i>Otras inversiones</i>	8,3	2,4	7,1	3,5	9,0	8,3
— Administraciones Públicas	-0,1	0,6	0,0	0,1	0,0	0,3
— Instituciones financieras monetarias	7,1	1,8	5,6	0,4	7,2	6,9
— Otros sectores residentes	1,3	0,0	1,5	3,0	1,7	1,2
VARIACIÓN DE ACTIVOS FRENTE AL EXTERIOR (c)	14,1	12,4	17,6	14,6	14,7	4,9
<i>Inversiones exteriores directas</i>	3,2	5,8	3,7	8,5	9,6	4,8
— Instituciones financieras monetarias	-0,9	1,6	0,1	0,6	3,0	0,8
— Otros sectores residentes	4,1	4,2	3,6	7,9	6,6	4,0
<i>Inversiones de cartera</i>	8,4	3,2	8,8	-0,4	-0,8	-2,0
— Administraciones Públicas	0,0	0,1	0,5	1,1	0,6	0,2
— Instituciones financieras monetarias	4,2	0,6	4,5	-3,1	0,3	0,7
— Otros sectores residentes	4,2	2,5	3,7	1,6	-1,7	-2,9
<i>Otras inversiones</i>	2,0	3,4	5,2	6,7	5,4	1,4
— Administraciones Públicas	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1
— Instituciones financieras monetarias	1,1	2,0	4,4	6,0	4,8	0,8
— Otros sectores residentes	0,9	1,2	0,8	0,7	0,5	0,5
<i>Derivados financieros (d)</i>	0,4	0,0	0,0	-0,2	0,4	0,7
VARIACIÓN NETA DE ACTIVOS EXTERIORES DEL BANCO DE ESPAÑA (e)	0,2	-1,7	-0,2	-2,6	1,4	2,8
De la cual:						
<i>Activos de reserva</i>	1,7	0,6	0,2	0,0	0,0	-0,1
<i>Activos netos frente al Eurosistema</i>	0,6	-1,6	1,6	-1,3	2,7	2,9
<i>Otros activos netos</i>	-2,1	-0,6	-2,0	-1,3	-1,3	-0,1
PRO MEMORIA:						
SALDO DE LA CUENTA FINANCIERA, INCLUYENDO BANCO DE ESPAÑA	2,3	4,1	6,7	8,7	9,6	8,7
Errores y omisiones (f)	0,2	0,1	-0,2	-0,4	0,0	0,4

FUENTE: Banco de España.

a. Excluido el Banco de España.

b. Un signo positivo significa aumento de pasivos; por tanto, entrada de capitales.

c. Un signo positivo significa aumento de activos; por tanto, salida de capitales.

d. Se contabilizan como neto de netos y convencionalmente se han asignado a la variación neta de activos.

e. Un signo positivo (negativo) supone una disminución (aumento) de los activos exteriores del Banco de España.

f. Un signo positivo (negativo) supone un ingreso (pago) no contabilizado en otra rúbrica de la Balanza.

que resultaron insuficientes para satisfacer las necesidades de financiación mencionadas, por lo que los activos netos del Banco de España frente al resto del mundo disminuyeron en 30.137 millones de euros (véase cuadro 3.1).

Todos los sectores institucionales captaron financiación del exterior, situándose en primer lugar las Instituciones financieras monetarias (IFM), seguidas por las AAPP y los Otros sectores residentes (OSR) (véase gráfico 3.2), que incluyen no solo las familias y las empresas no financieras, sino también las instituciones financieras no monetarias (por ejemplo, los fondos de titulización y las filiales de las IFM especializadas en la emisión de valores), que han tenido un peso importante en las transacciones de inversión de cartera con el exterior (véase cua-



FUENTE: Banco de España.

a. Variación neta de pasivos menos variación neta de activos. Las instituciones financieras monetarias excluyen al Banco de España.

dro 3.2). La crisis financiera ha alterado de forma sustancial la forma en la que las IFM habían venido canalizando fondos desde el exterior (véase gráfico 3.3), cuando ya habían iniciado un proceso de reducción de la brecha entre el crédito y los depósitos. En concreto, las IFM aumentaron su recurso a la captación de depósitos, emisiones de deuda a corto plazo, préstamos interbancarios y liquidez del Eurosistema, a la vez que las titulaciones, en contraste con lo que venía sucediendo hasta agosto de 2007, dejaron de constituir una fuente de financiación.

El menor importe de las entradas netas que se observó en 2008 fue el resultado de una fuerte contracción de los flujos de entrada y de salida, en línea con lo observado en los principales países desarrollados. Las inversiones realizadas en España por los no residentes disminuyeron un 51% en 2008, situándose en 118.405 millones de euros, mientras que las inversiones en el exterior realizadas por residentes descendieron un 65%, hasta 53.632 millones de euros.

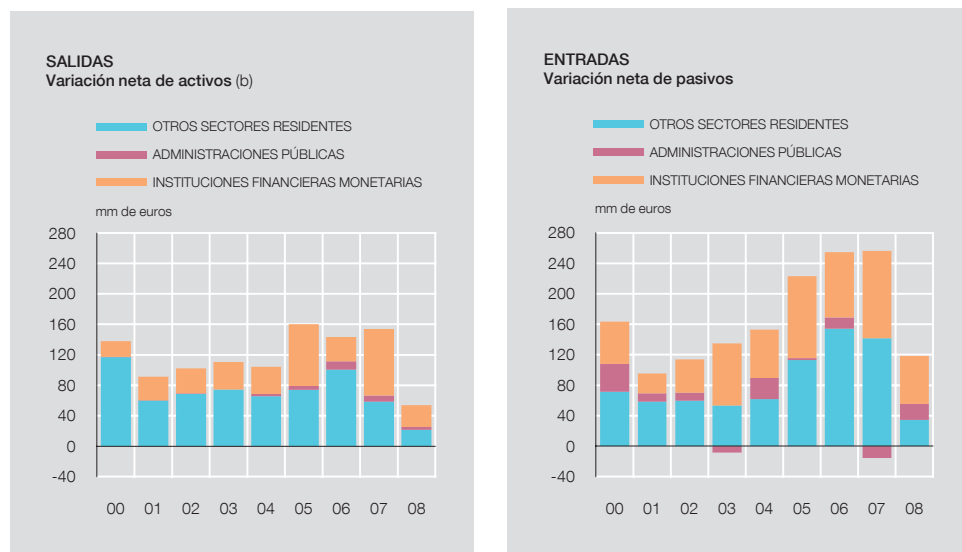
Millones de euros

		2007			2008		
		TOTAL OSR	INSTITUCIONES FINANCIERAS NO MONETARIAS	SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH	TOTAL OSR	INSTITUCIONES FINANCIERAS NO MONETARIAS	SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH
VNA	TOTAL	56.904	-22.880	79.785	17.463	-26.881	44.344
	INVERSIÓN EXTERIOR DIRECTA	69.429	2.203	67.226	44.124	2.027	42.097
	INVERSIÓN DE CARTERA						
	ACCIONES Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN	-9.862	-14.032	4.169	-25.272	-21.198	-4.073
	BONOS Y OBLIGACIONES	-5.281	-8.577	3.296	-9.383	-11.023	1.640
	INSTRUMENTOS DEL MERCADO MONETARIO	-2.313	-2.413	100	2.817	2.289	528
	OTRA INVERSIÓN	4.933	-61	4.994	5.177	1.024	4.153
VNP	TOTAL	141.785	57.316	84.469	34.394	-17.916	52.311
	INVERSIÓN EXTERIOR DIRECTA	49.266	2.217	47.049	44.369	-2.030	46.400
	INVERSIÓN DE CARTERA						
	ACCIONES Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN	15.293	-363	15.656	-5.535	-6	-5.528
	BONOS Y OBLIGACIONES	63.174	61.173	2.001	-28.214	-28.691	477
	INSTRUMENTOS DEL MERCADO MONETARIO	-4.253	-4.136	-117	11.142	11.330	-188
	OTRA INVERSIÓN	18.305	-1.574	19.879	12.632	1.481	11.151

FUENTE: Banco de España.

ENTRADAS Y SALIDAS DE CAPITAL, POR SECTORES (a)

GRÁFICO 3.3



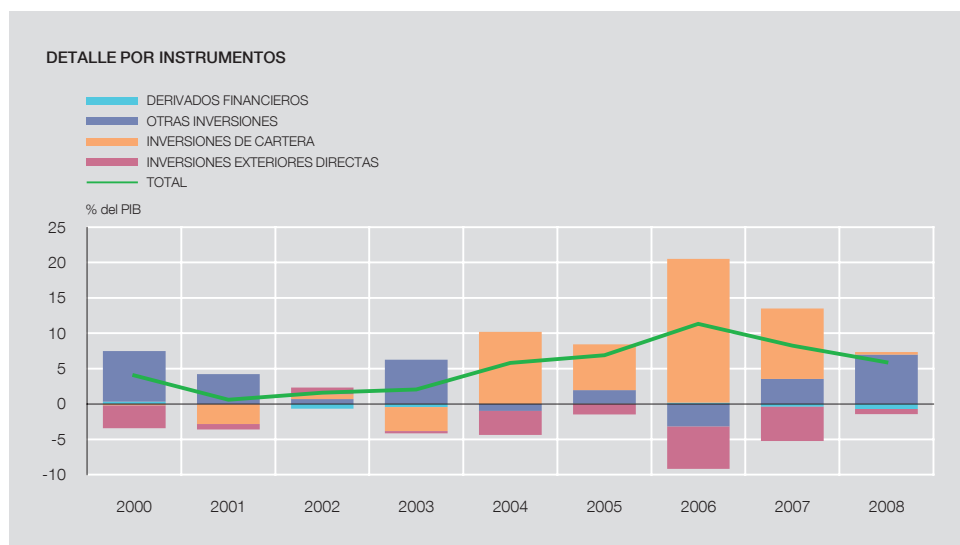
FUENTE: Banco de España.

a. Excluido el Banco de España.

b. Incluyen los derivados financieros que se contabilizan como neto de netos y convencionalmente se han asignado a la variación neta de activos.

Cabe mencionar que en 2008 la financiación neta captada por la economía española procedió tanto de las inversiones de los no residentes en activos nacionales como de las desinversiones que los españoles hicieron de títulos emitidos por los no residentes.

La demanda de fondos del exterior se cubrió en 2008, principalmente, mediante entradas de capitales en forma de otra inversión (fundamentalmente, préstamos, depósitos y *repos*) y, en menor medida, mediante inversión de cartera, a diferencia de lo sucedido en años anteriores



FUENTE: Banco de España.

a. Variación neta de pasivos menos variación neta de activos. Excluido el Banco de España.

(véase gráfico 3.4). En este último caso, la captación de fondos exteriores se produjo en las operaciones en renta variable, ya que las transacciones de renta fija generaron un flujo neto de salida. También las operaciones de inversión directa (IED) y los derivados financieros dieron lugar a salidas de capitales. Además del cambio en el tipo de instrumentos a través de los cuales se han captado capitales del exterior desde el inicio de la crisis financiera, en 2008 se produjo un desplazamiento significativo hacia la financiación a más corto plazo, como se aprecia en los instrumentos de renta fija, donde se registraron salidas en los valores a largo plazo.

Los cambios que han alterado el importe y la naturaleza de los flujos de capitales con el exterior en el caso de España se insertan en el marco de los efectos que la crisis financiera ha tenido en los movimientos de capital a nivel internacional. En general, en 2008 los flujos financieros descendieron, frenando el proceso de creciente integración financiera de la última década. La elevada incertidumbre existente sobre la profundidad y duración de la crisis financiera y económica aumentó la preferencia de los inversores por activos más seguros, más líquidos y, al mismo tiempo, por activos nacionales. En este contexto, en la mayoría de los países desarrollados se observaron en 2008 descensos en las transacciones de inversión directa, desinversiones en instrumentos de renta variable emitidos por extranjeros, menores flujos en las transacciones internacionales en instrumentos de renta fija y, en especial, en otra inversión. En el recuadro 3.1 se presenta una descripción más detallada de la evolución de la cuenta financiera de los principales países de la UEM, Reino Unido y Estados Unidos.

3.2 Inversión exterior directa

En el año 2008, la economía española registró salidas netas en forma de IED por valor de 8.040 millones de euros (0,7% del PIB), frente a 50.902 millones en 2007 (4,8% del PIB), en un contexto de fuerte disminución de las inversiones directas de España en el exterior (del 48%) y, en menor medida, de las del exterior en España (un 11%) (véase gráfico 3.5). Conviene recordar que los datos de IED en la Balanza de Pagos española incluyen, tanto en el pasivo como en el activo, las operaciones de las denominadas «Empresas de Tenencias de Valores Extranjeros» (ETVE), que, en términos generales, no dan lugar ni a entradas ni a salidas de

La crisis financiera internacional ha provocado que la economía española haya tenido que cubrir sus necesidades de financiación en 2008 con un mayor recurso a instrumentos de corto plazo, en lugar de a bonos y obligaciones, como había sucedido antes de su inicio en agosto de 2007. Este cambio en la forma de financiación, que ha estado motivado por la reducción de la actividad principalmente en los mercados de capitales —en particular, en los mercados de titulización—, refleja el deterioro de la confianza entre inversores e intermediarios financieros internacionales. Dada la dimensión global de la crisis, los flujos financieros con el exterior de los principales países desarrollados también han registrado cambios significativos, que han dependido, lógicamente, de si presentaban capacidad o necesidad de financiación frente al exterior.

En los gráficos 1 y 2 se representan los flujos financieros netos según la cuenta financiera de la Balanza de Pagos para los principales países desarrollados en 2008 y 2006, último año completo no afectado por la crisis financiera. En estos países se observa que, al igual que en España, ha cambiado la forma en la que se han captado (prestado) recursos del (al) resto del mundo. Entre los países con necesidad de financiación, tanto Reino Unido como Estados Unidos han registrado importantes salidas netas en forma de otra inversión desde el inicio de la crisis financiera internacional, siendo la inversión de cartera su principal fuente de financiación en 2008. Este resultado contrasta con lo observado en el caso español, en el que las necesidades de financiación se han cubierto con las entradas netas generadas por la otra inversión y (como en el caso de Francia) por la variación de los activos netos del Banco de España frente al Eurosistema. Los países con capacidad de financiación, como Alemania, han continuado prestando al resto del mundo, tanto en forma de otra inversión como a través de operaciones de inversión directa (IED).

Cuando se analizan de forma detallada tanto las inversiones que los residentes realizan en el exterior (variación neta de activos o VNA)

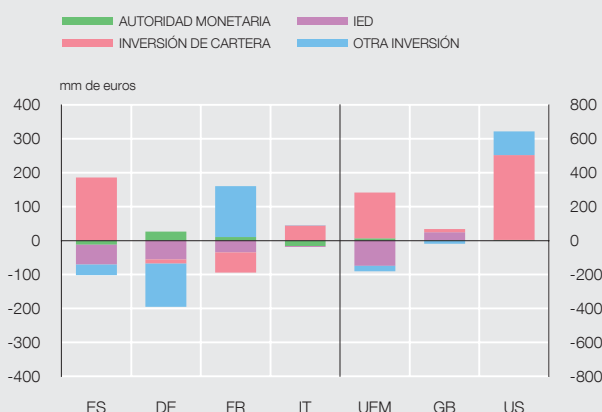
como las que realizan los extranjeros en la economía española (variación neta de pasivos o VNP), se observan algunos otros cambios en los flujos financieros internacionales¹. En primer lugar, tal y como ilustran los gráficos 3 y 4, la crisis financiera ha provocado que el importe de las inversiones realizado en el exterior, así como el procedente del exterior, se redujera en todos los países considerados. Este hecho parece indicar que la tendencia hacia una creciente integración financiera observada en años anteriores se habría frenado como consecuencia de la crisis, que, además de la mayor aversión al riesgo y preferencia por la liquidez de los inversores, ha elevado el sesgo nacional de sus carteras. En particular, se observa una reducción generalizada de las tenencias de renta variable extranjera de los residentes en los países analizados. En el conjunto de 2008, la reducción de la VNA y de la VNP en relación con el año 2006 ha sido generalizada y significativa. Destaca el caso del Reino Unido, ya que se ha producido un cambio no solo en la magnitud de los flujos, sino también en su signo, al registrarse desinversiones tanto en el exterior (VNA negativa) como en dicha economía (VNP negativa). Este rasgo diferencial refleja su posición como centro financiero y bancario internacional.

Finalmente, en la mayoría de los países se observa un desplazamiento desde la otra inversión hacia la inversión en renta fija (que forma parte de la inversión de cartera), como medio para captar financiación neta del exterior (VNP – VNA), a diferencia de lo que ha sucedido en España. El gráfico 5 muestra el porcentaje que los flujos netos en otra inversión y en renta fija representaban para los países y áreas consideradas en el conjunto del año 2006 y en 2008. Un signo positivo (negativo) indica que las operaciones con el exterior en dichos instrumentos han gene-

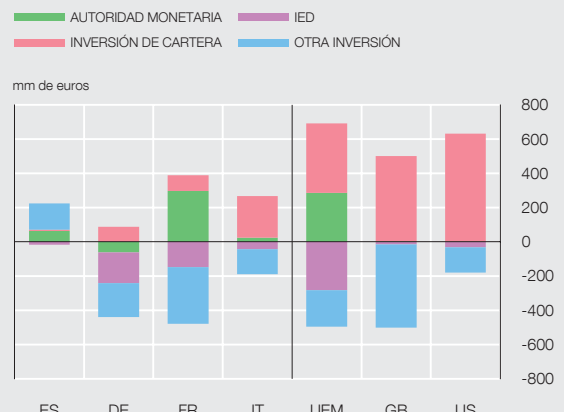
1. En este punto es importante recordar que la reducción del saldo de títulos que los no residentes mantienen en un país puede ser el resultado de las ventas netas realizadas por los inversores o de las amortizaciones netas realizadas por los emisores de los títulos.

EVOLUCIÓN DE LOS COMPONENTES DE LA CUENTA FINANCIERA (a) (b) (c)
VNP – VNA

1 EN 2006



2 EN 2008



FUENTES: International Financial Statistics y fuentes nacionales.

- a. Los países se nombran con su código ISO (ES: España; DE: Alemania; FR: Francia; IT: Italia; UEM: Zona del euro; GB: Reino Unido; US: Estados Unidos). En el caso de Estados Unidos, los datos de 2008 se refieren a los cuatro trimestres que finalizan en septiembre de dicho año.
- b. La otra inversión excluye la Autoridad Monetaria, excepto en el caso del Reino Unido. La serie de Autoridad Monetaria incluye las operaciones en otra inversión y las reservas (salvo en el Reino Unido, que solo incluye reservas).
- c. La escala de la derecha corresponde a los países a la derecha de la línea vertical (UEM, Reino Unido y Estados Unidos).

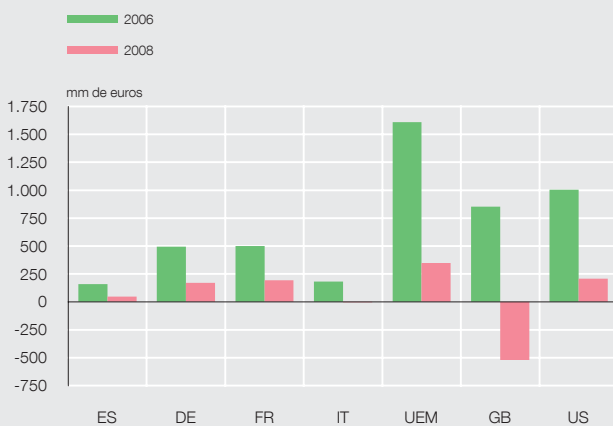
rado entradas (salidas) netas de capital. La flecha indica la dirección del movimiento desde el año 2006 al 2008. Así, por ejemplo, en el caso de España, en el año 2006 las transacciones en otra inversión generaron salidas netas por valor del 3,2% del PIB, y las realizadas en renta fija, entradas netas por valor del 23% del PIB. De acuerdo con el gráfico, en 2008 el signo del saldo de las operaciones se invirtió, con entradas en la otra inversión y salidas en renta fija, del 7% y del 2% del PIB, respectivamente. Como se aprecia en el gráfico 5, en el resto de países (salvo Alemania) las salidas netas en forma de otra inversión han aumentado, al tiempo que los fondos netos captados del exterior a través de las operaciones en renta fija también se han elevado (salvo en Italia, donde prácticamente se han mantenido). De modo que en el conjunto de la UEM, en los Estados Unidos y especialmente en el Reino Unido se

observan salidas por otra inversión compensadas (total o parcialmente) con un aumento de las entradas en renta fija.

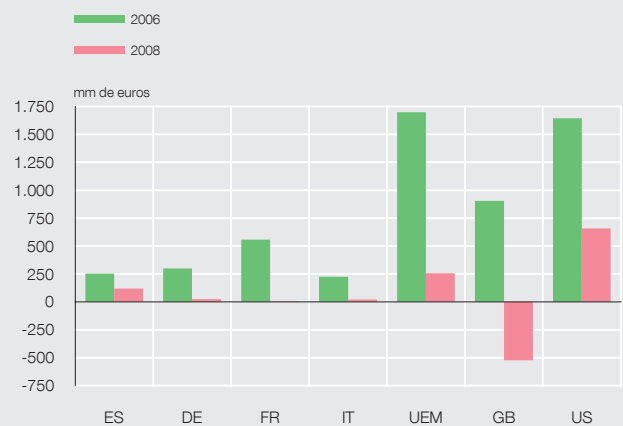
En resumen, la crisis financiera ha afectado a los flujos de capitales internacionales, tanto en su magnitud como en su composición (por tipos de inversión). Así, se observa un descenso generalizado en el volumen de las transacciones financieras con el exterior. Esto, unido a las ventas netas por parte de los inversores de acciones y participaciones en el capital emitidos por no residentes, sugiere un aumento del sesgo nacional en las carteras de inversión y una preferencia por activos más seguros. Por último, de los países considerados, España ha sido el único que ha sustituido inversión de cartera en renta fija por la otra inversión como mecanismo para captar fondos del exterior.

CUENTA FINANCIERA (a)

3 VARIACIÓN NETA DE ACTIVOS FRENTE AL EXTERIOR



4 VARIACIÓN NETA DE PASIVOS FRENTE AL EXTERIOR

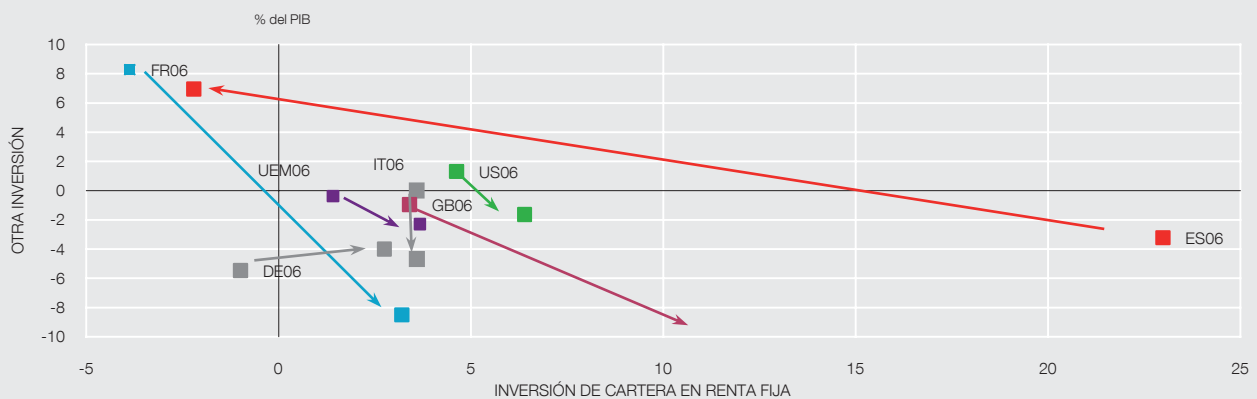


FUENTES: International Financial Statistics y fuentes nacionales.

a. Excepto la Autoridad Monetaria.

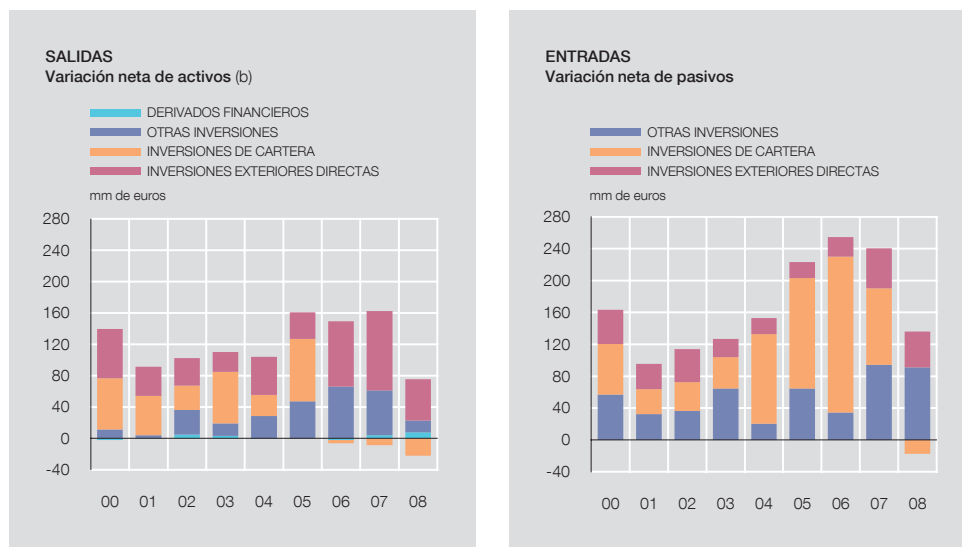
SUSTITUCIÓN EN LOS FLUJOS NETOS DE RENTA FIJA

5 INVERSIÓN DE CARTERA EN RENTA FIJA Y OTRA INVERSIÓN (VNP - VNA) (a)



FUENTES: International Financial Statistics y fuentes nacionales.

a. El Reino Unido ha registrado desinversiones en otra inversión por un importe igual al 30% del PIB, que han tenido que ser compensadas con entradas en inversión de cartera por valor de un 22% del PIB. Por ello, el punto que representa su posición en 2008 no aparece en el gráfico, y solo se muestra la flecha en la dirección en que se encontraría dicho punto.



FUENTE: Banco de España.

a. Excluido el Banco de España.

b. Los derivados financieros se contabilizan como neto de netos y convencionalmente se han asignado a la variación neta de activos.

capital, sino que representan, principalmente, anotaciones contables⁴. Descontando estas operaciones, el comportamiento de la IED no cambia significativamente⁵.

Al igual que en España, las transacciones mundiales de IED se redujeron significativamente en 2008, al descender, valoradas en dólares, un 21%⁶. La elevada incertidumbre económica, las importantes dificultades de financiación para las empresas y el temor a la adopción de medidas proteccionistas que podrían afectar a los intereses de las empresas multinacionales han retrasado la realización de proyectos adicionales de inversión directa. Este retraso ha afectado en mayor medida a las economías desarrolladas, en las que las entradas de IED disminuyeron un 33% en 2008 (frente a un crecimiento del 33% en 2007), con una caída bastante generalizada por países, destacando por su intensidad el Reino Unido (-51%) y Alemania (-49%). Por su parte, los fondos invertidos en las economías en desarrollo, aunque experimentaron una significativa desaceleración, continuaron creciendo (un 3,6%, frente a un 21% el año anterior). En línea con la evolución de la IED, las operaciones de fusiones y adquisiciones se contrajeron un 28% a nivel mundial, con una caída particularmente pronunciada en la UE (del 34%) y más moderada en Estados Unidos (del 17%). Por el contrario, estas operaciones se incrementaron en las economías en desarrollo (un 16%).

La *inversión directa de España en el exterior* se situó en 2008 en 52.783 millones de euros, cifra que supone una reducción del 48% respecto al año anterior (véase gráfico 3.6). En tér-

4. Empresas de Tenencia de Valores Extranjeros, establecidas, con frecuencia en los últimos años, por grupos multinacionales no residentes para centralizar la tenencia de sus inversiones directas exteriores en terceros países. Véanse la Ley 43/1995, del Impuesto sobre Sociedades, y la Ley 6/2000, título IV, de medidas de apoyo a la internacionalización de las empresas (BOE de 14 de diciembre de 2000). Para garantizar la inclusión en la Balanza de Pagos de estas operaciones, difíciles de captar con el sistema de información habitual, se analiza la información del Registro de Inversiones, del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. Este rubro incluye otras empresas de *holding* que, no siendo estrictamente ETVE, se han establecido en España con la finalidad principal de canalizar inversiones directas. 5. La IED, una vez descontadas las operaciones de las ETVE, generó salidas netas por una cuantía de 9.799 millones de euros (53.654 millones de euros en 2007). 6. Véase la nota de prensa de la UNCTAD *Global Foreign Direct Investment now in decline*, del 19.1.2009. Hay que tomar estas estimaciones preliminares con cautela, ya que el dato para el conjunto de 2008 corresponde, en la mayoría de los países, a las cifras anualizadas de los tres primeros trimestres de dicho año.



FUENTE: Banco de España.

a. Excluido el Banco de España.

menos del PIB, la IED en el exterior representó el 4,8%, la mitad que en 2007 y bastante por debajo de la media del período 2000-2007. La evolución de la IED en el exterior en 2008 estuvo condicionada por varias operaciones significativas en los sectores financiero y eléctrico. Por instrumentos, destacaron las adquisiciones netas por compra de acciones (que supusieron el 48% del total), seguidas por los beneficios no distribuidos y las otras participaciones en el capital (22% y 18% del total, respectivamente). Por su parte, la financiación a empresas relacionadas y los inmuebles representaron una proporción minoritaria del total (9% y 3% del total, respectivamente).

Cuando se considera el desglose por sector de actividad económica, excluidas las empresas ETVE⁷, se aprecia que en 2008 el grado de concentración en la IED de España en el exterior siguió siendo muy elevado, pues los tres primeros sectores, en los que habitualmente se lo-

7. Las ETVE se incluyen en la rama de actividad «Actividades inmobiliarias y servicios empresariales».

Millones de euros

	INVERSIÓN DIRECTA DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR		INVERSIÓN DIRECTA DEL EXTERIOR EN ESPAÑA	
	2007	2008	2007	2008
TOTAL	101.191	52.783	50.289	44.742
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	44	51	-22	15
Industrias extractivas	1.408	2.445	97	-1.660
Industria manufacturera	12.556	12.065	731	25.320
Producción y distribución energía eléctrica, gas y agua	23.933	9.157	20.158	12.055
Construcción	752	1.545	1.853	71
Comercio y reparaciones	3.668	2.774	3.343	-4.465
Hostelería	963	1.293	281	1.220
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	1.503	-425	3.421	-1.318
Intermediación financiera	35.979	17.443	4.502	-1.594
Actividades inmobiliarias; servicios empresariales	12.687	2.505	11.013	4.317
De las que: ETVE (a)	4.229	-771	6.981	988
Otros servicios (b)	561	914	-330	607
Sin clasificar	7.137	3.015	5.241	10.175
Inmuebles	3.383	1.741	5.347	5.440
Otros	3.754	1.275	-106	4.735

FUENTE: Banco de España.

a. Estimación basada en la clasificación por CNAE. Incluye operaciones de empresas ETVE y otras empresas *holding* que, no siendo estrictamente ETVE, al igual que estas se han establecido en España con la finalidad principal de canalizar inversiones directas.

b. Otros servicios incluye «Administración Pública, Defensa y Seguridad Social obligatoria», «Educación», «Actividades sanitarias y veterinarias, servicios sociales», «Otras actividades sociales y de servicios prestados a la comunidad, servicios personales», «Hogares que emplean personal doméstico» y «Organismos extraterritoriales».

caliza la inversión española en el exterior, realizaron más del 72% del total (véase cuadro 3.3). En primer lugar se situó la rama de «Intermediación financiera», con el 33% del total, seguida por la de «Industria manufacturera», que representó el 22% de las inversiones. Algo inferiores fueron las inversiones realizadas por empresas del sector «Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua», que representaron el 17% del total. Los restantes sectores tuvieron un peso minoritario, observándose, no obstante, un importante incremento de la IED en el exterior llevada a cabo por las empresas del sector de la construcción, hasta el 3% del total en 2008. El peso de las inversiones en inmuebles se mantuvo estable en el 3%, lo que, dada la contracción de la IED, implica una caída importante en términos nominales, hasta un nivel inferior al de 2006.

En cuanto a la distribución geográfica de la IED de España en el exterior (excluidas las operaciones de las empresas ETVE), la UE fue el destino de algo menos de la mitad de la IED española (47%, frente al 68% en el año anterior) (véase cuadro 3.4). La inversión en la zona del euro descendió sensiblemente, hasta el 23% del total (41% en 2007), principalmente por la disminución de la inversión en Alemania y en Holanda. El peso relativo del Reino Unido se mantuvo en torno al 15%, la inversión directa en América Latina se incrementó hasta el 24% y Estados Unidos —con el 18%— se situó como el primer país de destino.

La *inversión directa del exterior en España* alcanzó los 44.472 millones de euros (4,1% del PIB), nivel ligeramente superior al de la media del período 2000-2007. La evolución de la IED en España este año estuvo condicionada por la compra, por parte de una eléctrica alemana, de una filial de una eléctrica española con intereses en toda Europa y por la OPA realizada por una tabacalera inglesa sobre una empresa española perteneciente al mismo sector de actividad.

Millones de euros

	INVERSIÓN DIRECTA DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR				INVERSIÓN DIRECTA DEL EXTERIOR EN ESPAÑA			
	2007		2008		2007		2008	
	TOTAL	ETVE (d)	TOTAL	ETVE (d)	TOTAL	ETVE (d)	TOTAL	ETVE (d)
TOTAL MUNDIAL	101.191	4.229	52.783	-771	50.289	6.981	44.742	988
UNIÓN EUROPEA 27 (b)	69.551	3.288	23.871	-1.507	47.170	8.696	40.377	340
Área del euro	43.233	2.966	10.411	-1.889	39.043	9.197	23.494	531
Alemania	14.887	349	2.335	79	-2.269	634	13.616	-129
Francia	5.465	1.012	920	163	2.734	234	2.017	296
Holanda	13.626	1.983	853	-785	5.441	3.271	14.340	60
Italia	5.744	.	1.666	.	20.283	.	1.156	.
Luxemburgo	618	-609	-1.375	-1.256	8.589	2.973	-9.986	-245
Portugal	1.224	88	2.388	68	2.223	2.064	1.253	.
Reino Unido	15.281	222	8.432	230	7.656	-534	16.159	-234
Países de nueva incorporación a la UE (c)	9.442	74	4.603	84	282	.	172	.
Suiza	-936	-869	1.384	-223	982	389	282	-307
Estados Unidos	15.560	2.134	9.643	218	1.297	94	.	-715
LATINOAMÉRICA	13.997	961	13.367	590	858	-1.119	1.829	956
Argentina	1.646	215	1.710	274	-62	-70	.	.
Brasil	6.088	139	2.452	92	821	95	129	85
Chile	302	102	1.483	51
México	4.276	191	4.323	96	.	.	192	.
Marruecos	207	.	737
Japón	-1.356	-1.378	134	.	-278	.	83	.
Australia	481	.	106	.	.	.	78	.
PRO MEMORIA: OCDE	88.592	3.338	40.277	-1.399	48.574	8.066	41.328	.

FUENTE: Banco de España.

a. «.» Cantidad inferior en valor absoluto a 50 millones de euros.

b. Unión Europea: Instituciones internacionales de la Unión Europea, Banco Central Europeo, Francia, Bélgica, Países Bajos, Alemania, Italia, Reino Unido, Irlanda, Dinamarca, Grecia, Portugal, Luxemburgo, Austria, Finlandia, Suecia, Chipre, República Checa, Estonia, Hungría, Lituania, Letonia, Malta, Polonia, Eslovenia, Eslovaquia, Rumanía y Bulgaria, y las correspondientes dependencias de su territorio económico.

c. Países de nueva incorporación: República Checa, Estonia, Hungría, Lituania, Letonia, Polonia, Eslovenia, Eslovaquia, Bulgaria y Rumanía.

d. Estimación basada en la clasificación por CNAE. Incluye operaciones de empresas ETVE y otras empresas *holding* que, no siendo estrictamente ETVE, al igual que estas se han establecido en España con la finalidad principal de canalizar inversiones directas.

El desglose por instrumentos muestra la relevancia de las operaciones materializadas en forma de acciones, que representaron el 34% del total de la IED del exterior en España, mientras que la financiación concedida entre empresas relacionadas y en otras participaciones en el capital ascendieron al 20% y el 18%, respectivamente. Por su parte, las inversiones de los extranjeros en inmuebles supusieron el 12% de la IED recibida, porcentaje similar al de 2007, mientras que los beneficios no distribuidos si situaron en torno al 16% del total.

La desagregación por ramas de actividad (excluidas las operaciones realizadas por las empresas ETVE) muestra también una elevada concentración. Las inversiones en el sector de manufacturas representaron el 58% de los fondos recibidos, mientras que la rama de «Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua» recibió el 28% del total.

El primer inversor directo en España (excluyendo ETVE) continuó siendo la UE, como resulta habitual, con el 91% del total. Dentro de la zona del euro, que representa un 52% del total, los inversores más importantes fueron Alemania y Holanda. Por su parte, las inversiones del Reino Unido representaron el 37% del total.

3.3 Inversión de cartera

Las operaciones de inversión de cartera han estado condicionadas desde agosto de 2007 por la casi total paralización de la actividad en los mercados de renta fija, como apunta el notable descenso en las emisiones netas de dichos instrumentos a nivel mundial. En este contexto, los fondos que la economía española captó en el exterior a través de títulos de inversión de cartera fueron escasos en 2008 (4.268 millones de euros, frente a 104.779 millones en 2007). Además, estas entradas netas reflejan la repatriación de capitales del exterior por las desinversiones realizadas por los residentes en España, ya que los no residentes también redujeron sus tenencias de instrumentos de cartera emitidos por españoles. Por sectores, las IFM originaron salidas netas de fondos, mientras que los OSR, al igual que las AAPP, capturaron fondos netos del exterior.

La *inversión de cartera de España en el exterior* registró desinversiones por valor de 21.841 millones de euros en 2008. Esta reducción se materializó a través de las acciones y participaciones (27.766 millones de euros), ya que el saldo de instrumentos de renta fija se incrementó (en 5.925 millones de euros). En cuanto a la *inversión de cartera del exterior en España*, los no residentes redujeron en 2008 las tenencias de títulos de inversión de cartera emitidos por españoles en una cuantía de 17.573 millones de euros. Estas salidas netas se explican por una reducción del saldo en manos de los no residentes de bonos y obligaciones, por valor de 28.808 millones de euros, mientras que aumentaron las tenencias de instrumentos del mercado monetario emitidos por españoles (en 11.015 millones). El saldo de acciones y participaciones en fondos de inversión en manos de no residentes aumentó ligeramente (véase gráfico 3.7).

Por sectores institucionales, destacan las elevadas desinversiones netas en títulos emitidos por los OSR (donde figuran las entidades emisoras de bonos de titulización) de 22.607 millones de euros y, en menor medida, en los emitidos por las IFM, de 12.747 millones de euros. Por el contrario, las tenencias de no residentes de títulos emitidos por las AAPP aumentaron en 17.781 millones de euros en 2008⁸. A pesar de ello, el porcentaje de la cartera a vencimiento de la deuda del Estado en manos de no residentes al cierre de diciembre de 2008 se situó en un valor similar al de finales de 2007, cerca del 45% del total.

La reducción del saldo de los no residentes en bonos y obligaciones afectó tanto a los instrumentos emitidos por los OSR como a los emitidos por las IFM, en un período en que las emisiones privadas se han contraído un 66%, hasta los 80.713 millones⁹. Al igual que sucedió a finales de 2007, en el conjunto de 2008 los no residentes redujeron sus tenencias de activos de titulización emitidos por residentes en España en una cuantía de 24.052 millones de euros¹⁰. Este descenso se concentró en los bonos de titulización, ya que las operaciones en este tipo de títulos generaron salidas netas de capitales (23.619 millones de euros), a diferencia de lo que sucedió con las cédulas hipotecarias, que permitieron captar fondos netos (5.942 millones de euros). A pesar de la paralización de estos mercados, las entidades continuaron realizando estas emisiones, como en otros países, para utilizarlas como colateral en las subastas de liquidez del Banco Central Europeo. Finalmente, los no residentes redujeron

8. Las AAPP, tras realizar amortizaciones netas de deuda de más de 4.000 millones de euros en 2007, emitieron 51.580 millones en 2008. 9. En este punto conviene recordar que los bonos de titulización se emiten por los OSR, mientras que las cédulas hipotecarias son emitidas por las IFM. 10. Las emisiones de bonos de titulización disminuyeron un 18% en términos interanuales, hasta 91.606 millones, en un contexto de escasa negociación de este tipo de instrumentos en el mercado secundario y de primas de riesgo elevadas, incluso en bonos de alta calidad crediticia. Las emisiones netas de cédulas hipotecarias fueron un 17% inferiores a las registradas en 2007, alcanzando los 16.019 millones. Finalmente, las filiales de IFM en 2008 realizaron emisiones netas por valor de 2.226 millones de euros (36.413 millones en 2007).



FUENTE: Banco de España.

a. Excluido el Banco de España.

sus tenencias de títulos emitidos por las filiales de las instituciones financieras residentes por valor de 6.375 millones de euros.

La mayor preferencia por la liquidez de los inversores permitió captar financiación del exterior a través de instrumentos del mercado monetario de manera significativa en relación con el año anterior (11.015 millones de euros, un 75% más que en 2007). Estas inversiones se materializaron fundamentalmente en títulos emitidos por los OSR y por las AAPP, que compensaron las desinversiones en los títulos emitidos por las IFM.

3.4 Otras inversiones (préstamos, depósitos y repos)

Las operaciones de otra inversión (fundamentalmente, préstamos, depósitos y *repos*) dieron lugar a unas entradas netas de 76.229 millones de euros en 2008, el doble que el año anterior. Este incremento se apoyó en la intensa actividad de las IFM, que captaron fondos del exterior por valor de 66.254 millones de euros, mientras que las operaciones de los OSR y las AAPP generaron entradas netas mucho más modestas (7.455 y 2.520 millones de euros,

respectivamente). Atendiendo al plazo de la emisión, las entradas netas de capitales se concentraron en instrumentos de corto plazo (80.623 millones de euros), ya que las operaciones en instrumentos de largo plazo generaron salidas netas (de 4.394 millones). De este modo, la otra inversión sustituyó a la inversión de cartera en renta fija como principal vehículo para cubrir la necesidad de financiación de la economía española. A su vez, el aumento de la financiación a corto plazo refleja la escasa actividad y el endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados mayoristas internacionales, especialmente en los de deuda a largo plazo.

La *otra inversión de España en el exterior* registró salidas netas por valor de 15.007 millones de euros en 2008 (véase gráfico 3.7). Las inversiones netas de IFM en instrumentos de largo plazo (16.766 millones de euros) más que compensaron las desinversiones (esto es, repatriación de capitales) en activos de corto plazo (7.643 millones de euros). Por su parte, los OSR incrementaron modestamente sus inversiones netas en el exterior en 2008 (un 5%, hasta 5.177 millones de euros). Finalmente, la actividad de las AAPP en este tipo de instrumentos fue, como resulta habitual, modesta, ampliando su posición exterior en 706 millones de euros.

La *otra inversión del exterior en España* generó entradas de fondos por valor de 91.236 millones de euros en 2008. Al igual que en la inversión en el exterior, las operaciones de las IFM determinaron la evolución del total, al generar entradas netas por valor de 75.377 millones de euros, nivel casi idéntico al de 2007. La mayor parte de estos fondos se captó a través de instrumentos de corto plazo, mientras que las entradas netas en activos de largo plazo fueron reducidas (1.161 millones, un 71% menos que el año anterior). Como suele ser habitual, el recurso a la otra inversión, como vía para captar financiación exterior, fue mucho más reducido en el caso de los OSR y de las AAPP, registrando entradas netas de 12.632 millones y 3.227 millones de euros, respectivamente.

3.5 Instrumentos financieros derivados

Durante el año 2008, las operaciones en instrumentos financieros derivados generaron salidas netas por importe de 7.683 millones de euros. Es importante tener en cuenta que este tipo de operaciones no responde a la necesidad de cubrir una brecha de financiación de la economía, sino a las decisiones estratégicas y de cobertura de los agentes, por lo que las transacciones en este tipo de instrumentos suelen presentar una volatilidad elevada y aumentar en momentos de incertidumbre como el actual. La mayor parte de estas salidas netas correspondió a transacciones con instrumentos negociados en mercados organizados, que ascendieron al 52% del total¹¹. Por sectores institucionales, las operaciones con derivados financieros de los OSR y de las IFM generaron la mayor parte de las salidas netas de fondos, representando el 52% y el 42% del total, respectivamente, correspondiendo una proporción minoritaria a las AAPP (alrededor del 7%).

3.6 Activos netos del Banco de España

En 2008, los activos netos del Banco de España disminuyeron en 30.137 millones de euros (14.322 millones en 2007). Esta evolución refleja de forma indirecta el impacto que la crisis financiera ha tenido sobre la forma en la que las IFM españolas han cubierto sus necesidades de liquidez a lo largo de 2008, recurriendo en mayor medida que en el pasado a las subastas de liquidez del Eurosistema. No obstante, la participación de las IFM españolas en dichas subastas se ha estabilizado en una proporción que está en línea con su peso relativo en el área y con las variables que determinan la participación del Banco de España en el capital del BCE.

¹¹. Según las estadísticas anuales del mercado español de derivados (MEFF), en el año 2008 la negociación de estos instrumentos se incrementó un 70%, frente a un aumento del 10% en 2007.

En el conjunto del año, los activos netos frente al Eurosistema se redujeron en 31.713 millones de euros (28.329 millones en 2007). Por el contrario, los otros activos¹² netos del Banco de España (fundamentalmente, valores representativos de empréstitos, que se clasifican dentro de la rúbrica de inversiones de cartera) aumentaron en 931 millones de euros, mientras que las reservas también se incrementaron, por un importe de 645 millones de euros.

12. Para una descripción de estos activos, véase el capítulo 5 de esta misma monografía.