
La posición de inversión internacional de España en el período 1992-2002 (1)

1. INTRODUCCIÓN

Este artículo ha sido elaborado por Fernando López Vicente, del Departamento de Balanza de Pagos.

La Posición de Inversión Internacional (PII) es la estadística que recoge los saldos de los activos y pasivos financieros de los sectores residentes de una economía frente al resto del mundo. El Banco de España elabora la PII de España siguiendo la metodología contenida en el Quinto Manual de Balanza de Pagos del FMI, y publica, en su *Boletín estadístico*, series trimestrales, cuyo comienzo se sitúa en el cuarto trimestre de 1992. Una descripción detallada de la metodología se encuentra en la monografía anual de la Balanza de Pagos que publica el Banco de España.

Siendo la PII una estadística de creación relativamente reciente (hasta 1993, año en el que fue establecida por el FMI, no existía una metodología definida), se ha situado rápidamente entre las estadísticas macroeconómicas más relevantes. Los profundos procesos de internacionalización y globalización han intensificado de tal forma la interdependencia entre las economías de los distintos países que resulta crucial contar con instrumentos estadísticos que faciliten el estudio de los posibles canales de transmisión de *shocks* de unas economías a otras. En este sentido, por un lado, atendiendo a los activos y pasivos financieros totales frente al exterior de un país, la PII es un instrumento idóneo para cuantificar el grado de apertura financiera de los distintos países, y estudiar su evolución a lo largo del tiempo. Por otro lado, una vez medido el grado de exposición a perturbaciones económicas provenientes del exterior, el estudio más detallado de los distintos componentes de la PII permite tener una idea más clara sobre los posibles efectos de estas perturbaciones o, en términos más generales, sobre la estabilidad financiera de una economía.

Desde un punto de vista metodológico, la PII está estrechamente relacionada con otras estadísticas macroeconómicas. En primer lugar, con la balanza de pagos. El Quinto Manual del FMI define, para cada rúbrica de la cuenta financiera de la balanza de pagos, la correspondiente posición o *stock* en la PII. Para cada una de ellas, la diferencia entre la posición al principio y al final de un período se explica por las transacciones registradas en la rúbrica de la balanza de pagos, más las variaciones en los precios de los activos correspondientes, las variaciones

(1) El autor agradece a María Pérez Jurado y a Paula López Urruchi las sugerencias y comentarios realizados.

de los tipos de cambio de las monedas en que están denominados, y otros ajustes diversos. Entre las principales operaciones que no se reflejan en la balanza de pagos, pero sí dan lugar a variaciones en la PII, y que entran en la categoría de «otros ajustes», cabe mencionar las reclasificaciones de *stocks* de activos o pasivos financieros entre las diferentes rúbricas (por ejemplo, una inversión de cartera que pasa a considerarse inversión directa por incrementarse la participación por encima del 10%), o entre los distintos sectores institucionales (por ejemplo, porque una empresa pasa a considerarse parte de las Administraciones Públicas), y determinadas operaciones que el manual excluye explícitamente de la balanza de pagos, e incluye, en cambio, en el registro de la PII (por ejemplo, la exclusión del balance por un acreedor de una deuda impagada, sin que medie un acuerdo con el deudor).

En segundo lugar, y dada la relación directa entre la balanza de pagos y la PII, existe a su vez una estrecha vinculación entre la PII y el balance financiero del sector institucional resto del mundo de las cuentas financieras, ya que ambas estadísticas miden los mismos saldos de activos y pasivos financieros, aplicando la misma metodología, si bien utilizan una clasificación diferente. Esta relación es similar a la que existe entre la cuenta financiera de la balanza de pagos y la cuenta de las operaciones financieras del sector resto del mundo.

Por último, la estadística denominada Deuda Externa, en la práctica, no es más que una reagrupación de determinados componentes de la PII. Cabe resaltar que el FMI, en el contexto de las normas especiales para la divulgación de datos (NEDS, SDDS en la terminología inglesa), ha establecido, recientemente, que los países adheridos a dichas normas, entre los que se encuentra España, deberán comenzar a publicar la estadística de Deuda Externa, con carácter trimestral, en septiembre de 2003.

El objetivo de esta nota es describir la evolución de la PII de España en el período 1992-2002, identificando las características más importantes del proceso de apertura financiera de la economía española durante la última década, y comparando este proceso con el experimentado por las economías de otros países. Para ello se estudiará tanto la evolución de los activos y pasivos totales frente al exterior, como la de su composición por sectores e instrumentos. La nota se estructura en seis epígrafes: tras esta introducción, en el epígrafe 2 se describen los rasgos básicos de la evolución de la PII de España en la última década. En el tercer epígrafe se analiza la PII atendiendo a su compo-

sición sectorial, y en el cuarto, se recoge la evolución de cada uno de los instrumentos financieros en que se clasifican los activos y pasivos exteriores. El epígrafe 5 se centra en la comparación de la PII española con la de las principales economías de la OCDE. Por último, se incluye un epígrafe de conclusiones.

2. RASGOS BÁSICOS

En el año 1992, la posición neta deudora de los sectores residentes frente al resto del mundo ascendía a un 17,6% del PIB. En los años siguientes (véase gráfico 1), el saldo neto deudor de la PII se ha mantenido en niveles próximos al 20% del PIB, hasta alcanzar un valor equivalente al 24,6% del PIB en 2002. Esta evolución, relativamente estable, del saldo neto de la PII refleja el mantenimiento, en el promedio de la década, de saldos deficitarios de la balanza de pagos por cuenta corriente (en puridad, cuenta corriente más cuenta de capital, y los errores y omisiones atribuidos a la cuenta corriente), cuya magnitud se ha situado en torno al 20% del aumento del PIB de la economía (2). Este comportamiento de la posición neta total ha venido acompañado de un fuerte dinamismo registrado, tanto por los activos como por los pasivos exteriores, durante el período 1992-2002.

La década de los noventa, y principios de la actual, fue testigo de importantes cambios en la economía mundial. La profundización del proceso general de innovación, internacionalización y globalización en los mercados financieros trajo consigo una creciente interdependencia entre las distintas economías nacionales, impulsando la intensificación de los intercambios financieros a escala mundial. En Europa, estos procesos se vieron favorecidos por la aplicación de medidas de política económica relacionadas con el proceso de integración monetaria, tales

(2) Si el cociente entre la PII neta (PIIN) y el PIB fuese constante, ello querría decir que la tasa de crecimiento de ambas variables sería la misma:

$$\Delta \text{PIIN} / \text{PIIN} = \Delta \text{PIB} / \text{PIB};$$

reordenando los términos, y sustituyendo el valor del cociente PIIN / PIB = 0,2, obtenemos:

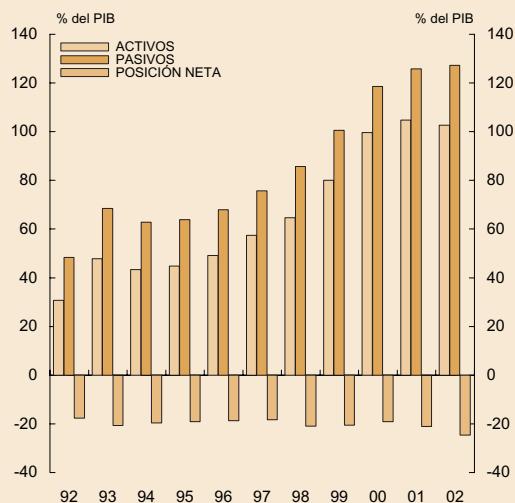
$$\Delta \text{PIIN} / \Delta \text{PIB} = \text{PIIN} / \text{PIB} - 0,2 \rightarrow \Delta \text{PIIN} = 0,2 \Delta \text{PIB}.$$

Como la variación de la PII neta es aproximadamente igual (excluyendo las variaciones en los activos y pasivos exteriores debidas a los efectos valoración) al saldo neto de las cuentas corrientes y de capital, más los errores y omisiones atribuidos a la cuenta corriente, nos queda la expresión:

$$\text{Saldo cuenta corriente} + \text{Saldo cuenta de capital} + \text{Errores y omisiones} = 0,2 \Delta \text{PIB}.$$

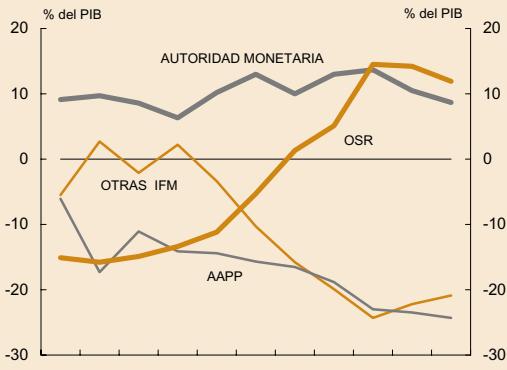
Adviértase, no obstante, que las variaciones de la PII inducidas por los mencionados efectos valoración han sido importantes en algunos años, por lo que las relaciones a las que se refiere este párrafo son aplicables al conjunto del período.

GRÁFICO 1

Activos y pasivos de España frente al resto del mundo y PII neta (activos - pasivos)


Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 2

PII neta por sectores residentes


Fuente: Banco de España.

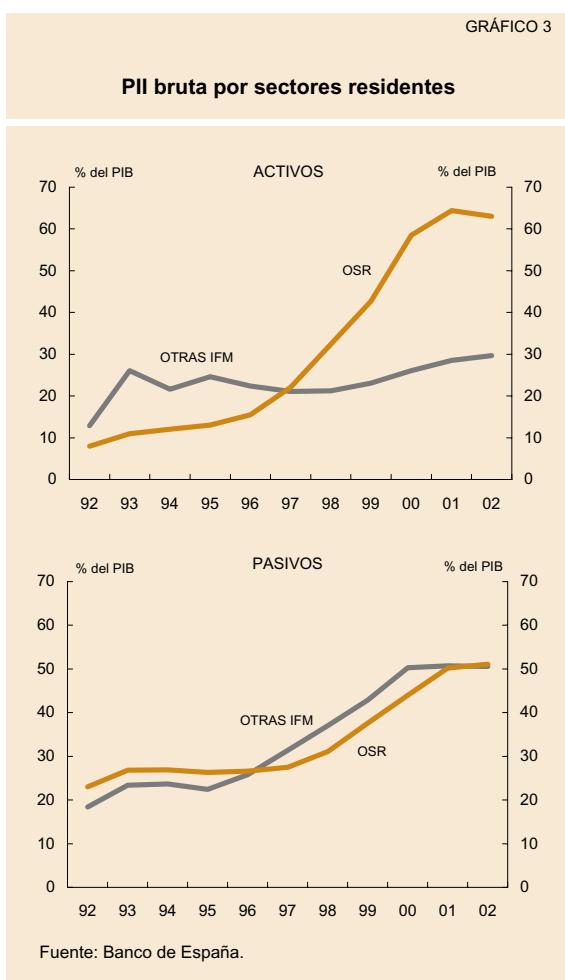
como: la flexibilización de las normas reguladoras de los mercados financieros domésticos; las reformas liberalizadoras de los movimientos de capitales; o los procesos de privatización de empresas públicas.

La economía española no permaneció ajena a esta dinámica, integrándose plenamente en el nuevo contexto internacional. La intensidad de este proceso se puede medir utilizando los datos de la PII. En este sentido, como puede observarse en el gráfico 1, la evolución de la apertura financiera de España fue espectacular en el período 1992-2002, en el que se refleja la gran expansión de los activos y pasivos exteriores de los sectores residentes, especialmente en la segunda mitad de la década. Las tenencias de activos exteriores se multiplicaron por tres, en porcentaje del PIB, en el período, pasando de representar un 30,8% del PIB en el año 1992, a un 102,7% en 2002. Este aumento de los activos fue consecuencia del intenso proceso de inversión en el exterior que caracterizó a la economía española en la década de los noventa. Al mismo tiempo, los sectores residentes tuvieron que financiar esta expansión de los activos exteriores mediante la importación de capitales, puesto que las operaciones no financieras de la economía generaron, en el conjunto del período, una necesidad de financiación adicional. De este modo, los pasivos contraídos frente a no residentes aumentaron también de forma muy significativa, desde un valor equivalente al 48,4% del PIB, hasta el 127,2% durante el período 1992-2002.

Conviene resaltar, sin embargo, que el proceso de apertura financiera de la economía española no tuvo la misma intensidad durante todo el período. Tras un moderado avance en la primera mitad de la década de los noventa, el crecimiento de los activos y pasivos exteriores fue especialmente relevante entre los años 1997-2000. Como se verá más adelante, este crecimiento estuvo motivado, al menos en parte, por la fuerte salida al exterior de las grandes empresas españolas, en un contexto internacional muy favorable, que coincidió con un aumento del grado de internacionalización de las economías de los principales países desarrollados, y con el proceso hacia la unificación monetaria europea. En los años 2001 y 2002, sin embargo, el crecimiento de los activos y de los pasivos exteriores se ralentizó, sobre todo el de los primeros, fruto de la delicada situación de la economía mundial.

3. COMPOSICIÓN SECTORIAL

El hecho de que un país mantenga, como es el caso de España, una posición neta deudora frente al resto del mundo, no implica, necesariamente, problemas de sostenibilidad, credibilidad, o vulnerabilidad. Para evaluar la estabilidad financiera de una economía, el análisis se debe centrar, entre otros, en aspectos tales como: cuáles son los sectores que están invirtiendo y tomando financiación en el exterior; en qué tipo de instrumentos financieros se materializan los saldos de activos y pasivos exteriores de dichos sectores; o cuál es su distribución geográfica. La estadística de la PII de España proporciona información detallada sobre su desglose por sectores institucionales e instrumentos, que se describen en este epígrafe y el siguiente.



3.1. Posición neta: activos menos pasivos

La composición por sectores de la PII neta se presenta en el gráfico 2. En él se observa que su característica más destacable en el período 1992-2002 fue la evolución divergente de la posición neta de los sectores privados no crediticios, denominados en la PII «otros sectores residentes» (OSR), y de las instituciones financieras monetarias, excluido el Banco de España (en adelante, IFM). Así, aunque ambos sectores partían de saldos netos deudores, los OSR experimentaron una clara evolución hacia posiciones netas acreedoras, mientras que las IFM incrementaron su posición neta deudora, financiando, junto con las Administraciones Públicas (AAPP), la salida neta de capitales al exterior de los OSR.

Concretamente, en el año 1992 la diferencia entre las tenencias de activos y pasivos exteriores se traducía en una posición neta deudora de los OSR del 15,1% del PIB. Las fuertes inversiones en el exterior de este sector, fundamentalmente en la segunda mitad de la década, provocaron que, en el año 1998, el valor de sus activos exteriores superara al de sus pasi-

vos en una cantidad equivalente al 1,3% del PIB. Este proceso continuó en años posteriores, de forma que la posición acreedora neta alcanzó un máximo, en el año 2000, del 14,5% del PIB, para disminuir ligeramente en los dos últimos años (en 2002, su valor fue de un 11,9% del PIB).

Tal como se comentó previamente, el comportamiento de las IFM fue contrario al de los OSR. En concreto, el sector de las IFM alternó posiciones netas deudoras y acreedoras de importancia relativa menor, durante la primera mitad de la década. No obstante, a partir de 1996, y coincidiendo con la fuerte expansión internacional de los activos de los OSR, las IFM registraron una posición neta deudora creciente, alcanzando un máximo (-24,3%) en el año 2000, para caer en los años siguientes, hasta un valor equivalente al -20,9% del PIB en 2002.

Al mismo tiempo, las AAPP registraron, en todo el período, una posición neta deudora que creció significativamente, desde el 6,1% del PIB en 1992, hasta el 24,3% en 2002. La financiación exterior obtenida por este sector contribuyó, así, junto a las IFM, al proceso general de financiación de la economía.

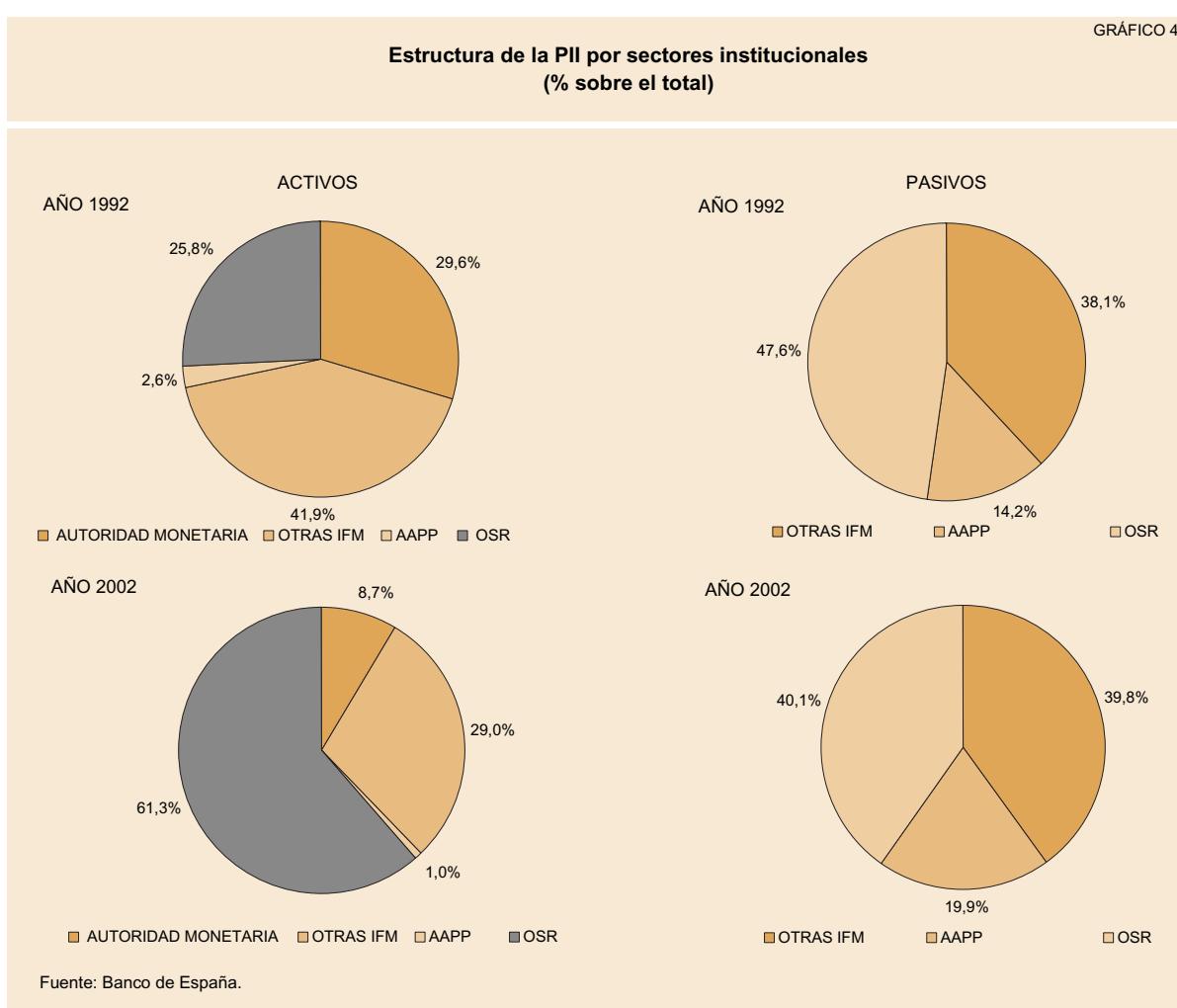
Finalmente, los activos exteriores de la Autoridad Monetaria, constituidos, fundamentalmente, por las reservas y, a partir de 1999, además por los activos frente al Eurosistema, cayeron en los primeros años de la década, pasando de un valor equivalente al 9,1% del PIB en 1992, al 6,3% en 1995. En los años siguientes, los activos exteriores de la Autoridad Monetaria se recuperaron, alcanzando un 13,7% del PIB en 2000, pero volvieron a caer en los dos últimos años, hasta el 8,7% en 2002.

3.2. Posiciones brutas: activos y pasivos

El gráfico 3 muestra las posiciones financieras brutas de los agentes residentes. El análisis de dichas posiciones se centra en los sectores de las IFM y en los OSR. En cuanto a las AAPP y a la Autoridad Monetaria, dado que solo son relevantes los saldos de pasivos, en el primer caso, y de activos, en el segundo, no tiene sentido repetir la descripción realizada a partir de las posiciones netas.

Por el lado de los *activos*, el sector que mostró un mayor incremento en el valor de sus saldos fue el de los OSR. En el período 1992-1996, la tenencia de activos exteriores de este sector creció moderadamente, desde un 8% del PIB, hasta un 15,5%. Este crecimiento se aceleró en los años siguientes,

GRÁFICO 4



hasta alcanzar un valor equivalente al 58,5% del PIB en 2000, para ralentizarse en el año 2001 (64,4%) y estancarse en 2002. Por su parte, los activos exteriores de las IFM registraron una tendencia ligeramente decreciente hasta el año 1997, con la excepción de un marcado repunte transitorio en 1993. Posteriormente, tuvieron un crecimiento moderado, pasando de representar un 21,2% del PIB en 1998, a un 29,7% en 2002. Al describir la evolución de los activos exteriores de las IFM resulta llamativo el moderado crecimiento registrado en el período 1992-2002, sobre todo si se tiene en cuenta que los grandes bancos residentes han estado entre las principales empresas españolas que han invertido en el exterior. Por ello, es necesario señalar que la mayoría de las inversiones en el capital de empresas no residentes realizadas por las empresas españolas (incluidas las entidades de crédito residentes) se realizan a través de empresas *holding*, constituidas expresamente para mantener la cartera de acciones de empresas extranjeras del grupo. Estas empresas *holding*, incluso las pertenecientes a entidades de crédito residentes, están sectorizadas como OSR en la estadística de la PII.

En cuanto a los *pasivos*, ambos sectores aumentaron sus posiciones deudoras frente a no residentes de forma importante, especialmente a partir del año 1997. Los pasivos exteriores de las IFM tuvieron una etapa de escaso crecimiento en la primera mitad de la década; después, pasaron del 25,8% del PIB, al 50,3% en el período 1996-2000, para estabilizarse en los años siguientes. Por su parte, los pasivos de los OSR tuvieron una evolución similar a los de las IFM: se mantuvieron en un intervalo comprendido entre el 23% y el 26% en la primera mitad de la década y, posteriormente, registraron un intenso crecimiento (su valor aumentó del 26,6% del PIB en 1996, al 50,2% en 2001), que se estancó en 2002.

3.3. Estructura de los activos y pasivos exteriores

Como consecuencia de la evolución descrita en los párrafos anteriores, la distribución del peso de los sectores residentes en el total de activos y pasivos exteriores varió en el período (véase gráfico 4), aunque de forma más signifi-

cativa por el lado de los activos que por el de los pasivos.

En el año 1992, las IFM tenían la mayor participación dentro del total de *activos exteriores* de la economía española (41,9%), seguidas por la Autoridad Monetaria (29,6%) y los OSR (25,8%). Sin embargo, el intenso crecimiento de los activos de los OSR, sobre todo a partir del año 1997, provocó una redistribución del peso de los distintos sectores a favor de los OSR y en detrimento de las IFM y de la Autoridad Monetaria. De esta forma, en el año 2002 los OSR mantenían el 61,3% del total de activos exteriores de la economía española, frente a un 29% las IFM y un 8,7% la Autoridad Monetaria.

Por lo que se refiere a los *pasivos exteriores*, en el año 1992 el sector con mayor peso en el total era el de los OSR (47,6% del total), mientras que las IFM representaban un 38,1% y las AAPP un 14,2%. A lo largo de la década de los noventa, los cambios en la distribución sectorial de estos pasivos fueron menores que los de los activos. Efectivamente, en el año 2002, los OSR habían perdido importancia relativa, pero sus pasivos seguían teniendo la mayor participación en el total (40,1%). Por su parte, los pasivos de las IFM y los de las AAPP representaban un 39,8% y un 19,9%, respectivamente.

4. COMPOSICIÓN POR INSTRUMENTOS

La descripción de la composición por instrumentos de la PII es clave para poder valorar la estabilidad financiera de una economía, ya que distintos tipos de inversiones financieras tienen características diferentes respecto al grado de permanencia, riesgo y liquidez, así como distintos efectos sobre las economías emisoras y receptoras del capital.

En la descripción de su evolución, en este epígrafe, se ha prescindido de los activos exteriores del Banco de España, ya que, en el caso de este sector, lo relevante no es tanto su diferenciación por los instrumentos en los que se materializan sus inversiones, cuya característica común es su alta liquidez y disponibilidad, sino la condición de autoridad monetaria de su titular, por lo que se remite a lo ya señalado en el epígrafe anterior.

4.1. Posición neta: activos menos pasivos

Como en el caso de la evolución por sectores, la relativa estabilidad de la posición deudora neta total de la economía española, en el período 1992-2002, no se observó en su des-

glose por instrumentos. Como muestra el gráfico 5, el hecho más destacable en dicho período fue la continua reducción de las posiciones netas deudoras de la inversión directa (que a partir de 2000 comenzó a registrar un saldo neto acreedor) y, en menor medida, de la de cartera, al mismo tiempo que se incrementó el saldo neto deudor de la llamada «otra inversión» (formada por préstamos, depósitos y repos, fundamentalmente).

En el año 1992, todos los instrumentos presentaban una posición neta deudora frente al resto del mundo. La posición de inversión directa registraba un saldo neto negativo del 11,9% del PIB, sumándose a los saldos, también negativos, de la inversión de cartera (-8,5%) y de la «otra inversión» (-6,3%). En los años siguientes, el valor de la posición neta en inversión directa se mantuvo relativamente estable, en torno a un -12% del PIB, hasta el año 1996. A partir de esa fecha, el saldo negativo de dicha posición neta se redujo drásticamente, y en el año 2000 la inversión directa registró ya una posición neta acreedora por un valor equivalente al 3,5% del PIB. Este proceso continuó, aunque con menor intensidad, en el año siguiente, para experimentar un descenso en 2002, y terminar el período con un saldo ligeramente negativo, del -0,2% del PIB. Por su parte, la posición neta en inversión de cartera estuvo marcada, en la mayor parte de la década de los noventa, por las inversiones de no residentes en valores emitidos por las AAPP, mientras que los saldos activos se mantuvieron en valores reducidos. De este modo, en el año 1997, el valor de la posición neta deudora en esta rubrica ascendía a un 18,9% del PIB. Con posterioridad, el intenso crecimiento del valor de los activos de cartera, a tasas muy superiores al de los pasivos, provocó una reducción de dicho saldo neto deudor, hasta alcanzar el 6,9% del PIB en 2002. Finalmente, el saldo neto de la otra inversión siguió una evolución irregular en el período 1992-1996, alternando ligeras posiciones netas deudoras y acreedoras. Sin embargo, a partir de 1996 registró un creciente saldo neto negativo, pasando del -3,3% del PIB en 1997, al -26,2% en 2002.

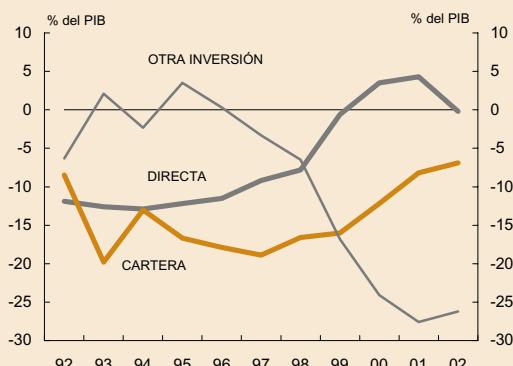
4.2. Posiciones brutas: activos y pasivos

A continuación se analizan por separado los saldos de activos y pasivos de inversión directa, de cartera y de la otra inversión (véase gráfico 6).

Por el lado de los *activos exteriores* de los sectores residentes, la primera mitad de la década se caracterizó por un fuerte crecimiento del valor de los activos incluidos en la otra in-

GRÁFICO 5

**PII neta por instrumentos
(excluidos los activos de la Autoridad Monetaria)**



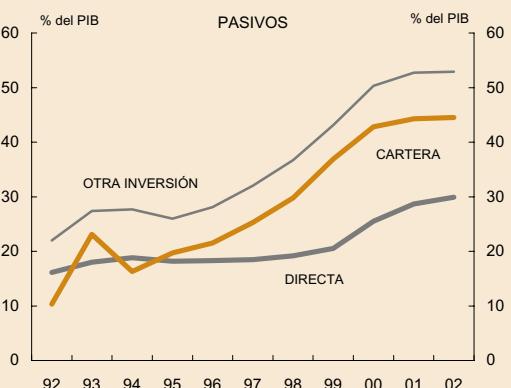
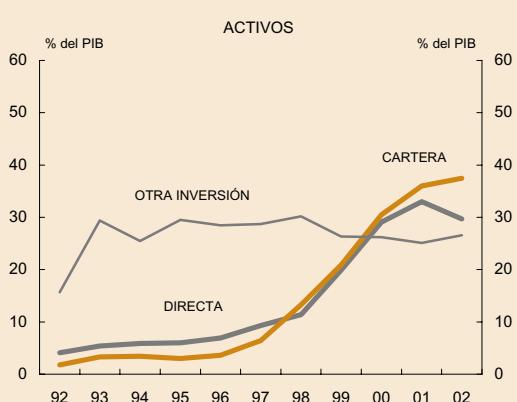
Fuente: Banco de España.

versión (desde un 15,7% del PIB en 1992, hasta un 29,5% en 1995), mientras que el valor de los activos de inversión directa y de cartera creció débilmente. A partir de 1996, las inversiones directas y de cartera adquirieron un fuerte dinamismo, contrastando con la estabilidad mostrada por la otra inversión, cuyo valor se mantuvo en torno a un 26% del PIB. Así, la tenencia de activos de inversión directa de los sectores residentes pasó de tener un valor equivalente al 6,9% del PIB en 1996, al 29,7% en 2002. En esos mismos años, el valor de los activos de inversión de cartera creció de forma aún más intensa (sobre todo los materializados en títulos de deuda a largo plazo), pasando de un 3,6% en 1996, a un 37,5% en 2002.

Este crecimiento de los saldos de inversiones directas y de cartera en el exterior —que, por lo que se refiere a las primeras, se concentró, en gran medida, en adquisiciones de empresas latinoamericanas— estuvo motivado por la conjunción de diversos factores. La segunda mitad de la década de los noventa fue una época de estabilidad internacional, que favoreció un fuerte crecimiento de las economías desarrolladas, entre ellas la española. Las exigencias marcadas por la participación en el proceso europeo de unificación monetaria se tradujeron en una convergencia hacia los países comunitarios, que repercutió en una progresiva reducción en el coste de la financiación. En este contexto, los agentes económicos españoles aceleraron su proceso de expansión, apoyado, en gran medida, en salidas al exterior, que se materializaron, fundamentalmente, en inversiones directas y de cartera en el exterior, en un proceso de diversificación hacia instrumentos distintos de los depósitos bancarios. De nuevo, en este caso, el proceso hacia la Unión Monetaria y el posterior nacimiento del euro

GRÁFICO 6

**PII bruta por instrumentos
(excluidos los activos de la Autoridad Monetaria)**



Fuente: Banco de España.

fueron decisivos, ya que permitieron eliminar los riesgos de tipo de cambio, favoreciendo la internacionalización de las carteras.

En cuanto a los *pasivos* exteriores, su importe total creció de forma pareja a como lo hicieron los activos totales, si bien este crecimiento se debió, fundamentalmente, al aumento experimentado por la inversión de cartera y la otra inversión, mientras que la inversión directa tuvo un crecimiento más moderado.

El valor de los *pasivos* materializados en inversión de cartera pasó de un 10,3% del PIB en 1992, a algo más del 42% en 2000, impulsado, principalmente, por el fuerte desarrollo de los mercados financieros nacionales (especialmente los de renta fija), estabilizándose en los dos años siguientes en torno a un 44% del PIB. Además de la ya mencionada contribución de los no residentes a la financiación de las Administraciones Públicas españolas mediante la adquisición, fundamentalmente, de bonos y obligaciones emitidas por el Tesoro español, existieron otros factores adicionales relevantes

para explicar la expansión de los saldos pasivos en inversiones de cartera, como los procesos de privatización de grandes empresas públicas, y el hecho de que la propia internacionalización de las empresas españolas fuese financiada, en muchos casos, con emisiones de acciones. Es importante señalar que, a partir de 2000, la crisis iniciada en los mercados bursátiles mundiales hizo cada vez más difícil para las empresas obtener financiación a través de la emisión de acciones, al mismo tiempo que el valor de mercado de las ya emitidas caía drásticamente. Este hecho, unido a la ralentización de las adquisiciones por no residentes de deuda pública, como consecuencia, en parte, de las menores necesidades de financiación de las AAPP, tuvo un efecto negativo sobre el valor de los pasivos exteriores en inversión de cartera. Sin embargo, los sectores residentes desplazaron su financiación hacia fuentes alternativas: en los dos últimos años, las IFM impulsaron las emisiones de títulos en el mercado de renta fija, en el que los no residentes participaron de forma muy activa, destacando el fuerte proceso de titulización de activos que se produjo en esos años. Los fenómenos comentados anteriormente se compensaron, en parte, provocando que, durante el período 2000-2002, el saldo pasivo en inversión de cartera se mantuviera estable.

Por lo que se refiere a los pasivos de la otra inversión, su valor se elevaba a un 22% del PIB en 1992. En los años siguientes experimentaron un crecimiento moderado, que se aceleró a partir de 1998, con la entrada de España en la Unión Monetaria Europea. A partir de ese momento, las IFM residentes acudieron a la financiación exterior interbancaria en euros de forma cuantiosa, al mismo tiempo que las grandes empresas españolas tuvieron más fácil obtener financiación en el exterior, sin riesgo de tipo de cambio. Este factor explica, en gran medida, la evolución de los pasivos de la otra inversión en ese período, que pasaron de un 36,7% del PIB al final de 1998, a un 52,9% en 2002.

Finalmente, el valor de los pasivos de inversión directa se mantuvo estable en la mayor parte del período, creciendo solo en tres puntos del PIB desde 1992 (16,1%) hasta 1998 (19,2%), y únicamente en los últimos años ha tenido un crecimiento mayor, pasando del 20,5% del PIB en 1999, a un 29,9% en 2002.

4.3. Estructura de los activos y pasivos exteriores

La evolución de las posiciones exteriores por instrumentos descrita en los párrafos anteriores muestra un sesgo creciente hacia la te-

nencia de *activos* exteriores en forma de inversión directa y de cartera, en detrimento de la otra inversión (véase gráfico 7).

El valor de los activos de la otra inversión representaba un 72,6% del total en el año 1992 (recuérdese que se excluyen de estos datos los activos de la Autoridad Monetaria), porcentaje muy superior al de la inversión directa (19%) y al de la de cartera (8,4%). En los años siguientes, el proceso de internacionalización de la economía española se tradujo en una redistribución del peso por instrumentos financieros a favor de la inversión directa y de cartera, que en el año 2002 suponían un 31,6% y un 40% del total de activos, respectivamente, frente al 28,4% de la otra inversión. Como veremos en el epígrafe siguiente, este hecho se observa de forma generalizada en los principales países desarrollados, en los que los procesos de desintermediación financiera provocaron que la forma en que se instrumenta la financiación a nivel internacional estuviera menos concentrada en préstamos bancarios, y se desplazara hacia otros instrumentos financieros, como acciones y bonos.

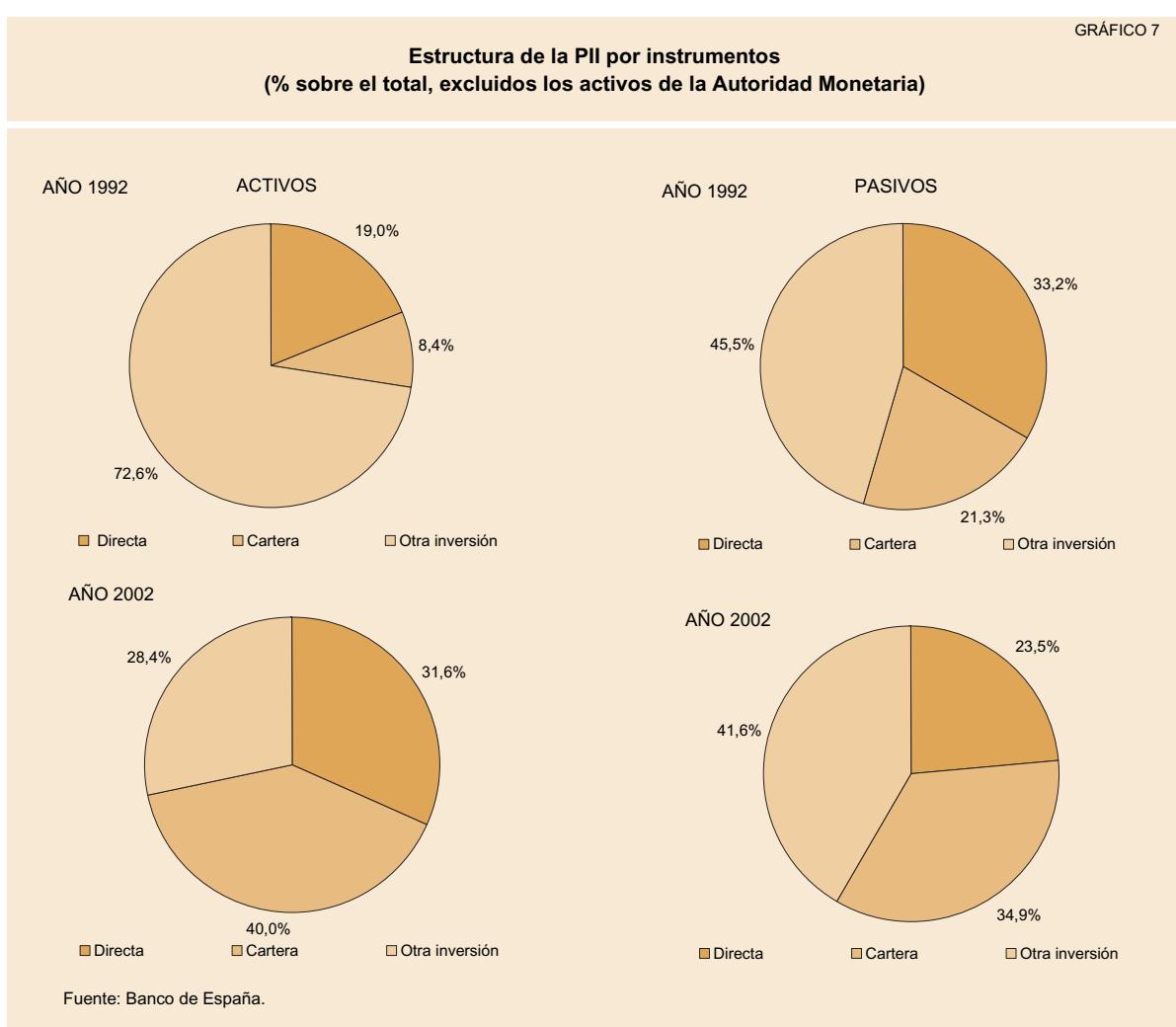
Por último, cabe resaltar que la composición de los *pasivos* se mantuvo más estable que la de los activos en el período 1992-2002. El cambio más significativo fue la disminución del peso de la inversión directa, y el aumento del de la de cartera. El saldo de los pasivos en inversión directa suponía un 33,2% del total en 1992, pero este porcentaje se redujo hasta un 23,5% en 2002, en beneficio de la inversión de cartera, que pasó de un 21,3% a un 34,9% en esos mismos años. Por su parte, la otra inversión mantuvo el mayor peso relativo en el total de pasivos, pasando de participar en un 45,5% del total en 1992, a un 41,6% en 2002.

5. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

En los epígrafes anteriores se han descrito las principales características de la evolución de la PII de España en el período 1992-2002: la relativa estabilidad de la PII neta en porcentaje del PIB, la progresiva apertura financiera de la economía española, y el cambio en su composición sectorial y por instrumentos. Ahora bien, esta evolución se ha producido en un contexto de creciente integración financiera a escala mundial, y es conveniente valorar la magnitud de estos fenómenos en comparación con lo acontecido en los países de nuestro entorno (3).

(3) Los resultados del análisis realizado en este epígrafe deben tomarse con cautela dado que, al tratarse la PII de una estadística relativamente reciente, los datos de los primeros años pueden incorporar diferencias metodológicas importantes entre los distintos países.

GRÁFICO 7



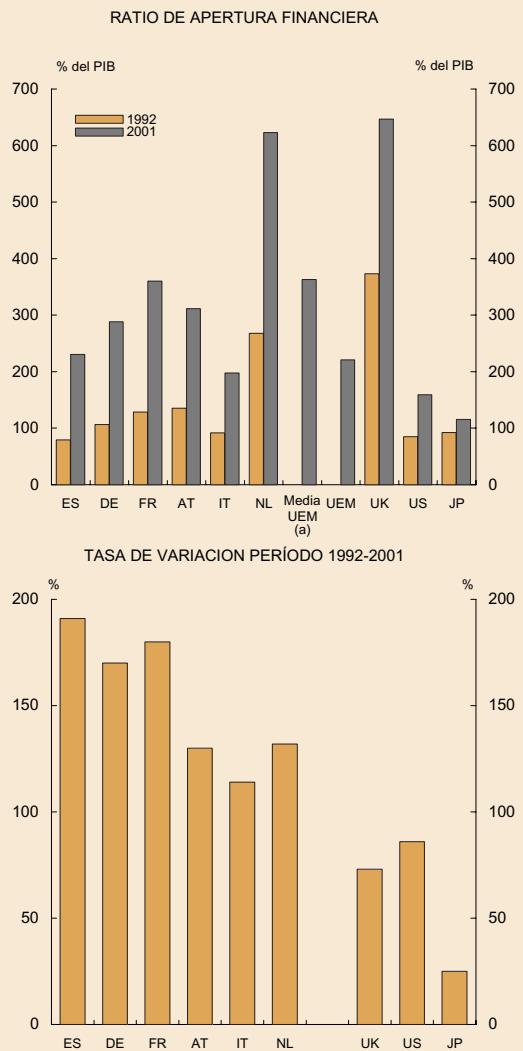
En el epígrafe 2 se describió la apertura financiera de la economía española mediante la evolución de los activos y pasivos exteriores en relación con el PIB. En este epígrafe, se establece una comparación internacional, utilizando la ratio entre la suma del stock total de activos y pasivos exteriores, y el PIB de las distintas economías. Como se observa en el gráfico 8, entre los años 1992-2001 (último año para el que se dispone de una serie homogénea), la expansión financiera internacional fue un hecho generalizado en las principales economías desarrolladas.

Entre los países europeos, España destaca por presentar uno de los mayores crecimientos en la ratio de apertura financiera, junto con Francia y Alemania, aunque estos países partían, en el año 1992, de una apertura financiera superior a la española, y siguieron manteniendo, en 2001, un mayor grado de apertura. De esta forma, la ratio de España se ha acercado a la del resto de países de la UEM en el período, si bien aún se encuentra por debajo de la media de estos países.

Otro hecho destacable es que los países europeos seleccionados presentaron, en el período, una ratio de apertura financiera superior a la de países como Estados Unidos o Japón. El gráfico 8 muestra como, efectivamente, la apertura financiera media de los países de la UEM era del 363% en el año 2001, frente a una ratio del 159% y del 115% del PIB que presentaban Estados Unidos y Japón, respectivamente. No obstante, entre los distintos países pertenecientes a la UEM existe una fuerte interdependencia financiera, lo que condiciona, al menos en parte, este resultado. Si calculamos la ratio de apertura financiera de la UEM, como área económica independiente, observamos que su valor (221% del PIB) es muy inferior al valor de la media de los países que la componen, reflejando la importancia de las posiciones intra-UEM en estos países. Adicionalmente, la UEM mantiene una fuerte relación financiera con el Reino Unido. Por todo ello, aunque, en principio, la ratio de apertura financiera de los países europeos es mayor que la de otras potencias económicas como Japón y Estados Unidos, es importante resaltar que este resultado se explica

**Ratio de apertura financiera
(activos más pasivos exteriores)**

GRÁFICO 8



Fuentes: FMI, BCE, INE y Banco de España.

(a) La media UEM es la media ponderada de los ratios de apertura financiera de los países pertenecientes a la UEM, e incluye, por lo tanto, los saldos de activos y pasivos mantenidos entre dichos países.

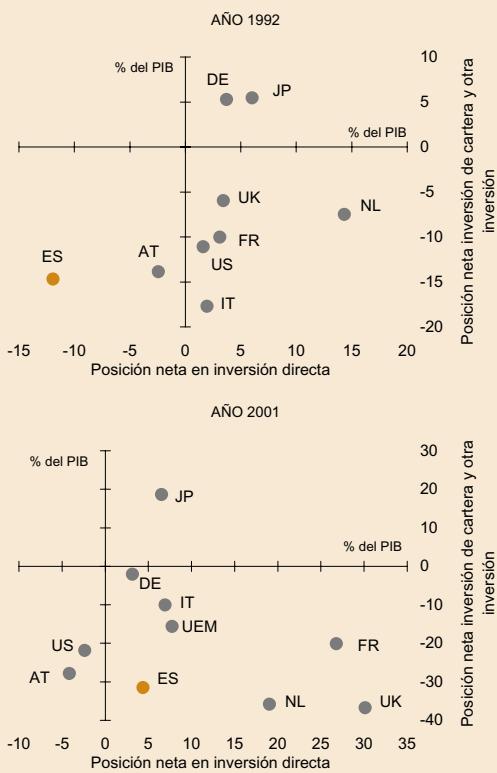
(b) La UEM recoge la posición agregada de los países de la UEM frente a no residentes en la zona euro, por lo que excluye las posiciones entre dichos países.

por la fuerte interrelación de los países de la zona euro, favorecida por la existencia de una moneda común, y por los vínculos de esta zona con otro país perteneciente a la UE, como es el caso de Reino Unido. El cálculo de la ratio de apertura financiera para la UE (que no es posible dado que no se dispone de datos de su PII) arrojaría, probablemente, un resultado más cercano a los de Estados Unidos y Japón.

Tal como se comentó al describir los rasgos básicos de la PII, a pesar del crecimiento de los

Composición de la PII neta por instrumentos

GRÁFICO 9



Fuentes: FMI, BCE y Banco de España.

saldos de activos y pasivos financieros, la economía española presentó una posición neta deudora frente al resto del mundo relativamente estable, durante la última década, elevándose a un 21,1% del PIB en 2001. Con el objeto de comparar la evolución de la posición exterior neta de nuestra economía con la de los principales países industrializados, se presenta el cuadro 1, que recoge las posiciones netas de un panel de países, en el período 1992-2001. En dicho cuadro se observa una gran dispersión de esta variable, tanto temporal (excepto en el caso de España) como entre países.

En el conjunto de estas economías, las posiciones exteriores netas han variado de forma significativa a lo largo del tiempo, de modo que, en algunos casos, países que eran deudores (acreedores) netos en el año 1992 pasaron a ser acreedores (deudores) netos en el año 2001. España, sin embargo, es el país que presenta una mayor estabilidad en su posición exterior neta durante el período, mientras que el resto de países registraron, por lo general, una variación importante de sus posiciones netas, especialmente Holanda, Francia y Japón.

	PII neta (activos menos pasivos exteriores)										CUADRO 1 % del PIB
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	
España	-17,6	-20,7	-19,6	-19,1	-18,7	-18,3	-21,0	-20,5	-19,1	-21,1	
Alemania	13,5	11,0	8,9	5,3	3,9	3,6	0,2	4,1	3,3	5,6	
Francia	-2,8	-4,1	2,3	4,6	10,8	18,8	15,3	5,7	5,7	11,6	
Austria	-5,8	-6,6	-8,6	-12,6	-12,3	-16,5	-18,7	-18,8	-19,7	-23,6	
Italia	-10,9	-9,4	-7,1	-4,7	-2,8	0,2	-1,6	4,8	4,4	1,1	
Holanda	18,2	20,2	17,3	15,6	9,6	7,1	-3,7	-6,8	-15,1	-12,7	
UEM (a)						0,3	-2,8	-4,7	-6,3	-2,2	
Reino Unido	2,1	4,9	2,6	-3,2	-9,1	-9,3	-15,7	-8,9	-3,9	-4,0	
Estados Unidos	-7,2	-2,7	-1,8	-4,6	-4,9	-10,0	-12,5	-11,4	-16,1	-22,9	
Japón	13,3	14,1	14,0	16,9	20,2	23,9	25,9	16,6	25,9	35,6	

Fuentes: FMI, BCE y Banco de España.
(a) El BCE sólo publica la serie de la PII neta de la zona euro desde el año 1997.

Por otro lado, observamos grandes diferencias en las posiciones netas entre países; así, por ejemplo, en 2001 existían economías con una elevada posición neta deudora, como Austria (-23,4% del PIB), Estados Unidos (-22,9%) y España (-21,1%), mientras que otras economías registraban una elevada posición neta acreedora, como Japón (35,7%) o Francia (11,6%). España, por lo tanto, mantenía, en 2001, una de las posiciones netas deudoras más elevadas de entre los países considerados, y muy alejada de la de la UEM en su conjunto (-2,2%).

Otro factor relevante para analizar la situación de España en comparación con otros países es la distribución por instrumentos de la PII. Esta comparación permite comprobar si el proceso de apertura financiera experimentado por nuestra economía en los últimos años ha seguido algún patrón de comportamiento similar al del resto de los principales países de nuestro entorno.

Como puede observarse en el gráfico 9, en 1992 los países seleccionados presentaban, en general, una posición neta acreedora en inversión directa y una posición neta deudora en el conjunto de la inversión de cartera y de la otra inversión. Sin embargo, España mantenía una posición neta deudora en todos estos instrumentos.

En el año 2001, las principales economías de la UE conservaban el patrón descrito anteriormente, mientras que la economía española abandonó su anterior composición por instrumentos, para presentar una estructura similar a la del conjunto de los países comunitarios. Estados Unidos y Japón constituyen una excepción dentro del grupo de países industrializa-

dos. En la economía estadounidense, todos los instrumentos registraron una posición exterior deudora en el año 2001. En el extremo contrario se situó Japón, que mantuvo una posición neta acreedora en inversión directa y saldos netos, también positivos, en la inversión de cartera y en los préstamos y depósitos.

A continuación, el análisis se completa con una comparación internacional de la composición por instrumentos de los activos y de los pasivos exteriores. El cuadro 2 presenta dicha composición, excluidos los activos de reserva y los derivados financieros (ya que en este último caso, no todos los países publican series históricas de esta rúbrica), en los años 1992 y 2001, para el mismo grupo de países que el considerado anteriormente. En él se observa que, en el año 1992, en todos los países la rúbrica de «otra inversión» tenía el mayor peso, tanto en el total de activos, como en el de pasivos exteriores. En el año 2001, sin embargo, la otra inversión había perdido dicha importancia relativa, en beneficio de la inversión de cartera y, en menor medida, de la inversión directa. Este hecho es coherente con el proceso general de desintermediación financiera que ha caracterizado a las economías desarrolladas en los últimos años.

En el caso de los activos exteriores de España, en 1992, la inversión directa tenía una participación similar a la media de los países desarrollados. No ocurría así con la inversión de cartera, cuyo peso en el total era sensiblemente inferior, ni con la otra inversión, cuyo peso era superior. En el período 1992-2001, se produjo un proceso similar al descrito anteriormente para los países industrializados. El peso de la inversión de cartera fue el que más aumentó en dicho período, hasta un 36,6% en

CUADRO 2

**Participación en los saldos brutos por instrumentos
(% sobre el total, excluidas las reservas y los derivados financieros)**

% del PIB

	Inversión directa		Inversión de cartera		Otra inversión	
	1992	2001	1992	2001	1992	2001
ACTIVOS:						
España	19,0	33,4	8,4	36,6	72,7	30,0
Alemania	13,7	19,5	22,7	38,8	63,6	41,6
Francia	18,5	40,7	12,7	30,3	68,8	29,0
Austria	6,9	11,0	17,1	47,3	75,9	41,7
Italia	19,8	18,1	31,0	54,1	49,3	27,9
Holanda	28,3	28,3	19,8	43,3	51,9	28,5
Total UEM		26,8		36,0		37,2
Reino Unido	13,6	20,5	29,2	28,5	57,2	51,0
Estados Unidos	34,4	34,0	22,2	31,3	43,4	34,6
Japón	12,6	12,1	36,5	52,0	50,9	35,8
PASIVOS:						
España	33,2	22,8	21,3	35,2	45,5	41,9
Alemania	8,3	17,4	35,9	40,4	55,8	42,2
Francia	11,8	26,2	33,9	42,6	54,3	31,2
Austria	8,8	11,4	43,6	55,1	47,6	33,5
Italia	9,7	10,3	19,4	53,8	70,9	35,9
Holanda	18,4	20,6	32,6	48,5	49,0	30,9
Total UEM		17,8		42,5		39,7
Reino Unido	11,5	10,8	21,8	30,4	66,7	58,7
Estados Unidos	23,9	27,5	39,7	45,1	36,5	27,4
Japón	1,0	3,3	33,7	43,9	65,2	52,8

Fuentes: FMI, BCE y Banco de España.

2001, frente a un 36% en la UEM. Este hecho se produjo en detrimento de la otra inversión, cuyo peso había disminuido drásticamente hasta un 30%, situándose por debajo, incluso, de la participación de este tipo de inversión en la zona euro (37,2%). La inversión directa, por su parte, había adquirido, en 2001, un peso relevante (33,4%), superando su participación en el total de activos a la registrada en la UEM (26,8%).

En cuanto a los pasivos exteriores, el punto de partida de la economía española, en 1992, era también bastante diferente al del conjunto de los países desarrollados. La otra inversión era la principal fuente de financiación exterior, aunque en un porcentaje inferior a la media de los países analizados. La inversión directa, sin embargo, tenía una participación muy superior a la media, al contrario que la inversión de cartera, cuyo menor peso, en comparación con los países desarrollados, reflejaba el menor desarrollo de nuestros mercados financieros. En 2001, el peso de la otra inversión había disminuido moderadamente, hasta el 41,9%, contrastando con la mayor disminución que experimentó en el conjunto de países desarrollados,

lo que permitió que se aproximara a la media de la UEM (39,7%). Al mismo tiempo, los pesos de las inversiones directa y de cartera habían convergido hasta la media de los países europeos. No obstante, en el caso de la inversión directa, su participación en el total de pasivos (22,8%) seguía siendo superior a la media, y cinco puntos superior a la de la UEM (17,8%), mientras que el peso de la inversión de cartera (35,2%) se mantenía por debajo (42,5%).

En conjunto, se puede hablar, por lo tanto, de una convergencia hacia las principales economías desarrolladas, en cuanto a la composición por instrumentos de la PII.

6. CONCLUSIONES

La Posición de Inversión Internacional de España ha presentado, tradicionalmente, una posición neta deudora frente al resto del mundo, fruto de su habitual necesidad de financiación, reflejada en un déficit crónico por cuenta corriente. Durante la última década, la Posición de Inversión Internacional de España ha mantenido un saldo deudor que ha oscilado en tor-

no al 20% del PIB. No obstante, en estos mismos años se ha producido un crecimiento extraordinario de los activos y pasivos financieros y una profunda transformación en su composición, tanto sectorial como por instrumentos financieros.

La profundización de los procesos de globalización, el desarrollo de los mercados financieros y la progresiva liberalización de los movimientos de capital que han tenido lugar en la década de los noventa han provocado un aumento del grado de integración financiera a escala mundial. La economía española ha participado activamente en el proceso general de apertura financiera de las principales economías del mundo. De este modo, en el período 1992-2002, los sectores residentes han experimentado uno de los mayores incrementos de los saldos de activos y pasivos financieros frente al exterior de todos los países europeos. No obstante, es necesario resaltar que la etapa más expansiva de este proceso coincidió en el tiempo con el inicio del proceso, y posterior culminación, de la UEM, lo que pone de manifiesto la importancia de este fenómeno a la hora de explicar la evolución del grado de apertura financiera de la economía española. No obstante, aunque este proceso esté relacionado con la UEM, el incremento de las posiciones activas y pasivas se dirigió no solo a los países de dicha zona, sino también, sobre todo en el caso de los activos de inversión directa, hacia otras zonas, entre las que destaca significativamente Latinoamérica.

Por un lado, respecto a los activos financieros, en los últimos años se ha observado en España un fuerte aumento de las salidas de capitales al exterior. De este modo, España se ha convertido en un país que invierte de forma significativa en el exterior: el valor de sus activos exteriores ascendía a un 104,2% del PIB en 2002, mientras que en 1992 solo suponían un 30,8%. Por otro lado, los sectores residentes han aumentado sus pasivos exteriores (desde el 48,4% del PIB en 1992, hasta el 127,2% en 2002), lo que ha permitido financiar estas inversiones, así como los déficits por cuenta corriente.

Como se ha comentado, este fenómeno de apertura financiera de la economía española ha venido acompañado de cambios muy significativos en la composición sectorial y por instrumentos de los activos y pasivos exteriores.

Por sectores, en el período 1992-2002, los otros sectores residentes han pasado de ser el sector con menor peso en el total de activos exteriores, a tener la mayor participación, en detrimento de las instituciones financieras monetarias (que eran el sector con mayor peso en

1992) y de la Autoridad Monetaria. Los pasivos, sin embargo, han mantenido cierta estabilidad, en cuanto a su composición sectorial. En 2002, los otros sectores residentes mantenían, junto con las instituciones financieras monetarias, el mayor peso en el total de pasivos (tal como ocurría en 1992), aunque los otros sectores residentes perdieron, en el período, importancia relativa en beneficio de las Administraciones Públicas.

Respecto a la composición de la Posición de Inversión Internacional española por instrumentos, por el lado de los activos, en el período 1992-2002, las inversiones directas y de cartera han adquirido un peso cada vez mayor, frente a la paulatina disminución relativa de los saldos activos en la otra inversión. En el caso de los pasivos, al contrario que en los activos, la inversión directa ha perdido peso relativo, a favor de la inversión de cartera, mientras que la otra inversión ha mantenido su importancia relativa en el total.

Como consecuencia de esta evolución, en los primeros años de la década actual la inversión directa ha registrado una posición neta acreedora, fruto del intenso proceso inversor de nuestras empresas en años anteriores; al mismo tiempo, los sectores residentes han contabilizado un saldo neto deudor en la inversión de cartera, favorecido por el desarrollo de los mercados financieros españoles; finalmente, la economía española ha mantenido una posición neta deudora en la rúbrica de «otra inversión», principalmente, a través de la financiación obtenida por las Instituciones Financieras Monetarias.

El proceso experimentado por los activos y pasivos exteriores, descrito anteriormente, ha significado una convergencia de la Posición de Inversión Internacional española hacia la composición por instrumentos de la Posición de Inversión Internacional de las principales economías de nuestro entorno, tanto en términos netos como brutos.

19.6.2003.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2001). *Balanza de pagos de España*, 2000.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1993). *Manual de balanza de pagos*, quinta edición.
- (1995). *Guía para compilar estadísticas de balanza de pagos*, primera edición.
 - (2002). *International Financial Statistics*, Yearbook.
 - (2002). *Balance of Payments Statistics*, Yearbook.