



## 4 La Posición de Inversión Internacional de España en el año 2008

### 4.1 Evolución de la Posición de Inversión Internacional en 2008: un análisis de los datos agregados

La posición deudora neta de la economía española frente al exterior, medida a través de la Posición de Inversión Internacional (PII), continuó aumentando en términos nominales en 2008, aunque a un ritmo inferior al de años anteriores (véase gráfico 4.1). La PII deudora neta ascendió a 876 mm de euros, con un incremento respecto a finales de 2007 de 1,2 puntos porcentuales (pp) del PIB, hasta alcanzar el 80% (véase cuadro 4.1). El peso relativo de los activos en el PIB descendió 3 pp, hasta el 125%, mientras que el de los pasivos disminuyó en 1,8 pp, situándose en el 206% del PIB. En el recuadro 4.1 se realiza una comparación internacional de la evolución reciente de la PII.

En el caso de España, la variación del saldo deudor en 2008 vino determinada por las necesidades de financiación de la nación y también por el efecto de las variaciones en los precios de los instrumentos que componen la PII y en la cotización del euro (el denominado «efecto valoración»)<sup>1</sup> (véase cuadro 4.2). Las transacciones financieras netas, que son la contrapartida de la necesidad de financiación<sup>2</sup>, contribuyeron a elevar el endeudamiento frente al exterior en 94,9 mm de euros (en 64,8 mm si se excluyen las operaciones del Banco de España). Una parte sustancial de este impacto fue contrarrestado por el efecto valoración, que en 2008 fue positivo, es decir, contribuyó a reducir el saldo deudor, lo que contrasta con el signo negativo que venía presentando habitualmente. En esta ocasión, el impacto negativo de la evolución del tipo de cambio<sup>3</sup> fue más que compensado por el efecto favorable del descenso de los precios de los instrumentos financieros, de forma que el componente de valoración de los pasivos se redujo (3,6%) en mayor medida que el de los activos (2,7%) (véase cuadro 4.3)<sup>4</sup>. A la hora de evaluar el alcance del saldo deudor frente al exterior, debe tenerse en cuenta que una parte importante del pasivo, como las acciones y otras formas de participación en el capital de las empresas, es, por su propia naturaleza, no exigible, lo que implica que el endeudamiento genuino de la economía española es inferior al que se deriva de ese saldo deudor<sup>5</sup>.

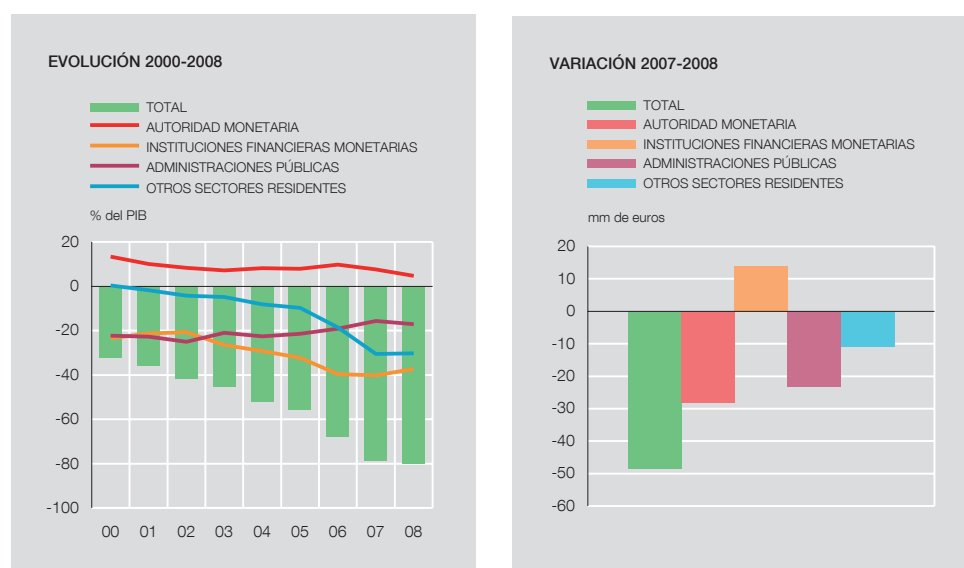
### 4.2 La composición de la Posición de Inversión Internacional por sectores institucionales

En 2008 todos los sectores institucionales contribuyeron a la ampliación de la PII deudora neta, con la excepción de las instituciones financieras monetarias (IFM), destacando la reducción de la posición acreedora del Banco de España, tanto en niveles absolutos como en porcentaje del PIB (véanse cuadro 4.4 y gráfico 4.2). El saldo deudor de las AAPP también se

1. De acuerdo con los estándares estadísticos internacionales, la PII valora los activos financieros y pasivos exteriores a los precios de mercado y tipos de cambio vigentes al final del período de referencia. Por consiguiente, la variación de los precios, expresados en moneda nacional, de los activos que componen la PII tiene un impacto directo sobre la evolución del saldo acreedor o deudor frente al exterior. De ahí que la variación de la PII entre dos momentos del tiempo venga determinada no solo por las transacciones financieras entre los residentes de una economía y el resto del mundo, que reflejan la necesidad o capacidad de financiación de la nación en dicho período, sino también por los cambios de valor que experimentan los instrumentos financieros que componen el stock de activos financieros y pasivos (lo que se denomina *efecto valoración*). Además de estos dos factores, existe un tercero, los llamados *otros ajustes*, que afectan ocasionalmente a la PII. 2. En este artículo, la capacidad o necesidad de financiación se ha aproximado por las transacciones financieras netas de la economía. La existencia de errores y omisiones provoca que, año a año, ambas cifras no coincidan. No obstante, en períodos largos de tiempo estos errores y omisiones tienden a cancelarse. 3. En la mayoría de las economías desarrolladas, el porcentaje de los activos que están denominados en moneda extranjera es superior al de los pasivos, lo que provoca que el valor del activo sea más sensible a las fluctuaciones del tipo de cambio. En el caso de España, que mantiene una posición acreedora neta en moneda extranjera (el 31% del activo y el 17% del pasivo estaban denominados en moneda extranjera en diciembre de 2008), la fuerte apreciación del euro frente a la libra no pudo ser contrarrestada por la suave depreciación frente al dólar, de forma que el efecto valoración asociado a las variaciones del tipo de cambio contribuyó a incrementar la posición deudora neta de España, pues redujo el valor de los activos expresados en moneda nacional en mayor medida que el de los pasivos. 4. La reducción de los precios fue mayor, en media, en los instrumentos financieros que componen el pasivo que en los del activo, lo que, unido a la posición deudora neta que mantiene la economía española en los títulos más sensibles a variaciones de precios, explica el signo positivo del efecto valoración en 2008. 5. A finales de 2008, las acciones y participaciones en el capital de las empresas, ya sea en forma de inversión directa o de inversión de cartera, representaban en torno al 24% del total de pasivos exteriores de España.

**PII NETA POR SECTORES.  
EVOLUCIÓN 2000-2008 Y VARIACIÓN 2007-2008**

GRÁFICO 4.1



FUENTE: Banco de España.

**POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL. RESUMEN**

CUADRO 4.1

mm de euros	2006	2007	2008			
			I TR	II TR	III TR	IV TR
POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA (A - P)	-664,6	-827,7	-852,5	-867,4	-870,3	-876,1
Excluido el Banco de España	-760,3	-906,6	-933,1	-934,6	-927,3	-927,0
<i>Inversiones exteriores directas</i>	-35,7	-9,9	-26,3	-27,0	-16,8	-23,7
<i>Inversiones de cartera</i>	-508,9	-647,6	-604,1	-612,5	-627,6	-595,3
<i>Otras inversiones (a)</i>	-206,1	-230,3	-281,9	-271,6	-271,2	-301,6
<i>Derivados financieros</i>	-9,6	-18,8	-20,7	-23,4	-11,7	-6,4
Banco de España	95,7	78,9	80,6	67,2	57,0	50,9

FUENTE: Banco de España.

a. Incluye, principalmente, préstamos, depósitos y repos.

incrementó, mientras que el de los otros sectores residentes (OSR) se mantuvo relativamente estable en porcentaje del PIB.

El saldo deudor de los OSR se incrementó en términos nominales, aunque en porcentaje del PIB disminuyó dos décimas, hasta el 30,3% del PIB. Los fondos captados en el exterior por este sector (12.971 millones de euros) solo fueron parcialmente compensados por un efecto valoración positivo (1.963 millones). Por instrumentos, se amplió la posición deudora que mantenían en inversión directa (en 1,2 pp del PIB, hasta el 7,8% del PIB) y en otra inversión (en 0,2 pp del PIB, hasta el 3,8 % del PIB). En el caso de la IED, el aumento del saldo deudor se explica por la notable reducción de las inversiones de España en el exterior, frente a la relativa estabilidad que mantuvieron las del exterior en España. Por el contrario, la posición deudora en inversión de cartera se redujo (en 1,6 pp del PIB, hasta el 18,5%), pues las entradas netas de capitales fueron superadas por el efecto valoración derivado de las caídas bursátiles.

Durante la última década, el grado de integración económica y financiera existente entre las economías se ha intensificado notablemente, tal y como refleja el incremento de los flujos transfronterizos tanto comerciales como financieros. Muchas de las economías que prestaban recursos al resto del mundo al inicio del período lo han seguido haciendo, cada vez con mayor intensidad, mientras que las que presentaban necesidades de financiación han apelado al ahorro exterior, también en mayor medida. Esta persistencia en el signo de los flujos financieros ha propiciado que la Posición de Inversión Internacional (PII) en los principales países desarrollados haya seguido una evolución discrepante en los últimos años. Sin embargo, esta tendencia se ha quebrado con el inicio de la crisis financiera, tanto por los cambios en el volumen y la dirección de los flujos financieros internacionales como por los descensos generalizados en los precios de los activos financieros. En el gráfico 1 se presenta la PII neta de los principales países de la zona del euro y del conjunto del área<sup>1</sup>, del Reino Unido y de Estados Unidos para el período 2000-2008<sup>2</sup>. Como se puede observar, desde finales de 2007 la PII neta tendió a reducirse en términos del PIB en la mayoría de los países o, al menos, a moderar su ritmo de avance. Las diferencias en su evolución se explican tanto por la distinta composición por tipos de instrumentos de la PII, que condiciona el impacto de las variaciones en los precios de los activos financieros sobre el saldo neto, como por el signo de la cuenta de capital.

En el gráfico 2 se presenta la composición de la PII neta por tipos de instrumentos para los principales países y áreas analizadas en 2008. Se observa que todos los países presentaban en dicho año un saldo acreedor en IED, salvo España. Además, destaca el elevado saldo deudor que, en términos generales, mantienen las economías de-

sarrolladas en inversión de cartera en renta fija, lo que podría indicar el atractivo que este tipo de títulos —con bajo riesgo— tienen para los inversores extranjeros. A diferencia de la IED y la inversión de cartera en renta fija, no es fácil identificar un patrón común entre los países en lo relativo al saldo en otra inversión y en renta variable. No obstante, el saldo deudor que presentaba España en ambos tipos de inversión es superior al del resto de países, algunos de los cuales muestran un saldo acreedor. Además, en el caso de la otra inversión esta diferencia se ha ampliado en el último año como consecuencia del mayor recurso de España a este tipo de instrumentos para cubrir sus necesidades de financiación.

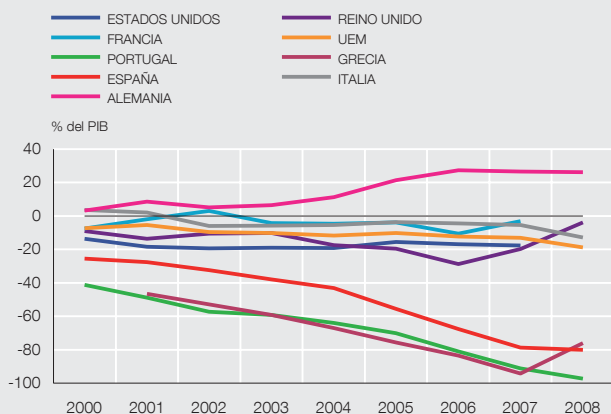
En cuanto a la evolución de los activos y pasivos exteriores (véanse gráficos 3 a 6), tras la relativa estabilidad mostrada hasta el año 2004 en todos los países, registró, a partir de ese momento, un crecimiento notable e ininterrumpido hasta 2007 (véanse gráficos 3 y 4). Sin embargo, en 2008, como consecuencia del impacto de la crisis económica y financiera sobre los flujos financieros internacionales (véase recuadro 3.1) y sobre los precios de los activos —especialmente en el caso de la renta variable—, el valor de activos y pasivos exteriores sufrió una significativa contracción en la mayoría de los países. Como cabría esperar, esta reducción fue especialmente intensa en el caso del Reino Unido<sup>3</sup>, dada su condición de plaza financiera internacional. Aunque con menor intensidad, tanto en la UEM en su conjunto como en Alemania e Italia, el valor del stock de activos y pasivos exteriores en euros se redujo, mientras que se mantuvo prácticamente estable en el caso de España. Respecto a Francia y Estados Unidos, si bien aún no se han publicado los datos de la PII referidos a 2008, la evolución

1. La PII de la UEM excluye las posiciones que mantienen entre sí los países pertenecientes a la zona del euro. 2. Para Francia y Reino Unido solo hay datos hasta el final de 2007.

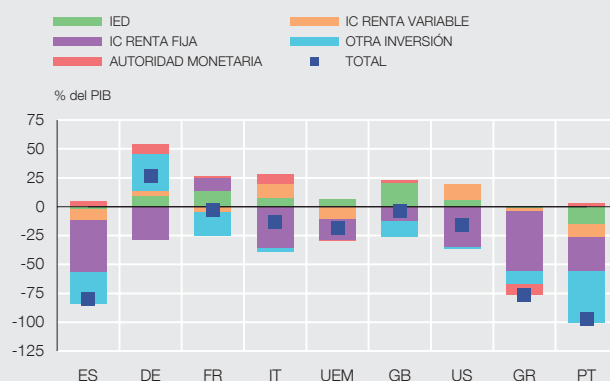
3. Para realizar las comparaciones de los stocks de activos financieros y pasivos exteriores los datos han sido expresados en euros. En el caso de Reino Unido, en el que la libra se ha depreciado significativamente a lo largo del año 2008, la valoración en euros reduce tanto el valor del activo como del pasivo en relación a cuando son expresados en su moneda.

PII NETA POR PAÍSES E INSTRUMENTOS (a)

1 EVOLUCIÓN DEL SALDO NETO DE LA PII (b)



2 EN 2008 (b)



FUENTE: Fuentes nacionales.

a. Los países se nombran con su código ISO. De este modo: ES: España, DE: Alemania, FR: Francia, IT: Italia, UEM: zona del euro, GB: Reino Unido, US: Estados Unidos, GR: Grecia, y PT: Portugal.  
 b. Se presenta el último dato disponible, que corresponde al cierre de 2008 para todos los países, salvo Estados Unidos y Francia, para los que el último dato disponible corresponde al final de 2007.

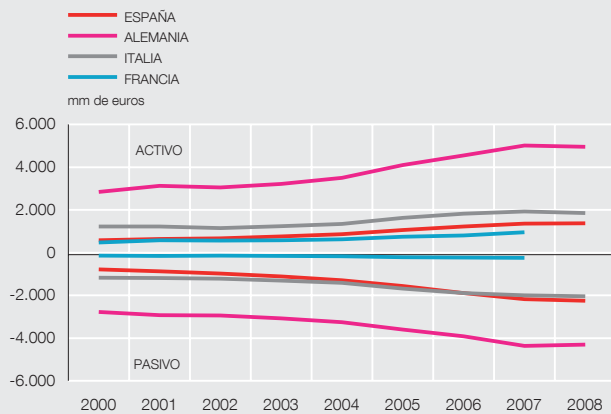
de los flujos financieros sugiere que las tenencias de activos y pasivos han interrumpido su expansión en dicho año. Con todo, el grado de apertura financiera de las economías consideradas, definido como el porcentaje de los activos y pasivos exteriores sobre el PIB, mantiene niveles muy elevados, que oscilan entre el 813% del PIB en el caso del Reino Unido y el 246% en el de Estados Unidos. España se encuentra en una situación intermedia, con el 331% del PIB.

Finalmente, la estructura del stock de activos y pasivos exteriores por países también presenta diferencias significativas. En cuanto al activo, en el caso de España destacan las tenencias en forma de inversión directa —más del 35% del total en 2008— en relación con el

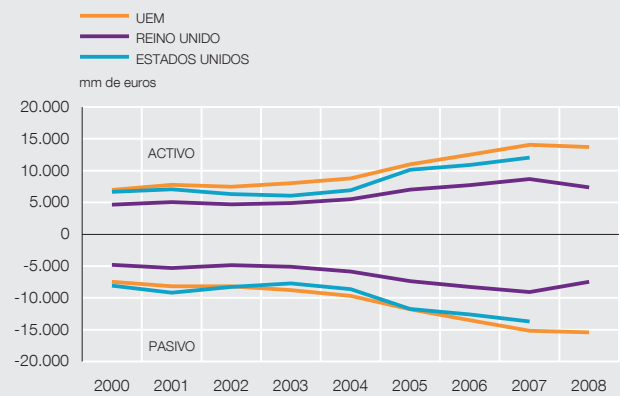
peso que mantiene en el resto de países —el 18% en Alemania y el 19% en Estados Unidos—. Este hecho refleja la importancia que la internacionalización de las empresas españolas ha tenido en el proceso de integración financiera de nuestra economía. En sentido contrario, el saldo mantenido en acciones y participaciones en el capital dentro de la inversión de cartera es inferior al observado en el resto de países, lo que podría indicar una mayor preferencia de los inversores españoles por activos más seguros. En cuanto al pasivo, en España, al igual que en los principales países de la zona del euro, las tenencias de los no residentes se materializan fundamentalmente en inversión de cartera en renta fija (también muy importante en el caso de Italia) y en otra inversión.

**PII ACTIVA Y PASIVA, POR PAÍSES**

**3 PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO**



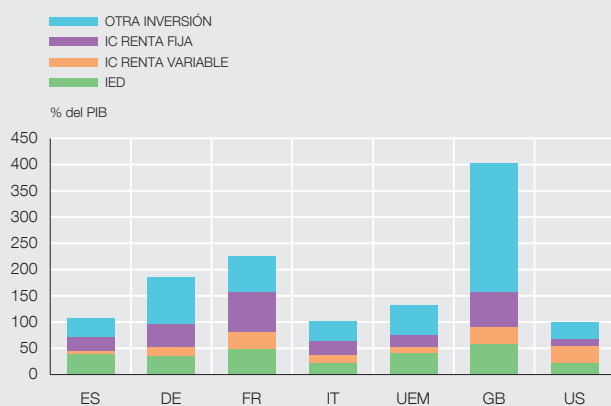
**4 OTROS PAÍSES DESARROLLADOS**



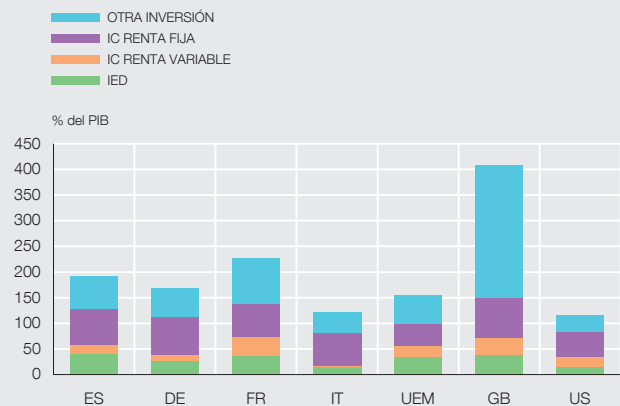
FUENTE: Fuentes nacionales.

**PII ACTIVA Y PASIVA, POR INSTRUMENTOS (a) (b)**

**5 ACTIVO**



**6 PASIVO**



FUENTE: Fuentes nacionales.

a. Los países se nombran con su código ISO. De este modo: ES: España, DE: Alemania, FR: Francia, IT: Italia, UEM: zona del euro, GB: Reino Unido, y US: Estados Unidos.  
 b. Se presenta el último dato disponible, que corresponde al cierre de 2008 para todos los países, salvo Estados Unidos y Francia, que corresponde a final de 2007.

**EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS**  
Precios, tipos de interés y tipos de cambio

CUADRO 4.2

	ÍNDICES BURSÁTILES (a)			TIPO DE CAMBIO (a)		TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (b)		
	IBEX 35	EUROSTOXX 50	S&P 500	DÓLAR/EURO	LIBRA/EURO	UEM	EEUU	REINO UNIDO
2006	31,8	15,1	13,6	11,6	-2,0	3,90	4,57	4,54
2007	7,3	6,8	3,5	11,8	9,2	4,38	4,10	4,68
2008	-39,4	-44,4	-38,5	-5,5	29,9	3,89	2,42	3,48

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Tasa de variación acumulada. Dato a fin de período.

b. Rendimiento de la deuda pública a diez años. Media del último mes del período.

**CONCILIACIÓN ENTRE LA VARIACIÓN DE STOCKS Y LAS TRANSACCIONES DE LA BALANZA DE PAGOS (a)**

CUADRO 4.3

mm de euros

	NETO (b)			ACTIVO				PASIVO			
	VARIACIÓN DE STOCKS	TRANSACCIÓN	EFFECTO VALORACIÓN Y OTROS AJUSTES	VARIACIÓN DE STOCKS	TRANSACCIÓN	EFFECTO VALORACIÓN Y OTROS AJUSTES	VARIACIÓN DE STOCKS	TRANSACCIÓN	EFFECTO VALORACIÓN Y OTROS AJUSTES		
			NIVELES			NIVELES			% (c)	NIVELES	% (c)
	2006	-183,0	-111,4	-71,6	145,7	143,3	2,4	0,2	328,7	254,7	74,1
2007	-146,4	-86,7	-59,6	140,2	153,9	-13,8	-1,3	286,5	240,7	45,8	2,5
2008	-20,3	-64,8	44,4	21,2	53,6	-32,4	-2,7	41,5	118,4	-76,9	-3,6

FUENTE: Banco de España.

a. Excluido el Banco de España.

b. Un signo (-) significa una variación de los pasivos superior a la de los activos.

c. Diferencia entre la variación del stock y las transacciones de Balanza de Pagos, en términos del stock al comienzo del período.

**POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL**

CUADRO 4.4

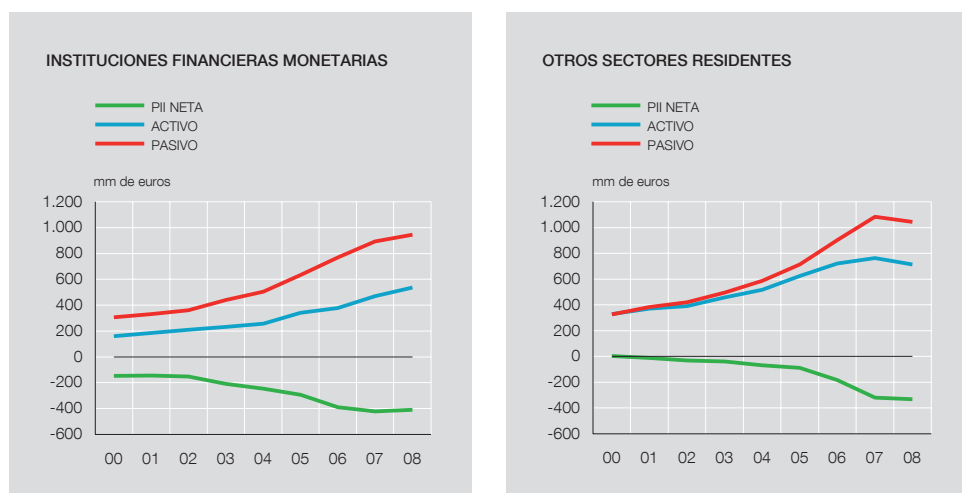
**Distribución por sectores**

% del PIB

	AUTORIDAD MONETARIA			IFM			AAPP			OSR		
	NETO	ACTIVO	PASIVO	NETO	ACTIVO	PASIVO	NETO	ACTIVO	PASIVO	NETO	ACTIVO	PASIVO
Media 2003-2005	7,7	7,7	0,0	-29,4	32,5	61,9	-21,7	1,6	23,3	-7,6	62,9	70,5
2006	9,7	9,8	0,0	-39,7	38,6	78,3	-19,1	2,9	22,0	-18,5	73,3	91,9
2007	7,5	7,9	0,3	-40,2	44,7	84,9	-15,6	3,3	18,9	-30,5	72,7	103,2
2008	4,6	7,9	3,2	-37,3	49,0	86,3	-17,1	3,7	20,8	-30,3	65,0	95,3

FUENTE: Banco de España.

Las IFM redujeron su posición deudora neta con el exterior en aproximadamente 3 pp del PIB en 2008, hasta el 37% del PIB. Las entradas netas de fondos generadas por las transacciones financieras del sector, que supusieron 34,6 mm de euros, fueron superadas por un efecto valoración de signo positivo por 48,8 mm de euros, derivado, sobre todo, de la caída de las cotizaciones bursátiles. Esta moderada corrección del saldo deudor de las IFM se produjo en un contexto de disminución de sus necesidades de liquidez —al reducirse la brecha entre depósitos y créditos—, pero, al mismo tiempo, de endurecimiento de las condiciones de ac-



FUENTE: Banco de España.

ceso a la financiación exterior en los mercados mayoristas, en algunos de los cuales las entidades españolas habían sido muy activas. Desde el inicio de la crisis, como ya se ha comentado en otros capítulos de esta monografía, se ha producido un cambio en la forma en la que las IFM han cubierto sus necesidades de liquidez, con un mayor recurso a la financiación exterior a corto plazo y a los préstamos del Eurosistema. En consonancia con este comportamiento, la corrección parcial del saldo deudor de las IFM se debió principalmente a la disminución de la posición deudora neta en inversión de cartera, y en particular a la reducción de los pasivos (de 7,2 pp del PIB, hasta el 28,8%), ya que los activos se mantuvieron casi estables (en torno al 9% del PIB). Por el contrario, y en línea con la evolución de las transacciones financieras realizadas en el conjunto de 2008, el saldo deudor en otra inversión se amplió en 5 pp del PIB, hasta el 23%.

El endeudamiento neto de las AAPP frente al exterior se incrementó en 1,5 pp del PIB, hasta situarse en el 17,1% (como resultado, casi íntegramente, de las transacciones realizadas en el año), con lo que se interrumpió la trayectoria de descenso mantenida en los tres últimos años<sup>6</sup>.

Finalmente, la posición acreedora neta del Banco de España se redujo durante el año 2008 en 2,9 pp del PIB, hasta el 4,6%, como consecuencia principalmente de las transacciones con el Eurosistema que reflejan el mayor recurso de las IFM al suministro de liquidez del Eurosistema. Por su parte, las transacciones en otros activos netos del Banco de España dieron lugar a un aumento del saldo acreedor del Banco de España de 0,1 pp del PIB (frente a 1,3 pp en 2007), similar al generado por las reservas.

### 4.3 La composición de la Posición de Inversión Internacional por tipos de inversión<sup>7</sup>

En 2008, la PII deudora neta de la economía española, excluido el Banco de España, disminuyó en 1,7 pp del PIB, hasta el 84,6% (véanse cuadro 4.5 y gráfico 4.3), como consecuencia de una reducción del saldo deudor en inversión de cartera que superó la ampliación de las posiciones deudoras netas de la inversión directa y, sobre todo, de la otra inversión. Por su parte, el saldo deudor en derivados financieros se moderó adicionalmente, desde un nivel

6. En 2008, la deuda del sector público se elevó no solo por el aumento del déficit, sino también por el impacto de las medidas de apoyo al sector financiero; en concreto, del fondo creado para la adquisición de activos financieros. 7. Dado que los activos exteriores del Banco de España se caracterizan por su liquidez y bajo riesgo, y que lo relevante en su caso no es tanto su composición por instrumentos, sino la condición de Autoridad Monetaria de su titular, han sido excluidos del análisis que a continuación se presenta.

Desglose por instrumentos (a)

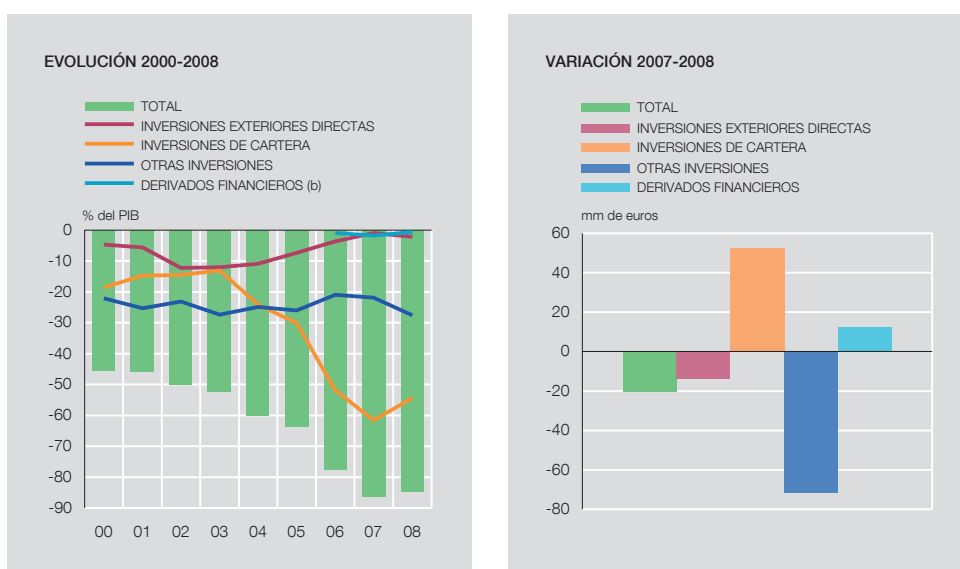
% sobre el total	INVERSIÓN EXTERIOR DIRECTA		INVERSIÓN DE CARTERA		OTRA INVERSIÓN		DERIVADOS FINANCIEROS	
	ACTIVO	PASIVO	ACTIVO	PASIVO	ACTIVO	PASIVO	ACTIVO	PASIVO
	Media 2003-2005	25,9	22,6	45,9	43,2	28,2	34,2	...
2006	27,9	18,5	40,4	51,1	28,8	28,1	2,9	2,3
2007	31,6	18,9	35,0	50,2	29,9	28,0	3,5	2,9
2008	33,6	20,6	28,3	43,3	29,8	31,0	8,4	5,1

FUENTE: Banco de España.

a. Excluido el Banco de España.

PII NETA POR INSTRUMENTOS  
EVOLUCIÓN 2000-2008 Y VARIACIÓN 2007-2008 (a)

GRÁFICO 4.3



FUENTE: Banco de España.

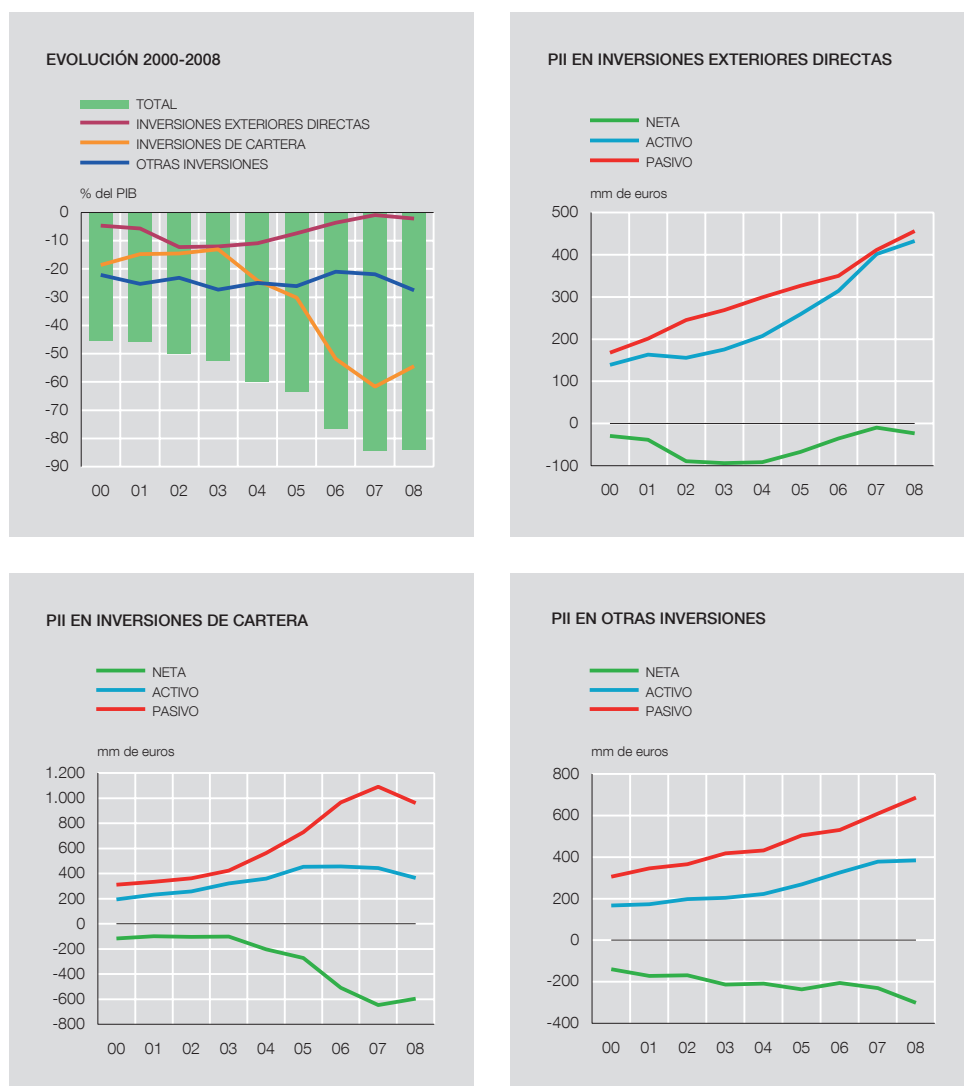
a. Excluido el Banco de España.

b. En el cuarto trimestre de 2006 el Banco de España comenzó a publicar datos de posición en derivados financieros

reducido. Este cambio de composición refleja el hecho de que la economía española obtuviera financiación exterior en 2008, fundamentalmente, en forma de otra inversión (depósitos, préstamos y repos, principalmente) y, en mucha menor medida, en inversión de cartera.

En el caso de la *inversión exterior directa* (IED), el saldo deudor —que se había reducido desde 2003, hasta prácticamente anularse en el año 2007 (0,9% del PIB)— volvió a ampliarse en 2008, hasta el 2,2% del PIB<sup>8</sup>. Este aumento se produjo porque los pasivos crecieron en mayor

8. En septiembre de 2008 se comenzó a utilizar la información del Registro de Inversiones del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio para el cálculo de la rúbrica de «Acciones y otras participaciones» de la Inversión Directa de Otros sectores residentes en la PII, lo que ha dado lugar a una revisión extraordinaria de la serie histórica. Para una descripción más detallada de los cambios que en el procedimiento de cálculo supone el uso de esta fuente de información, véase el recuadro 5.1 en esta monografía.



FUENTE: Banco de España.

a. Excluidos los derivados financieros y el Banco de España.

medida que los activos exteriores (véase gráfico 4.4). El valor de los pasivos de IED se situó a finales de 2008 en el 41,6% del PIB, 2,5 pp por encima del porcentaje alcanzado a finales del año anterior, debido a las transacciones realizadas en el período, ya que los efectos de valoración fueron insignificantes<sup>9</sup>. En cuanto al activo, el valor de las tenencias de inversión directa de los españoles en el exterior ascendió al 39,5% del PIB en 2008, 1,3 pp más que a finales de 2007. A diferencia del pasivo, el efecto valoración redujo el valor del activo de forma notable —en más de un 5%—, reflejando, sobre todo, el impacto de la depreciación de la libra (véase cuadro 4.6).

En cuanto a su distribución geográfica (véase cuadro 4.7), la IED de los residentes se concentró en la UE (un 61 % del total), con el 41% en la zona del euro y el 12% en el Reino Unido. Latinoamérica siguió siendo la segunda área en importancia tras la zona del euro, con un 23%

9. Cabe recordar que el procedimiento empleado para calcular los datos de IED en 2008 no recoge de forma adecuada los cambios en los precios, ya que en el año corriente y en el anterior se sigue utilizando para la rúbrica mencionada en la nota 8 el procedimiento anterior, basado en la acumulación de flujos. Véase el recuadro 5.1 para una descripción más detallada.

**INVERSIÓN EXTERIOR DIRECTA**

CUADRO 4.6

**Conciliación entre la variación de stocks en la PII y las transacciones de Balanza de Pagos (a)**

	NETO (b)			ACTIVO					PASIVO				
	VARIACIÓN DE STOCKS	TRANSACCIÓN	EFFECTO VALORACIÓN Y OTROS AJUSTES	VARIACIÓN DE STOCKS	TRANSACCIÓN	EFFECTO VALORACIÓN Y OTROS AJUSTES	NIVELES	%	VARIACIÓN DE STOCKS	TRANSACCIÓN	EFFECTO VALORACIÓN Y OTROS AJUSTES	NIVELES	%
			NIVELES										
	mm de euros												
2006	31,4	58,5	-27,2	55,1	83,1	-28,0	-10,8	23,8	24,6	-0,8	-0,2		
2007	25,8	50,9	-25,1	87,1	101,2	-14,1	-4,5	61,4	50,3	11,1	3,2		
2008	-13,8	8,0	-21,8	31,3	52,8	-21,5	-5,4	45,1	44,7	0,3	0,1		

FUENTE: Banco de España.

a. Excluido el Banco de España.

b. Un signo (-) significa una variación de los pasivos superior a la de los activos.

c. Diferencia entre la variación del stock y las transacciones de Balanza de Pagos, en términos del stock al comienzo del período.

**PII DE INVERSIÓN EXTERIOR DIRECTA EN 2007 Y 2008 (a)**

CUADRO 4.7

**Detalle por zonas geográficas y económicas seleccionadas**

	INVERSIÓN DIRECTA DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR				INVERSIÓN DIRECTA DEL EXTERIOR EN ESPAÑA			
	2007		2008		2007		2008	
	MM DE EUROS	% SOBRE EL TOTAL	MM DE EUROS	% SOBRE EL TOTAL	MM DE EUROS	% SOBRE EL TOTAL	MM DE EUROS	% SOBRE EL TOTAL
TOTAL MUNDIAL	401,2	100,0	432,5	100,0	411,1	100,0	456,1	100,0
UE 27 (b)	253,7	63,2	263,5	60,9	329,1	80,1	369,5	81,0
Área del euro	168,3	41,9	177,7	41,1	278,1	67,6	302,3	66,3
<i>Alemania</i>	22,7	5,7	24,9	5,7	20,0	4,9	33,6	7,4
<i>Francia</i>	29,5	7,3	30,2	7,0	44,2	10,7	47,0	10,3
<i>Holanda</i>	41,0	10,2	41,2	9,5	76,9	18,7	91,3	20,0
<i>Luxemburgo</i>	29,8	7,4	28,6	6,6	58,8	14,3	49,0	10,7
<i>Portugal</i>	21,1	5,3	23,5	5,4	12,1	3,0	13,4	2,9
Reino Unido	57,1	14,2	52,4	12,1	43,4	10,6	58,5	12,8
Países de nueva incorporación a la UE (c)	24,7	6,2	29,4	6,8	0,7	0,2	0,8	0,2
Suiza	7,9	2,0	9,4	2,2	10,6	2,6	10,8	2,4
Estados Unidos	30,8	7,7	41,5	9,6	46,3	11,3	46,6	10,2
LATINOAMÉRICA	92,4	23,0	97,9	22,6	10,8	2,6	11,7	2,6
<i>Argentina</i>	20,1	5,0	21,4	4,9	0,4	0,1	0,4	0,1
<i>Brasil</i>	26,6	6,6	25,8	6,0	5,6	1,4	5,7	1,3
<i>Chile</i>	9,7	2,4	9,7	2,2	.	0,1	.	0,1
<i>México</i>	24,2	6,0	25,7	5,9	1,3	0,3	1,5	0,3
Marruecos	1,7	0,4	2,4	0,6	.	0,0	.	0,0
Japón	0,4	0,1	0,7	0,2	2,3	0,6	2,3	0,5
Australia	1,9	0,5	1,9	0,4	.	0,0	.	0,0
PRO MEMORIA: OCDE	322,0	80,3	346,4	80,1	395,6	96,2	437,2	95,9

FUENTE: Banco de España.

a. «.» Cantidad inferior a 0,3 miles de millones de euros.

b. UE 27: 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, Bulgaria y Rumanía, y las correspondientes dependencias de su territorio económico.

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

## Conciliación entre la variación de stocks en la PII y las transacciones de Balanza de Pagos (a)

mm de euros

	NETO (b)			ACTIVO				PASIVO			
	VARIACIÓN DE STOCKS	TRANSACCIÓN	EFFECTO VALORACIÓN Y OTROS AJUSTES	VARIACIÓN DE STOCKS	TRANSACCIÓN	EFFECTO VALORACIÓN Y OTROS AJUSTES	VARIACIÓN DE STOCKS	TRANSACCIÓN	EFFECTO VALORACIÓN Y OTROS AJUSTES		
			NIVELES			NIVELES			% (c)	NIVELES	% (c)
	TOTAL										
2006	-235,2	-199,6	-35,6	1,0	-3,9	4,9	1,1	236,2	195,7	40,5	5,6
2007	-138,7	-104,8	-33,9	-12,4	-8,6	-3,8	-0,8	126,2	96,2	30,1	3,1
2008	52,3	-4,3	56,6	-79,0	-21,8	-57,1	-12,9	-131,3	-17,6	-113,7	-10,4
RENDA VARIABLE											
2006	-19,3	40,0	-59,3	29,0	21,3	7,7	7,4	48,3	-18,6	67,0	33,9
2007	-39,0	-18,6	-20,4	1,6	-6,6	8,2	6,1	40,5	12,0	28,6	11,6
2008	42,0	-28,0	70,0	-69,9	-27,8	-42,2	-31,3	-111,9	0,2	-112,2	-39,2
RENDA FIJA											
2006	-215,9	-239,6	23,6	-28,1	-25,2	-2,8	-0,8	187,9	214,3	-26,5	-5,0
2007	-99,7	-86,2	-13,5	-14,0	-2,0	-12,0	-3,7	85,7	84,2	1,5	0,2
2008	10,3	23,7	-13,4	-9,0	5,9	-15,0	-4,8	-19,3	-17,8	-1,5	-0,2

FUENTE: Banco de España.

a. Excluido el Banco de España.

b. Un signo (-) significa una variación de los pasivos superior a la de los activos.

c. Diferencia entre la variación del stock y las transacciones de Balanza de Pagos, en términos del stock al comienzo del período.

de la IED total. En cuanto a la procedencia de los inversores extranjeros en las empresas españolas, también destaca el claro predominio de la UE, más acentuado que por el lado del activo (81% del total), correspondiendo la mayor parte a la UEM (un 66%).

Por su parte, la posición deudora neta en concepto de *inversión de cartera* se redujo significativamente en 2008 (en 7,3 pp del PIB, hasta el 54,4%), como consecuencia de la caída bastante más pronunciada del valor del stock de los pasivos respecto del de los activos. Las ventas netas por los españoles de títulos de inversión de cartera emitidos por extranjeros (21,8 mm) y, sobre todo, el efecto valoración negativo (57,1 mm de euros) asociado principalmente a la renta variable provocaron que los activos exteriores materializados en títulos de inversión de cartera se situaran al cierre de 2008 en el 33% del PIB, 8,9 pp por debajo de su valor a finales del año anterior (véase cuadro 4.8). Por su parte, los pasivos de inversión de cartera experimentaron una corrección aún más significativa, al reducirse en 16 pp del PIB, hasta el 87,6%. Esta fuerte caída refleja las desinversiones netas de los no residentes (de 17,6 mm de euros), pero, sobre todo, el impacto negativo del efecto valoración (del 10,4% del stock, es decir, 113,7 mm de euros). El notable descenso de las cotizaciones bursátiles —el IBEX 35 se redujo un 39%— explica que la mayor parte del efecto valoración se concentrara, al igual que en el activo, en la renta variable. El carácter generalizado, y de magnitud similar, de las caídas bursátiles a nivel internacional explica que el saldo deudor que España mantiene en acciones y participación en el capital disminuyera también de forma significativa (en 4,4 pp del PIB). En cuanto a la renta fija, el efecto valoración contribuyó, asimismo, a reducir la posición deudora frente al exterior, pero en mucha menor medida que en el caso de la renta variable, de modo que la corrección parcial que registró el saldo deudor en renta fija en 2008 (de 3 pp del PIB, hasta el 44%) debe atribuirse principalmente a las transacciones financieras realizadas en el período. En este sentido, se observó un desplazamiento del interés de los inversores extranjeros desde bonos y obligaciones (cuyo saldo deudor se redujo en 3,5 pp del PIB, hasta alcanzar el 42%)

mm de euros

	VALORES DE PARTICIPACIÓN EN EL CAPITAL	VALORES DE DEUDA	TOTAL	PESO SOBRE EL TOTAL (%)
Francia	21,4	51,5	72,9	16,4
Alemania	11,8	41,7	53,5	12,1
Italia	4,7	41,3	46,1	10,4
Reino Unido	7,3	38,2	45,5	10,3
Holanda	4,3	38,8	43,1	9,7
Luxemburgo	41,2	4,3	45,5	10,3
Estados Unidos	9,8	27,5	37,3	8,4
Islas Caimán	1,2	11,9	13,1	3,0
Irlanda	6,0	14,7	20,7	4,7
Bélgica	2,1	6,2	8,3	1,9
Portugal	3,8	4,1	8,0	1,8
Resto	21,1	28,3	49,4	11,2
Total activos	134,8	308,5	443,3	100,0

FUENTES: Banco de España y Fondo Monetario Internacional.

hacia instrumentos del mercado monetario (cuya posición deudora neta se amplió en 0,6 pp del PIB, hasta un valor superior al 2%).

En la inversión de cartera en el exterior destaca la elevada concentración de las tenencias de activos emitidos por residentes de la UE (un 80% del total), y especialmente de la UEM (68% del total). En cuanto al país de procedencia de los inversores extranjeros en títulos españoles, la PII no proporciona un desglose adecuado, ya que solo aporta información sobre la primera contrapartida no residente conocida, que en muchos casos difiere del tenedor final de los títulos, que es el relevante a efectos del análisis económico. El análisis conforme al criterio del inversor final se puede realizar a partir de la información del desglose geográfico de los activos de cartera de otros países frente a España contenida en la última edición de la Encuesta Coordinada de Inversión de Cartera (CPIS, de acuerdo con las siglas de su denominación en inglés) del FMI<sup>10</sup> (véanse cuadros 4.9 y 4.10). Los últimos datos disponibles, correspondientes al cierre de 2007, muestran el predominio de los países de la UEM, que mantienen alrededor del 68% del total, mientras Reino Unido y Estados Unidos acumulan en torno a un 10% y 8% de los pasivos, respectivamente.

El saldo deudor con el exterior de la *otra inversión* se amplió en 2008 en 5,6 pp del PIB, hasta el 27,5%. Los pasivos crecieron significativamente (4,7 pp del PIB, hasta el 62,7%), impulsados por el aumento de los fondos captados en el exterior (91,2 mm de euros), principalmente por las IFM. Por el contrario, el efecto valoración contribuyó a reducir la posición deudora en 14 mm de euros (una reducción del 2,3%), debido, sobre todo, al impacto de la depreciación de la libra frente al euro, que fue parcialmente compensada por el fortalecimiento del dólar a final del año (véase cuadro 4.11). Los activos financieros, aunque aumentaron en términos nominales en 5,9 mm de euros, redujeron su peso en el PIB en 0,9 pp, hasta alcanzar el 35%. Parte del aumento de las tenencias derivadas de las transacciones financieras del período (de 15 mm de euros) también fueron contrarrestadas

10. Para más información, véase «El stock de la inversión de cartera de España y la Encuesta Coordinada del Fondo Monetario Internacional», *Boletín Económico*, junio de 2005. Los datos de la CPIS se pueden consultar en la página web del FMI: <http://www.imf.org/external/np/sta/pi/cpis.htm>.

**STOCKS DE INVERSIÓN DE CARTERA DEL EXTERIOR EN ESPAÑA (a)**  
**Desglose geográfico y por instrumentos, y comparación con los datos de la CPIS (b). Año 2007**

CUADRO 4.10

mm de euros

	VALORES PART. CAPITAL		VALORES DEUDA		TOTAL (c)		PESO SOBRE TOTAL (%)	
	PCC	IF	PCC	IF	PCC	IF	PCC	IF
Francia	25,2	16,9	70,5	155,6	95,7	172,5	8,8	19,3
Alemania	12,2	19,1	93,2	162,1	105,4	181,2	9,7	20,3
Luxemburgo	26,5	19,2	174,2	61,0	200,7	80,2	18,4	9,0
Reino Unido	87,7	21,8	21,8	47,6	109,4	69,4	10,0	7,8
Estados Unidos	88,8	72,4	41,8	27,0	130,5	99,5	12,0	11,1
Holanda	8,4	7,3	19,7	47,1	28,1	54,4	2,6	6,1
Irlanda	1,1	8,0	6,1	46,6	7,1	54,6	0,7	6,1
Japón	0,4	6,0	.	16,7	0,4	22,7	0,0	2,5
Bélgica	12,7	4,9	230,6	26,1	243,3	31,0	22,3	3,5
Italia	2,0	4,4	4,3	20,1	6,3	24,5	0,6	2,7
Territorios no asignados	-1,2	.	133,2	.	132,0	.	12,1	0,0
Resto	22,4	35,0	9,3	64,6	31,7	102,8	2,9	11,5
Total pasivos	286,2	215,0	804,5	674,4	1.090,7	892,7	100,0	100,0

FUENTES: Banco de España y Fondo Monetario Internacional.

a. «.» Cantidad inferior a 0,3 miles de millones de euros.

b. PCC: asignación geográfica de los pasivos según el principio de la primera contrapartida conocida. IF: asignación geográfica, según el inversor final, a partir del *stock* de activos de los países acreedores.

c. El valor del *stock* total de inversión de cartera del exterior en España discrepa de la suma de los *stocks* de participaciones en el capital y de valores de deuda como resultado de que algunos países participantes en la CPIS, por motivos de confidencialidad, proporcionan el desglose geográfico de sus activos totales de inversión de cartera, pero no para los distintos instrumentos en que estos se materializan.

**OTRA INVERSIÓN**

**Conciliación entre la variación del *stock* en la PII y las transacciones de Balanza de Pagos (a)**

CUADRO 4.11

mm de euros

	NETO (b)			ACTIVO				PASIVO			
	VARIACIÓN DE STOCKS	TRANSACCIÓN	EFECTO VALORACIÓN Y OTROS AJUSTES NIVELES	VARIACIÓN DE STOCKS	TRANSACCIÓN	EFECTO VALORACIÓN Y OTROS AJUSTES		VARIACIÓN DE STOCKS	TRANSACCIÓN	EFECTO VALORACIÓN Y OTROS AJUSTES	
						NIVELES	% (c)			NIVELES	% (c)
	2006	30,4	31,6	-1,2	56,6	66,1	-9,5	-3,5	26,2	34,4	-8,2
2007	-24,2	-37,0	12,8	53,8	57,2	-3,4	-1,0	78,0	94,2	-16,2	-3,1
2008	-71,3	-76,2	4,9	5,9	15,0	-9,1	-2,4	77,2	91,2	-14,0	-2,3

FUENTE: Banco de España.

a. Excluido el Banco de España.

b. Un signo (-) significa una variación de los pasivos superior a la de los activos.

c. Diferencia entre la variación del *stock* y las transacciones de Balanza de Pagos, en términos del *stock* al comienzo del período.

por un efecto valoración negativo (de 9,1 mm de euros, un 2,4% del *stock* al cierre de 2007).

Atendiendo al plazo de emisión de los préstamos, depósitos y *repos*, las transacciones financieras realizadas en 2008 ponen de manifiesto una preferencia por los instrumentos de corto plazo respecto a los de largo plazo, lo que refleja el interés de los inversores por instrumentos más líquidos, como cabría esperar en un contexto de incertidumbre como el actual. Así, los

instrumentos de largo plazo han perdido peso en el total del pasivo de la otra inversión, representando en diciembre de 2008 el 38% del total, frente al 43% de finales de 2007, mientras que en el activo se han mantenido estables en el 28%. La desagregación por áreas geográficas de la otra inversión española muestra una concentración muy elevada en la UE (que representa más de un 80% de los activos y un 85% de los pasivos), con una participación mayoritaria de la UEM (del 56% en los activos y del 47% en los pasivos). Por su parte, el Reino Unido supone una fracción relevante de los activos y pasivos exteriores por este concepto (21% del activo y 29% del pasivo), en línea con el papel que desempeña Londres como centro financiero internacional.