

# La Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional de España en 2017

Pana Alves, Esther López, César Martín e Irene Roibás



4 de mayo de 2018

Según la estadística de la Balanza de Pagos, la economía española volvió a presentar capacidad de financiación en 2017, a pesar del ascenso del precio del petróleo y del empuje de la demanda nacional. A ello contribuyeron factores de naturaleza previsiblemente transitoria, como los reducidos tipos de interés, y otros de carácter permanente, relacionados, principalmente, con la ampliación del número de empresas exportadoras y las ganancias acumuladas de competitividad en los últimos años. La Posición de Inversión Internacional (PII) deudora neta de la economía española, en términos del PIB, volvió a reducirse por tercer año consecutivo (hasta el 80,8 %), ya que la capacidad de financiación que presentó la nación y la expansión del PIB compensaron el impacto negativo que los efectos de valoración y otros ajustes tuvieron sobre la PII neta.

## LA BALANZA DE PAGOS Y LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA EN 2017

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

### 1 Introducción

En 2017, la economía española volvió a registrar un superávit externo, por sexto año consecutivo. Según los datos de la Balanza de Pagos (BP), la capacidad de financiación de la nación ascendió el pasado año al 2,1 % del PIB, porcentaje ligeramente inferior al registrado en 2016 (2,2 % del PIB)<sup>1</sup>. La ampliación del déficit de bienes, a raíz, sobre todo, del aumento de la factura energética, contrarrestó el ascenso del superávit de servicios y la reducción de los pagos netos de rentas primarias y secundarias. Por su parte, la cuenta financiera, excluyendo el Banco de España, volvió a presentar un saldo acreedor (equivalente al 4,7 % del PIB), resultado de una inversión de España en el resto del mundo (11 % del PIB), que volvió a superar el incremento de los pasivos emitidos por los residentes en manos de los inversores internacionales (6,2 % del PIB), y de unas operaciones netas con derivados financieros<sup>2</sup> ligeramente negativas (0,2 % del PIB). Dado que el saldo acreedor fue mayor que la capacidad de financiación de la nación, ello se tradujo en un nuevo ascenso de la posición deudora del Banco de España frente al resto del mundo (2,7 % del PIB), aunque inferior al de los dos años previos.

La capacidad de financiación de la economía y el aumento nominal del producto permitieron que la posición deudora neta de la nación volviese a reducirse durante el pasado ejercicio en términos del PIB [en 2,6 puntos porcentuales (pp), hasta el 80,8 %]. 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 las balanzas por cuenta corriente y de capital, y de sus principales rúbricas, durante 2017. 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 exterior<sup>3</sup>.

### 2 Las balanzas por cuenta corriente y de capital

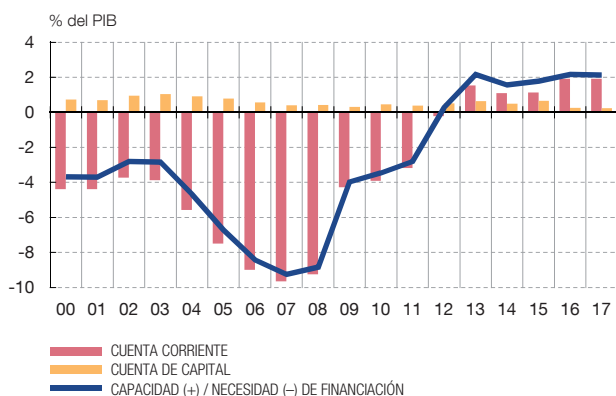
En 2017, la economía española volvió a registrar una capacidad de financiación, según los datos de la BP, del 2,1 % del PIB. La acumulación de saldos positivos frente al resto del mundo durante un período prolongado resulta imprescindible para reducir el elevado endeudamiento exterior de la economía española. El actual ciclo económico expansivo está siendo compatible con superávits exteriores persistentes, gracias a factores de diversa índole, incluyendo algunos de carácter transitorio, como el reducido nivel de los tipos de interés, y con otros de naturaleza más permanente. Entre estos últimos, destaca, por el lado de las exportaciones, el proceso de internacionalización que ha experimentado el tejido empresarial español en los últimos años, apoyado en las ganancias de competitividad acumuladas

1 Según la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), la capacidad de financiación de la economía española se situó en el 2% del PIB en 2017.

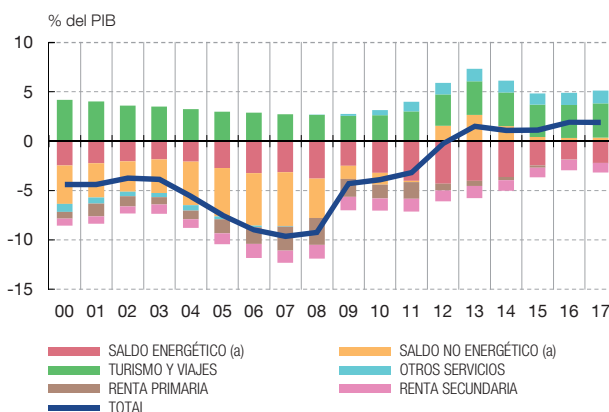
2 Siguiendo las recomendaciones metodológicas internacionales y ante la dificultad de una correcta asignación de las transacciones de esta rúbrica como de activo o de pasivo, a lo largo de este artículo las cifras sobre derivados financieros se presentan únicamente en términos netos.

3 Los datos de las series temporales de los distintos componentes de la 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 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».

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.

desde el inicio de la crisis<sup>4</sup>. En cuanto a las importaciones, en el período más reciente se han detectado indicios de que se podría estar iniciando un cierto proceso de sustitución de algunos factores productivos importados por insumos nacionales<sup>5</sup>. Estos desarrollos, junto con la mejoría de los mercados exteriores, contrarrestaron, al menos parcialmente, el ascenso de los precios del petróleo y la apreciación del euro a lo largo de 2017.

En este contexto, como muestra el gráfico 1, en 2017 se amplió el déficit comercial de bienes (de 0,3 pp, hasta el 1,9% del PIB), debido, principalmente, al incremento de la factura energética (en torno a 0,5 pp, hasta el 2,3% del PIB, según datos de Aduanas). Esta evolución contrarrestó la mejoría del superávit de servicios (0,2 pp, hasta el 4,8% del PIB) y la disminución de los pagos netos de rentas primarias y secundarias (0,1 pp, hasta el 1% del PIB). Por su parte, el superávit de la cuenta de capital se mantuvo prácticamente estable en el 0,2% del PIB.

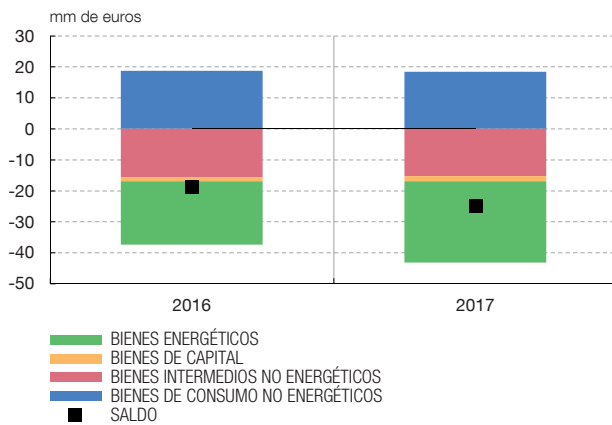
El deterioro de la balanza comercial reflejó básicamente el empeoramiento de la relación real de intercambio propiciada por el encarecimiento de las materias primas, en particular del petróleo, en la primera mitad del año. Adicionalmente, de acuerdo con los datos de Aduanas, el superávit no energético volvió a reducirse ligeramente (0,1 pp, hasta el 0,1% del PIB). Este descenso se debió al incremento de los déficits en bienes de equipo y a la disminución de las exportaciones netas de bienes de consumo, mientras que se corrigió parcialmente el déficit de bienes intermedios. Por áreas geográficas, el deterioro del déficit comercial se concentró en los países extracomunitarios, sobre todo en los países productores de petróleo, seguidos por las economías latinoamericanas. Estos desarrollos contrarrestaron el incremento del superávit frente a la UE (véase gráfico 2).

Las exportaciones de bienes en términos reales se incrementaron un 5% en 2017 (4,8% en 2016), según la información de la CNTR. Esta aceleración fue mucho más pronunciada según los datos de Aduanas, ya que las ventas reales al exterior crecieron un 8,2%, frente

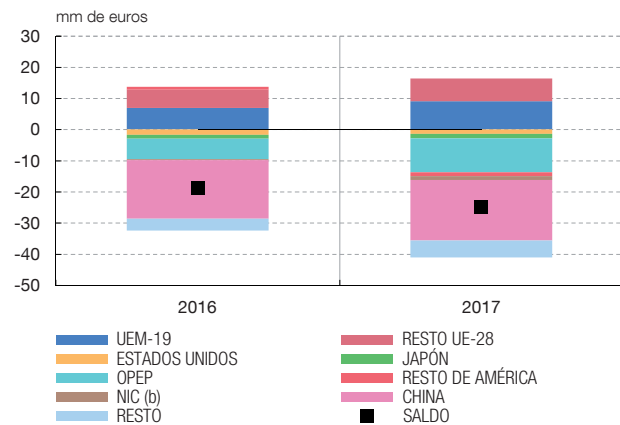
4 Un análisis detallado del papel de las ganancias de competitividad en la recuperación de la economía española se realiza en el capítulo 2, «Ajuste competitivo y recuperación de la economía española», del *Informe Anual, 2015*, del Banco de España.

5 Véanse el capítulo 3 del *Informe Anual, 2016*, del Banco de España, y el «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2017, Banco de España.

## 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.

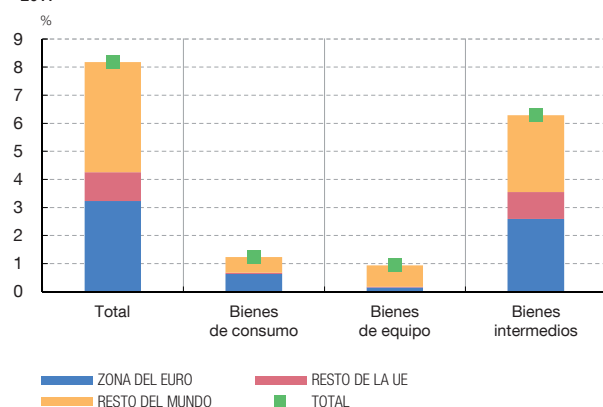
a Datos provisionales.

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

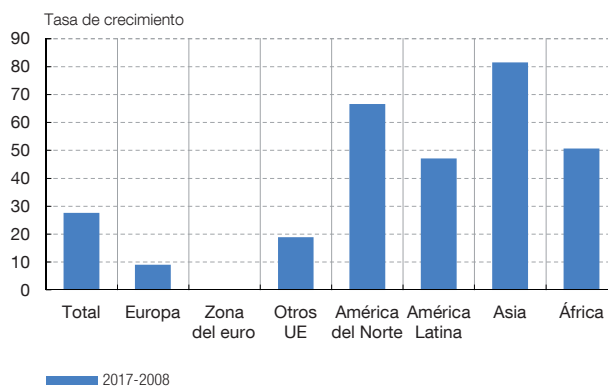
a un 3,5% en 2016. Por tipo de productos, el aumento de las exportaciones reales fue generalizado, con la excepción de los bienes de consumo duradero, después del dinamismo de los dos años precedentes. En 2017 destacó el avance de las ventas de bienes de equipo y, sobre todo, intermedios, en particular de los energéticos (véase gráfico 3). Por áreas geográficas, las exportaciones extracomunitarias crecieron de forma más pronunciada que las comunitarias (11,7% y 6,4%, respectivamente), pese a la apreciación del euro. Según la información desagregada por países, disponible en términos nominales, dentro de las extracomunitarias destacó el incremento de las exportaciones a China, Rusia y países asociados, y América Latina. En cuanto a las exportaciones hacia países de la UE, las destinadas a los principales países de la zona del euro mostraron un comportamiento dinámico generalizado. Por el contrario, las exportaciones dirigidas al Reino Unido disminuyeron moderadamente, lastradas por las caídas de las ventas de bienes de consumo, sobre todo de automóviles, mientras que el resto de partidas se comportó de forma similar a las exportaciones al conjunto de la UE.

El crecimiento de las exportaciones de bienes tuvo lugar en un entorno de repunte del comercio internacional, favorecido, en especial en la segunda mitad del año, por la fortaleza del área del euro y de otras economías avanzadas. El avance de las exportaciones españolas fue más intenso que el experimentado por el comercio mundial, lo que permitió que España continuase ampliando su cuota de participación en los mercados internacionales. En este contexto, en 2017 prosiguió la trayectoria de ampliación del número de empresas exportadoras, incluidas las que exportan regularmente. Concretamente, en 2017 el número de empresas exportadoras aumentó un 8,6%, según los datos del ICEX, después de la atonía mostrada en el período 2015-2016. Por su parte, el ritmo de avance del número de exportadores estables (definidos como aquellos que exportan de manera consecutiva en los últimos cuatro años) se moderó en 2017, al aumentar un 1,6%, si bien fue prácticamente generalizado por áreas geográficas. Con este dato, el incremento en el número de exportadores estables acumulado desde 2008 ascendió al 27,5%, al tiempo que se profundizó en su diversificación geográfica, ya que los aumentos más acusados correspondieron a las empresas que exportan a áreas extracomunitarias, en especial a América y a Asia (véase gráfico 3). En cuanto a la evolución de la competitividad-precio, a pesar de la contención de los costes laborales unitarios relativos, en 2017 hubo una

1 CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES REALES  
Por área geográfica y por producto  
2017



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.

pérdida de competitividad frente a nuestros competidores, por la apreciación del euro y el diferencial positivo de precios (véase gráfico 4).

Las importaciones de bienes también aceleraron su tasa de crecimiento en 2017 según la CNTR (5 %, frente al 1,3% en 2016). Este perfil es similar al mostrado por los datos de Aduanas, según los cuales el ritmo de avance de las compras reales pasó del 2,8 % registrado en 2016 al 5,5 %. Este incremento se apoyó en las compras al resto del mundo de bienes de equipo y, principalmente, de productos intermedios, en especial energéticos. Por otro lado, en 2017 se desaceleraron las importaciones de bienes de consumo, a pesar de que las compras de bienes duraderos crecieron con algo más de intensidad que en el año anterior. El repunte de las importaciones reflejó, al menos parcialmente, la composición del crecimiento de la demanda final, sesgada hacia rúbricas con mayor contenido importador, como las exportaciones y la inversión en bienes de equipo. En cualquier caso, la elasticidad observada de las importaciones a la demanda final se situó por debajo de su promedio histórico, en consonancia con la evidencia microeconómica que apunta a la existencia de indicios de un incipiente proceso de sustitución de ciertos insumos intermedios importados por producción nacional<sup>6</sup>.

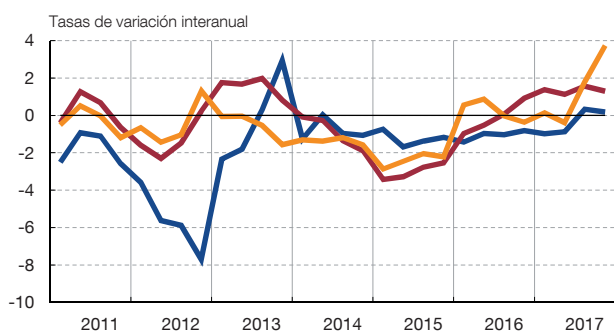
El superávit de la balanza de servicios se amplió 0,2 pp en 2017, hasta el 4,8 % del PIB (véase gráfico 1), en un contexto de crecimiento de los ingresos y de los pagos, que se apoyó, en ambos casos, en el dinamismo de los correspondientes a los servicios turísticos (10,1 % y 12,4 %, respectivamente). El saldo positivo de turismo ascendió al 3,5 % del PIB (0,2 pp más que en 2016). Por su parte, las exportaciones netas de servicios no turísticos aumentaron ligeramente su peso en el PIB, hasta el 1,3 %, en un contexto de moderación del ritmo de avance tanto de los ingresos como de los pagos.

La fortaleza de los ingresos turísticos se apoyó en la mejora de la situación económica en los países del área del euro y en el aumento del peso de los turistas procedentes de regiones cuyo gasto medio diario es más elevado, a lo cual contribuyeron las mejoras de calidad de los servicios proporcionados<sup>7</sup>. Adicionalmente, en 2017 no se observó un impacto negativo

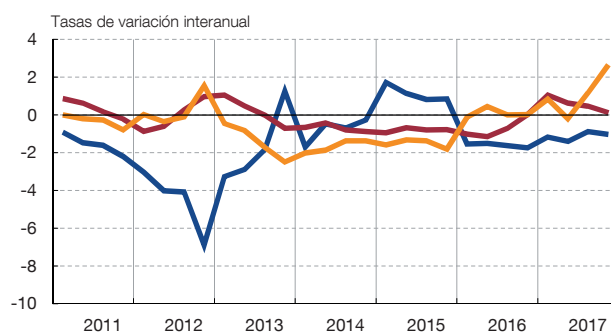
<sup>6</sup> Véase el capítulo 3 del *Informe Anual, 2016*, del Banco de España.

<sup>7</sup> Véase el recuadro 7, "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 FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



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



— COSTES LABORALES UNITARIOS — PRECIOS DE CONSUMO — PRECIOS DE EXPORTACIÓN

FUENTE: Banco de España.

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

relevante de la depreciación de la libra sobre las llegadas de turistas británicos<sup>8</sup>. Con todo, a partir del tramo final del año ha podido observarse un cierto debilitamiento de las exportaciones turísticas, posiblemente vinculado a la situación en Cataluña y a la incipiente recuperación de destinos competidores del arco mediterráneo, después de varios años en los que los riesgos geopolíticos en esta área provocaron la redistribución de flujos turísticos hacia España. A pesar de ello, durante el pasado año se habría prolongado el avance observado en 2016 de la cuota de participación de las exportaciones españolas de servicios turísticos en los mercados internacionales. Por su parte, el dinamismo de los pagos por turismo va en paralelo a la fortaleza del consumo privado.

Los ingresos de otros servicios moderaron su ritmo de crecimiento en 2017, condicionados por el modesto incremento de los correspondientes a los otros servicios empresariales, después de la fuerte expansión registrada por esta rúbrica en los últimos años, vinculada, en buena medida, a la realización de proyectos de ingeniería, particularmente en países asiáticos<sup>9</sup>. El crecimiento registrado en 2017 se apoyó, fundamentalmente, en el incremento de los ingresos de los servicios de telecomunicaciones, informáticos y de información, uso de la propiedad intelectual y 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 Norteamérica, mientras que disminuyeron las dirigidas a los mercados asiáticos. Según los resultados de la Encuesta de Comercio Internacional de Servicios (ECIS) correspondientes al cuarto trimestre de 2017, hay indicios de que durante el pasado año no se habría perdido cuota de participación de las exportaciones españolas de servicios no turísticos en los mercados internacionales. En cuanto a las importaciones de servicios no turísticos, las rúbricas que más contribuyeron al incremento registrado en 2017 fueron las de servicios de transporte y, especialmente, las de otros servicios empresariales (véase gráfico 5).

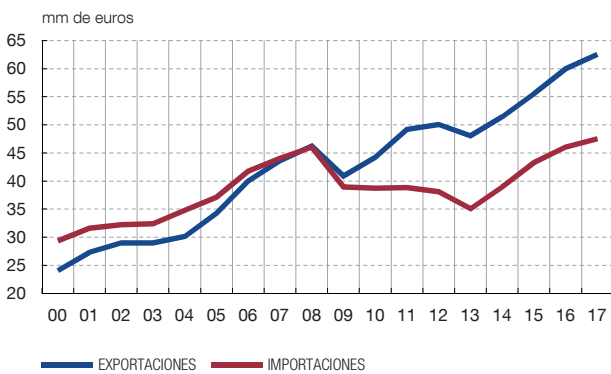
La balanza de rentas primarias<sup>10</sup> se mantuvo, en 2017, en una posición prácticamente equilibrada (véase gráfico 6). El déficit de rentas de inversión continuó en niveles reducidos,

8 Véase el recuadro 3, "Evolución reciente del comercio de bienes y servicios turísticos con el Reino Unido", del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 2/2017, Banco de España.

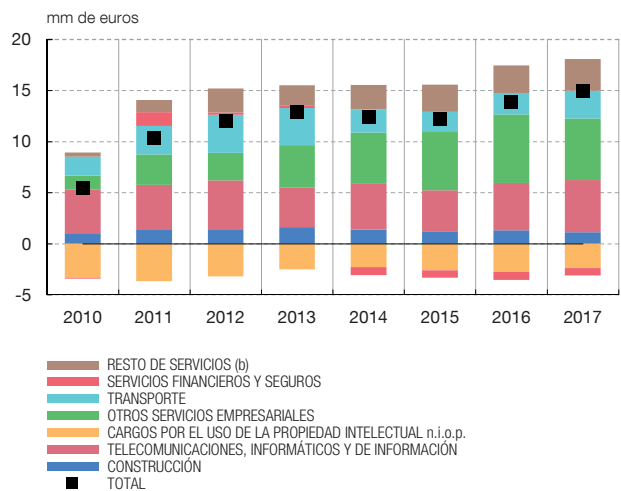
9 Véase el recuadro 7, "Las exportaciones netas de servicios no turísticos en España desde 2008", del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2018, Banco de España.

10 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.

1 INTERCAMBIOS COMERCIALES (a)



2 SALDOS (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.

similares a los del año anterior (0,5 % del PIB), en un contexto en el que los tipos de interés siguieron siendo muy bajos. La composición del saldo de rentas de inversión por categorías funcionales no experimentó cambios reseñables, de tal modo que España mantiene un déficit de rentas de la inversión de cartera (valores negociables) y de la otra inversión (fundamentalmente, préstamos y depósitos), que se compensa parcialmente con los ingresos netos originados por la inversión exterior directa.

El déficit de la balanza de rentas secundarias, que recoge el grueso de las transferencias corrientes, disminuyó 0,1 pp, hasta el 1 % del PIB, debido a que los ingresos avanzaron con mayor dinamismo que los pagos, cuya ralentización reflejó, principalmente, la reducción de los pagos a la UE (véase cuadro 1).

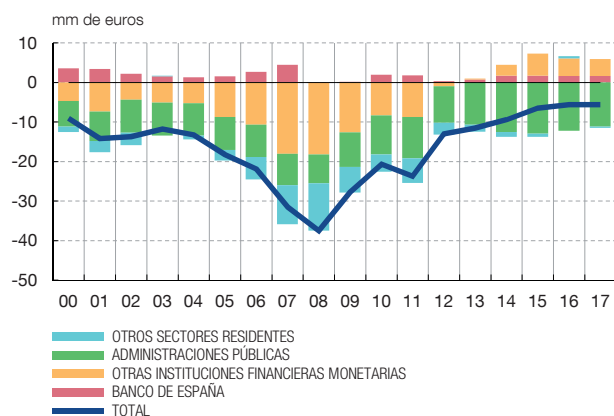
El superávit de la balanza de capital, cuya evolución viene determinada fundamentalmente por las transferencias de capital con la UE, también se mantuvo prácticamente estable, alrededor del 0,2 pp del PIB (véase gráfico 1).

**3 Las transacciones financieras con el resto del mundo**

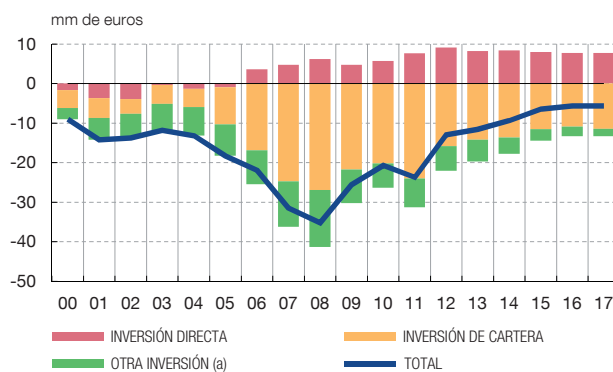
En 2017, las transacciones financieras netas de la economía española con el resto del mundo, excluyendo el Banco de España<sup>11</sup>, volvieron a arrojar un saldo acreedor por tercer año consecutivo, que alcanzó los 54,4 mm de euros (lo que equivale a 4,7 % del PIB (véanse gráfico 7.1 y cuadro 2). Ello fue resultado de un incremento en la tenencia de activos internacionales por parte de los residentes (11 % del PIB) superior al aumento de los pasivos emitidos por estos en manos de los inversores extranjeros (6,2 % del PIB) y de unas operaciones vinculadas con derivados financieros que presentaron un flujo neto negativo

11 Desde el inicio de la Unión Económica y Monetaria, en 1999, 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, véase la nota estadística del Banco de España «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».

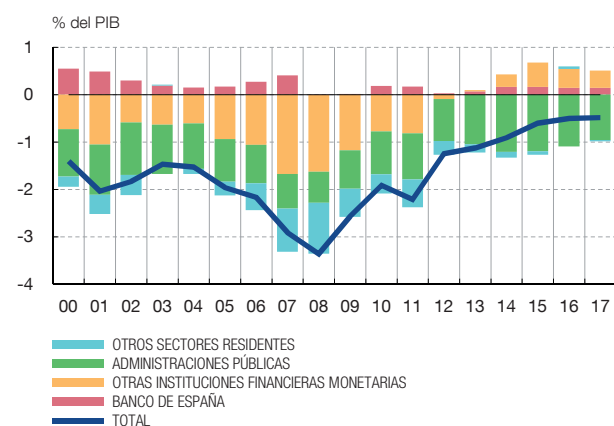
1 SALDOS POR SECTORES



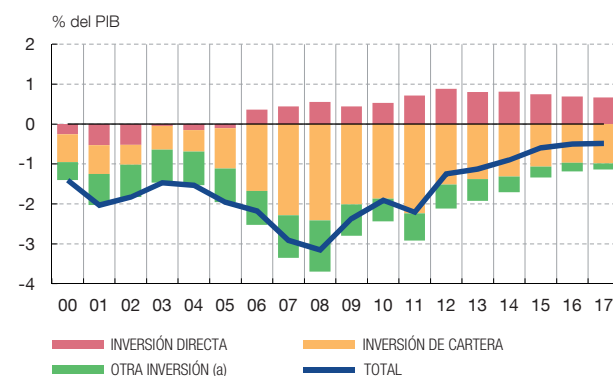
2 SALDOS POR CATEGORÍAS FUNCIONALES



3 SALDOS POR SECTORES



4 SALDOS POR CATEGORÍAS FUNCIONALES



FUENTE: Banco de España.

a Incluye las rentas derivadas de las reservas.

(-0,2 % del PIB). El signo positivo de la cuenta financiera, sin incluir el Banco de España, ha seguido estando condicionado tanto por la capacidad de financiación de la nación (2,1 % del PIB), particularmente la del sector privado, como, aunque en menor medida que en años anteriores, por el programa de compras de activos del Eurosistema<sup>12</sup>. Este último factor habría contribuido a que las transacciones financieras netas con el exterior del Banco de España presentasen de nuevo un saldo deudor (2,7 % del PIB), si bien inferior al de los años 2015 y 2016. Este comportamiento del saldo de la cuenta financiera atribuible al Banco de España no fue uniforme a lo largo de 2017, ya que en el primer trimestre del año pasado presentó un importe negativo (-43 mm), que no fue compensado por el saldo acreedor en el resto del ejercicio (11,4 mm). Esto apuntaría a que, conforme transcurría el año, una menor proporción de la liquidez generada en España por la política monetaria del Eurosistema se ha ido canalizando hacia el exterior. Esta evolución se ha reflejado también en un incremento notable de las reservas bancarias que las entidades de depósito españolas tienen en el Banco de España<sup>13</sup> y en que el saldo deudor de la economía española en

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

13 Los datos sobre las reservas mantenidas por las entidades de crédito en el Banco de España se publican en el indicador 8.1.b de los indicadores económicos del Banco de España. Están disponibles en <https://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/e0801.pdf>.



**FLUJOS CON LA UNIÓN EUROPEA**  
Millones de euros

CUADRO 1

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Ingresos</b>	<b>11.645</b>	<b>12.308</b>	<b>12.754</b>	<b>13.542</b>	<b>12.518</b>	<b>11.636</b>	<b>12.151</b>	<b>9.451</b>	<b>9.357</b>
Renta primaria (a)	6.596	6.231	5.990	6.049	5.553	5.478	4.597	5.955	5.769
Renta secundaria Transferencias (b)	1.125	676	1.747	1.623	1.251	1.193	525	1.022	1.237
Transferencias de capital (c)	3.924	5.401	5.017	5.869	5.713	4.965	7.029	2.474	2.352
<b>Pagos</b>	<b>11.430</b>	<b>10.390</b>	<b>11.768</b>	<b>11.331</b>	<b>12.089</b>	<b>11.415</b>	<b>11.977</b>	<b>13.128</b>	<b>11.261</b>
Renta primaria (d)	1.336	1.544	1.560	1.447	1.324	1.514	2.459	2.611	2.599
Renta secundaria Transferencias	10.095	8.846	10.208	9.884	10.765	9.901	9.518	10.518	8.662
<b>Saldo</b>	<b>214</b>	<b>1.918</b>	<b>986</b>	<b>2.210</b>	<b>429</b>	<b>221</b>	<b>174</b>	<b>-3.678</b>	<b>-1.903</b>

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.

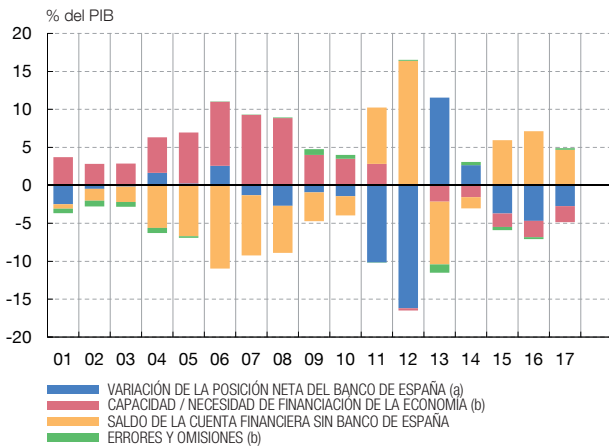
- a En la terminología de la BP, la rúbrica correspondiente es la de Otra renta primaria, que recoge impuestos sobre la producción y la importación y las subvenciones (FEAGA y otros).  
b Incluye cooperación internacional corriente (Fondo Social Europeo y otros) y recursos IVA y RNB.  
c Comprende el 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.

TARGET2<sup>14</sup> (el sistema de pagos interbancarios en euros de la UE) se haya elevado de forma más moderada en comparación con los dos ejercicios anteriores.

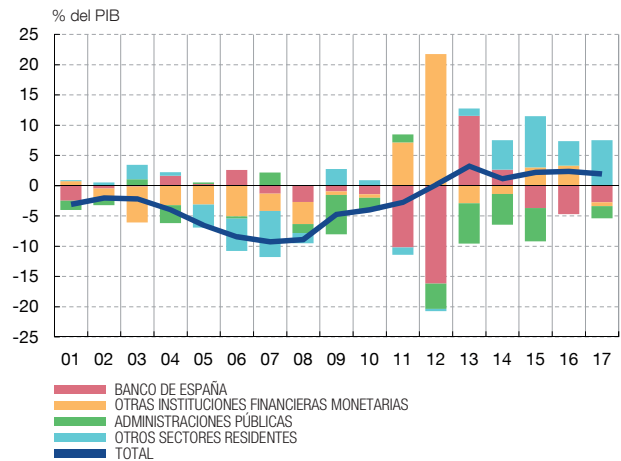
El lado de los activos de la cuenta financiera de la BP de la economía española muestra que la inversión neta de los agentes residentes (excluido el Banco de España) en el resto del mundo volvió a ser positiva en 2017 (por un importe de 128,3 mm, equivalente al 11 % del PIB), como viene ocurriendo desde 2014, y superior a la registrada en el año previo (cuando representó el 7 % del PIB) (véanse gráfico 7.3 y cuadro 2). El desglose por categoría funcional señala que el importe neto de las transacciones financieras fueron positivas en todas las rúbricas, siendo el asociado a la inversión en cartera el más cuantioso (los fondos canalizados por esta vía ascendieron al 6,9 % del PIB, 4,6 pp más que en 2016), seguido del de la inversión directa (2,1 % del PIB, frente al 4,1 % del año anterior) y del de la otra inversión (2 % del PIB, 1,4 pp más que en el ejercicio previo). Por sectores institucionales, el notable incremento de la inversión en cartera fue resultado de las adquisiciones netas realizadas principalmente por los otros sectores residentes (OSR, 6,2 % del PIB), particularmente las sociedades financieras no monetarias (4,7 % del PIB), que las materializaron en participaciones en fondos de inversión y, en menor medida, en la compra de títulos de deuda a largo plazo. En la rúbrica de inversión directa, el volumen neto de las transacciones fue significativamente inferior al de los tres años previos (2,1 % del PIB, 2 pp menos que en 2016). No obstante, esta evolución estuvo muy condicionada por operaciones puntuales de reestructuración de algunos grupos corporativos, que afectaron tanto a los activos como a los pasivos. Esta contracción no se observa, en cambio, en la información de la inversión directa de acuerdo con el principio direccional, ya que estas operaciones, por su propia naturaleza, se cancelan al afectar tanto a los activos como a los pasivos (véase recuadro 1). Finalmente, la otra inversión se canalizó fundamentalmente a través de las otras instituciones financieras monetarias (OIFM, 1,4 % del PIB), destinándose a préstamos (0,8 % del PIB), tanto a corto como a largo plazo, y a depósitos (0,5 % del PIB).

14 El saldo en TARGET2 de España se puede encontrar en el indicador 8.1.b de los indicadores económicos del Banco de España y para el resto de países de la UEM está disponible en <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004859>.

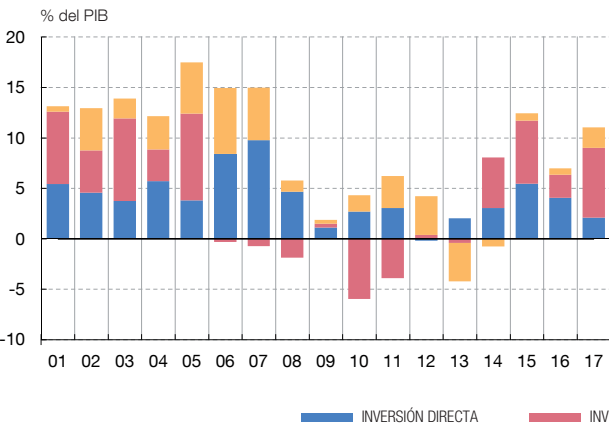
1 BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL Y TRANSACCIONES FINANCIERAS CON EL EXTERIOR



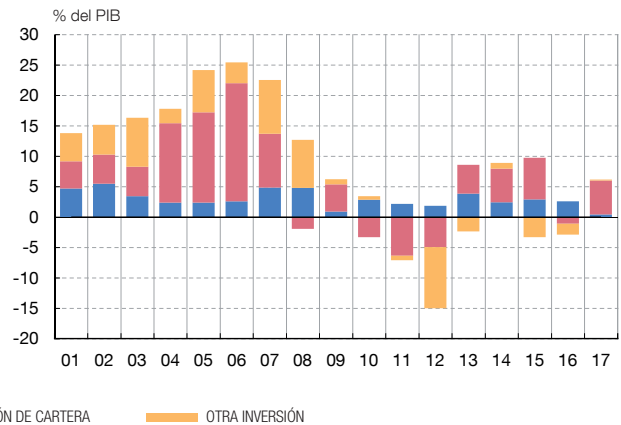
2 TRANSACCIONES FINANCIERAS NETAS (VNA - VNP) DESGLOSE POR SECTOR INSTITUCIONAL



3 VARIACIÓN NETA DE ACTIVOS (VNA) (c)



4 VARIACIÓN NETA DE PASIVOS (VNP) (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 Excluidos el Banco de España y los derivados financieros.

Por su parte, el volumen neto asociado a las operaciones pasivas de los agentes residentes con el exterior, excluyendo el Banco de España, pasó a ser positivo en 2017 (71,9 mm, un 6,2 % del PIB), tras el importe ligeramente negativo del año anterior (-0,3 % del PIB), volviendo así a la pauta registrada en el período 2013-2015 (véanse gráfico 7.4 y cuadro 2). Si bien las adquisiciones netas de activos nacionales por parte de los inversores internacionales fueron positivas en todas las rúbricas, el grueso de estas se materializó en forma de inversión en cartera (que ascendió al 5,5 % del PIB, frente a la caída del 1,1 % en 2016). Dentro de esta partida, la mayor parte de compras netas por el resto del mundo tuvo como destino las acciones de las OIFM y los títulos de renta fija a largo plazo emitidos por las AAPP y por las OIFM. La fuerte entrada de capitales en estos últimos instrumentos estuvo influida, en el caso de las AAPP, por sus elevadas necesidades de financiación, en un contexto en el que disminuyó el importe adquirido de estos activos por parte del Banco de España (dentro del programa de compras del Eurosistema). Para las entidades de crédito, el entorno actual de condiciones favorables de mercado y las exigencias de capital de Basilea III las ha llevado a realizar emisiones de bonos convertibles (instrumento híbrido que supone un valor participativo en el capital) y subordinados (títulos de deuda a largo plazo), ya que ambos computan como capital regulatorio, habiéndose captado una parte

## DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS

CUADRO 2

% del PIB

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Saldo de la cuenta financiera (VNA – VNP) (a)	-2,5	7,4	16,4	-8,3	-1,5	5,9	7,1	4,7
Variación neta de activos frente al exterior (VNA) (a) (b)	-1,6	2,3	4,0	-2,2	7,3	12,4	7,0	11,0
Inversión directa	2,7	3,0	-0,2	2,0	3,0	5,4	4,1	2,1
Instituciones financieras monetarias	-0,6	1,6	0,0	0,0	0,8	1,1	0,6	0,5
Otros sectores residentes	3,3	1,4	-0,2	2,0	2,2	4,4	3,5	1,6
Inversión de cartera	-6,0	-3,9	0,4	-0,4	5,0	6,3	2,3	6,9
Administraciones Públicas	-0,6	-0,1	-0,5	-0,3	-0,4	-0,3	0,0	0,0
Instituciones financieras monetarias	-3,2	-0,7	2,1	-0,7	0,6	-0,1	-0,1	0,7
Otros sectores residentes	-2,2	-3,1	-1,3	0,5	4,8	6,7	2,4	6,2
Otra inversión (b)	1,6	3,2	3,8	-3,8	-0,8	0,7	0,6	2,0
Administraciones Públicas	0,3	0,6	1,9	0,9	0,5	-0,1	-0,1	0,1
Instituciones financieras monetarias	0,8	1,6	1,5	-5,1	-0,8	0,9	0,5	1,4
Otros sectores residentes	0,6	0,9	0,5	0,4	-0,4	-0,1	0,3	0,6
Variación neta de pasivos frente al exterior (VNP) (a) (b)	0,1	-4,9	-13,2	6,2	8,9	6,4	-0,3	6,2
Inversión directa	2,8	2,2	1,8	3,8	2,4	2,9	2,6	0,4
Instituciones financieras monetarias	0,2	0,2	0,3	0,1	0,1	0,0	0,2	-0,1
Otros sectores residentes	2,6	2,0	1,6	3,7	2,3	2,9	2,4	0,5
Inversión de cartera	-3,3	-6,4	-5,0	4,7	5,5	6,9	-1,1	5,5
Administraciones Públicas	1,3	-1,0	0,3	6,6	4,7	5,9	0,0	2,5
Instituciones financieras monetarias	-2,0	-3,1	-3,9	0,0	1,2	1,3	-0,8	3,0
Otros sectores residentes	-2,7	-2,3	-1,3	-1,8	-0,4	-0,3	-0,3	0,1
Otra inversión (b)	0,6	-0,8	-10,1	-2,4	0,9	-3,3	-1,8	0,2
Administraciones Públicas	0,5	0,2	5,3	0,7	0,5	-0,8	-0,2	-0,4
Instituciones financieras monetarias	-0,7	-1,8	-14,5	-3,0	0,6	-2,4	-1,7	0,2
Otros sectores residentes	0,8	0,8	-0,9	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,4
Derivados financieros (c)	-0,8	0,2	-0,8	0,1	0,1	-0,1	-0,2	-0,2
Variación de la posición neta exterior del Banco de España (d)	-1,5	-10,2	-16,2	11,5	2,6	-3,7	-4,7	-2,7
Activos de reserva	0,1	0,9	0,2	0,1	0,4	0,5	0,7	0,3
Posición neta frente al Eurosistema	-0,9	-11,6	-14,9	13,3	4,5	-4,7	-5,3	-2,7
Otros activos netos	-0,6	0,4	-1,6	-1,9	-2,3	0,5	-0,1	-0,4
Errores y omisiones (e)	-0,5	0,0	-0,1	1,1	-0,4	0,4	0,2	-0,2
Pro memoria								
Saldo de la cuenta financiera, incluyendo el Banco de España	-4,0	-2,8	0,2	3,2	1,2	2,2	2,4	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.

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.

de estos fondos en el resto del mundo. Resulta destacable que la inversión en cartera del resto del mundo destinada a este último sector institucional registró el pasado año el valor más elevado desde 2007 (3% del PIB). En la rúbrica de la inversión directa, las adquisiciones netas realizadas por los agentes no residentes fueron, en cambio, de un cuantía muy inferior a la de 2016 (0,4% del PIB en 2017, frente al 2,6% alcanzado un año antes), siendo

el importe más reducido, tanto en términos absolutos como en relación con el PIB, desde el inicio de esta serie en 1993. Como se ha comentado anteriormente, esta evolución estuvo muy condicionada por algunas operaciones de reestructuración de ciertos grupos corporativos. La inversión del exterior en España, de acuerdo con el principio direccional, que no se vio influida por estas operaciones al afectar tanto a los activos como a los pasivos, presentó un descenso muy leve (véase recuadro 1). Por último, la otra inversión del resto del mundo en España fue ligeramente positiva (0,2 % del PIB), a diferencia de lo ocurrido en 2016, cuando fue negativa (-1,8 % del PIB), siendo el destino principal de estos fondos los OSR (0,4 % del PIB) y materializándose fundamentalmente en instrumentos de largo plazo distintos de los préstamos.

Por sectores institucionales, el signo asociado al saldo de la cuenta financiera (la diferencia entre los activos y los pasivos, sin tener en cuenta los derivados financieros) fue positivo para los otros sectores residentes (7,5 % del PIB) y negativo para las AAPP (-2 % del PIB), lo que está en línea con la capacidad de financiación que presentan los primeros y la necesidad de financiación de las segundas (véase gráfico 7.2). Por su parte, las otras instituciones financieras monetarias captaron fondos del exterior en términos netos durante el 2017, a diferencia de lo ocurrido en el año previo, aunque por una cuantía moderada (0,6 % del PIB).

#### 4 La Posición de Inversión Internacional y la deuda externa bruta

En 2017, el saldo deudor de la PII neta de la economía española frente al resto del mundo aumentó en 7,6 mm de euros, hasta los 940,4 mm, con respecto al cierre de 2016. En términos del PIB, en cambio, su peso volvió a reducirse (en 2,6 pp, hasta el 80,8 %), gracias al avance del producto (véanse cuadro 3 y gráfico 8.1). La caída acumulada desde el nivel máximo alcanzado en 2014 es de 17 pp. El incremento del saldo deudor de la PII neta se produjo a pesar del importe positivo asociado a las transacciones financieras netas —de 22,5 mm de euros—, en línea con la capacidad de financiación que presentó la nación, ya que este fue más que compensado por la cuantía neta negativa de -30,1 mm de euros— ligada a los otros flujos, que son el resultado de cambios en la valoración de los activos y pasivos frente a no residentes debidos a los movimientos en sus precios y en los tipos de cambio, así como de otras variaciones en los volúmenes<sup>15</sup>.

La contribución de los otros flujos al aumento del saldo deudor de la PII neta de la economía española fue fundamentalmente el resultado de un descenso del valor de los activos superior a la disminución del de los pasivos (véanse gráficos 8.2 a 8.4). El descenso de valor de los activos y pasivos fue consecuencia principalmente de la apreciación del euro, que redujo el valor de los instrumentos denominados en moneda extranjera, efecto que solo se vio compensado parcialmente por el aumento del precio de los instrumentos financieros. El impacto negativo del tipo de cambio fue mucho más moderado sobre las inversiones realizadas por los no residentes en nuestro país, ya que la proporción de pasivos denominados en divisa extranjera es sustancialmente inferior a la correspondiente a los activos. Respecto a las revalorizaciones ligadas a movimientos en los precios, el aumento de las cotizaciones bursátiles observado durante 2017 se reflejó en un incremento del valor de las participaciones en capital y fondos de inversión, que fue superior en los activos respecto de los pasivos, mientras que los instrumentos de deuda mostraron depreciaciones que fueron más acusadas en el caso de los pasivos.

<sup>15</sup> Las otras variaciones en volumen son cualquier cambio en el valor de los activos y pasivos que no se debe ni a transacciones ni a revalorizaciones. Se incluyen aquí las variaciones debidas a condonaciones y cancelaciones contables, apariciones y desapariciones económicas de activos, reclasificaciones y las debidas a cambios en la residencia de los agentes. En la práctica, este componente puede recoger también discrepancias estadísticas entre la PII y la BP que se derivan del distinto momento de incorporación de la información.

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

CUADRO 3

Miles de millones de euros

	2016				2017				Posición al final del período
	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)	
<b>POSICIÓN NETA TOTAL (ACTIVOS – PASIVOS)</b>	<b>-932,8</b>	<b>-7,6</b>	<b>22,5</b>	<b>-30,1</b>	<b>-28,6</b>	<b>23,6</b>	<b>-52,1</b>	<b>-1,5</b>	<b>-940,4</b>
<i>En términos del PIB (%)</i>	<i>-83,4</i>	<i>2,6</i>							<i>-80,8</i>
Excluido el Banco de España	-768,2	30,0	54,4	-24,4	-22,9	24,5	-47,5	-1,5	-738,2
Inversión directa	-23,9	-15,4	19,3	-34,7	-35,0	4,3	-39,3	0,3	-39,3
Inversión de cartera	-570,2	29,0	16,0	13,0	14,5	20,3	-5,9	-1,4	-541,2
Otra inversión (b)	-167,9	17,9	21,2	-3,3	-2,9	-0,6	-2,4	-0,4	-149,9
Derivados financieros	-6,2	-1,5	-2,1	0,6	0,5	0,5	0,0	0,1	-7,7
Banco de España	-164,6	-37,6	-31,9	-5,6	-5,7	-1,0	-4,7	0,0	-202,2
Reservas	59,9	-2,8	3,7	-6,4	-6,4	-1,5	-4,9	0,0	57,1
Posición neta del Banco de España frente al Eurosistema	-225,0	-31,3	-31,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-256,2
Otros	0,4	-3,5	-4,3	0,8	0,8	0,8	0,0	0,0	-3,1
Activos, excluido el Banco de España (c)	1.454,7	91,8	128,3	-36,5	-32,2	30,8	-63,0	-4,3	1.546,5
Inversión directa	650,1	-3,0	24,2	-27,2	-25,6	18,0	-43,6	-1,5	647,2
Inversión de cartera	464,6	82,6	80,5	2,1	2,8	13,3	-10,5	-0,7	547,2
Otra inversión	339,9	12,2	23,6	-11,5	-9,4	-0,6	-8,9	-2,0	352,1
Pasivos, excluido el Banco de España (c)	2.216,7	60,3	71,9	-11,6	-8,8	6,7	-15,5	-2,7	2.277,0
Inversión directa	674,1	12,5	5,0	7,5	9,3	13,7	-4,4	-1,8	686,5
Inversión de cartera	1.034,8	53,6	64,6	-10,9	-11,6	-7,0	-4,6	0,7	1.088,4
Otra inversión	507,8	-5,8	2,4	-8,1	-6,5	0,0	-6,5	-1,6	502,0
Pro memoria									
Deuda externa bruta	1.864,6	53,5							1.918,1
<i>En términos del PIB (%)</i>	<i>166,7</i>	<i>-1,9</i>							<i>164,8</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) y otros cambios en volumen (que comprenden, entre otros, condonaciones, cancelaciones unilaterales de préstamos o reclasificaciones y discrepancias estadísticas entre la PII y la cuenta financiera de la BP).

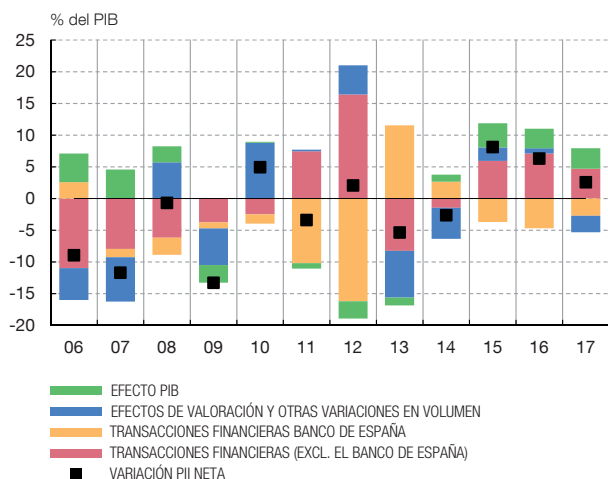
b Incluye, principalmente, préstamos, repos y depósitos.

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.

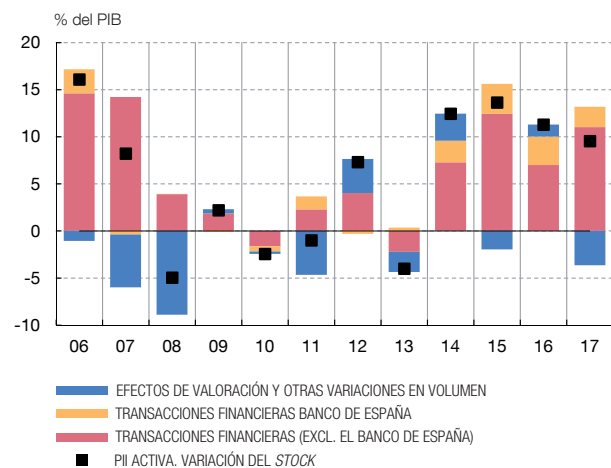
El desglose sectorial muestra una evolución heterogénea. Así, la posición acreedora neta con el exterior de las instituciones financieras no monetarias volvió a aumentar, y de forma destacada (en 7,4 pp, hasta el 19,4 % del PIB). La posición deudora neta de las AAPP se redujo ligeramente con respecto al PIB (en 0,8 pp, hasta el 43,5 %), si bien, en términos absolutos, sus pasivos netos se incrementaron<sup>16</sup> (véase gráfico 8.5). Y las posiciones deudoras del resto de los sectores registraron un incremento, tanto en valores absolutos como en términos de PIB. En particular, la de las OIFM aumentó en 1,9 pp, hasta el 12,7 % del PIB, mientras que la del sector privado no financiero lo hizo en 1 pp, hasta el 26,7 %. De igual

<sup>16</sup> En términos absolutos, el saldo deudor neto de las Administraciones Públicas experimentó un aumento de 10,9 mm de euros.

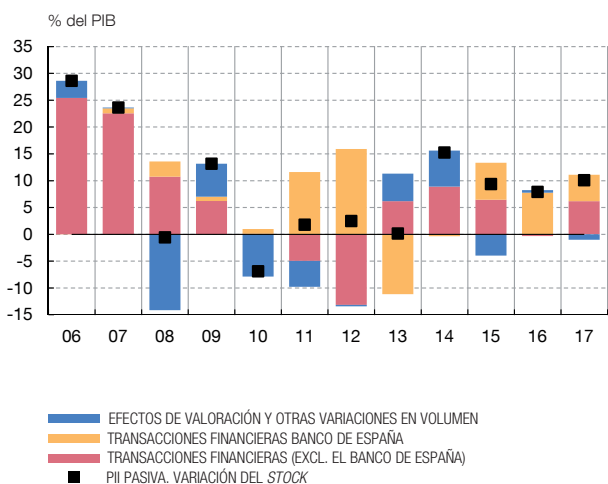
1 COMPONENTES DE LA VARIACIÓN DE LA PII NETA (a)



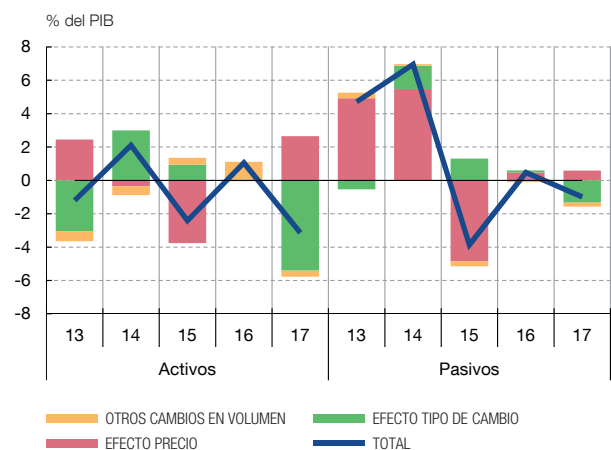
2 COMPONENTES DE LA VARIACIÓN DE LOS ACTIVOS EXTERIORES (b)



3 COMPONENTES DE LA VARIACIÓN DE LOS PASIVOS EXTERIORES (b)



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



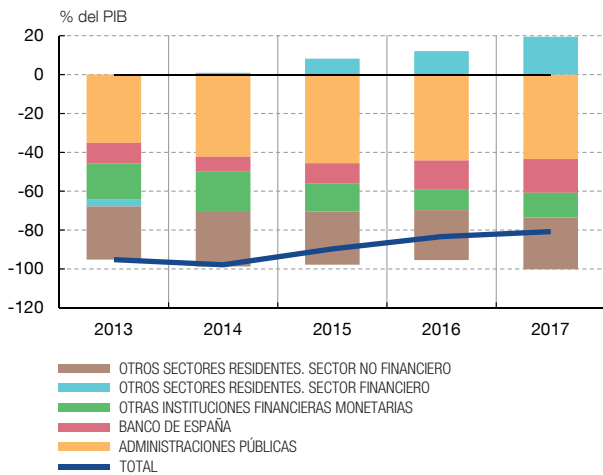
FUENTE: Banco de España.

- 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.

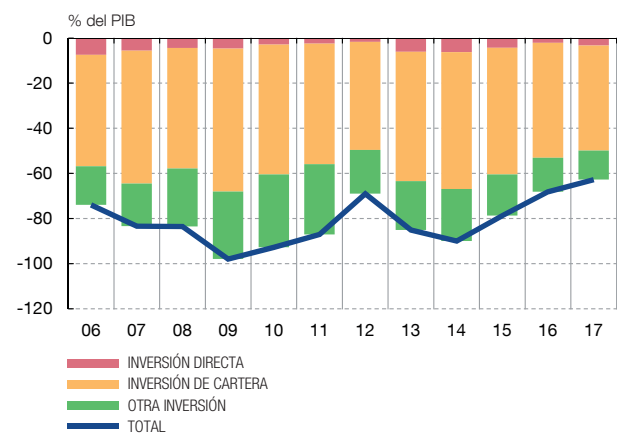
modo, la posición deudora neta del Banco de España se incrementó en 2,7 pp, hasta el 17,4% del PIB. Excluyendo el Banco de España, el saldo deudor de la PII neta habría disminuido tanto en relación con el PIB (en 5,2 pp, hasta el 63,4%) como en términos absolutos (en 30 mm de euros, hasta 738,2 mm).

En relación con el desglose por categorías funcionales, excluyendo el Banco de España, se observa un descenso con respecto al año previo de los saldos deudores netos en las rúbricas de la inversión en cartera y de la otra inversión, mientras que el saldo deudor neto asociado a la inversión directa se incrementó (véase gráfico 8.6). La posición deudora en la inversión en cartera sigue siendo la más elevada (46,5% del PIB), mientras que en la inversión directa es la más reducida (3,5% del PIB). Por instrumentos, las posiciones deudoras netas en forma de efectivo y depósitos, deuda y préstamos disminuyeron, al tiempo que también se redujeron las posiciones acreedoras netas materializadas en renta variable.

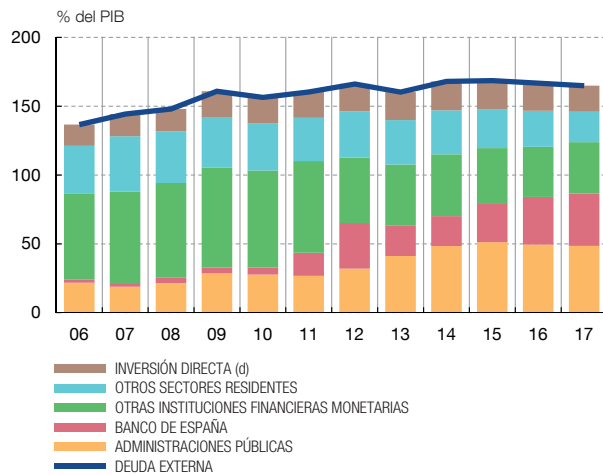
5 PII NETA (a). DESGLOSE POR SECTOR INSTITUCIONAL



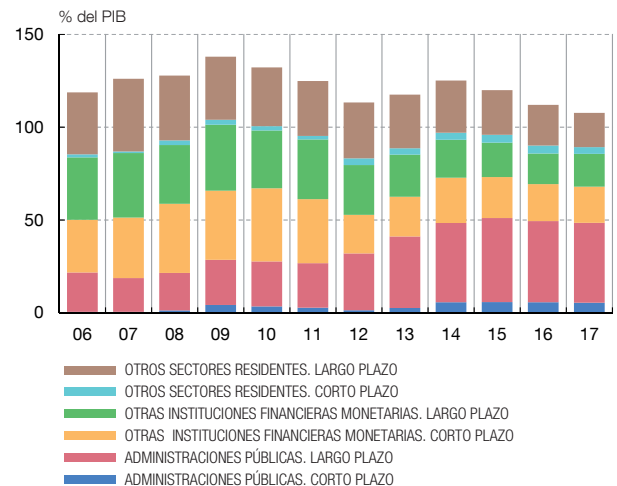
6 PII NETA (a) (b). DESGLOSE POR CATEGORÍAS FUNCIONALES



7 DEUDA EXTERNA BRUTA (c). DESGLOSE POR SECTORES



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



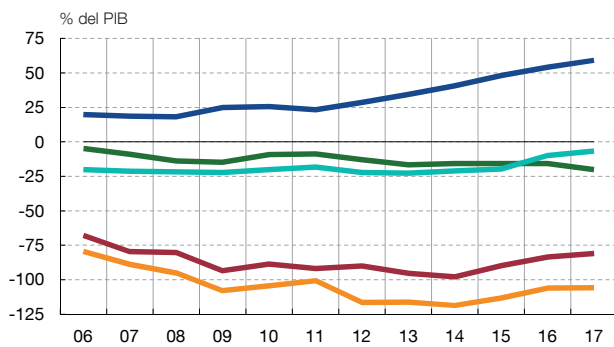
FUENTE: Banco de España.

- 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 el Banco de España y la posición neta en derivados.
- c 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 y los derivados financieros).
- d Incluye solo inversión directa en la forma de deuda.
- e Excluyendo el Banco de España y la inversión directa en forma de deuda.

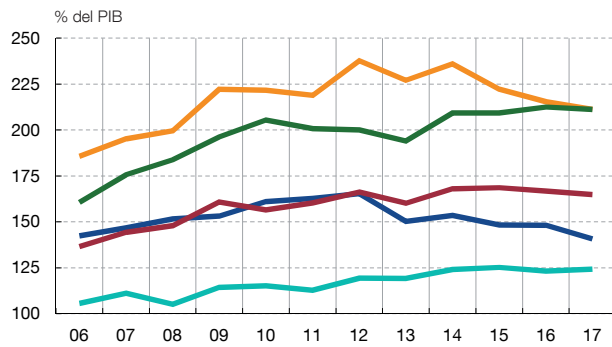
A pesar del descenso en los últimos años de la posición deudora neta de la economía española frente al resto del mundo, en términos del PIB, su nivel sigue siendo alto tanto desde una perspectiva temporal como en comparación con otros países (véase gráfico 9.1). Ello supone un elemento de vulnerabilidad frente a potenciales perturbaciones adversas, especialmente de aquellas que se traduzcan en un endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados internacionales. La reconducción de dicha posición hacia niveles moderados requerirá del mantenimiento de superávits de la balanza por cuenta corriente durante un período prolongado.

Para valorar mejor el grado de vulnerabilidad asociada a la posición internacional de la economía española, resulta útil complementar la información de la PII con otros indicadores,

1 PII NETA (a)



2 DEUDA EXTERNA BRUTA (b)



— ALEMANIA — PORTUGAL — FRANCIA — ITALIA — ESPAÑA

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 y los derivados financieros).

como el volumen de la deuda externa bruta (que incluye únicamente los pasivos que generan obligaciones de pago, que en España suponen alrededor del 70 % del total)<sup>17</sup>. En 2017, la deuda externa bruta se incrementó en 53,5 mm de euros, si bien en relación con el PIB se contrajo en 1,9 pp, hasta el 164,8 %, gracias al avance nominal del producto. Este nivel se sitúa 3,7 pp por debajo del máximo alcanzado en 2015. La comparación internacional muestra que 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 9.2).

El desglose sectorial evidencia que la deuda externa bruta de los otros sectores residentes se redujo tanto en términos de PIB (en 4,2 pp, hasta el 22,1 %) como en términos absolutos, mientras que el aumento de la de las Administraciones Públicas fue inferior al avance del producto, por lo que en relación con el PIB disminuyó ligeramente, hasta el 48,5 % (véase gráfico 8.7)<sup>18</sup>. Por su parte, el sector de las otras instituciones financieras monetarias distintas del Banco de España registró un pequeño aumento, hasta el 37,2 %, mientras que la deuda externa bruta atribuible al Banco de España se incrementó en 3,5 pp, hasta el 38,2 % del PIB.

Por otra parte, los datos relativos a la composición de la deuda externa bruta siguen evidenciando el predominio de los instrumentos que tienen vencimiento a largo plazo, que normalmente conllevan menores riesgos de refinanciación (véase gráfico 8.8). Concretamente, si se excluyen los pasivos del Banco de España y la inversión directa<sup>19</sup>, el peso de los emitidos a largo plazo era, a finales de 2017, del 73,6 % (ligeramente por encima — un 0,4 pp más — del registro de un año antes), de los cuales casi el 45 % se corresponde con títulos de renta fija emitidos por las AAPP.

4.5.2018.

17 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 de principal, por intereses o por ambos (todos los instrumentos financieros, excepto las participaciones en el capital y los derivados financieros).

18 Excluyendo la inversión directa en forma de instrumentos de deuda.

19 Esta categoría funcional comprende inversión de naturaleza más estable. Por tanto, en el detalle por instrumento financiero de la deuda externa, la inversión directa no se desglosa por plazo.



## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2018). *Informe Anual, 2017*, de próxima publicación.
- (2017). *Informe Anual, 2016*.
  - (2016). *Informe Anual, 2015*.
  - (2016). *La Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional en 2015*.
  - (2018). «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2018.
  - (2017). «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 2/2017.
  - (2017). «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2017.
  - (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.

Como se comenta en el texto principal del artículo, el pasado año se produjo una contracción acusada de los activos y pasivos de la inversión extranjera directa (IED) que estuvo vinculada con algunas operaciones de reestructuración corporativa de varios grupos empresariales. Para valorar mejor la evolución de estos flujos en 2017 es necesario recurrir a la información basada en el denominado «principio direccional».

Siguiendo las recomendaciones de la OCDE y del FMI, las estadísticas sobre la IED que elabora el Banco de España se presentan bajo dos enfoques analíticos alternativos: el de activos/pasivos y el del principio direccional. En el cuerpo central de este artículo, dado que se dedica a la evolución de la Balanza de Pagos (BP) y de la Posición de Inversión Internacional (PII) y sus componentes, se analizan los datos de inversión directa calculados con el primer enfoque, que clasifica las operaciones en función de si la inversión se relaciona con un activo o con un pasivo de la economía de referencia. Esta presentación facilita el análisis de la BP y de la PII, al seguir el mismo principio que el resto de categorías funcionales y permite, por tanto, desglosar la evolución de los activos y pasivos totales en sus distintos componentes. Además, esta presentación permite relacionar mejor la información proporcionada por la BP y la PII con la de otras estadísticas macroeconómicas, siendo consistente con la presentación de los datos en las cuentas nacionales financieras y rentas relacionadas.

En algunas ocasiones, como ha ocurrido el pasado año, la evolución de los activos y pasivos de la IED está muy influida por determinadas reorganizaciones empresariales que afectan a los activos y a los pasivos de un mismo grupo empresarial, sin que de estos movimientos se puedan extraer implicaciones ni sobre la motivación de los cambios en la inversión ni sobre sus consecuencias económicas sobre el país analizado (por ejemplo, cancelaciones bilaterales de deuda activa y pasiva entre una matriz no residente y su filial residente que pueden tener lugar en el contexto de estas operaciones).

En estos casos, resulta especialmente relevante analizar la información de acuerdo con el principio direccional<sup>1</sup>. Bajo esta aproximación, los flujos y posiciones de IED se organizan de acuerdo con la dirección de la inversión para la economía de referencia, distinguiéndose entre: i) *inversión directa de la economía en el exterior*, concepto que agrupa las operaciones netas (activos menos pasivos) entre empresas de un mismo grupo cuando su matriz es residente, y ii) *la inversión directa del exterior en la economía*, que recoge los pasivos netos (pasivos menos activos) entre las empresas de un grupo cuando su matriz es no residente<sup>2</sup>. La presentación de la IED según el principio direccional resulta de mayor utilidad que la que clasifica por activos y pasivos cuando se quiere poner el foco en el análisis de la

IED en particular, en su naturaleza y motivación, y en los desgloses por países o por actividades económicas emisores o receptores de los fondos. El esquema 1 recoge de forma gráfica la correspondencia entre los dos enfoques.

Según se observa en el gráfico 1, el volumen de las transacciones de inversión directa de España en el resto del mundo, según el principio direccional, alcanzó en 2017 los 36,2 mm, importe algo superior al registrado en el ejercicio previo (34,4 mm). Como en años anteriores, estas operaciones fueron realizadas fundamentalmente por el sector privado no financiero (28,4 mm, frente a los 23,2 mm de 2016), mientras que el montante de las que llevó a cabo el sector financiero monetario y no monetario también fue positivo pero mucho menor (6,5 mm y 1,3 mm, respectivamente). Por zonas geográficas, el destino de estos fondos fue principalmente a países europeos fuera de la Eurozona (19,1 mm, de los que 15,9 mm fueron al Reino Unido (véase gráfico 3), seguido de Norteamérica (6,7 mm) y la UEM (6,6 mm, fundamentalmente Francia e Irlanda). Esta distribución fue diferente a la de años previos, ya que desde 2013 —el primer año disponible con la actual metodología<sup>3</sup>—, Latinoamérica había sido el principal destino de la inversión española, seguido de Norteamérica y del resto de Europa, mientras que, hasta el pasado ejercicio, España venía desinvirtiendo en la UEM.

El desglose por actividad económica muestra que el sector financiero y de seguros volvió a ser el que más invirtió en el exterior, por valor de 12,2 mm, cifra algo inferior a la registrada en los años previos (véase gráfico 5). Después del sector financiero, las inversiones más cuantiosas las realizaron la rama de la industria manufacturera y suministros (12 mm, cifra muy superior a la registrada el año previo, 0,4 mm), la de transportes y telecomunicaciones (4,6 mm) y el comercio y la hostelería (4,2 mm).

Por su parte, el gráfico 1 muestra que, en 2017, el importe de las transacciones de IED en España (16,9 mm) estuvo en línea con el de los últimos años, aunque fue ligeramente inferior al de 2016 (17,8 mm). El desglose por sector de destino evidencia, como en años anteriores, que el grueso de estos fondos se canalizó hacia las sociedades no financieras (18,4 mm, cifra algo superior a la registrada el año anterior, 16,8 mm), siendo nula la inversión destinada a otras instituciones financieras monetarias (a diferencia de 2016, cuando entraron 1,6 mm en estas sociedades) y produciéndose desinversiones en las empresas financieras no monetarias (1,4 mm, superiores a las que tuvieron lugar en 2016, 0,6 mm). En cuanto a la procedencia de estos fondos internacionales<sup>4</sup>, la inmensa mayoría provino, como

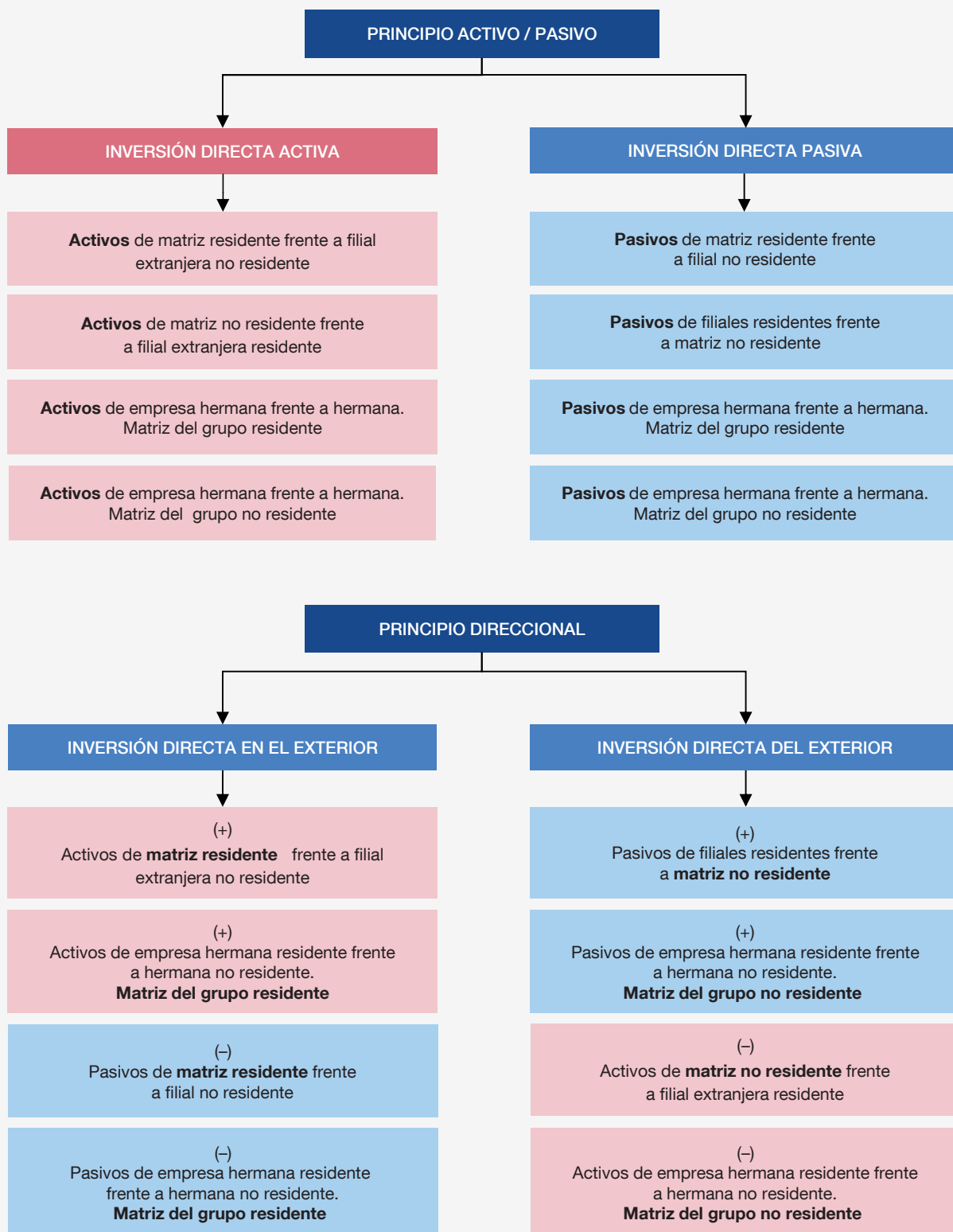
1 El Banco de España publica trimestralmente los datos de transacciones y posición de inversión directa según el principio direccional en los cuadros 17.40 y 17.41 del *Boletín Estadístico*.

2 Estos activos y pasivos que se dan entre empresas del grupo pueden tener tres tipos de relación: matriz-filial, filial-matriz o empresas hermanas (dos filiales de un mismo grupo). Para más detalles, véase la nota metodológica general de Balanza de Pagos y Posición de Inversión de España en la [página de Estadísticas del sector exterior del sitio web del Banco de España](#).

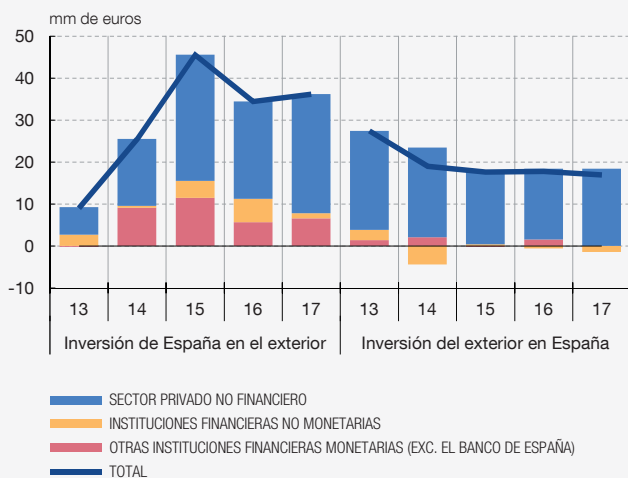
3 Los datos publicados según la anterior metodología están en las monografías de *La Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional de España* publicadas por el Departamento de Estadística hasta 2014 y en las publicaciones de inversión directa de los organismos internacionales.

4 Nótese que el detalle geográfico de la inversión extranjera en España se realiza atendiendo al país inmediato y no al país último. Países como Países Bajos y Luxemburgo podrían bajar su peso atendiendo al país último originario de la inversión. Para detalles sobre el país último, puede consultarse la estadística primaria del registro de inversiones del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad. Esta estadística es más rica en detalles que la realizada en el marco de la BP/PII, aunque tiene diferencias metodológicas y de calendario con esta.

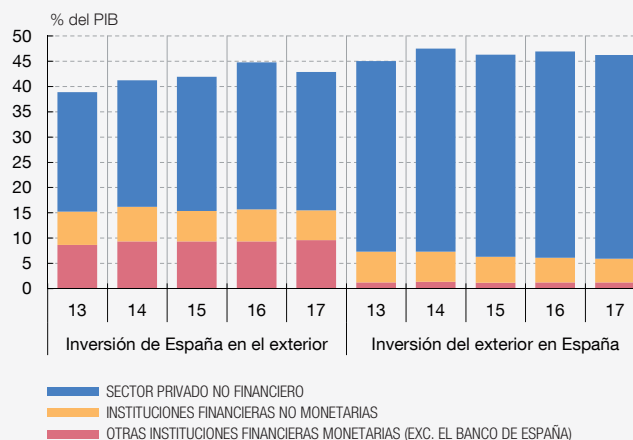
Esquema 1  
CORRESPONDENCIA ENTRE PRINCIPIO ACTIVO/PASIVO Y EL PRINCIPIO DIRECCIONAL



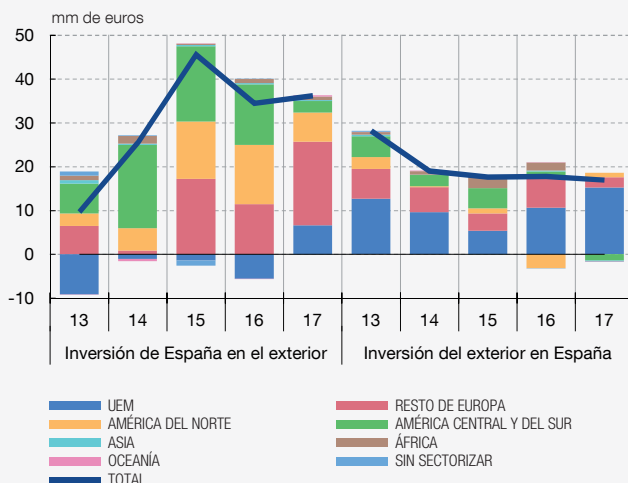
**Gráfico 1**  
INVERSIÓN DIRECTA. TRANSACCIONES. DESGLOSE POR SECTOR INSTITUCIONAL



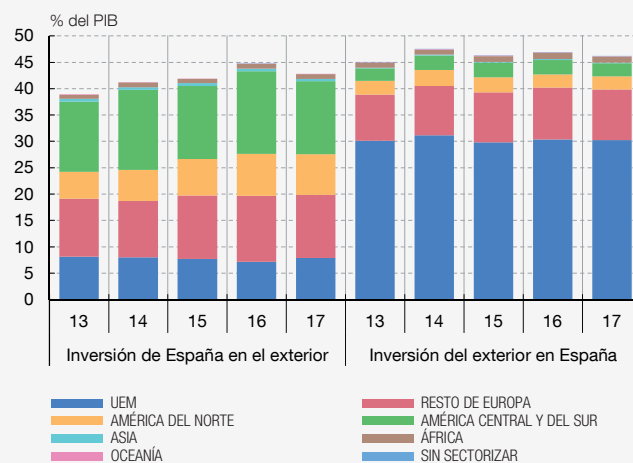
**Gráfico 2**  
INVERSIÓN DIRECTA. POSICIÓN. DESGLOSE POR SECTOR INSTITUCIONAL



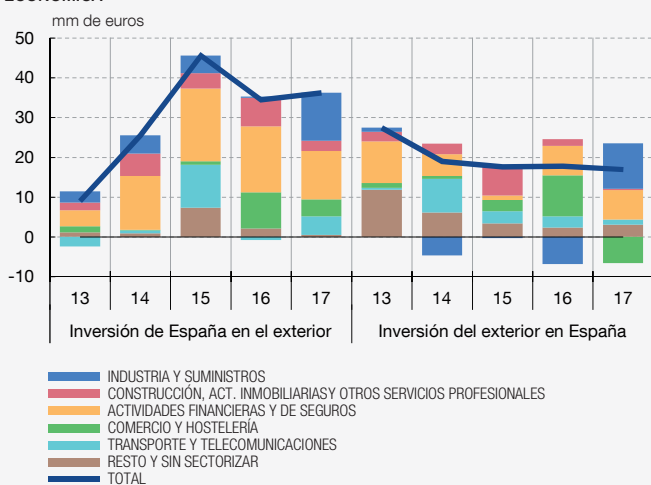
**Gráfico 3**  
INVERSIÓN DIRECTA. TRANSACCIONES. DESGLOSE POR ZONA GEOGRÁFICA



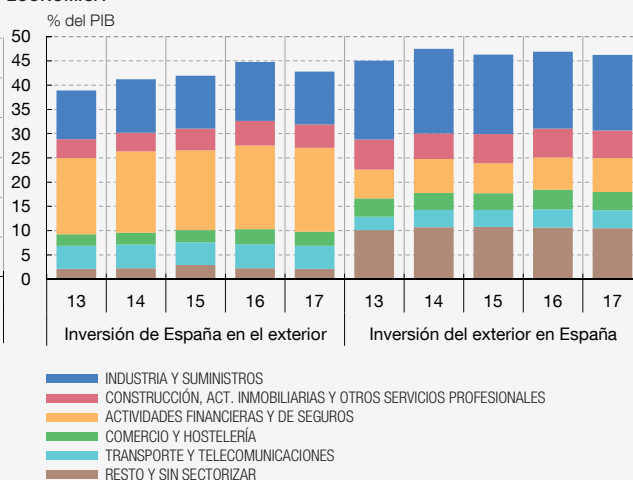
**Gráfico 4**  
INVERSIÓN DIRECTA. POSICIÓN. DESGLOSE POR ZONA GEOGRÁFICA



**Gráfico 5**  
INVERSIÓN DIRECTA. TRANSACCIONES. DESGLOSE POR SECTOR DE ACTIVIDAD ECONÓMICA



**Gráfico 6**  
INVERSIÓN DIRECTA. POSICIÓN. DESGLOSE POR SECTOR DE ACTIVIDAD ECONÓMICA



FUENTE: Banco de España.

es habitual, de países de la UEM, aumentando su peso relativo (15,2 mm, frente al flujo de 10,6 mm registrado en 2016) (véase gráfico 3), destacando los flujos originados en Países Bajos (10,3 mm), Irlanda (5 mm), Alemania (3,7 mm) y Luxemburgo (2,4 mm). El resto de la inversión exterior vino de otras economías europeas (2,3 mm, frente a los 6,7 mm del ejercicio anterior), particularmente de Suiza (1,4 mm), siendo marginales las entradas del resto de áreas geográficas. Por actividad económica, en 2017 el principal destino fueron la industria y los suministros (11,5 mm) (véase gráfico 5), a diferencia de lo ocurrido en los años anteriores cuando los volúmenes captados por este sector fueron más reducidos o negativos. Tras esta rama se situaron las actividades financieras y de seguros (7,4 mm, importe prácticamente igual al del año anterior) y los sectores de transportes y telecomunicaciones (1,3 mm, algo menos de la mitad que en los últimos dos años).

A finales de 2017, el *stock* de inversión directa de España en el exterior suponía el 42,8% del PIB, 1,9 pp menos que un año antes (véase gráfico 2). La mayoría de esta inversión ha sido llevada a cabo por las sociedades no financieras (27,3% del PIB), seguido del sector financiero monetario (9,6% del PIB) y del no monetario (5,9% del PIB). Por desglose geográfico, en 2017 la posición de la inversión directa española en Latinoamérica alcanzó el 13,9% del PIB (principalmente, Brasil y México), el 11,9% la de Europa (excluyendo la eurozona), la de la UEM el 7,9% y la de América del Norte el 7,7% (véase gráfico 4).

Esta posición ha sido originada principalmente por el sector financiero y de seguros (que suponía el 17,3% del PIB al cierre de 2017) (véase gráfico 6), seguido de la rama de la industria y de los suministros (10,9% del PIB), la construcción, y los sectores de transporte y telecomunicaciones (que representaban el 4,8% del PIB cada uno). Por último, la posición de la inversión en el exterior del comercio y la hostelería era del 2,9% del PIB a finales de 2017.

En cuanto a la posición de la inversión directa del resto del mundo en España, esta suponía el 46,2% del PIB al cierre de 2017, 0,7 pp menos que el nivel registrado en el ejercicio anterior (véase gráfico 2). El destino de la mayor parte de este *stock* eran las sociedades no financieras (40,3% del PIB), seguido del sector financiero no monetario (4,7% del PIB) y monetario (1,2% del PIB). El grueso de estos fondos procedía, según criterio de país inmediato<sup>5</sup>, de la UEM (30,2% del PIB, principalmente de Países Bajos, Luxemburgo, Francia y Alemania), el resto de Europa (9,6% del PIB, fundamentalmente del Reino Unido y Suiza), mientras que Norteamérica y Latinoamérica representaban el 2,5% del PIB, en ambos casos (véase gráfico 4). Por sector de actividad, el destino principal era la industria manufacturera y los suministros, que suponían el 15,5% del PIB, mientras que las dirigidas al sector financiero y de seguros equivalían al 7% del PIB, y a la construcción, el 5,7% (véase gráfico 6).

<sup>5</sup> Véase la nota 4 al pie de página.