

En los años que precedieron a la crisis financiera global de 2007/2008, la economía española registró persistentes y crecientes déficits por cuenta corriente, que llegaron a representar el 9,6% del PIB en 2007, que apenas fueron compensados por el modesto superávit de la balanza de capital (véase gráfico A). Este recurso continuado a la financiación externa provocó que la posición deudora neta de la economía española pasara de suponer un 34,7% del PIB en 1999 a alcanzar el 80,2% del PIB en 2008¹, entonces máximo histórico y muy por encima del nivel que presentaban otras grandes economías europeas (véase gráfico B).

A raíz de la crisis, la economía española ha experimentado un intenso proceso de ajuste en su balanza por cuenta corriente, de modo que ha venido registrando superávits desde 2013. Fruto de esta capacidad de financiación frente al resto del mundo, y del crecimiento del PIB, el saldo deudor de la posición de inversión internacional (PII) neta de la economía española se ha reducido en unos 21 pp desde el máximo alcanzado en 2014, hasta situarse en el 77,1% del PIB en 2018. Este nivel, sin embargo, sigue siendo muy elevado y constituye una fuente de vulnerabilidad para la economía española ante cambios bruscos en las condiciones de financiación en los mercados financieros globales. En este sentido, algunos estudios han tratado de identificar umbrales de riesgo en los pasivos exteriores que, en caso de superarse, serían indicadores de un aumento apreciable de la vulnerabilidad de la economía ante turbulencias en los mercados internacionales. El análisis del Banco de España sitúa ese umbral para la economía española en el 70% del PIB, cifra que, no obstante, debe interpretarse con cautela dadas las dificultades metodológicas a las que se enfrenta la construcción de este tipo de indicadores². Además, el abultado endeudamiento externo de la economía española no es susceptible de corregirse en el corto plazo, especialmente si se tiene en cuenta que durante los últimos trimestres se han reducido los superávits en la balanza por cuenta corriente y de capital, y que se prevé que se mantengan durante los próximos años en niveles más moderados que los observados entre 2014 y 2017.

Para entender mejor los riesgos que se derivan de la elevada posición deudora de la economía española, resulta conveniente analizar también a través de qué productos financieros se asumen estas deudas y qué sectores institucionales residentes son responsables de las mismas. Como se puede apreciar en el gráfico C, el incremento de la PII deudora neta española entre 1999-2009 obedeció, principalmente, a un aumento de los pasivos netos en las categorías de inversión en cartera y otra inversión. Más en concreto, durante este periodo, la economía española financió sus crecientes desequilibrios externos mayoritariamente mediante inversión en cartera materializada en forma de instrumentos de deuda. Como se demostró al estallar la crisis financiera global y la de deuda soberana europea, la financiación obtenida mediante estos instrumentos es particularmente volátil (por ejemplo, en comparación

con la captada en forma de inversión directa) y susceptible de mostrar ajustes bruscos ante cambios en el sentimiento de los mercados. En este sentido, conviene resaltar que el peso de estos instrumentos en los pasivos frente al exterior se ha reducido en los últimos años, desde un máximo del 37% alcanzado en 2006 hasta el 28% registrado en 2018.

En cuanto al desglose por sector institucional, el gráfico D muestra un cambio muy marcado en la composición de la PII española. Así, mientras que en 2008 el sector privado residente (esto es, otros sectores residentes y otras instituciones financieras monetarias) era responsable del 83% de la PII deudora neta española, en la actualidad únicamente asume el 19% del total. En cambio, el peso del sector público ha aumentado de manera notable, pasando del 22% en 2008 al 58% en 2018. Por su parte, el Banco de España ha pasado de registrar una posición acreedora en 2008 a ser responsable de un 23% de la posición deudora en la actualidad. En la medida en que la mayor parte de los pasivos externos netos de la economía recaen en el sector público, reforzar la sostenibilidad de las cuentas públicas resulta fundamental para evitar cambios bruscos en el sentimiento de los mercados y una reversión en los flujos de financiación externa.

Por último, resulta útil complementar la información facilitada por la PII con la que proporciona la deuda externa bruta, un indicador que incluye únicamente los pasivos frente al resto del mundo que generan obligaciones de pago³. En particular, esta medida excluye todos aquellos pasivos exteriores materializados en forma de participaciones en el capital, que no generan ninguna obligación de pago futuro y, por tanto, no conllevan los mismos riesgos para la sostenibilidad y/o refinanciación de la deuda exterior que otros vehículos de financiación como los bonos o los préstamos. Como se puede apreciar en el gráfico E, la deuda externa bruta de la economía española apenas ha mostrado signos de mejora en los últimos años, si bien se sitúa en línea con la media de la UEM. Así, desde el máximo alcanzado en 2015, este indicador solo se ha reducido en 2 pp, hasta el 166,7% del PIB en 2018. No obstante, en términos de su composición, se observan en los últimos años algunos cambios que han contribuido a reducir su vulnerabilidad. En particular, como se puede apreciar

1 Además de por el comportamiento de la cuenta corriente, la evolución de la PII también viene determinada por los efectos valoración y otros ajustes. Durante el periodo 1999-2008, estas partidas tuvieron una contribución negativa en la PII equivalente a 21 pp.

2 Para más detalle, véase el Capítulo 3 del Informe Anual 2016 del Banco de España.

3 La deuda externa comprende todos los pasivos frente a no residentes que impliquen la realización futura de pagos por amortización de principal, por intereses o por ambos. En la práctica, esto incluye todos los instrumentos financieros, excepto la renta variable (acciones y otras participaciones en capital, y participaciones en fondos de inversión), los derivados financieros y el oro monetario en lingotes.

Gráfico A
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL

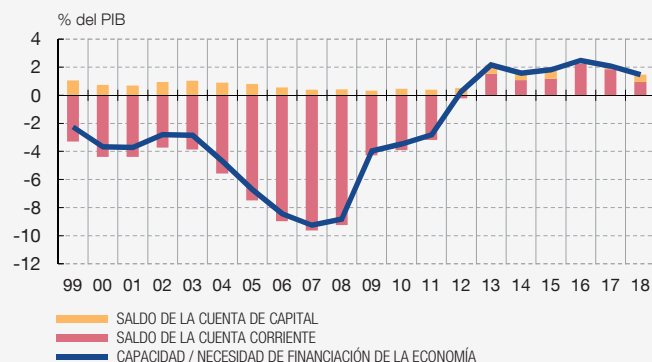


Gráfico B
PII NETA. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

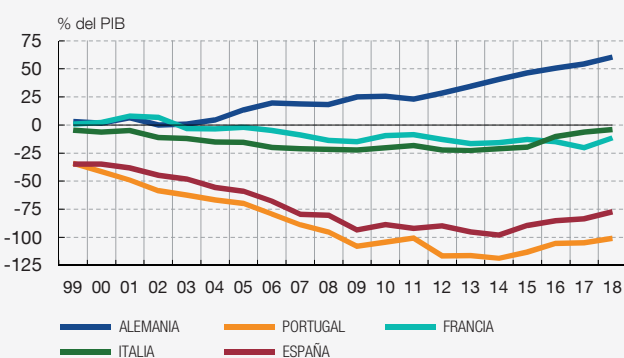


Gráfico C
PII NETA. DESGLOSE POR CATEGORÍAS FUNCIONALES (a)

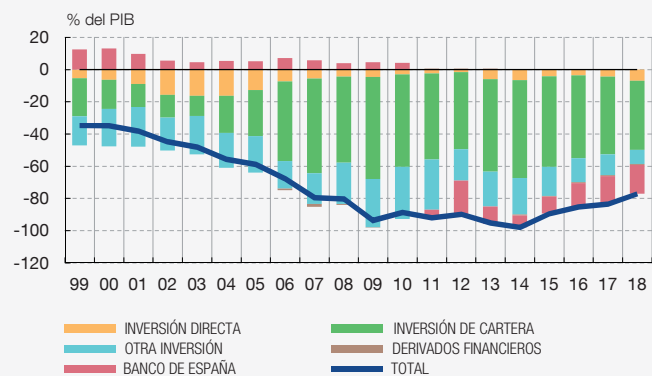


Gráfico D
PII NETA. DESGLOSE POR SECTOR INSTITUCIONAL (a)

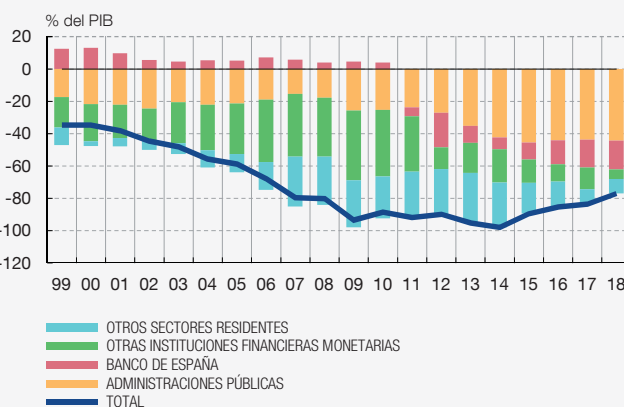


Gráfico E
DEUDA EXTERNA. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (b)

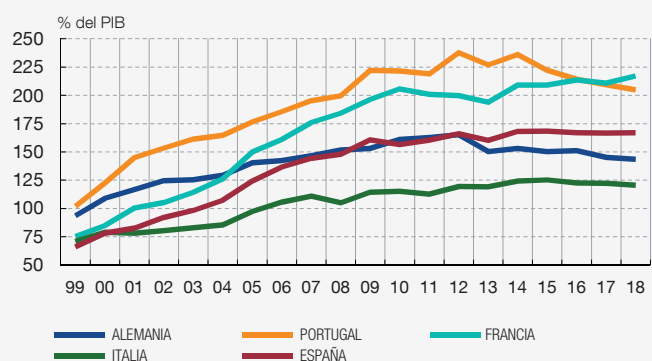
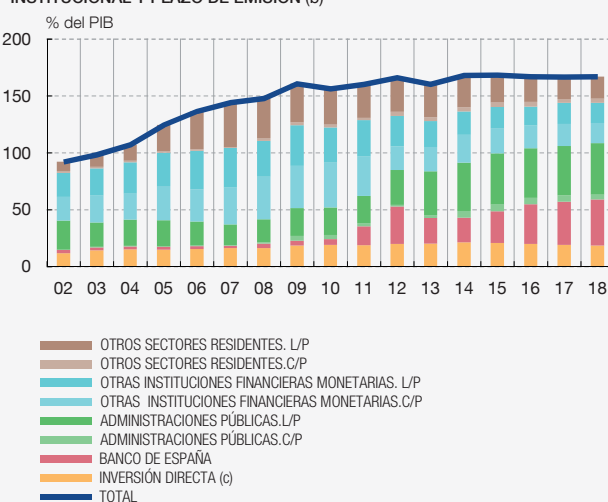


Gráfico F
ESTRUCTURA DE LA DEUDA EXTERNA BRUTA. DESGLOSE POR SECTOR INSTITUCIONAL Y PLAZO DE EMISIÓN (b)



FUENTE: Banco de España.

- a La PII neta es la diferencia entre el valor de los activos exteriores de los sectores residentes y el de los pasivos frente al resto del mundo.
- b La deuda externa comprende el saldo de todos los pasivos que dan lugar a pagos futuros de principal, intereses o ambos (es decir, todos los instrumentos financieros a excepción de los fondos propios, los derivados financieros y el oro monetario en lingotes).
- c Incluye solo inversión directa en la forma de deuda.

en el gráfico F, los títulos emitidos por el sector público, que generalmente conllevan un menor riesgo de refinanciación y de liquidez que los emitidos por el sector privado, han incrementado su peso en el total de la deuda externa bruta desde el 14 % en 2008 hasta el 30 % en 2018. Lo mismo ha sucedido con los pasivos exteriores del Banco de España, muy vinculados a la

implementación de política monetaria y con unos riesgos asociados más acotados incluso que los del sector público, cuyo peso en la deuda externa bruta ha aumentado en 22 pp durante el mismo periodo. Por otra parte, también se ha incrementado el peso de los instrumentos emitidos a largo plazo que, de nuevo, suelen llevar asociados menores riesgos de refinanciación.
