

La Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional de España en 2016

Noelia Jiménez y César Martín



27 de Abril de 2017

Según la estadística de Balanza de Pagos, en 2016 la economía española volvió a presentar una capacidad de financiación. La ampliación del superávit de la balanza por cuenta corriente fue reflejo principalmente de la disminución del déficit comercial, impulsada por el descenso de la factura energética y el aumento del superávit en la balanza de servicios.

La Posición de Inversión Internacional (PII) deudora neta de la economía española, en términos del PIB, volvió a reducirse por segundo año consecutivo, ya que la capacidad de financiación que presentó la nación y la expansión del PIB compensaron el ligero impacto negativo que los efectos de valoración y otros ajustes tuvieron sobre este indicador.

LA BALANZA DE PAGOS Y LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA EN 2016

Este artículo ha sido elaborado por Noelia Jiménez y César Martín, de la Dirección General de Economía y Estadística.

Introducción

En 2016, la economía española volvió a registrar un superávit externo, por quinto año consecutivo. Según los datos de la Balanza de Pagos, la capacidad de financiación de la nación ascendió el pasado año al 2,1 % del PIB, porcentaje ligeramente superior al registrado en 2015 (2 % del PIB)¹. La reducción de los pagos netos de rentas de la inversión y, sobre todo, de la factura energética contrarrestó el descenso del superávit de la cuenta de capital.

Por otro lado, el saldo neto de la cuenta financiera con el exterior, excluido el Banco de España, fue positivo y equivalente al 7,5 % del PIB, como resultado de la evolución positiva de la inversión de los residentes en el exterior (7,5 % del PIB) y de la ligera desinversión de los no residentes en la economía española (0,2 % del PIB), que compensaron holgadamente el saldo ligeramente negativo que presentaron las operaciones con derivados financieros (-0,2 % del PIB)². Dado que el importe de las transacciones financieras netas, excluido el banco central, fue mayor que la capacidad de financiación de la nación, ello resultó en un nuevo ascenso de la posición deudora neta del Banco de España frente al resto del mundo.

La capacidad de financiación de la economía y el aumento nominal del PIB permitieron que la posición deudora neta de la nación volviese a reducirse durante el pasado ejercicio [en 5,6 puntos porcentuales (pp) del PIB, hasta el 85,7 %]. En todo caso, el endeudamiento de la economía española continúa en niveles elevados tanto en términos históricos como en comparación con otros países de nuestro entorno.

En este artículo se revisa, en primer lugar, la evolución de la balanza por cuenta corriente y de capital y de sus principales rúbricas durante 2016. A continuación se describen las transacciones financieras de España con el resto del mundo, por sector institucional y por categoría funcional; y, finalmente, se analiza la posición financiera de la economía frente al exterior³.

La balanza por cuenta corriente y de capital

En 2016, la economía española registró una capacidad de financiación del 2,1 % del PIB, según los datos de la Balanza de Pagos, una décima superior a la registrada el año anterior. Esta mejora del saldo exterior se ha asentado en factores internos de muy diversa índole, tanto de naturaleza transitoria como permanente⁴. Estos factores contrarrestaron un crecimiento de la economía mundial más débil de lo esperado en 2016 y el incremento de la incertidumbre global a lo largo de dicho ejercicio.

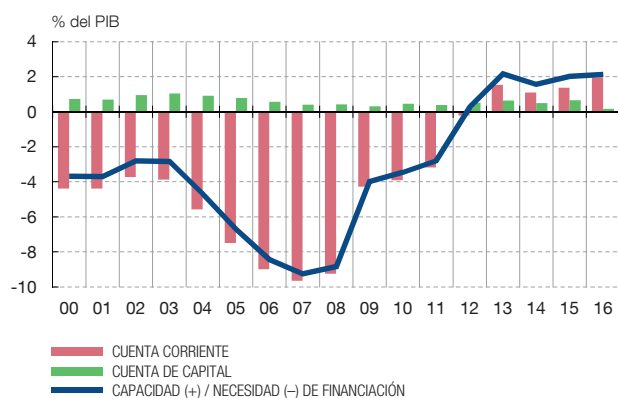
1 Según la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), la capacidad de financiación de la economía española se situó en el 2 % del PIB en 2016.

2 Siguiendo las recomendaciones metodológicas internacionales, y ante la dificultad de una correcta asignación de esta rúbrica, especialmente de sus transacciones, como activo o pasivo, a lo largo de este artículo las cifras sobre derivados financieros se presentan únicamente en términos netos.

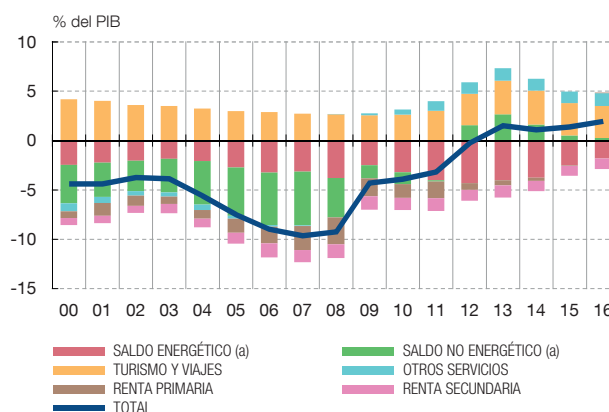
3 Los datos de las series temporales de los distintos componentes de la Balanza de Pagos, la PII y la deuda externa están disponibles en la página de Estadísticas del sector exterior del sitio web del Banco de España. Esta misma página se puede consultar para una explicación detallada de la metodología y 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».

4 Véanse el capítulo 2 del *Informe Anual, 2015* del Banco de España y el «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2017, Banco de España.

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.

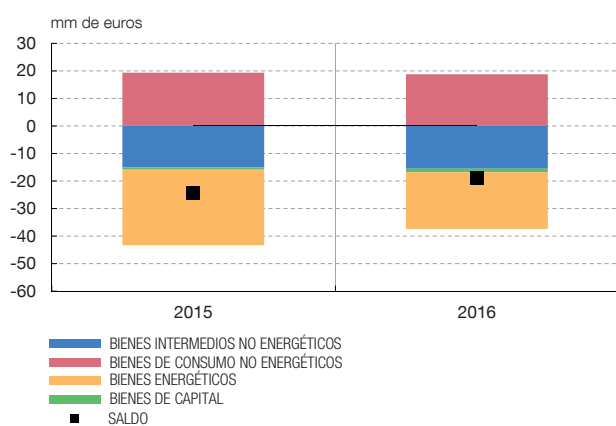
En este contexto, el ligero aumento de la capacidad de financiación en 2016 se explica por la ampliación del superávit de la balanza por cuenta corriente (de 0,6 pp, hasta el 2 % del PIB), que compensó la reducción del saldo positivo de la cuenta de capital (de 0,5 pp, hasta el 0,2 % del PIB)⁵. En el caso de la cuenta corriente, el mayor superávit refleja, principalmente, la disminución del déficit comercial (de 0,4 pp, hasta el 1,6 % del PIB), debido a la caída de la factura energética (en torno a 0,7 pp, hasta el 1,8 % del PIB, según datos de Aduanas). También contribuyeron positivamente el aumento del superávit de la balanza de servicios y la mejora del saldo de rentas primarias (de 0,1 pp en ambos casos, hasta el 4,5 % y el 0,1 % del PIB, respectivamente) (véase gráfico 1). En sentido contrario, el déficit de rentas secundarias se incrementó en una décima del PIB, hasta el 1,1 %.

En cuanto a la balanza comercial, la mejoría de la relación real de intercambio, propiciada por el abaratamiento de las materias primas, permitió la reducción de la factura energética y compensó la leve disminución del superávit no energético. Según los datos de Aduanas, la reducción del superávit no energético (de 0,1 pp del PIB, hasta el 0,2 %) se debió al incremento de los déficits en bienes de equipo e intermedios y a la disminución del saldo positivo en bienes de consumo, a pesar del incremento de las exportaciones netas de alimentos y de automóviles. Por áreas geográficas, la corrección parcial del déficit comercial se apoyó, principalmente, en el incremento del superávit frente a la UE y, en menor término, en el descenso de las importaciones netas extracomunitarias, que se concentró en gran medida en los países productores de petróleo, en el contexto mencionado de abaratamiento de los precios del crudo (véase gráfico 2).

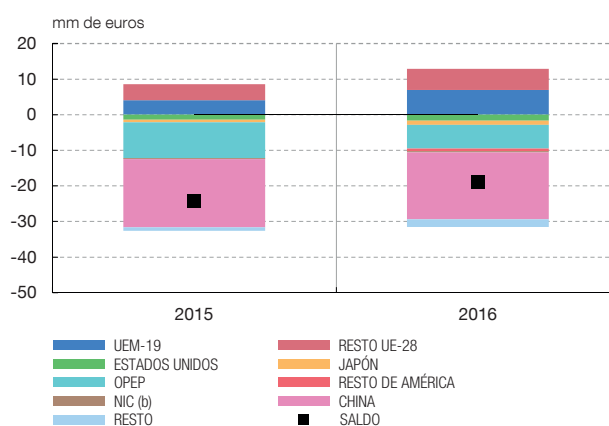
Las exportaciones de bienes en términos reales se incrementaron un 3 % en 2016 (4,4 % en 2015), según la información de la CNTR. Esta ralentización fue más acusada que la mostrada por los datos de Aduanas, según los cuales las exportaciones de bienes en términos reales crecieron un 3,5 % (3,7 % en 2015). La desaceleración de las exportaciones españolas fue menos intensa que la experimentada por el comercio mundial, lo que

⁵ La discrepancia en porcentaje del PIB entre la capacidad de financiación y la agregación de las balanzas por cuenta corriente y de la cuenta de capital se debe al redondeo a una décima de dichas cifras.

1 POR GRUPOS DE PRODUCTOS



2 POR PAÍSES Y ÁREAS GEOGRÁFICAS



FUENTE: Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales, de la Agencia Estatal de la Administración Tributaria.

a Datos provisionales.

b Comprende: Corea del Sur, Taiwán, Hong-Kong y Singapur.

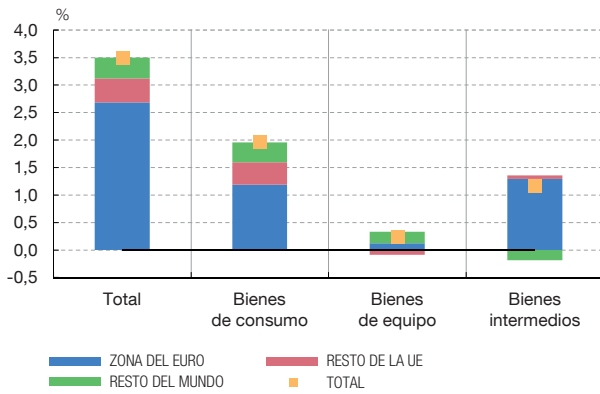
permitió que España continuase ampliando su cuota de participación en los mercados internacionales. Por tipo de productos, el crecimiento de las exportaciones reales fue generalizado, con la excepción de los productos energéticos, y destacó el avance de las ventas de bienes de consumo no alimenticio, incluidos los automóviles. Por su parte, las exportaciones de bienes intermedios no energéticos se recuperaron moderadamente, en un contexto de estabilización del crecimiento de las economías emergentes (véase gráfico 3). Por áreas geográficas, las exportaciones a la zona del euro mostraron un comportamiento significativamente más dinámico que las extracomunitarias (5,2 % y 1,1 %, respectivamente). Según la información desagregada por países, disponible en términos nominales, dentro la UE destacó el dinamismo de las exportaciones a Italia, seguida por Alemania. En cuanto a las exportaciones hacia países extracomunitarios, sobresalió el avance de las ventas a China, mientras que en el resto de áreas la nota predominante fue la debilidad, en particular, en el caso de las destinadas a América Latina y a los países productores de petróleo.

El crecimiento de las exportaciones de bienes tuvo lugar en un contexto de recuperación de la demanda de las economías desarrolladas, en especial de la UEM, de aumento del número de empresas que exportan regularmente y de prolongación del proceso de acumulación de ganancias de competitividad, que viene produciéndose en los últimos años gracias a la corrección de los precios y los costes relativos. En conjunto, las ganancias de competitividad-precio y costes laborales unitarios se moderaron en 2016, pero compensaron la apreciación efectiva nominal de euro frente a las economías desarrolladas (véase gráfico 4).

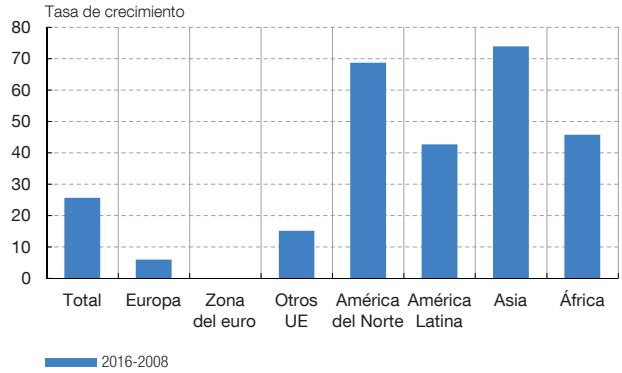
En 2016 se reanudó la ampliación de la base de empresas exportadoras, cuyo número aumentó un 1 %, según los datos del ICEX, después de los descensos acumulados en los dos años anteriores. La base de empresas exportadoras estables (definidas como aquellas que exportan de manera consecutiva en los últimos cuatro años) prosiguió su senda de expansión en 2016, al aumentar un 4,2 %. Dicho ascenso, que fue generalizado por áreas geográficas, alcanzó una mayor intensidad en los países extracomunitarios.

Por su parte, las importaciones de bienes ralentizaron sensiblemente su ritmo de crecimiento en 2016 según la CNTR (1,7 %, frente al 5,8 % en 2015). Este perfil es similar al mostrado

1 CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES REALES
Por área geográfica y por producto. 2016



2 EMPRESAS REGULARES (a)
Por área geográfica

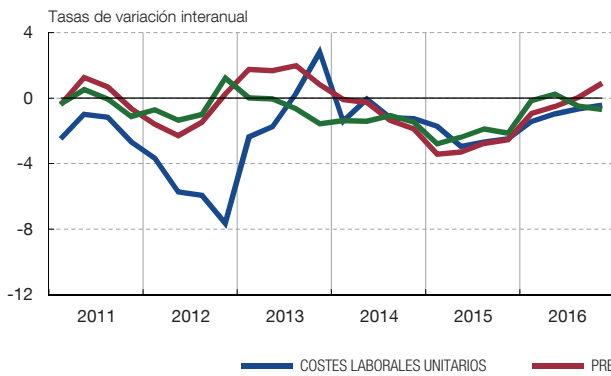


FUENTES: ICEX y Ministerio de Economía, Industria y Competitividad.

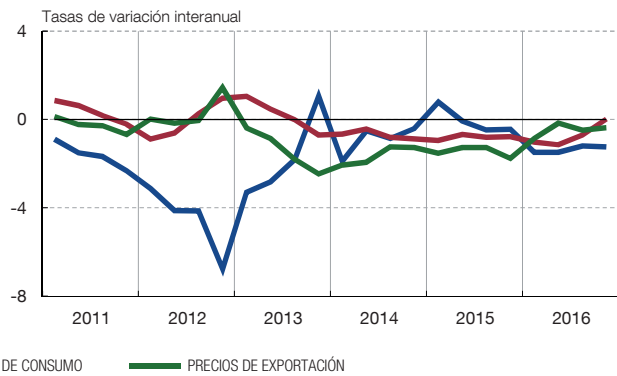
a Se considera empresa exportadora regular aquella que ha exportado ininterrumpidamente durante cuatro años consecutivos.

EVOLUCIÓN DE LA COMPETITIVIDAD (a)

1 FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



2 FRENTE A LA ZONA DEL EURO (UEM-19)



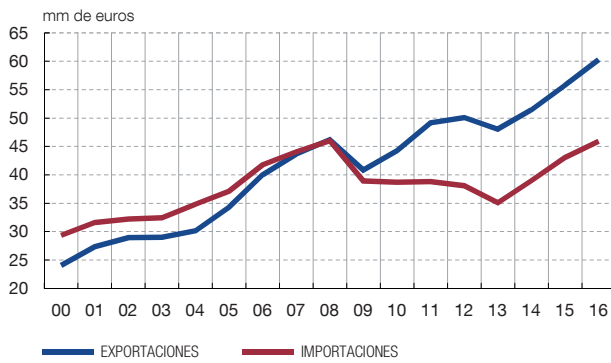
FUENTE: Banco de España.

a Datos trimestrales. Tasas de variación positivas indican pérdidas de competitividad, y viceversa.

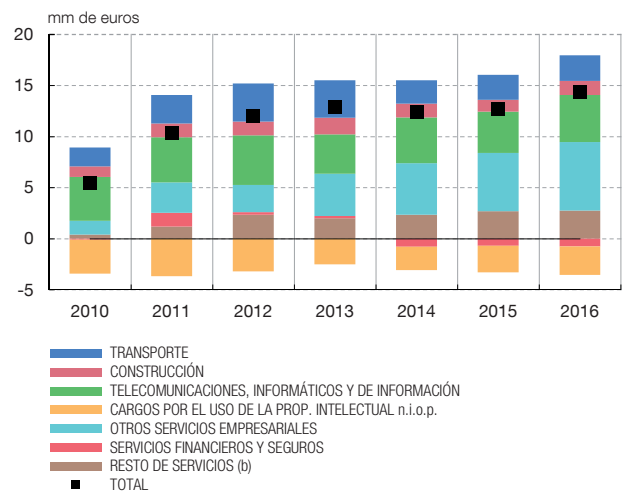
por los datos de Aduanas, según los cuales el ritmo de avance de las compras reales pasó del 6,4 % registrado en 2015 al 2,8 %. La desaceleración de las importaciones se concentró en los bienes de equipo y en los intermedios, mientras que las compras al resto del mundo de bienes de consumo mantuvieron el dinamismo del año precedente, con la excepción de las de bienes de consumo duradero, que se ralentizaron. Por su parte, continuó la caída de las importaciones de productos energéticos en términos reales. La moderación de las importaciones podría explicarse, al menos parcialmente, por la ralentización de la inversión en bienes de equipo, que es la rúbrica más intensiva en compras al resto del mundo. Además, existe evidencia creciente de que el ajuste competitivo llevado a cabo por la economía española en años recientes habría comenzado a activar un proceso de sustitución de importaciones —en particular, de bienes intermedios— por producción nacional⁶.

6 Para una información más detallada, véase el capítulo 2 del *Informe Anual, 2015* del Banco de España («Ajuste competitivo y recuperación de la economía española»).

1 INTERCAMBIOS COMERCIALES (a)



2 SALDOS (a)
Por tipo de servicio



FUENTES: Banco de España.

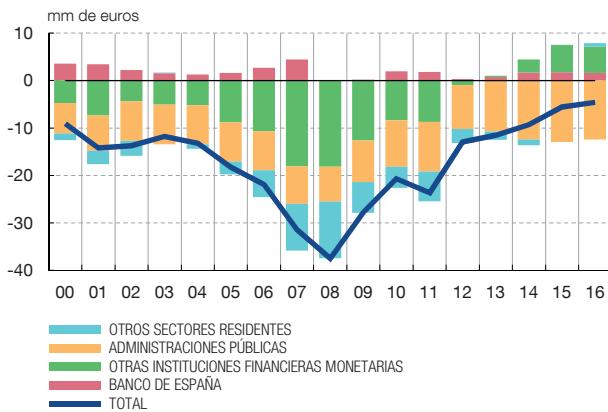
- a La estructura del conjunto de los Otros servicios experimenta una cierta discontinuidad en el año 2013, debida a cambios en la Encuesta de Comercio Internacional de Servicios (ECIS).
- b Incluye servicios de transformación y reparación, gubernamentales, personales, culturales y recreativos.

El superávit de la balanza de servicios se mantuvo en 2016 prácticamente estable (véase gráfico 1), en torno al 4,5 % del PIB, en un contexto de crecimiento tanto de los ingresos —turísticos y no turísticos— como de los pagos, principalmente por el repunte de los pagos por turismo. El saldo positivo del turismo se mantuvo en el 3,3 % del PIB, mientras que las exportaciones netas de servicios no turísticos aumentaron muy levemente su peso en el PIB, hasta el 1,3 %. Por su parte, la aceleración de los pagos por turismo está asociada a la fortaleza del consumo privado. Los ingresos turísticos mantuvieron una tónica de dinamismo, impulsados por nuevos máximos de las llegadas y del gasto de los turistas extranjeros, que, en el primer caso, rebasaron claramente el ritmo de crecimiento mundial. El gasto turístico se vio impulsado por el incremento del peso relativo en el alojamiento hotelero. El buen comportamiento en 2016 del turismo no residente reflejó la contribución de factores de diversa naturaleza: especialmente, el clima de inseguridad en algunas regiones competidoras, las mejoras en la competitividad de la economía española acumuladas en los últimos años y la capacidad de adaptación del sector turístico a los nuevos hábitos de consumo digital⁷.

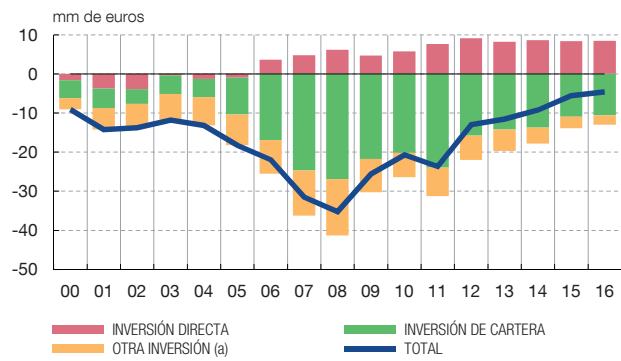
El ascenso de los ingresos de servicios no turísticos fue prácticamente generalizado por tipo de servicios, y se apoyó principalmente, por este orden, en los servicios empresariales, en los de telecomunicaciones, informática e información y en los de transporte, en un entorno de crecimiento de las exportaciones de bienes y de turismo. Por áreas geográficas, este avance se debió, principalmente, al incremento de las ventas a la UE y a los mercados asiáticos. Según la información preliminar de la Organización Mundial del Comercio (OMC), la cuota de los servicios no turísticos de España habría mejorado en términos nominales en 2016. En cuanto a las importaciones de servicios no turísticos, su avance, al igual que en el caso de las exportaciones, fue bastante generalizado por tipos de servicios, con la excepción de los financieros. Las partidas que más contribuyeron fueron las de servicios empresariales, seguidas por los cargos por el uso de la propiedad intelectual y los servicios de transporte (véase gráfico 5).

7 Para un análisis más detallado, véase el recuadro “El dinamismo del turismo no residente en 2016 y sus determinantes” del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2017, Banco de España.

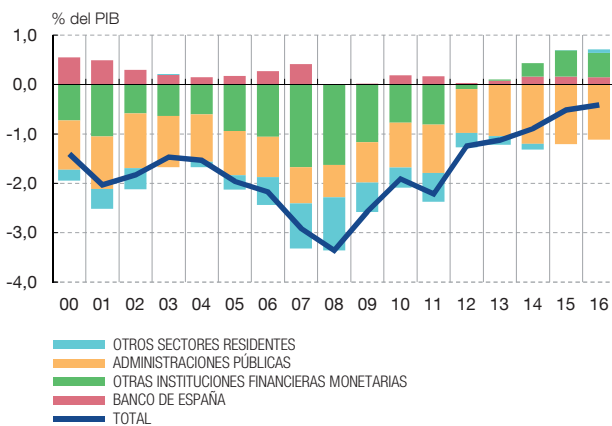
1 SALDOS POR SECTORES



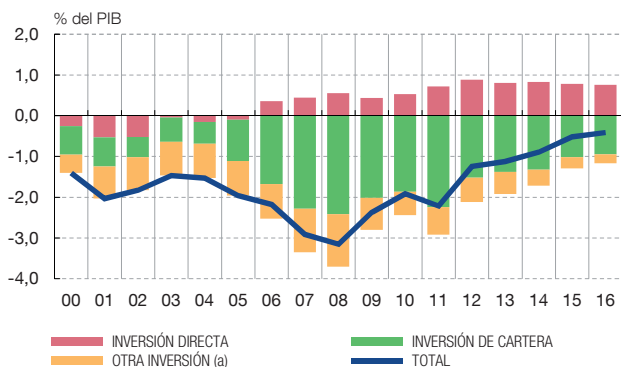
2 SALDOS POR CATEGORÍAS FUNCIONALES



3 SALDOS POR SECTORES



4 SALDOS POR CATEGORÍAS FUNCIONALES



FUENTE: Banco de España.

a Incluye las rentas derivadas de las reservas.

Por su parte, el saldo de la balanza de rentas primarias⁸ mejoró ligeramente en 2016, hasta pasar de un déficit de alrededor del 0,1 % del PIB a un superávit cercano al 0,1 % (véase gráfico 6), como resultado de la leve corrección del déficit de las rentas de inversión (de 0,1 pp, hasta el 0,4 % del PIB). Esto se explica fundamentalmente por los menores pagos por intereses, en un entorno de tipos de interés en niveles muy reducidos y de recomposición de las tenencias de inversores extranjeros hacia la deuda pública, cuya rentabilidad es, en media, más baja que la de la renta fija privada. En línea con estos desarrollos, la corrección del déficit de rentas de la inversión se concentró en las inversiones de cartera, específicamente en los títulos de deuda, mientras que los saldos del resto de instrumentos se mantuvieron prácticamente estables como porcentaje del PIB.

El déficit de la balanza de rentas secundarias, que recoge el grueso de las transferencias corrientes, se amplió ligeramente en 2016, en 0,1 pp, hasta el 1,1 % del PIB, debido a que los pagos experimentaron un ascenso de mayor magnitud que los ingresos. El deterioro de la balanza de rentas secundarias se debió a la evolución del saldo de las transferencias

⁸ 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.

FLUJOS CON LA UNIÓN EUROPEA (a)
Millones de euros

CUADRO 1

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ingresos	11.645	12.308	12.754	13.542	12.518	11.638	12.097	9.486
Renta primaria	6.596	6.231	5.990	6.049	5.553	5.480	4.597	5.955
FEAGA y otros	6.596	6.231	5.990	6.049	5.553	5.480	4.597	5.955
Renta secundaria. Transferencias (b)	1.125	676	1.747	1.623	1.251	1.193	527	1.207
Transferencias de capital (c)	3.924	5.401	5.017	5.869	5.713	4.965	6.973	2.324
Pagos	11.430	10.390	11.768	11.331	12.089	11.415	11.287	13.128
Renta primaria	1.336	1.544	1.560	1.447	1.324	1.514	1.769	2.611
Recursos propios tradicionales (d)	1.336	1.544	1.560	1.447	1.324	1.514	1.769	2.611
Renta secundaria. Transferencias	10.095	8.846	10.208	9.884	10.765	9.901	9.518	10.518
FED	203	218	242	222	246	253	267	311
Recursos propios de la UE derivados del IVA y RNB	9.892	8.628	9.966	9.663	10.376	9.541	9.209	10.008
Saldo	214	1.918	986	2.210	429	223	810	-3.643

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

- a Con motivo de la reforma de la Política Agraria Común (PAC) en 2004 [Reglamento (CE) 1782/2003 y desarrollos posteriores], y en virtud del Reglamento (CE) 1290/2005, se crean dos nuevos fondos europeos agrícolas: el Fondo Agrícola de Garantía (FEAGA) y el Fondo Europeo Agrícola de Desarrollo Rural (FEADER), que vienen a sustituir a todos los efectos, desde el 16 de octubre de 2006, al anterior Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola (FEOGA) en sus dos vertientes: Garantía y Orientación.
- b Incluye el Fondo Social Europeo (FSE).
- c Comprende el Fondo Europeo de Desarrollo Regional (FEDER), el Fondo Europeo Agrícola de Desarrollo Regional (FEADER) y los Fondos de Cohesión.
- d El 20 % (10 % hasta 2002, 25 % hasta 2013) del importe que corresponde a este concepto realmente no se paga, ya que es la cantidad que el Estado español percibe por su gestión de la recaudación de estos recursos. En Balanza de Pagos se recoge el pago bruto en transferencias corrientes y el mencionado 20 % en ingresos de servicios gubernamentales.

corrientes con la UE (véase cuadro 1) y, sobre todo, a la ampliación del déficit del resto de partidas de este componente de la cuenta corriente.

El superávit de la balanza de capital, cuya evolución viene determinada fundamentalmente por las transferencias de capital con la UE, se redujo en 0,5 pp del PIB, hasta el 0,2 %, debido al retroceso de los ingresos procedentes de los fondos comunitarios (véase gráfico 1).

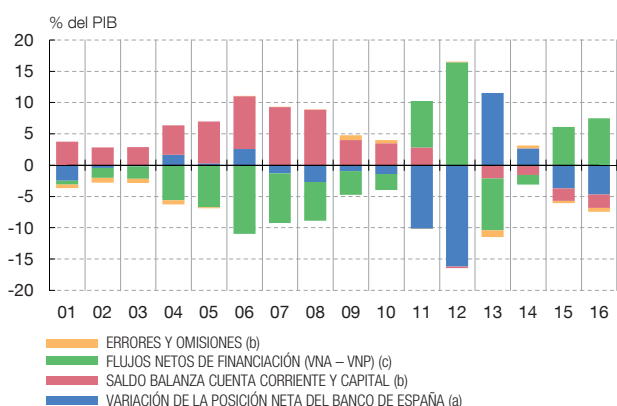
Las transacciones financieras con el resto del mundo

En 2016, las transacciones financieras netas de la economía española con el exterior, excluido el Banco de España⁹, arrojaron un saldo positivo de 83,1 mm de euros (equivalente al 7,5 % del PIB (véase gráfico 7.1), gracias a la inversión neta en el exterior de los residentes (de un 7,5 % del PIB) y, en menor medida, al descenso de los pasivos emitidos por residentes en manos de agentes foráneos (0,2 % del PIB), que compensaron el saldo ligeramente negativo que presentaron las operaciones con derivados financieros (-0,2 % del PIB)¹⁰. La información relativa al desglose entre los distintos sectores institucionales muestra que, nuevamente, fue el sector privado el que, en términos netos, realizó inversiones en el exterior —en particular, los otros sectores residentes (OSR), por una cuantía del 4,4 % del PIB, y las instituciones financieras monetarias distintas del Banco de España

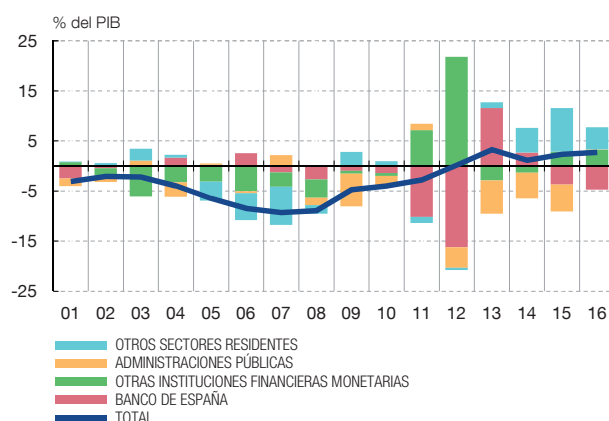
9 Desde el inicio de la Unión Monetaria, además de las reservas, la posición neta del Banco de España frente al Eurosistema debe considerarse como una partida acomodaticia del resto, por lo que, para facilitar el análisis económico, se vienen presentando los datos con una primera separación en la cuenta financiera entre la del Banco de España y la del resto de los sectores. Para una explicación detallada de los motivos de esta presentación y cómo debe interpretarse, se puede consultar en la página de Estadísticas del sector exterior del sitio web del Banco de España la nota estadística «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». Véase también sobre este punto Martínez Pagés (2016).

10 Las series históricas de la mayoría de las rúbricas comentadas en este artículo pueden encontrarse en el capítulo 17 del *Boletín Estadístico* del Banco de España.

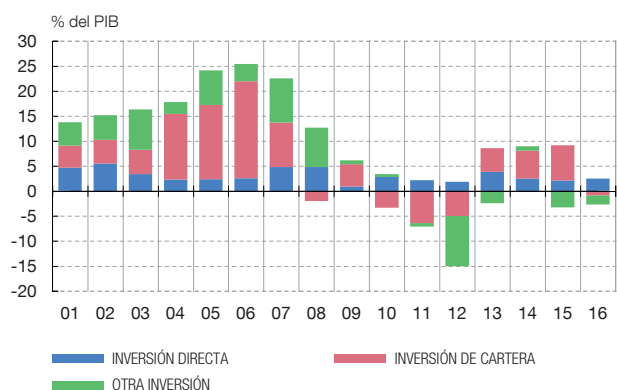
1 BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL Y TRANSACCIONES FINANCIERAS CON EL EXTERIOR



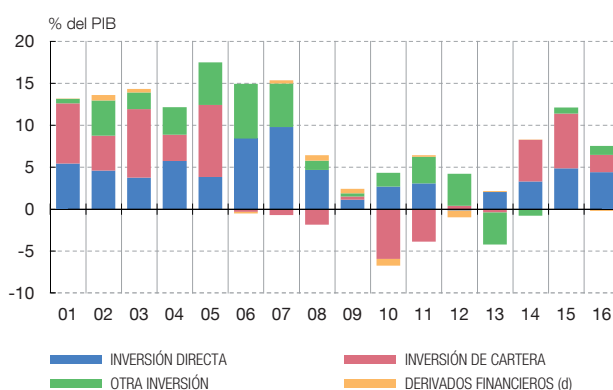
2 TRANSACCIONES FINANCIERAS NETAS (VNA – VNP). DESGLOSE SECTORIAL



3 VARIACIÓN NETA DE PASIVOS (VNP) (c)



4 VARIACIÓN NETA DE ACTIVOS (VNA) (c)



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 Cambiado de signo.
- c Excluido el Banco de España.
- d Los derivados financieros se contabilizan en términos netos (VNA – VNP) y, por convención, se asignan a la variación neta de activos.

(OIFM), del 3,2 % del PIB—, mientras que las AAPP registraron unas transacciones financieras netas prácticamente nulas (del 0,1 % del PIB) (véase gráfico 7.2).

Un análisis algo más detallado de la cuenta financiera de la Balanza de Pagos muestra que, por el lado del pasivo, las inversiones de los no residentes en la economía española, excluyendo el Banco de España, pasaron a ser ligeramente negativas en 2016 (–2 mm, un –0,2 % del PIB, tras alcanzar registros positivos en los tres años previos) (véanse gráfico 7.3 y cuadro 2). Esta evolución estuvo muy condicionada por la reducción de los pasivos frente al resto del mundo en forma de inversión en cartera, que supuso la principal vía de captación de fondos del exterior entre 2013 y 2015 (en 2015 ascendieron al 7,1 % del PIB), y que en 2016 pasó a registrar unas transacciones netas negativas del –0,9 % del PIB. Dentro de esta rúbrica, la mayor caída se observó en el volumen de las compras por parte del resto del mundo de títulos de renta fija a largo plazo emitidos por las AAPP, que, aunque siguió siendo positivo, se redujo en 5,3 pp, hasta el 0,1 % del PIB, en un contexto en el que descendió la emisión neta de estos activos y se elevó el importe adquirido por el Eurosistema. De este modo, este volumen de transacciones fue insuficiente para compensar las desinversiones del resto del mundo en títulos emitidos por las

DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS

CUADRO 2

% del PIB

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Saldo de la cuenta financiera (VNA – VNP) (a)	-2,5	7,4	16,4	-8,3	-1,5	6,1	7,5
Variación neta de activos frente al exterior (VNA) (a)	-2,4	2,5	3,2	-2,1	7,5	12,0	7,3
Inversión directa	2,7	3,0	-0,2	2,0	3,3	4,9	4,4
Instituciones financieras monetarias	-0,6	1,6	0,0	0,0	0,8	1,1	0,6
Otros sectores residentes	3,3	1,4	-0,2	2,0	2,5	3,8	3,8
Inversión de cartera	-6,0	-3,9	0,4	-0,4	5,0	6,5	2,1
Administraciones Públicas	-0,6	-0,1	-0,5	-0,3	-0,4	-0,3	0,0
Instituciones financieras monetarias	-3,2	-0,7	2,1	-0,7	0,6	-0,1	-0,3
Otros sectores residentes	-2,2	-3,1	-1,3	0,5	4,8	6,9	2,3
Otra inversión (b)	1,6	3,2	3,8	-3,8	-0,8	0,7	1,0
Administraciones Públicas	0,3	0,6	1,9	0,9	0,5	-0,1	-0,2
Instituciones financieras monetarias	0,8	1,6	1,5	-5,1	-0,8	0,9	0,5
Otros sectores residentes	0,6	0,9	0,5	0,4	-0,5	-0,1	0,7
Derivados financieros (c)	-0,8	0,2	-0,8	0,1	0,0	-0,1	-0,2
Variación neta de pasivos frente al exterior (VNP) (a)	0,1	-4,9	-13,2	6,2	9,0	5,9	-0,2
Inversión directa	2,8	2,2	1,8	3,8	2,5	2,1	2,5
Instituciones financieras monetarias	0,2	0,2	0,3	0,1	0,1	0,0	0,2
Otros sectores residentes	2,6	2,0	1,6	3,7	2,4	2,2	2,3
Inversión de cartera	-3,3	-6,4	-5,0	4,7	5,6	7,1	-0,9
Administraciones Públicas	1,3	-1,0	0,3	6,6	4,7	5,8	0,0
Instituciones financieras monetarias	-2,0	-3,1	-3,9	0,0	1,2	1,4	-0,8
Otros sectores residentes	-2,7	-2,3	-1,3	-1,8	-0,3	-0,2	0,0
Otra inversión (b)	0,6	-0,8	-10,1	-2,4	0,9	-3,3	-1,8
Administraciones Públicas	0,5	0,2	5,3	0,7	0,5	-0,8	-0,2
Instituciones financieras monetarias	-0,7	-1,8	-14,5	-3,0	0,6	-2,4	-1,7
Otros sectores residentes	0,8	0,8	-0,9	-0,1	-0,2	0,0	0,1
Variación de la posición neta exterior del Banco de España (d)	-1,5	-10,2	-16,2	11,5	2,7	-3,7	-4,7
Activos de reserva	0,1	0,9	0,2	0,1	0,4	0,5	0,7
Posición neta frente al Eurosistema	-0,9	-11,6	-14,9	13,3	4,5	-4,7	-5,4
Otros activos netos	-0,6	0,4	-1,6	-1,9	-2,3	0,5	-0,1
Errores y omisiones (e)	-0,5	0,0	-0,1	1,1	-0,5	0,3	0,6
Pro memoria							
Saldo de la cuenta financiera, incluyendo Banco de España	-4,0	-2,8	0,2	3,2	1,1	2,3	2,7

FUENTE: Banco de España.

a Excluido el Banco de España.

b Incluye, principalmente, préstamos, depósitos y repos.

c Se contabilizan como neto de activo y pasivo.

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

e 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.

instituciones financieras españolas, que supusieron un importe equivalente al 2,7 % del PIB (cifra similar a la registrada en 2015), en línea con sus emisiones netas negativas. Por otra parte, el importe canalizado a través de participaciones de capital y fondos de inversión siguió siendo positivo (del 1,5 % del PIB), aunque inferior al de 2015 (3,4 % del PIB). Asimismo, se volvieron a registrar desinversiones en forma de otra inversión (por un importe equivalente al 1,8 % del PIB, tras el volumen de transacciones negativo equivalente al 3,3 % del PIB de 2015), y en especial en la captada por las OIFM mediante instru-

mentos a corto plazo (-1,5 % del PIB, frente al -2,1 % del PIB de 2015). Por el contrario, el volumen neto canalizado del exterior en forma de inversión directa volvió a ser positivo y aumentó con respecto al ejercicio previo (alcanzó el 2,5 % del PIB, 0,4 pp más que en 2015), concentrándose en participaciones de capital y fondos de inversión (la materializada en forma de instrumentos de deuda fue, como en 2015, prácticamente nula).

Por el lado de los activos, la inversión neta de los residentes (excluido el Banco de España) volvió a ser positiva en 2016, aunque inferior a la de 2015 (alcanzó un volumen equivalente al 7,5 % del PIB, frente al 12 % de 2015) (véanse gráfico 7.4 y cuadro 2). En todas las categorías funcionales se registraron transacciones netas positivas, siendo las más cuantiosas las asociadas a las inversiones directas (los fondos canalizados por esta vía ascendieron al 4,4 % del PIB, 0,5 pp menos que en 2015), y, dentro de ellas, destacan las materializadas en participaciones de capital y los fondos de inversión (3,5 % del PIB, 0,3 pp menos que en 2015). Asimismo, la inversión en cartera, que fue la rúbrica que en 2015 presentó los importes más elevados, se redujo sustancialmente, aunque siguió siendo positiva (2,1 % del PIB, 4,4 pp menos que en 2015). La inversión materializada en forma de participaciones de capital y fondos de inversión y, en concreto, la llevada a cabo por las instituciones financieras no monetarias se redujo sustancialmente (2,6 pp, hasta el 0,7 % del PIB), tras prácticamente duplicarse en 2015, cuando su expansión estuvo impulsada, entre otros factores, por el mayor dinamismo del patrimonio en manos de los inversores institucionales, y en particular de los fondos de inversión. Asimismo, los residentes también redujeron el importe de sus adquisiciones de títulos de renta fija emitida por agentes foráneos (1,1 % del PIB, frente al 1,6 % de 2015). Finalmente, el volumen neto de las otras inversiones en el exterior volvió a ser positivo en 2016, por un importe del 1 % del PIB (algo superior al 0,7 % del PIB registrado en el año anterior), y se concentró en préstamos de OIFM y en créditos comerciales.

El signo positivo de las transacciones financieras netas con el exterior de la economía española, excluido el Banco de España, siguió estando condicionado, además de por la capacidad de financiación que presentó la economía española (en concreto, el sector privado), por las políticas monetarias no convencionales del Eurosistema. En particular, la liquidez generada en España con las medidas de expansión cuantitativa del BCE ha continuado canalizándose en buena medida hacia el exterior en forma, bien de adquisición neta de activos exteriores por parte de los agentes nacionales, o bien de reducción de los pasivos netos frente al resto del mundo. Adicionalmente, las ventas de la cartera de deuda pública de los inversores extranjeros al Banco de España se recogen también en la cuenta financiera como un descenso de los pasivos en manos de no residentes¹¹.

Como el importe de las transacciones financieras netas con el exterior de la economía española, excluido el Banco de España, fue superior al superávit de las balanzas por cuenta corriente y de capital, ello se reflejó en un nuevo aumento de la posición deudora del Banco de España frente a los no residentes (véase gráfico 7.1).

En línea con la capacidad de financiación de la economía, las transacciones financieras netas del conjunto de la nación también fueron positivas, por un importe equivalente al 2,7 % del PIB¹².

¹¹ Véase Martínez Pagés (2016).

¹² Los errores y omisiones, que miden la discrepancia entre el importe de las transacciones financieras netas y la capacidad de financiación de la nación, alcanzaron en 2016 un importe equivalente al 0,6 % del PIB.

En 2016, el saldo deudor neto de la PII de la economía española volvió a reducirse (en 5,6 pp, hasta el 85,7 % del PIB), como consecuencia tanto del descenso de los pasivos en relación con el PIB (de 0,7 pp, hasta el 244,8 %) como, sobre todo, del incremento de los activos (de 5 pp del PIB, hasta el 159,2 %). La caída del saldo deudor de la PII obedeció tanto al signo positivo de las transacciones financieras netas de la nación (2,7 pp) como a la expansión del producto (3,1 pp), que compensaron ampliamente el impacto ligeramente negativo (0,2 pp) que sobre este indicador tuvieron los efectos de valoración y los otros ajustes (véase gráfico 8.1).

En particular, los efectos de valoración tuvieron un impacto ligeramente negativo sobre la PII, ya que las revalorizaciones positivas de los pasivos superaron a las de los activos. El valor de los pasivos aumentó como resultado tanto de las variaciones en el precio de los instrumentos financieros —y, en particular, el de los de renta fija (el de los de renta variable descendió, en promedio)— como, en menor medida, de los movimientos en los tipos de cambio. Por el contrario, el ascenso en el valor de los activos se debió, fundamentalmente, a la apreciación de las divisas en las que está denominada la cartera, y también, aunque en menor medida, al incremento en los precios de los instrumentos de renta variable (los de deuda, por el contrario, se depreciaron).

Atendiendo al desglose sectorial, la posición deudora neta con el exterior de todos los sectores, con la excepción del Banco de España, se redujo en 2016. En particular, la del sector público cayó 1,1 pp, hasta el 44,6 % del PIB, y, en el caso del sector privado, en línea con su capacidad de financiación, los pasivos netos de las OIFM y de los OSR disminuyeron en 3,5 pp y 5,2 pp, respectivamente, hasta el 10,9 % y el 15,3 % del PIB (véase gráfico 8.2). Por su parte, la posición deudora neta del Banco de España se incrementó en 4,2 pp, hasta el 14,8 % del PIB, como resultado, fundamentalmente, del aumento de los pasivos netos frente al Eurosistema, que más que compensaron el incremento de las reservas.

En relación con el desglose por categorías funcionales, excluyendo el Banco de España, se observó un descenso con respecto al año anterior de los saldos deudores netos en todas las rúbricas —excepto en los derivados financieros—, de en torno a 2 pp o 3 pp en relación con el PIB, según el caso, manteniéndose el relativo a la inversión en cartera como el más elevado (51,8 % del PIB) (véase gráfico 8.3) y el de la inversión directa como el más reducido (3,5 % del PIB).

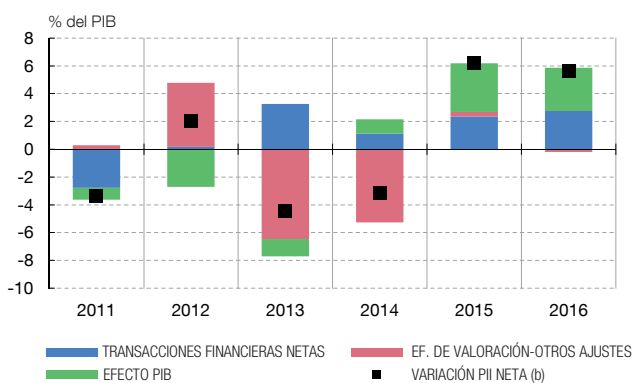
A pesar del descenso de la posición deudora neta de la economía española frente al exterior, su nivel es todavía elevado, tanto en términos históricos como en comparación con otros países (véase gráfico 8.4), lo que constituye un elemento de vulnerabilidad frente a perturbaciones adversas y cuya corrección requerirá mantener superávits de la balanza por cuenta corriente durante un tiempo prolongado.

Otro indicador útil para analizar el grado de vulnerabilidad de la economía española es el volumen de la deuda externa bruta, que engloba los pasivos que generan obligaciones de pago y que suponen algo menos del 70 %¹³ del total. En 2016, la deuda externa bruta se contrajo en 1,7 pp, hasta el 167,5 % del PIB, gracias al descenso de los pasivos exteriores de todos los sectores¹⁴, con la excepción de los del Banco de España, que aumentaron

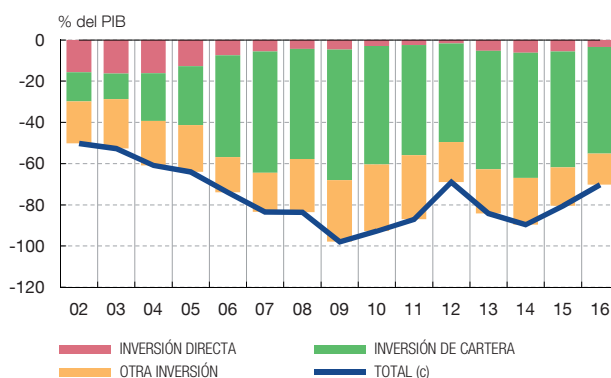
13 La deuda externa de un país comprende los saldos de todos los pasivos frente a no residentes que impliquen la realización futura de pagos por amortización, por intereses o por ambos (todos los instrumentos financieros, excepto las participaciones en el capital y los derivados financieros).

14 Para los pasivos de la inversión directa, que se incluyen también en el cálculo de la deuda externa bruta, no se dispone de desglose sectorial, aunque este tipo de inversión se concentra en el sector privado (OSR y OIFM).

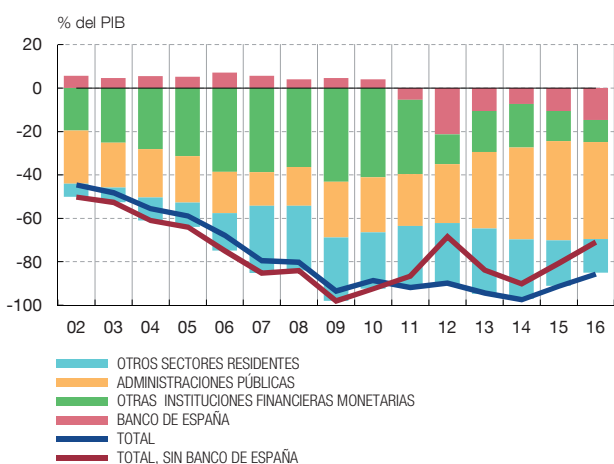
1 DETERMINANTES DE LA VARIACIÓN DE LA PII NETA (a)



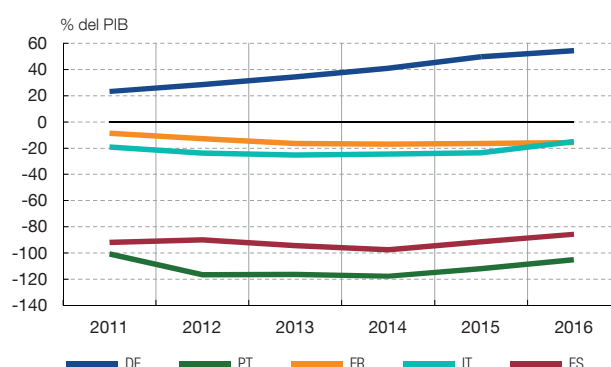
2 PII NETA (a). DESGLOSE POR CATEGORÍAS FUNCIONALES



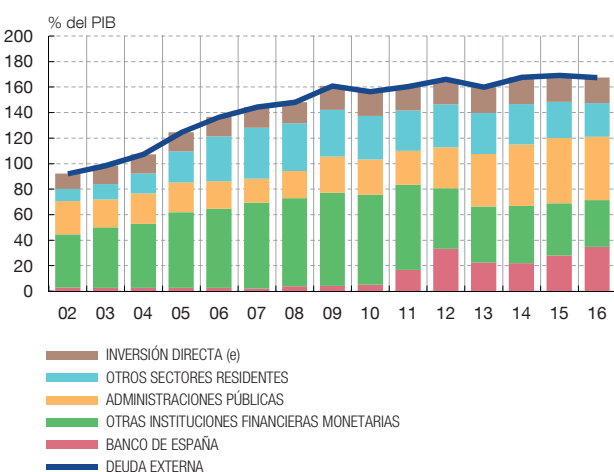
3 PII NETA (a). DESGLOSE SECTORIAL



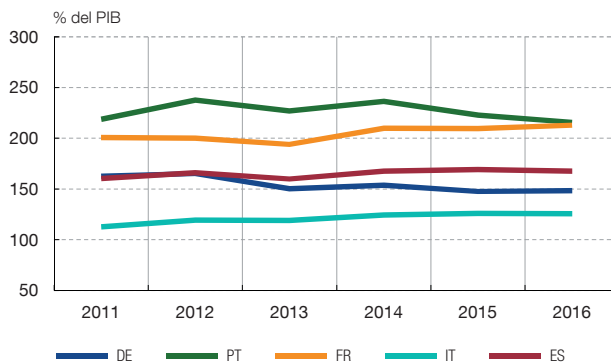
4 PII NETA (a). COMPARACIÓN INTERNACIONAL



5 DEUDA EXTERNA BRUTA (d). DESGLOSE POR SECTORES



6 DEUDA EXTERNA BRUTA (d). COMPARACIÓN INTERNACIONAL



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 Un signo positivo (negativo) recoge una disminución (aumento) de los pasivos exteriores netos frente al resto del mundo.
- c Excluye Banco de España y derivados.
- d La deuda externa bruta comprende los saldos de todos los pasivos que conllevan obligaciones futuras de pagos por amortización, por intereses o por ambos (esto es, todos los instrumentos financieros, excepto las participaciones en el capital y los derivados financieros).
- e Incluye únicamente la inversión directa materializada en forma de deuda.

6,8 pp del PIB, hasta el 34,8 % (véase gráfico 8.5). Destaca la caída de los pasivos de las OIFM, que se redujeron en una cuantía equivalente a 4,3 pp, hasta el 36,5 % del PIB, mientras que los de las AAPP y los de los OSR lo hicieron en 1,5 pp y 1,9 pp, hasta el 49,6 % y el 26,4 %, respectivamente. De esta forma, excluyendo los pasivos del Banco de España, la deuda externa bruta de la economía española se redujo notablemente, desde el 141,2 % del PIB registrado en 2015 hasta el 132,7 % en 2016. Por otra parte, la comparación internacional del endeudamiento exterior en relación con el PIB muestra que el de España siguió manteniéndose en un nivel intermedio, por encima del de Alemania e Italia, pero por debajo del de Francia o el de Portugal (véase gráfico 8.6).

Finalmente, los datos relativos a la composición de la deuda externa evidencian el predominio de los instrumentos que tienen vencimiento a largo plazo y que están denominados en euros, lo cual reduce la incidencia de los riesgos asociados a variaciones en el tipo de cambio. Concretamente, si se excluyen los pasivos del Banco de España y la inversión directa, para la cual no hay información sobre el plazo, el peso de los emitidos a largo plazo era, a finales de 2016, del 73,4 % (ligera por encima —un 0,1 pp más— del registro de un año antes), de los cuales algo más del 40% se corresponde con títulos de renta fija emitidos por las AAPP. Por último, los pasivos denominados en euros suponían el grueso del total, por lo que su valor es poco sensible a los movimientos cambiarios.

27.4.2017.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2017). *Informe Anual, 2016*, de próxima publicación.
- (2016). *La Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional en 2015*.
 - (2015). «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, abril.
 - (2008). «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, julio-agosto.
- MARTÍNEZ PAGÉS, J. (2016). «Las medidas de expansión cuantitativa del Eurosistema y la cuenta financiera», *Boletín Económico*, abril, Banco de España.