

La Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional de España en 2018

Pana Alves, César Martín e Irene Roibás

Resumen

Según la estadística de la Balanza de Pagos, España volvió a presentar capacidad de financiación en 2018, aunque inferior a la de años precedentes, en un entorno en el que prosiguió la expansión de nuestra economía. La disminución de la capacidad de financiación se explica por la reducción del superávit de bienes y de servicios, que reflejó, en buena medida, la ralentización de los mercados exteriores, el impacto negativo sobre las exportaciones de la apreciación acumulada por el euro desde 2017 y el ascenso del precio del petróleo. La capacidad de financiación que presentó la nación, el importe positivo que arrojaron los otros flujos y la expansión del PIB favorecieron una disminución, por cuarto año consecutivo, del saldo deudor de la posición de inversión internacional (PII) neta de la economía española en porcentaje del PIB. En términos de flujos financieros, en 2018 los inversores internacionales efectuaron compras netas en las rúbricas de la inversión en cartera (principalmente, títulos de renta fija a largo plazo emitidos por las AAPP) y de la inversión directa, señal de que mantuvieron su confianza en la economía española, a pesar del deterioro en el escenario macrofinanciero global que tuvo lugar en la segunda mitad del año. No obstante, el hecho de que la PII neta de la economía española siga siendo elevada (77,1 % del PIB), tanto desde una perspectiva histórica como en una comparativa internacional, supone un elemento de vulnerabilidad ante posibles perturbaciones en los mercados internacionales de capitales.

Palabras clave: capacidad de financiación, cuenta corriente, transacciones financieras, posición de inversión internacional, endeudamiento exterior.

Códigos JEL: F10, F30, F32 y F34.

LA BALANZA DE PAGOS Y LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA EN 2018

Este artículo ha sido elaborado por Pana Alves, César Martín e Irene Roibás, de la Dirección General de Economía y Estadística.

Introducción

En 2018, la economía española registró un superávit externo por séptimo año consecutivo. Según los datos de la Balanza de Pagos (BP), la capacidad de financiación de la nación ascendió al 1,5 % del PIB, 0,6 puntos porcentuales (pp) menos que en 2017¹. La disminución del saldo positivo de bienes y de servicios contrarrestó la mejoría del resto de las partidas. En términos de flujos financieros con el exterior, la economía española volvió a arrojar un nuevo saldo positivo, equivalente al 1,9 % del PIB, como consecuencia de la capacidad de financiación de los agentes residentes, excluido el Banco de España (3,1 % del PIB), que fue solo parcialmente contrarrestada por un nuevo incremento de la posición deudora del Banco de España frente al resto del mundo (1,2 % del PIB). Dicho incremento se debió, fundamentalmente, a la implementación del programa de compra de activos del Banco Central Europeo (BCE), pero fue menor que el observado en años anteriores, ya que el volumen de adquisiciones realizadas en 2018 fue el más pequeño desde el comienzo del programa en 2015. La capacidad de financiación y el avance del PIB de la economía española, junto con efectos valoración, apoyaron una nueva reducción de la posición deudora neta (PII) de la nación en 2018, hasta el 77,1 % del PIB, 6,4 pp menos que en 2017. A pesar de ello, este indicador permanece en niveles elevados, tanto desde una perspectiva histórica como en comparación con otras economías de nuestro entorno, lo que constituye una fuente de vulnerabilidad. Reducir dicha vulnerabilidad aún requerirá la acumulación de superávits por cuenta corriente durante un período prolongado de tiempo. En este sentido, cabe destacar que el hecho de que la economía española haya sido capaz de compatibilizar durante el período expansivo actual unos superávits exteriores de magnitud relativamente elevada con un notable ritmo de crecimiento constituye un rasgo diferenciador positivo respecto de anteriores fases alcistas.

En este artículo se revisa, en primer lugar, la evolución de las balanzas por cuenta corriente y de capital y de sus principales rúbricas durante 2018. A continuación, se describen las transacciones financieras de España con el resto del mundo, por categoría funcional y por sector institucional. Finalmente, se analiza la posición financiera de la economía frente al exterior².

Las balanzas por cuenta corriente y de capital

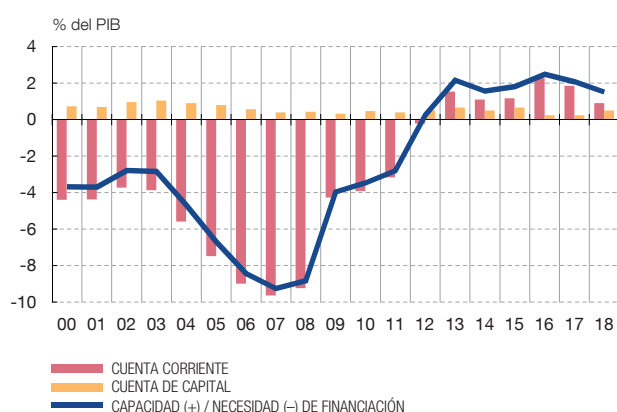
En 2018, la economía española volvió a registrar una capacidad de financiación, según los datos de la Balanza de Pagos, del 1,5 % del PIB, seis décimas por debajo de la registrada el año anterior (véase gráfico 1). Esta reducción de la capacidad de financiación refleja la confluencia de factores de carácter tanto transitorio como persistente. Entre los primeros, destacan el ascenso de los precios del petróleo, la ralentización de los mercados de exportación, el impacto de la nueva normativa de emisiones sobre las exportaciones de automóviles y la apreciación acumulada por el euro desde 2017. Entre los segundos,

1 Según la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), la capacidad de financiación de la economía española se situó en el 1,5 % del PIB en 2018, 0,7 pp menos que en 2017.

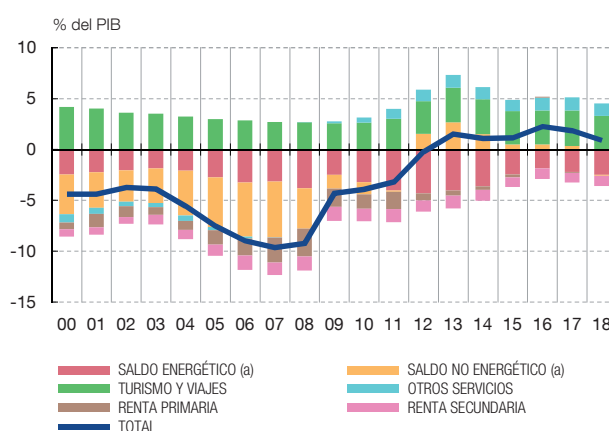
2 Los datos de las series temporales de los distintos componentes de la BP, la PII y la deuda externa están disponibles en la página de Estadísticas del sector exterior del sitio web del Banco de España. Esta misma página se puede consultar para una explicación detallada de la metodología y de las fuentes de información utilizadas en la elaboración de estas estadísticas, que se mantiene siempre actualizada a la metodología en vigor en la nota «Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España. Nota metodológica».

La capacidad de financiación descendió en 2018, debido, principalmente, a la reducción del superávit de bienes y de servicios, que solo se compensó parcialmente con la mejora de la balanza de la cuenta de capital.

1 SALDOS



2 BALANZA POR CUENTA CORRIENTE. SALDOS



FUENTES: Banco de España y Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales de la Agencia Estatal de la Administración Tributaria.

a Los saldos energético y no energético son una estimación del Banco de España a partir de los datos de Aduanas.



se perciben indicios de cierto agotamiento de la senda de ajuste de precios y costes relativos, y de ralentización del proceso de sustitución de factores productivos importados por insumos nacionales observado en los últimos años³.

De acuerdo con la información de Contabilidad Nacional, esta disminución del saldo exterior de la economía española se explica por la reducción de la capacidad de financiación de las sociedades no financieras y, principalmente, por la ampliación de las necesidades que, por segundo año consecutivo, mantienen los hogares y las instituciones privadas sin fines de lucro (IPSFL). Esta evolución compensó la reducción del déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) y el incremento de la capacidad de las instituciones financieras.

El descenso de la capacidad de financiación en 2018 se debe, en primer término, a la ampliación del déficit de bienes (de 0,7 pp, hasta el 2,6 % del PIB). Según los datos de Aduanas, esta evolución del déficit de bienes fue el resultado del incremento de la factura energética (de 0,3 pp de PIB) y del empeoramiento del saldo no energético (de 0,4 pp de PIB), que, además, registró un déficit por primera vez desde 2011. Detrás de la disminución de la capacidad de financiación se encuentra también el descenso del superávit de servicios (de 0,2 pp de PIB, hasta el 4,5 %), que afectó tanto al turismo como al resto de los servicios. Por su parte, el déficit conjunto de la balanza de rentas primarias y secundarias se mantuvo prácticamente estable en torno al 1 % del PIB. La ampliación del superávit de la cuenta de capital —cuya evolución viene determinada, fundamentalmente, por las transferencias de capital procedentes de la UE— solo pudo compensar parcialmente los desarrollos anteriores, ya que mejoró en 0,3 pp, hasta el 0,5 % del PIB.

El deterioro de la balanza de bienes en 2018 tuvo lugar en un contexto de desaceleración más acusada de las exportaciones que de las importaciones, que, según la Balanza de

³ Véase “Evolución reciente y perspectivas de la cuenta del resto del mundo de la economía española”, recuadro 5 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2018, Banco de España.

Pagos, aumentaron un 3,1 % y un 6 % en términos nominales, respectivamente, frente a un 8,2 % y a un 10,2 % en el ejercicio previo⁴.

El descenso del superávit de la balanza de servicios mencionado anteriormente se debió a la reducción tanto de las exportaciones netas de turismo como del resto de los servicios —de alrededor de 0,1 pp en ambos casos—, de manera que se situaron en el 3,3 % y en el 1,2 % del PIB, respectivamente. Los ingresos de servicios se desaceleraron en 2018 (3,9 %), sobre todo los turísticos, y mostraron un menor dinamismo que los pagos, cuyo ritmo de avance se intensificó hasta el 8 %. La ralentización de los ingresos turísticos estuvo condicionada por la sensible desaceleración de las entradas de turistas en 2018, cuyo impacto se atenuó por el favorable comportamiento del gasto medio por turista [véase Banco de España (2019)]. Los pagos por turismo mantuvieron un tono dinámico, apoyados en el comportamiento favorable del empleo y de la renta de los hogares.

Los ingresos de los servicios no turísticos moderaron ligeramente su ritmo de crecimiento en 2018 (4,2 %). Este incremento se apoyó principalmente en los servicios de consultoría profesional y de gestión (que mostraron un apreciable dinamismo) y en los de telecomunicaciones, informática e información. La contribución de los servicios de transporte, aunque significativa, fue de menor magnitud. Las exportaciones de otros servicios empresariales aumentaron moderadamente. Por áreas geográficas, este avance se debió, principalmente, al incremento de las ventas a la UEM y al Reino Unido, y, en segundo término, a Norteamérica. Las importaciones de servicios no turísticos se aceleraron en 2018 hasta el 6,5 %. Las rúbricas que más contribuyeron a este incremento fueron las de otros servicios empresariales y cargos por el uso de propiedad intelectual (véase gráfico 2).

El saldo de la balanza de rentas primarias⁵ se situó en 2018 alrededor del 0 % del PIB, frente a un déficit del 0,1 % en el año anterior. Esta mejora reflejó la corrección parcial del déficit de rentas de inversión, que disminuyó hasta el 0,5 % del PIB, una décima menos que en 2017. La composición del saldo de rentas de inversión por categorías funcionales siguió mostrando un déficit en la otra inversión y, sobre todo, en la inversión de cartera (principalmente, valores de deuda), que se compensa parcialmente con los ingresos netos originados por la inversión exterior directa (véase gráfico 3).

El déficit de la balanza de rentas secundarias, que recoge el grueso de las transferencias corrientes, aumentó 0,1 pp en 2018, hasta el 1 % del PIB. La ampliación de este déficit reflejó, principalmente, el incremento de los pagos netos a la UE englobados dentro de las rentas secundarias (véase cuadro 1).

Las transacciones financieras con el resto del mundo

En 2018, la cuenta financiera de la Balanza de Pagos, excluido el Banco de España⁶, presentó un saldo acreedor equivalente al 3,1 % del PIB, 1,5 pp menor que el registrado en 2017 (véase cuadro 2). Esta evolución fue consecuencia de que las compras netas de activos exteriores por parte de los españoles (121 mm de euros, 10% del PIB) superaran a las

4 Para un análisis más detallado de la evolución y de los determinantes de las transacciones de bienes y servicios con el resto del mundo, véase Banco de España (2019), *Informe Anual 2018*, de próxima publicación.

5 La renta primaria incluye rentas del trabajo, de la inversión, impuestos sobre la producción y la importación, y subvenciones. La secundaria incluye transferencias personales, impuestos corrientes, cotizaciones y prestaciones sociales, transferencias relacionadas con operaciones de seguros, cooperación internacional corriente y otras diversas.

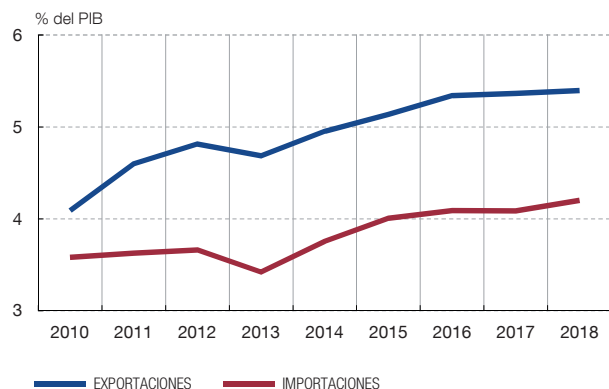
6 Desde el inicio de la Unión Económica y Monetaria, en 1999, la cuenta financiera del Banco de España debe considerarse en gran medida como una partida acomodaticia, ya que contiene, además de las reservas, la posición neta del Banco de España frente al Eurosistema. Por ello, y para facilitar el análisis económico, se excluye. Para una explicación más detallada, véase «Los activos del Banco de España frente al Eurosistema y el tratamiento de los billetes en euros en la Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional», nota del Departamento de Estadística, 30 de septiembre de 2015, Banco de España.

EL SUPERÁVIT DE SERVICIOS NO TURÍSTICOS DISMINUYÓ LIGERAMENTE EN 2018

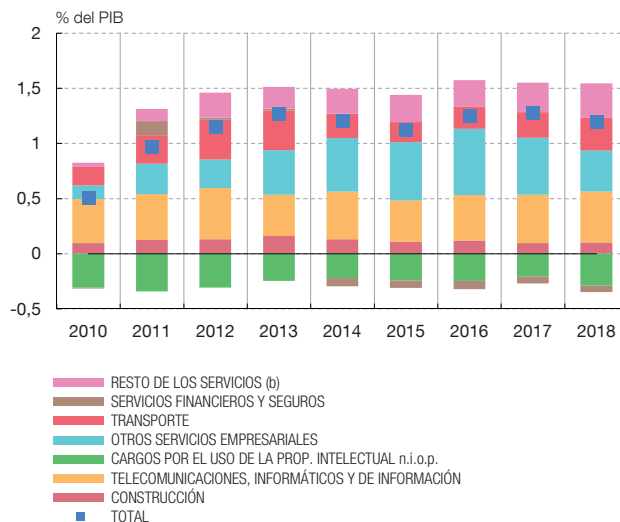
GRÁFICO 2

Las importaciones de servicios no turísticos avanzaron a un ritmo más intenso que las exportaciones. Por tipos de servicio, la moderación del superávit reflejó la evolución de los saldos de otros servicios empresariales y cargos por el uso de la propiedad intelectual.

1 EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DE SERVICIOS NO TURÍSTICOS (a)



2 SALDOS DE SERVICIOS NO TURÍSTICOS (a)
Por tipo de servicio



FUENTE: Banco de España.

- a La estructura del conjunto de los otros servicios experimenta una cierta discontinuidad en 2013, debida a cambios en la Encuesta de Comercio Internacional de Servicios (ECIS).
b Incluye servicios de transformación y reparación, gubernamentales, personales, culturales y recreativos.

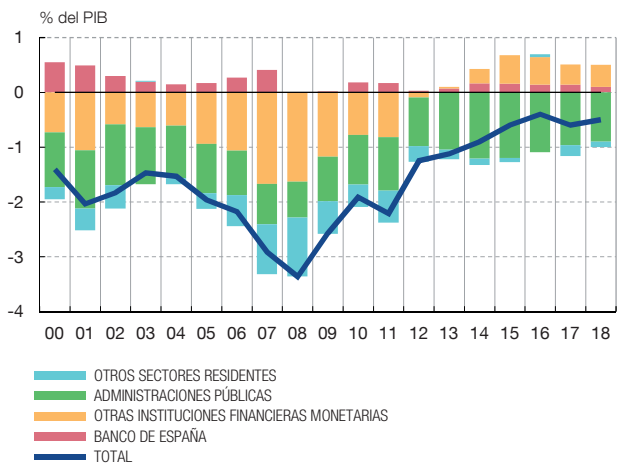
[Descargar](#)

EL DÉFICIT DE RENTAS DE INVERSIÓN SE MANTUVO EN NIVELES REDUCIDOS

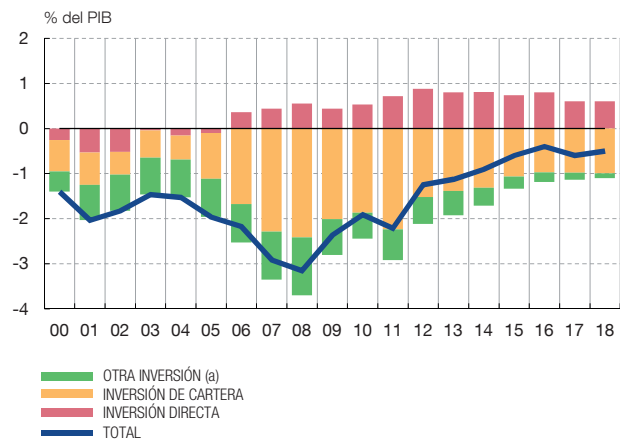
GRÁFICO 3

El déficit de rentas de inversión corresponde, por sectores institucionales, a las AAPP y los otros sectores residentes. Por categoría funcional, los ingresos netos relacionados con la inversión directa compensan parcialmente el déficit originado por la inversión de cartera y la otra inversión.

1 SALDOS POR SECTORES



2 SALDOS POR CATEGORÍAS FUNCIONALES



FUENTE: Banco de España.

- a Incluye las rentas derivadas de las reservas.

[Descargar](#)

El saldo neto con la UE mejoró en 2018, gracias principalmente al aumento de los ingresos en concepto de transferencias de capital.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos	1,1	1,2	1,3	1,2	1,1	1,1	0,8	0,8	1,1
Renta primaria (a)	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5
Renta secundaria. Transferencias (b)	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Transferencias de capital (c)	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,7	0,2	0,2	0,5
Pagos	1,0	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1	1,2	1,0	1,1
Renta primaria (d)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Renta secundaria. Transferencias	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,7	0,9
Saldo	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,2	0,0

FUENTES: Ministerio de Economía, Industria y Competitividad, Ministerio de Hacienda y Función Pública, Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación y Medio Ambiente, Ministerio de Asuntos Exteriores y Cooperación, y Banco de España.

- a En la terminología de Balanza de Pagos la rúbrica correspondiente es la de Otra renta primaria, que recoge impuestos sobre la producción y la importación y las subvenciones (FEAGA y otros).
- b Incluye cooperación internacional corriente (Fondo Social Europeo y otros) y recursos IVA y RNB.
- c Comprende el Fondo Europeo de Desarrollo Regional (FEDER), el Fondo Europeo Agrícola de Desarrollo Regional (FEADER) y los Fondos de Cohesión. Los Fondos de Cohesión no se incluyen en el marco financiero plurianual 2014-2020.
- d A partir de 2015 se incluyen las aportaciones al Fondo Único de Resolución efectuadas por las entidades financieras.

adquisiciones netas de pasivos emitidos por los agentes residentes por parte de los inversores internacionales (84,7 mm de euros, un 7% del PIB), y de que las transacciones netas vinculadas con derivados financieros presentaran un flujo marginalmente positivo⁷ (0,1 % del PIB).

Las compras netas de activos del resto del mundo por parte de los españoles fueron positivas en todas las rúbricas (inversión directa, inversión en cartera y otra inversión) (véase gráfico 4). El mayor volumen de fondos se canalizó en forma de inversión en cartera (4,1 % del PIB), si bien esta rúbrica mostró un notable descenso respecto del año anterior (6,7 % del PIB). En gran medida, esta caída fue consecuencia de una reducción significativa de las adquisiciones netas de participaciones en fondos de inversión por parte de los otros sectores residentes (3,1 pp de PIB menos que en 2017), lo cual podría estar relacionado con el mal comportamiento de la renta variable durante 2018.

Por el lado de los pasivos, las adquisiciones netas por parte de los inversores internacionales fueron positivas en las rúbricas de inversión en cartera y de inversión directa, y marginalmente negativas en otra inversión. En la inversión en cartera, el grueso de las compras netas por parte del resto del mundo se concentró en títulos de renta fija a largo plazo emitidos por las AAPP (4,2 % del PIB), señal de que los inversores internacionales mantuvieron su confianza en la economía española a pesar del incremento en la incertidumbre macroeconómica y geopolítica a escala global en la segunda mitad de 2018. Por su parte, la inversión extranjera directa neta se incrementó con respecto al año anterior (2,5 pp más de PIB), concentrándose este aumento fundamentalmente en participaciones

⁷ Siguiendo las recomendaciones metodológicas internacionales, y ante la dificultad de una correcta asignación de estas transacciones como activos o pasivos, las cifras se presentan únicamente en términos netos.

DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS

CUADRO 2

% del PIB	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Saldo de la cuenta financiera (VNA – VNP) (a)	7,4	16,4	-8,3	-1,5	5,7	6,9	4,6	3,1
Variación neta de activos frente al exterior (VNA) (a) (b)	2,3	4,0	-2,2	7,3	11,2	7,3	10,7	10,0
Inversión directa	3,0	-0,2	2,0	3,0	4,5	4,5	2,0	2,3
Instituciones financieras monetarias	1,6	0,0	0,0	0,8	1,1	0,6	0,5	0,5
Otros sectores residentes	1,4	-0,2	2,0	2,2	3,4	3,9	1,6	1,7
Inversión de cartera	-3,9	0,4	-0,4	5,0	6,0	2,3	6,7	4,1
Administraciones Públicas	-0,1	-0,5	-0,3	-0,4	-0,3	0,0	0,0	0,1
Instituciones financieras monetarias	-0,7	2,1	-0,7	0,6	-0,1	-0,2	0,6	1,2
Otros sectores residentes	-3,1	-1,3	0,5	4,8	6,4	2,5	6,1	2,8
Otra inversión (c)	3,2	3,8	-3,8	-0,8	0,8	0,5	2,0	3,7
Administraciones Públicas	0,6	1,9	0,9	0,5	-0,1	-0,1	0,0	0,1
Instituciones financieras monetarias	1,6	1,5	-5,1	-0,8	0,9	0,5	1,3	2,9
Otros sectores residentes	0,9	0,5	0,4	-0,4	0,0	0,1	0,6	0,7
Variación neta de pasivos frente al exterior (VNP) (a) (b)	-4,9	-13,2	6,2	8,9	5,4	0,1	5,9	7,0
Inversión directa	2,2	1,8	3,8	2,4	2,1	3,2	0,6	3,1
Instituciones financieras monetarias	0,2	0,3	0,1	0,1	-0,1	0,2	-0,1	0,3
Otros sectores residentes	2,0	1,6	3,7	2,3	2,2	3,0	0,7	2,8
Inversión de cartera	-6,4	-5,0	4,7	5,5	6,5	-1,2	5,2	3,9
Administraciones Públicas	-1,0	0,3	6,6	4,7	5,9	0,0	2,5	3,4
Instituciones financieras monetarias	-3,1	-3,9	0,0	1,2	0,9	-0,8	3,0	0,4
Otros sectores residentes	-2,3	-1,3	-1,8	-0,4	-0,3	-0,4	-0,3	0,1
Otra inversión (c)	-0,8	-10,1	-2,4	0,9	-3,2	-1,9	0,2	0,0
Administraciones Públicas	0,2	5,3	0,7	0,5	-0,8	-0,2	-0,4	-0,8
Instituciones financieras monetarias	-1,8	-14,5	-3,0	0,6	-2,4	-1,7	0,2	-1,3
Otros sectores residentes	0,8	-0,9	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,4	2,0
Derivados financieros (d)	0,2	-0,8	0,1	0,1	-0,1	-0,3	-0,2	0,1
Variación de la posición neta exterior del Banco de España (e)	-10,2	-16,2	11,5	2,6	-3,7	-4,7	-2,7	-1,2
Activos de reserva	0,9	0,2	0,1	0,4	0,5	0,7	0,3	0,2
Posición neta frente al Eurosistema	-11,6	-14,9	13,3	4,5	-4,7	-5,3	-2,7	-0,8
Otros activos netos	0,4	-1,6	-1,9	-2,3	0,5	-0,1	-0,4	-0,6
Errores y omisiones (f)	0,0	-0,1	1,1	-0,4	0,2	-0,3	-0,2	0,4
<i>Pro memoria</i>								
Saldo de la cuenta financiera, incluido el Banco de España	-2,8	0,2	3,2	1,2	2,0	2,2	1,8	1,9

FUENTE: Banco de España.

a Excluido el Banco de España.

b Excluidos los derivados financieros.

c Incluye, principalmente, préstamos, depósitos y repos.

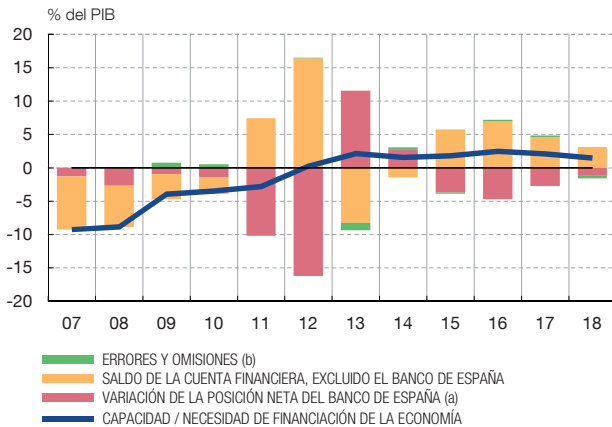
d Se contabilizan como neto de activo y pasivo.

e Variación de activos menos variación de pasivos. Un signo positivo (negativo) recoge una disminución (aumento) de los pasivos netos exteriores del Banco de España.

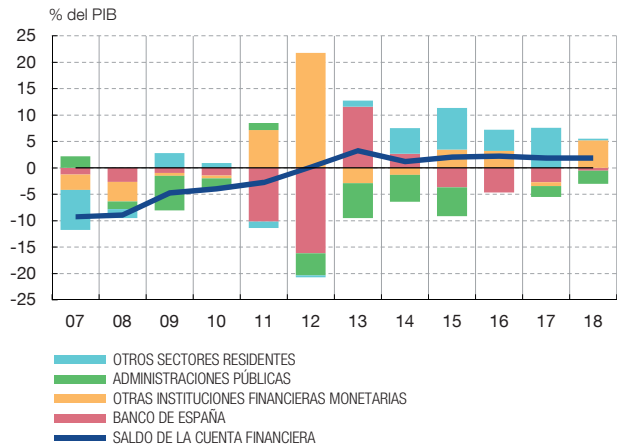
f Un signo positivo indica que se están infravalorando ingresos y/o sobrevalorando pagos, lo que equivale a decir, en la cuenta financiera, que se infravaloran los pasivos y/o sobrevaloran los activos. Un signo negativo indica lo contrario.

El saldo acreedor de la cuenta financiera, excluido el Banco de España, alcanzó el 3,1% del PIB en 2018, como resultado de un incremento de los activos exteriores en manos de los residentes superior al aumento de los pasivos nacionales que poseen los inversores internacionales. Esta evolución ha estado condicionada por la capacidad de financiación de la economía española y fue solo parcialmente contrarrestada por un nuevo incremento de la posición deudora del Banco de España frente al resto del mundo. El deterioro de la posición externa del banco central se debió, fundamentalmente, a la implementación del programa de compra de activos del Banco Central Europeo, pero fue menor que el observado en años anteriores, ya que el volumen de adquisiciones realizadas en 2018 fue el más pequeño desde el comienzo del programa en 2015.

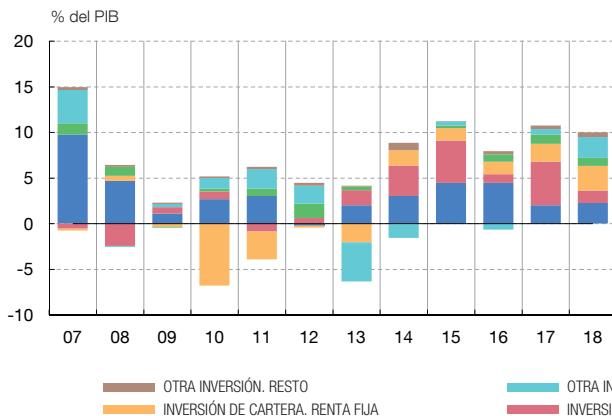
1 BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL Y TRANSACCIONES FINANCIERAS CON EL EXTERIOR



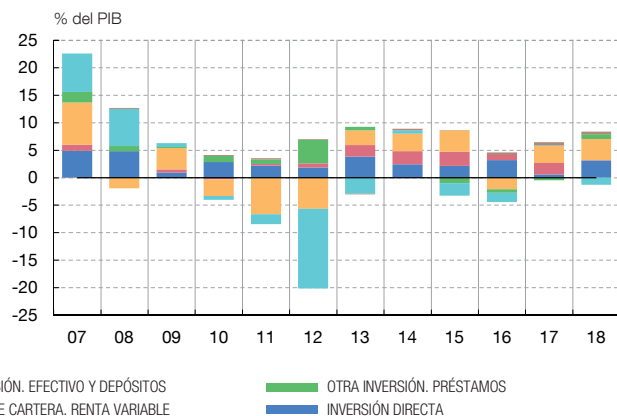
2 TRANSACCIONES FINANCIERAS NETAS (VNA – VNP). DESGLOSE POR SECTOR INSTITUCIONAL



3 VARIACIÓN NETA DE ACTIVOS (VNA) (b)



4 VARIACIÓN NETA DE PASIVOS (VNP) (b)



FUENTE: Banco de España.

a Variación de activos menos variación de pasivos. Un signo positivo (negativo) recoge una disminución (aumento) de los pasivos netos exteriores del Banco de España.

b Excluidos el Banco de España y los derivados financieros.

[Descargar](#)

en el capital de sociedades no financieras. Esta evolución también se observa de acuerdo con la inversión extranjera directa neta elaborada según el principio direccional⁸, que fue el doble que en 2017.

8 Este enfoque organiza los flujos y las posiciones de inversión extranjera directa de acuerdo con la dirección de la inversión para la economía de referencia, distinguiéndose entre *inversión directa de la economía en el exterior*, que agrupa los activos netos entre empresas de un mismo grupo cuando su matriz es residente, e *inversión directa del exterior en la economía*, que recoge los pasivos netos entre las empresas de un grupo cuando su matriz es no residente. Para mayor detalle, véase el recuadro 1, “Enfoques analíticos de la inversión extranjera directa y evolución reciente”, de «La Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional de España en 2017», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2018, Banco de España.

Por sector institucional, únicamente las AAPP captaron fondos del exterior en términos netos (2,5 % del PIB), mientras que el resto de los sectores privados de la economía prestaron fondos al resto del mundo (5,6 % del PIB), lo que fue consistente con la necesidad de financiación de los primeros y con la capacidad de financiación de los segundos.

Por último, el programa de compra de activos del Eurosistema (APP, por sus siglas en inglés) habría vuelto a condicionar la cuenta financiera del Banco de España⁹. En este sentido, el menor volumen de compras netas efectuadas en el marco del APP durante 2018 habría redundado en un incremento del saldo deudor del Banco de España menor que el observado en años anteriores (1,2 % del PIB, frente al 2,7 % en 2017). Estas menores adquisiciones netas habrían limitado el incremento del saldo TARGET deudor del Banco de España¹⁰ en 2018.

La posición de inversión internacional y la deuda externa bruta

En 2018, el saldo deudor de la PII neta de la economía española disminuyó en 42,2 mm de euros con respecto al cierre del año anterior, hasta los 931,8 mm de euros (véanse cuadro 3 y gráfico 5.1). En términos del PIB, la reducción fue de 6,4 pp, hasta el 77,1 %, lo que supone una caída de unos 21 pp desde el nivel máximo alcanzado en 2014.

La evolución de la PII neta fue resultado del importe positivo que arrojaron tanto las transacciones financieras netas (22,3 mm de euros), descritas en la sección anterior, como los otros flujos (19,9 mm de euros), que incluyen efectos valoración y otros cambios en volumen (véase el recuadro 1 para un análisis detallado de la naturaleza y de la evolución de los otros flujos). Como se observa en el cuadro 3, el comportamiento de los otros flujos en 2018 fue consecuencia de una caída en el valor de los pasivos (72 mm de euros) superior a la observada en el valor de los activos (44 mm)¹¹. Ambas caídas se debieron, fundamentalmente, a la disminución del precio de los instrumentos financieros, que fue particularmente intensa en el caso de las participaciones en capital emitidas por otras instituciones financieras monetarias residentes.

Por sector institucional, en 2018 se redujo la posición deudora neta con el exterior de las otras instituciones financieras monetarias (en 7 pp de PIB, hasta el 6 % del PIB), mientras que la del resto de los sectores apenas varió (véase gráfico 5.2). De esta manera, las AAPP continúan mostrando la posición deudora neta más elevada, equivalente a un 44% del PIB.

Por categorías funcionales, excluido el Banco de España, la posición deudora en las rúbricas de la otra inversión y de la inversión en cartera se redujo, si bien dentro de esta última la materializada en valores representativos de deuda continúa siendo la más elevada, alcanzando el 43 % del PIB (véase gráfico 5.3). Por su parte, el saldo deudor neto asociado a la inversión directa se incrementó. Según el principio direccional, el *stock* de inversión directa de España en el exterior (esto es, los activos netos entre empresas de un grupo cuya matriz es residente) se redujo, al tiempo que se incrementó el *stock* de inversión directa del exterior en nuestro país (que comprende los pasivos netos entre empresas de un grupo cuya matriz es no residente) (véase gráfico 5.4). Por desglose geográfico, la inversión directa española en Latinoamérica continúa siendo la más elevada (12,4 % del

9 Véase J. Martínez Pagés (2016), «Las medidas de expansión cuantitativa del Eurosistema y la cuenta financiera», *Boletín Económico*, abril, Banco de España.

10 Para una explicación detallada de por qué el programa de compra de activos del Eurosistema incrementa el saldo TARGET deudor de la economía española, véase P. Alves, A. Millaruelo y A. del Río (2018), «El aumento de los saldos TARGET en la UEM desde 2015», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2018, Banco de España.

11 Las cifras relativas a los cambios de valor de los activos y de los pasivos no incluyen los cambios en el valor asociados a los derivados financieros ni a las posiciones del Banco de España.

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL. DESGLOSE ENTRE TRANSACCIONES FINANCIERAS Y OTROS FLUJOS

CUADRO 3

	2017				2018				
	Posición al final del período	Variación del saldo	Transacciones en el período	Otros flujos en el período (a) (I + II)	Revalorizaciones (I)	Debidas a cambios en los precios	Debidas a movimientos del tipo de cambio	Otros cambios en volumen (II)	Posición al final del período
Posición neta total (activos – pasivos)	-974,0	42,2	22,3	19,9	26,3	33,9	-7,6	-6,5	-931,8
<i>En términos del PIB (%)</i>	<i>-83,5</i>	<i>6,4</i>							<i>-77,1</i>
Excluido el Banco de España	-772,5	56,2	37,2	19,0	25,4	34,4	-9,0	-6,5	-716,3
Inversión directa	-51,7	-32,2	-10,1	-22,1	-15,2	-3,8	-11,4	-6,8	-83,9
Inversión de cartera	-563,5	44,1	1,5	42,5	42,5	40,5	1,9	0,1	-519,5
Otra inversión (b)	-150,9	45,7	44,9	0,8	0,5	0,0	0,5	0,3	-105,2
Derivados financieros	-6,3	-1,4	0,9	-2,3	-2,3	-2,3	0,0	0,0	-7,7
Banco de España	-201,5	-13,9	-14,8	0,9	0,9	-0,5	1,4	0,0	-215,4
Reservas	57,9	3,8	2,1	1,7	1,7	0,3	1,4	0,0	61,7
Posición neta del Banco de España frente al Eurosistema	-256,2	-9,5	-9,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-265,7
Otros	-3,1	-8,3	-4,3	-4,0	-0,8	-0,8	0,0	0,0	-11,4
P.II. Activos	1.866,0	94,9							1.960,9
<i>En términos del PIB (%)</i>	<i>160,0</i>	<i>2,3</i>							<i>162,3</i>
Activos, excluido el Banco de España (c)	1.535,6	68,3	121,0	-52,7	-44,3	-40,4	-3,9	-8,5	1.603,9
Inversión directa	639,8	6,1	27,4	-21,3	-12,8	-2,4	-10,4	-8,5	645,9
Inversión de cartera	545,8	15,2	49,1	-34,0	-34,3	-37,9	3,6	0,3	561,0
Otra inversión	350,0	47,0	44,5	2,5	2,8	0,0	2,8	-0,3	397,0
P.II. Pasivos	2.840,0	52,7							2.892,7
<i>En términos del PIB (%)</i>	<i>243,5</i>	<i>-4,1</i>							<i>239,4</i>
Pasivos, excluido el Banco de España (c)	2.301,8	10,7	84,7	-74,0	-72,0	-77,0	5,0	-2,0	2.312,6
Inversión directa	691,5	38,4	37,6	0,8	2,4	1,4	1,0	-1,6	729,9
Inversión de cartera	1.109,3	-28,9	47,6	-76,5	-76,7	-78,5	1,7	0,2	1.080,4
Otra inversión	501,0	1,3	-0,4	1,7	2,3	0,0	2,3	-0,6	502,2
<i>Pro memoria</i>									
Deuda externa bruta	1.938,5	75,9							2.014,4
<i>En términos del PIB (%)</i>	<i>166,2</i>	<i>0,5</i>							<i>166,7</i>

FUENTE: Banco de España.

- a Los otros flujos incluyen las revalorizaciones (bien por variaciones en los tipos de cambio, bien por cambios en los precios), otros cambios en volumen (que comprenden, entre otros, condonaciones, cancelaciones unilaterales de préstamos o reclasificaciones) y discrepancias estadísticas entre la posición de inversión internacional y la cuenta financiera de la balanza de pagos.
- b Incluye, principalmente, préstamos, repos y depósitos.
- c Sin derivados financieros. Siguiendo las recomendaciones metodológicas internacionales, y ante la dificultad de una correcta asignación de esta rúbrica, especialmente de sus transacciones, como activo o pasivo, se presenta únicamente en los netos de la parte superior del cuadro.

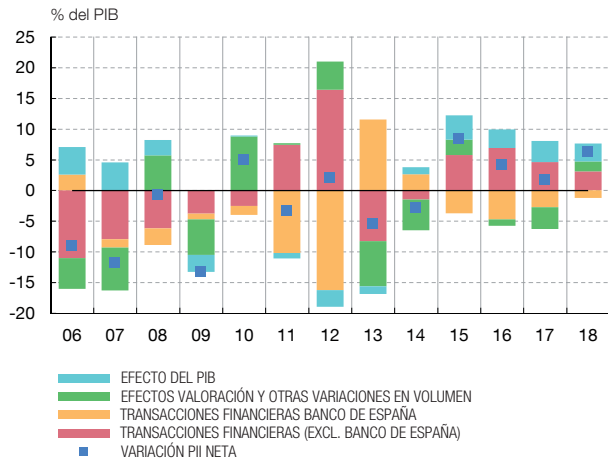
PIB), mientras que el grueso de inversión directa extranjera en nuestro país¹² sigue procediendo de la UEM (30,1 % del PIB).

La deuda externa bruta de la economía española, que comprende todos los pasivos frente a no residentes que impliquen la realización futura de pagos por amortización de principal,

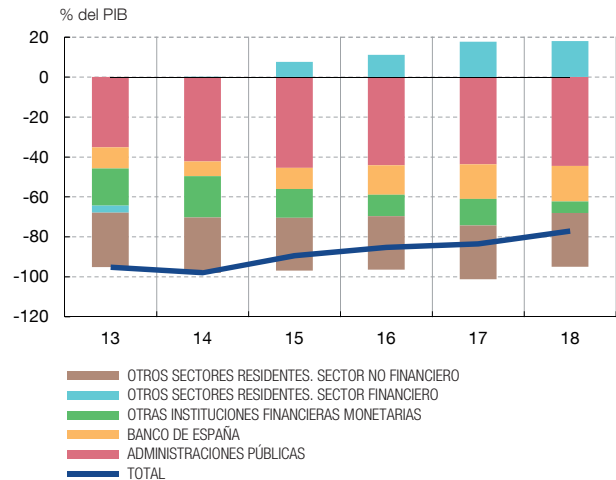
12 Este detalle geográfico se realiza atendiendo al país inmediato y no al país último.

El saldo deudor de la PII neta de la economía española se redujo 6,4 pp, hasta el 77,1 % del PIB. Esta evolución fue resultado del importe positivo que arrojaron tanto las transacciones netas como los otros flujos, y del crecimiento del PIB. Por sector institucional, se redujo la posición deudora neta con el exterior de las otras instituciones financieras monetarias. Por categorías funcionales, excluido el Banco de España, la posición deudora en las rúbricas de la otra inversión y de la inversión en cartera disminuyó, mientras la de la inversión directa se incrementó.

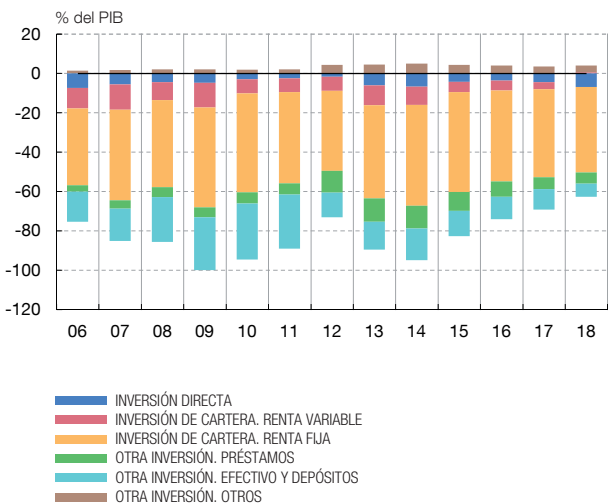
1 COMPONENTES DE LA VARIACIÓN DE LA PII NETA (a)



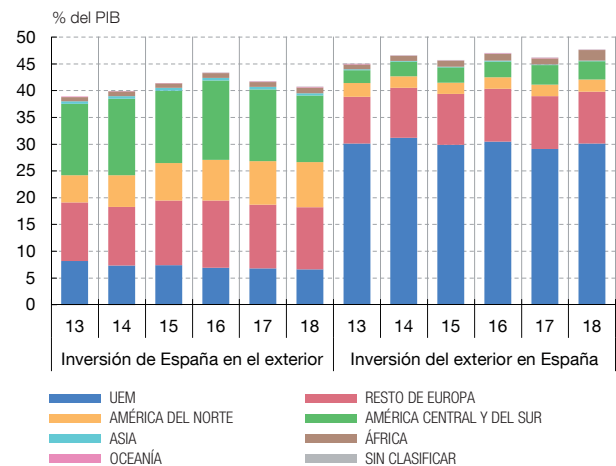
2 PII NETA (a). DESGLOSE POR SECTOR INSTITUCIONAL



3 PII NETA (a) (b). DESGLOSE POR CATEGORÍAS FUNCIONALES E INSTRUMENTOS



4 POSICIÓN DE LA INVERSIÓN DIRECTA SEGÚN EL PRINCIPIO DIRECCIONAL



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 Excluidos Banco de España y la posición neta en derivados.

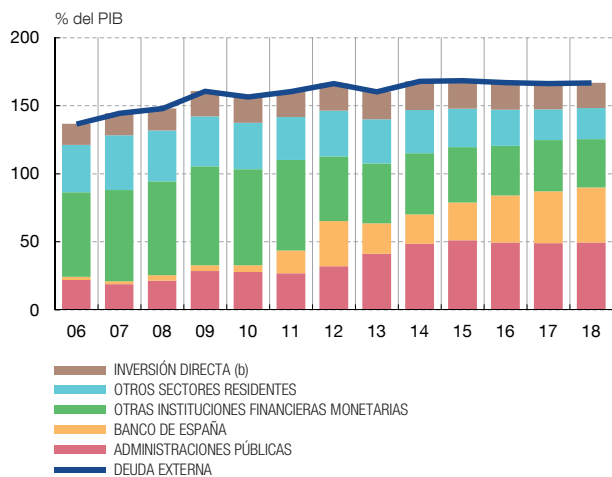
[Descargar](#)

por intereses o por ambos¹³, se incrementó en 2018 en 75,9 mm de euros, hasta situarse en el 166,7 % del PIB, 1,7 pp por debajo del máximo alcanzado en 2015 (véase gráfico 6.1). Por plazo de emisión, predominan los pasivos emitidos a largo plazo (76% del total), mientras que, por sector institucional, la deuda externa bruta de las AAPP continúa siendo

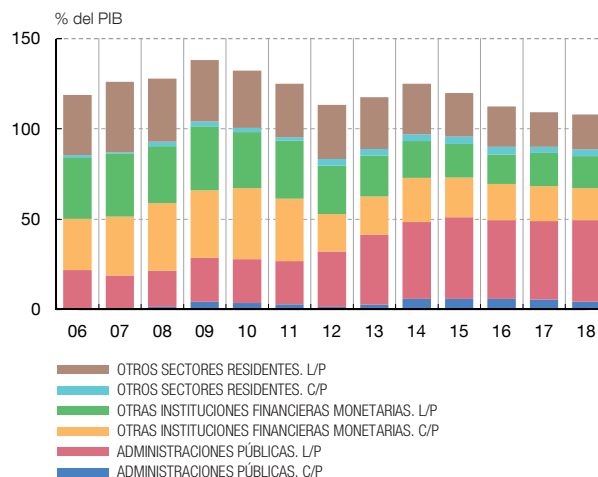
13 En la práctica, esto incluye todos los instrumentos financieros, excepto la renta variable (acciones y otras participaciones en capital, y participaciones en fondos de inversión), los derivados financieros y el oro monetario en lingotes.

La deuda externa bruta se incrementó en 0,5 pp en 2018, hasta situarse en el 166,7 % del PIB. En términos de su composición, continúa el predominio de los instrumentos emitidos a largo plazo por las AAPP, que suelen conllevar menores riesgos de refinanciación que el grueso de los pasivos exigibles emitidos por el sector privado.

1 DEUDA EXTERNA BRUTA (a). DESGLOSE POR SECTOR



2 ESTRUCTURA DE LA DEUDA EXTERNA BRUTA. DESGLOSE POR SECTOR INSTITUCIONAL Y PLAZO DE EMISIÓN (a) (c)



FUENTE: Banco de España.

- a La deuda externa comprende el saldo de todos los pasivos que dan lugar a pagos futuros de principal, intereses o ambos. En la práctica, esto incluye todos los instrumentos financieros, a excepción de la renta variable (acciones y otras participaciones en capital, y participaciones en fondos de inversión), los derivados financieros y el oro monetario en lingotes.
- b Incluye solo inversión directa en forma de deuda.
- c Excluidos el Banco de España y la inversión directa en forma de deuda.

[Descargar](#)

la más elevada (46 % del total) (véase gráfico 6.2)¹⁴. En la medida en que la mayor parte de los pasivos externos de la economía española recaen en el sector público, reforzar la sostenibilidad de las cuentas públicas resulta fundamental para reducir la vulnerabilidad de la economía española ante posibles perturbaciones en los mercados internacionales de capitales.

23.5.2019.

¹⁴ Estas ratios se calculan respecto de la deuda externa bruta, una vez excluidos los pasivos del Banco de España y los asociados a la inversión directa.

El cambio de la PII neta entre dos momentos del tiempo viene determinado por las transacciones de la cuenta financiera de la Balanza de Pagos, pero también por el comportamiento de la cuenta que recoge los otros flujos. Estos otros flujos tienen que ver con efectos valoración y con otros cambios en el volumen. Los primeros reflejan cambios en el valor de los instrumentos financieros que componen el stock de activos y pasivos exteriores de la economía provocados por movimientos en sus precios y/o en los tipos de cambio. Los segundos comprenden, entre otros, condonaciones, cancelaciones unilaterales de préstamos o reclasificaciones, y pueden, además, incorporar discrepancias estadísticas entre la PII y la cuenta financiera.

Este recuadro muestra qué papel han desempeñado la cuenta financiera y los otros flujos en la evolución de la PII neta de la economía

española a lo largo de los últimos años. La descomposición de la variación de la PII entre estos dos factores, que pueden presentar dinámicas muy dispares, es muy relevante. Así, por ejemplo, un aumento de la posición deudora neta de la economía puede tener distintas implicaciones en términos de su vulnerabilidad exterior, según qué factor ha sido el principal responsable del cambio.

Como se puede observar en el gráfico 1, en los años que precedieron a la crisis financiera global, tanto la cuenta financiera como los otros flujos contribuyeron al aumento de la posición deudora neta de la economía española. Así, entre 1999 y 2008, la persistente necesidad de financiación de los agentes residentes fue responsable, aproximadamente, de un 65 % del deterioro observado en la PII neta. El resto se debió a los otros flujos y, en particular, a una reducción en el valor de los activos exteriores en poder de los

Gráfico 1
COMPONENTES DE LA VARIACIÓN DE LA PII NETA (a)

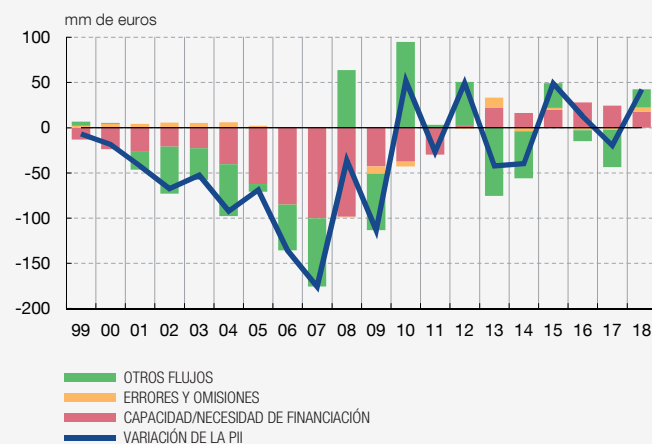


Gráfico 2
VARIACIÓN DE ACTIVOS

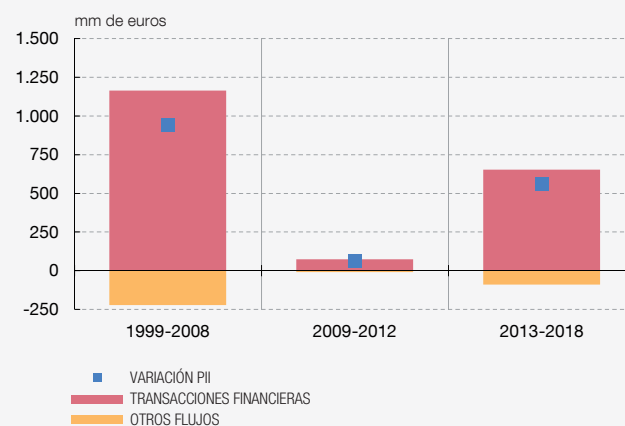


Gráfico 3
VARIACIÓN DE PASIVOS (b)

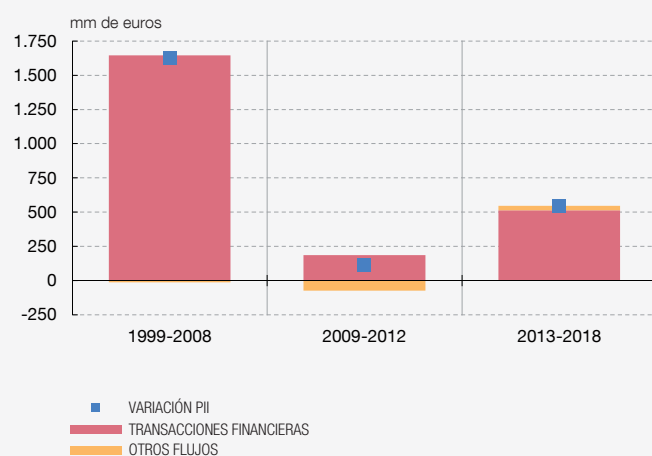
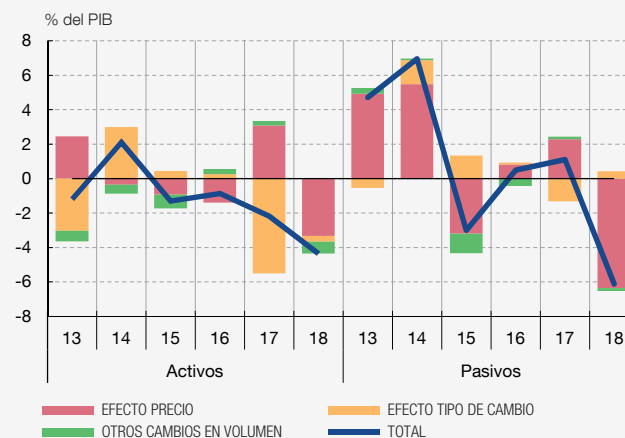


Gráfico 4
COMPONENTES DE LA EVOLUCIÓN DE LOS OTROS FLUJOS (c)



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 Excluidos los derivados financieros.
- c Excluidos el Banco de España y la posición neta en derivados.

agentes residentes muy superior a la experimentada por sus pasivos en manos de inversores internacionales (véanse gráficos 2 y 3).

A partir de 2009, la cuenta financiera y los otros flujos han mostrado un comportamiento dispar, casi contrapuesto, que ha sido especialmente volátil en el caso de los otros flujos. Pueden distinguirse dos períodos. Entre 2009 y 2012, la economía española siguió mostrando una necesidad de financiación frente al resto del mundo que, si bien fue decreciente, contribuyó a una nueva expansión de la posición deudora neta. El efecto de los otros flujos en la PII fue el contrario, aunque no por ello reflejó una menor vulnerabilidad exterior de la economía española. En particular, durante este período se produjo una pérdida de confianza muy notable por parte de los inversores internacionales en la economía española. Esto se vio reflejado en las valoraciones de los instrumentos financieros emitidos por los agentes residentes, que experimentaron caídas mucho mayores que las sufridas por los activos exteriores. El resultado fue una contribución positiva de los otros flujos a la variación de la PII que, sin embargo, estuvo asociada a un incremento de la vulnerabilidad de la economía española.

En el período 2013-2018, la cuenta financiera y los otros flujos han intercambiado sus papeles en cuanto a su contribución a la variación de la PII. Así, los superávits por cuenta corriente que ha venido registrando la economía española desde 2013 han impulsado una reducción de la posición deudora neta, mientras que los otros flujos han tendido a incrementarla. No obstante, estos efectos valoración negativos han sido el reflejo de una mayor confianza de los inversores internacionales en la economía española, que ha redundado en un aumento del precio de los pasivos de los agentes residentes frente al resto del mundo mayor que el observado en los activos exteriores. Cabe resaltar que, en 2017, los efectos valoración estuvieron más asociados al tipo de cambio que a efectos de precio. En particular, la apreciación del euro en 2017 provocó una reducción en el valor, en euros, de los instrumentos financieros denominados en divisa extranjera, y esta fue más intensa para los activos exteriores en manos de residentes que para los pasivos nacionales en manos de no residentes (puesto que la proporción de los instrumentos denominados en moneda extranjera es sustancialmente mayor en las posiciones activas).