

La financiación del déficit exterior de la economía española

Este artículo ha sido elaborado por Luis Ángel Maza y Ana del Río, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

El déficit exterior ha mostrado en España una pauta creciente durante los últimos años, hasta situarse a finales de 2005 por encima del 6% del PIB. Este nivel es comparable al de Estados Unidos y se encuentra entre los más elevados dentro de la zona del euro, junto con Grecia y Portugal (véase cuadro 1). Esta evolución ha estado ligada a la prolongada fase de expansión de la economía, vinculada al proceso de creación de la UEM y caracterizada por un patrón de crecimiento fuertemente basado en la demanda interna y, en particular, en el consumo y en la inversión en construcción y vivienda¹. Aunque existen, también, otros factores que han presionado en la misma dirección, como, por ejemplo, la pérdida de competitividad de la economía española o, más recientemente, el encarecimiento del petróleo.

La pertenencia de España a la UEM, por otro lado, ha contribuido igualmente a aumentar el grado de diversificación internacional de las carteras de los inversores nacionales, en un contexto en el que algunos grandes grupos empresariales han acometido un importante proceso de internacionalización. De hecho, la suma de pasivos y activos financieros frente al resto del mundo ha pasado de un nivel inferior al 60% del PIB en 1990 hasta superar el 280% en 2005 y se ha observado, además, una concentración de dichos flujos con los países miembros del área².

Desde una perspectiva financiera, el avance del déficit exterior supone una necesidad cada vez mayor de captar recursos fuera de nuestras fronteras, recursos que deben financiar, además, el creciente peso relativo de los activos extranjeros en las carteras de los inversores financieros y en los balances de las empresas. Factores de carácter estructural como la liberalización de los movimientos de capital culminada en 1992, la propia internacionalización de las sociedades españolas o el desarrollo de la industria financiera han contribuido a facilitar el acceso al ahorro del resto del mundo. Pero el mayor cambio en este sentido es el derivado de la participación de España en la Unión Económica y Monetaria (UEM).

La UEM ha facilitado que la economía española pueda financiarse en el exterior en su propia moneda, una vez que las fluctuaciones cambiarias han desaparecido dentro del área y, fuera de esta, han pasado a responder a consideraciones relativas al conjunto de la UEM. Consecuentemente, se ha reducido drásticamente el riesgo de cambios bruscos del tipo de cambio en respuesta a los posibles desequilibrios macroeconómicos nacionales y, por ello, la capacidad para captar recursos externos depende ahora mucho menos —o lo hace, si se prefiere, de una forma más indirecta— de la situación general de la economía globalmente considerada, y lo hace más de la calidad crediticia de quienes acometen dicho proceso de captación de fondos así como del atractivo relativo de los instrumentos a través de los cuales se canalizan los recursos obtenidos.

El predominio de unos instrumentos u otros, por otro lado, puede también tener otro tipo de implicaciones interesantes. Así, por ejemplo, las entradas de capital en forma de inversión de cartera en valores de renta variable suelen ser más volátiles y depender, en mayor medida, de aspectos relacionados con la valoración de estos activos. Por el contrario, los

1. Véase Malo de Molina (2005). 2. Véase recuadro en la Balanza de Pagos de España de 2004.

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación			Posición neta de inversión internacional		
	Media	Media	2005 (a)	Media	Media	2004
	1995-2000	2001-2004		1995-2000	2001-2004	
Alemania	-0,93	2,00	3,85	3,39	7,89	9,78
Francia	1,73	0,26	-0,82	5,01	10,45	7,37
Italia	2,02	-0,22	-1,10	-0,14	-4,32	-7,37
Países Bajos	4,46	5,61	3,82	0,88	-11,90	-4,49
Bélgica	4,99	4,15	2,95	38,40	41,28	31,42
Finlandia	5,43	5,94	2,30	-85,95	-39,84	-12,21
Austria	-2,75	-0,56	0,69	-15,98	-18,89	-15,61
Irlanda	2,69	-0,25	-1,95	...	-17,41	
Grecia	-2,06	-6,94	-6,08	-35,93	-61,60	-71,70
Portugal	-4,29	-6,12	-7,83	-21,54	-52,85	-62,13
España	-0,26	-3,59	-6,35	-25,82	-34,80	-42,93
Estados Unidos	-2,20	-4,59	-6,20	-9,76	-22,59	-21,78
Reino Unido	-1,25	-1,71	-1,83	-7,74	-7,23	-12,78

FUENTES: FMI, Eurostat y Banco de España.

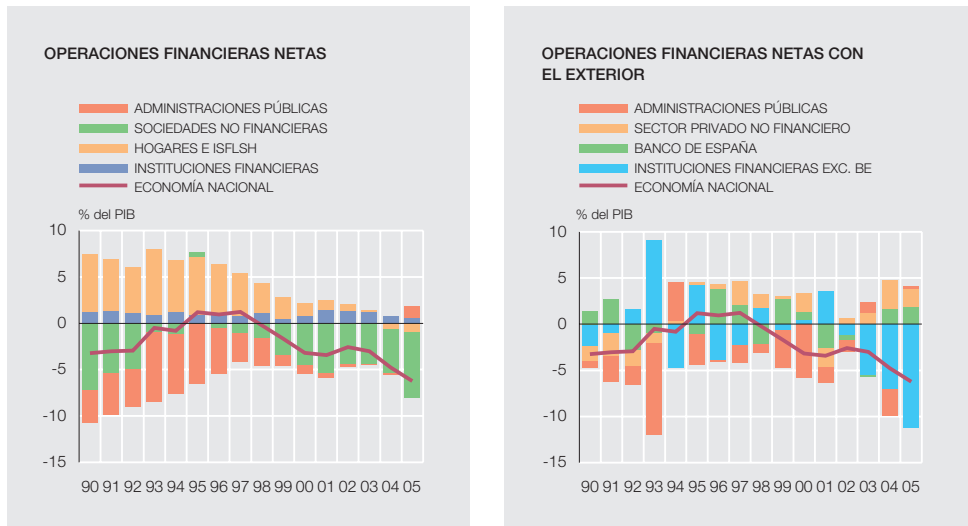
a. Previsiones de la Comisión Europea.

flujos de inversión directa tienen mayor vocación de permanencia y, además, pueden acabar beneficiando la productividad de la economía receptora si llevan vinculados inversión productiva y transmisión tecnológica. Si, en cambio, la financiación exterior se produce primordialmente mediante instrumentos de deuda, las condiciones de financiación dependerán de la calidad crediticia de los prestatarios y, en su caso, del valor de las garantías que incorporen. En este sentido, es importante observar si el fuerte crecimiento del crédito bancario con garantía de activos inmobiliarios en nuestro país ha ocasionado un aumento de la captación de fondos en el exterior mediante instrumentos ligados al mercado hipotecario doméstico.

Este artículo analiza la evolución del déficit exterior español desde su perspectiva financiera. Para ello, tras esta introducción, se estudian las necesidades de financiación de la nación como resultado de las decisiones de ahorro e inversión de los distintos sectores institucionales. En la sección 3 se revisa la evolución de las operaciones financieras netas frente al resto del mundo. En la sección 4 se discute el impacto de las entradas netas de capital sobre la posición de inversión internacional y sobre el endeudamiento frente a los no residentes. Finalmente, en la sección 5 se resumen las principales conclusiones y se extraen algunas implicaciones económicas derivadas de este proceso.

La necesidad de financiación de la economía española y su distribución por sectores institucionales

La distribución por sectores institucionales de la necesidad de financiación ha experimentado cambios sustanciales durante los últimos quince años (véase panel izquierdo del gráfico 1). Así, en 1990, las transacciones con el resto del mundo arrojaban un déficit para el conjunto de la economía en el entorno del 3% del PIB, que era reflejo de un saldo deudor de las AAPP y, sobre todo, de las sociedades no financieras, que no se compensaba con el ahorro generado por los hogares y el sistema crediticio. El comienzo de la recesión económica a principios de los noventa y las diferentes correcciones en el tipo de cambio de la peseta contribuyeron a un ajuste del déficit exterior que resultó principalmente de una notable mejora del saldo deudor de las empresas. Tras estos movimientos, en 1995 España llegó a presentar un superávit cercano al 1% del PIB.



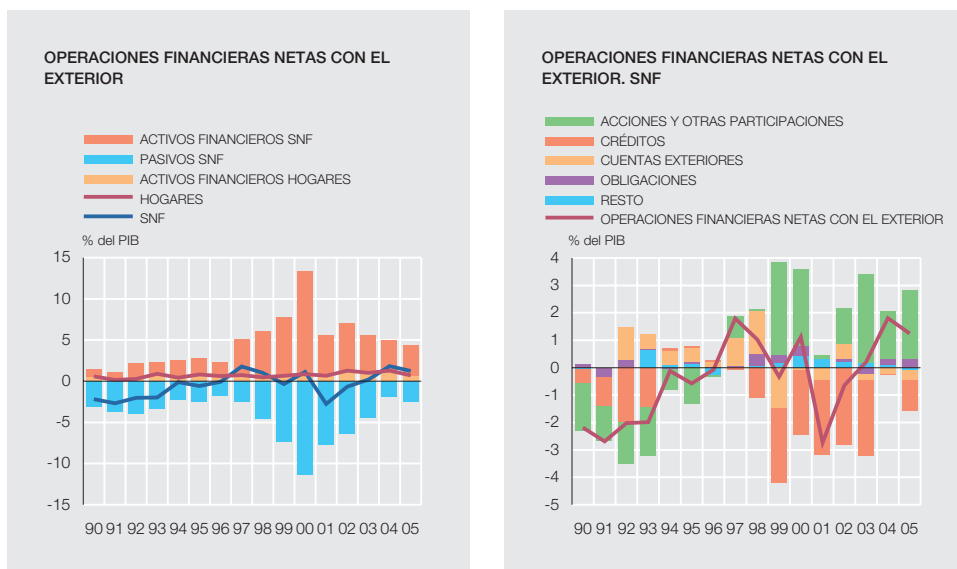
FUENTE: Banco de España.

a. En 2005, información hasta el tercer trimestre con datos acumulados de cuatro trimestres.

A partir de 1996, la estabilidad cambiaria, el progresivo cumplimiento de los criterios de Maastricht y el comienzo de la etapa de expansión económica produjeron un cambio sustancial en el patrón anterior. El sector público comenzó a mejorar el saldo presupuestario, conforme requerían los criterios de convergencia, y se instaló en una senda de mayor disciplina que le llevó a equilibrar sus cuentas y cumplir de forma holgada los requisitos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Por tanto, desde esta óptica de ahorro-inversión, la aparición y crecimiento del déficit exterior a partir de 1998 responde, exclusivamente, al comportamiento del sector privado no financiero. Así, por un lado, desde 1996 el saldo acreedor de las operaciones financieras netas de las familias, que mide la discrepancia entre la renta y el gasto en consumo e inversión, se ha ido reduciendo de forma sostenida. Esta evolución ha resultado de una disminución de su tasa de ahorro bruto y, sobre todo, de la fuerte inversión en activos inmobiliarios. De este modo, las familias pasaron de proporcionar recursos financieros al resto de la economía por un valor neto en torno al 5% del PIB entre 1990 y 1997, a necesitar fondos para financiar su gasto. Asimismo, las sociedades no financieras, cuya evolución es más sensible al ciclo económico, también han aumentado su necesidad de financiación hasta un nivel cercano al 7% del PIB, valor similar al observado a principios de los años noventa, y que refleja, en gran medida, la fortaleza de la inversión en construcción.

Esta distribución sectorial de las necesidades de financiación en España es sustancialmente distinta de la de EEUU, país que también tiene un déficit exterior relativamente elevado. Así, de acuerdo con la información del tercer trimestre de 2005, en dicha economía las AAPP y los hogares presentaban, cada uno, un saldo neto deudor en el entorno del 4% del PIB, mientras que las sociedades mostraban un ahorro financiero neto cercano al 2% del PIB.

Lógicamente, los sectores originadores de las necesidades de financiación pueden condicionar la forma en la que se canalizan los flujos de inversión internacional. En el caso de la economía española, en la que son las familias y las empresas las que precisan fondos, las instituciones financieras han captado un volumen elevado de los recursos en el resto del mundo (véase panel derecho del gráfico 1). Así, por un lado, los hogares no pueden emitir valores y la escasa integración internacional de la industria de servicios bancarios hace que se financien de manera casi exclusiva a través de préstamos de entidades residentes. En el caso de las



FUENTE: Banco de España.

a. En 2005, información hasta el tercer trimestre con datos acumulados de cuatro trimestres.

empresas, también predomina la financiación bancaria sobre la obtenida directamente a través de los mercados, pero, además, la entrada de fondos en forma de inversión directa ha perdido importancia. Esto, en el contexto ya comentado de internacionalización de los grandes grupos empresariales nacionales, ha hecho que el sector deje de ser un receptor neto de este tipo de recursos. En EEUU, en cambio, las AAPP juegan un papel más importante que en España en la apelación al ahorro internacional dada la distinta situación de las finanzas públicas en ambas áreas.

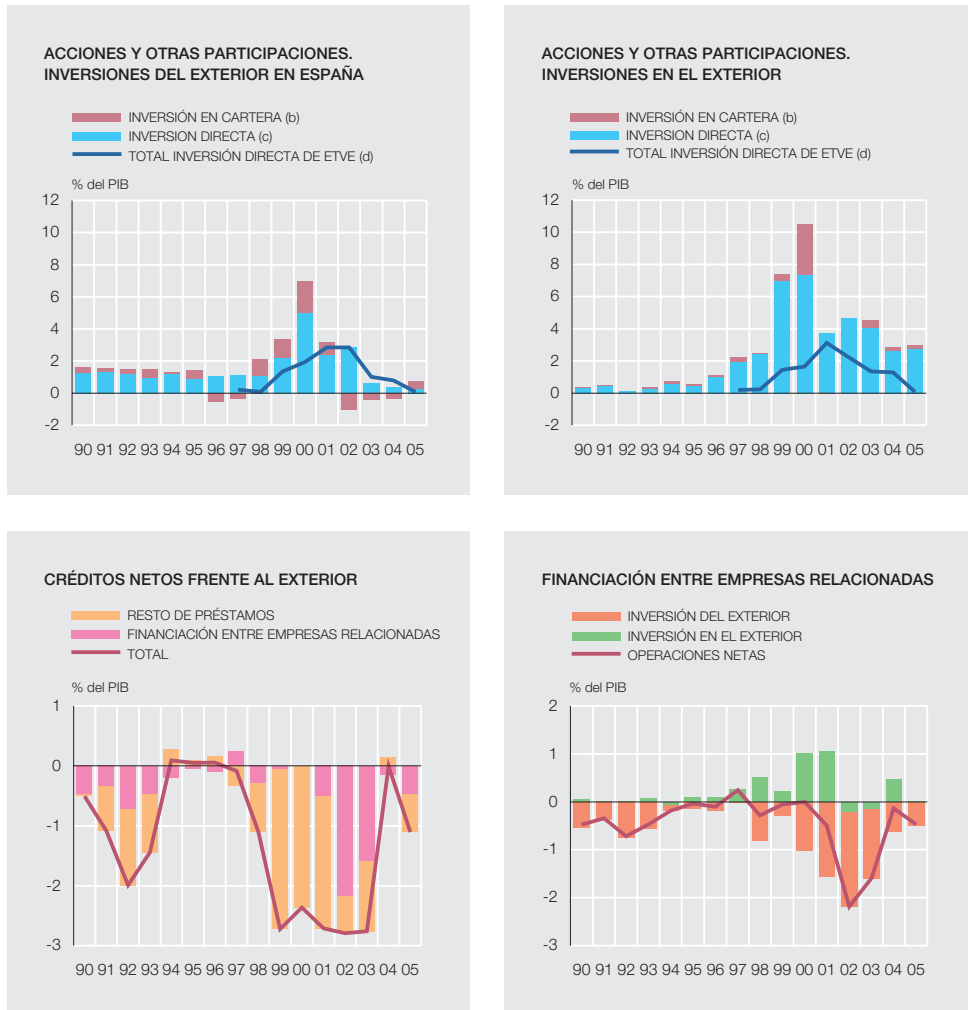
La canalización de los flujos financieros con el exterior

EL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO

Desde 1995 el sector privado no financiero ha pasado a tener, a excepción de 2001, un saldo acreedor frente al resto del mundo, aunque por un volumen pequeño. Esta modificación ha sido el resultado del cambio en el signo de las operaciones netas de las sociedades. Así, durante la primera mitad de los años noventa las empresas fueron generalmente receptoras netas de recursos del exterior. Sin embargo, a partir de 1997, cuando se intensifica su expansión internacional, las salidas de capital han sido superiores a las entradas de fondos en la mayoría de los años. En todo caso, como se observa en el gráfico 2, esta evolución ha estado acompañada de unas transacciones financieras con el exterior muy voluminosas tanto en el lado del activo como del pasivo, lo que refleja el importante papel de las compañías españolas en el proceso de apertura financiera de nuestra economía.

Los gráficos 2 y 3 muestran, además, que durante el período examinado se produjeron algunos cambios en la naturaleza de los instrumentos financieros que canalizaron los flujos de las sociedades con el resto del mundo. Así, entre 1990 y 1996 las entradas de fondos se materializaron principalmente en forma de inversión directa y, tras su liberalización completa³, en préstamos bancarios. A partir de 1998, en cambio, el sector empresarial español comenzó a exportar capital en términos netos a través de la adquisición de acciones, mayoritariamente

3. En marzo de 1991 se eliminó el depósito previo del 30% de los préstamos financieros exteriores. En febrero de 1992 se liberalizaron los créditos a corto plazo que con anterioridad no se permitían para un plazo inferior a tres años y requerían autorización a partir de determinadas cantidades.

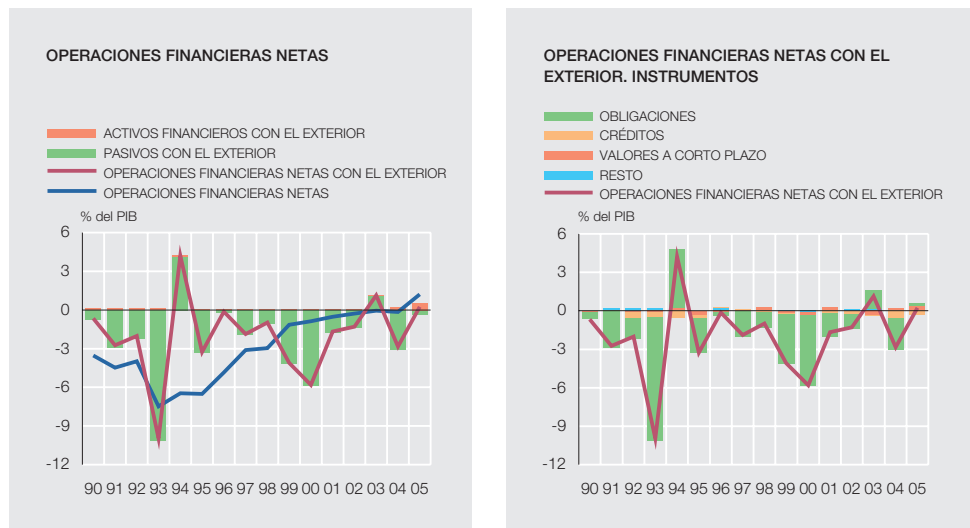


FUENTE: Registro de Inversiones Exteriores y Banco de España.

- a. En 2005, información hasta el tercer trimestre con datos acumulados de cuatro trimestres.
- b. Estimación realizada con la información de Balanza de Pagos correspondiente a Otros Sectores Residentes ajustada de las operaciones financieras de los inversores institucionales y OIF.
- c. Inversión directa en acciones y otras participaciones de los Otros Sectores Residentes de la Balanza de Pagos.
- d. Inversión directa de las Entidades Tenedoras de Valores Extranjeros (ETVE) según cifras provisionales del Registro de Inversiones Exteriores. Puede incluir la inversión en otros instrumentos además de las acciones y otras participaciones. Para 2005 solo incluye las operaciones entre enero y julio.

te en forma de inversión directa⁴, aunque las operaciones pasivas frente al exterior a través de estos instrumentos continuaron siendo elevadas. La necesidad de recursos para financiar la expansión internacional y la actividad productiva nacional se cubrió adicionalmente a través de créditos exteriores, mayoritariamente préstamos bancarios y puntualmente *financiación entre empresas relacionadas*. Finalmente, cabe destacar la escasa relevancia de los

4. El desglose de inversión en cartera y directa que aparece en el gráfico 3 es una estimación. La inversión en cartera de las empresas no financieras se ha aproximado descontando de la de los Otros Sectores Residentes (OSR) de la Balanza de Pagos la inversión exterior en acciones y participaciones de los Inversores Institucionales según Cuentas Financieras. El flujo de inversión directa es el de los OSR de la Balanza de Pagos. Nótese que parte de los flujos de inversión directa tienen su origen en entidades de crédito que realizan sus inversiones en el exterior a través de empresas *holding* clasificadas como no financieras. Además, los flujos de inversión directa están también afectados por la operativa de las Empresas de Tenencia de Valores Extranjeros (ETVE) constituidas por empresas multinacionales no residentes que centralizan en España su inversión directa hacia terceros países para aprovechar algunas ventajas fiscales. En el gráfico 3 se muestran los datos provisionales disponibles relacionados con la actividad de las ETVE.



FUENTE: Banco de España.

a. En 2005, información hasta el tercer trimestre con datos acumulados de cuatro trimestres.

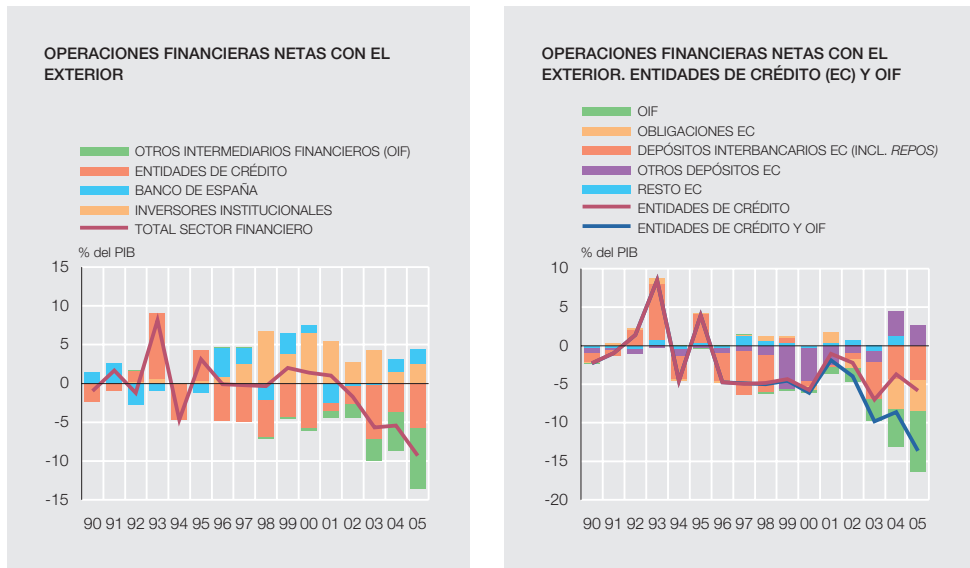
valores de renta fija privada en este proceso, aunque debe tenerse en cuenta que durante algunos años las grandes empresas españolas captaron fondos a través de sus filiales mediante la emisión de valores por parte de estas, que, en parte, revertían a la matriz en forma de créditos⁵.

Por su parte, los hogares españoles han sido tradicionalmente inversores netos en el exterior, aunque por un volumen, en términos del PIB, relativamente pequeño. Los depósitos han sido el principal instrumento en el que se han materializado las salidas de capital de este sector. El reducido peso de los flujos financieros de las familias con el resto del mundo no es un fenómeno exclusivo de la economía española y se produce, además, en un contexto de libre prestación de servicios financieros en el ámbito de la UE y de mayor integración financiera. No obstante, conviene recordar que las familias se han beneficiado indirectamente de la mayor diversificación geográfica de las carteras de los fondos de inversión y de pensiones.

LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Las AAPP han jugado tradicionalmente un papel importante en la canalización del ahorro exterior hacia nuestra economía en la medida en que un volumen elevado de la deuda pública a largo plazo es adquirido por no residentes (véase gráfico 4). No obstante, en muchas ocasiones estas compras no llevaron asociada una aportación de fondos, especialmente entre 1992-1995, años de mayor inestabilidad cambiaria, ya que las inversiones fueron financiadas mediante operaciones a corto plazo con el sistema crediticio para cubrir el riesgo de tipo de cambio⁶. A partir de 1995, el saneamiento de las cuentas públicas y la confianza de los mercados en la participación de España en la unión monetaria generaron unas expectativas bajas de tipos de interés que mantuvieron el atractivo de la deuda pública española. Tras el comienzo de la UEM la demanda internacional de estos valores siguió aumentando como reflejo del proceso de diversificación geográfica de las carteras de los inversores europeos. No obstante, a partir de 2001, la entrada de capital exterior a través de estos instrumentos ha sido más reducida, en línea con la evolución del déficit público y, en cualquier caso, insuficiente para cubrir las crecientes necesidades de financiación de la nación.

5. Véase Nieto (2004) para más detalles. En noviembre de 2005 estas emisiones ascendían a 34,5 miles de millones de euros, algo más del 3,8% del PIB. 6. Para más detalle, véanse los informes de Balanza de Pagos de España de estos años.



FUENTE: Banco de España.

a. En 2005, información hasta el tercer trimestre con datos acumulados de cuatro trimestres.

EL SECTOR FINANCIERO

Durante los últimos años han sido las instituciones financieras las que han desempeñado un papel protagonista en la canalización del ahorro externo hacia los sectores prestatarios de la economía española en cada momento, con un saldo de sus transacciones financieras con el resto del mundo deficitario y creciente que ha llegado a superar el 9% del PIB en 2005 (véase gráfico 5).

La naturaleza de los flujos del sector financiero con el extranjero varía además por tipo de entidad. Así, las operaciones frente al resto del mundo del Banco de España consisten fundamentalmente en las variaciones de reservas y, desde 1999, de los activos intrasistema frente al Sistema Europeo de Bancos Centrales, que actúan como partida de ajuste de los flujos de la cuenta financiera y la cuenta corriente y de capital. En el caso de los inversores institucionales⁷, se trata de inversiones en cartera cuyo volumen, como muestra el gráfico 5, ha sido relativamente elevado desde finales de los años noventa, alcanzando entre 1997 y 2005 un valor promedio cercano al 4% del PIB anual⁸. Finalmente, las entidades de crédito⁹ y los otros intermediarios financieros (OIF), entre los que figuran los fondos de titulización¹⁰, han sido las instituciones que han canalizado en mayor medida las entradas de capital exterior durante los últimos diez años. Así, entre 1996 y 2002, el saldo deudor de sus operaciones financieras netas frente a los no residentes alcanzó en torno al 4% del PIB anual. Posteriormente, en el contexto descrito de mayor necesidad de financiación de la nación, menores entradas de capital a través de las AAPP y aumento de la inversión en el exterior de las sociedades no financieras, dicho saldo continuó avanzando hasta situarse en el 14% del PIB en 2005, del cual unos 6 pp correspondían a las entidades de crédito y alrededor de 8 pp a los OIF.

7. Este subsector incluye las instituciones de inversión colectiva, las empresas de seguros y fondos de pensiones. 8. Sanchis y Maza (2003) explican cómo estos intermediarios permiten la internacionalización de la cartera del sector privado no financiero. 9. Entidades de crédito incluye entidades de depósito, establecimientos financieros de crédito y crédito oficial. Excluye al Banco de España. 10. Los OIF incluyen los auxiliares financieros, las sociedades de valores, los fondos de titulización de activos, las sociedades de capital riesgo, los *holdings* financieros y las sociedades emisoras de participaciones preferentes. Nótese que esta definición difiere de la de las Cuentas Nacionales, que incluiría las instituciones de inversión colectiva (excepto FMM) y excluiría a los auxiliares financieros.

El desglose por instrumentos que aparece en el gráfico 5 muestra cómo, durante la primera mitad de los noventa, las operaciones financieras netas de las entidades de crédito con el resto del mundo consistían fundamentalmente en flujos a corto plazo. Además, como se ha comentado anteriormente, estuvieron determinadas en gran medida por la actividad de los no residentes en el mercado de deuda pública nacional. Sin embargo, con el comienzo de la UEM, aunque el mercado interbancario continuó siendo un recurso importante algunos años, fueron las emisiones de renta fija a largo plazo, y de forma creciente las relacionadas con el mercado hipotecario, las que captaron un volumen creciente del ahorro externo. Durante el período de 1999 a 2001 se trataba, en su mayoría, de emisiones en el extranjero en divisas distintas del euro, realizadas por filiales de las instituciones financieras. Los recursos obtenidos revertían después hacia la matriz en España a través de depósitos¹¹ (rúbrica de Otros depósitos en el gráfico 5).

A partir de 2002, las obligaciones emitidas por las entidades de crédito¹² y, cada vez en mayor medida, por los OIF pasaron a ser el principal instrumento en el que se materializaron las entradas de capital. Los valores emitidos por estos dos sectores están mayoritariamente denominados en euros y en una proporción elevada contienen garantías hipotecarias —como en los casos de las cédulas hipotecarias y los bonos de titulización de origen hipotecario—. Así, en diciembre de 2005, el 46% del saldo vivo de las emisiones de largo plazo en euros de las instituciones financieras monetarias eran valores del mercado hipotecario. Además, el peso de este tipo de instrumentos hipotecarios ha crecido en los últimos años, ya que desde el año 2002 han concentrado más de un 56% de las emisiones netas.

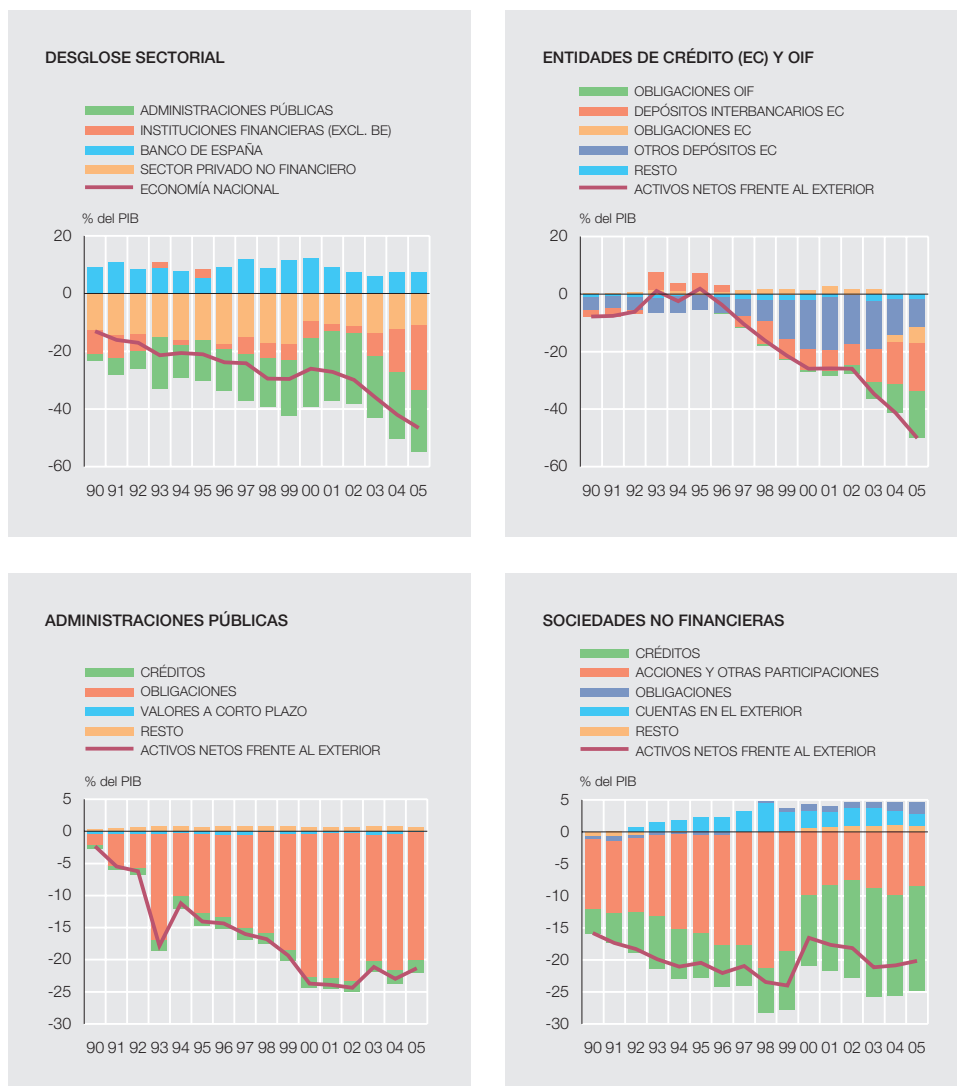
Por su parte, el 73% del saldo de deuda en valores negociables a largo plazo emitida por OIF recogía la operativa de los fondos de titulización,¹³ cuyas emisiones están respaldadas por préstamos y otros activos, de los cuales en torno al 80% tienen garantía hipotecaria¹⁴. De este modo, cabe deducir que una parte importante de los fondos que recibe la economía para financiar su déficit exterior se canaliza a través de instrumentos que dependen en alguna medida del riesgo hipotecario y, por lo tanto, de los desarrollos en el mercado inmobiliario español.

Posición de inversión internacional y endeudamiento exterior

La acumulación del déficit exterior en la economía española ha dado lugar a un aumento notable de los pasivos netos frente al resto del mundo, tal como recoge el indicador de Posición de Inversión Internacional (PII) neta, que ha pasado de una posición deudora equivalente al 25% del PIB, en 2000, a más del 45% en septiembre de 2005 (véase gráfico 6)¹⁵. Este valor es relativamente elevado cuando se compara con los países de nuestro entorno, ya que solamente Grecia y Portugal presentan un saldo más desfavorable (véase cuadro 1).

Por sectores institucionales, el mayor deterioro se ha producido en la PII neta de las entidades de crédito y de los OIF, que, en septiembre de 2005, ha pasado a representar cerca del 50% del PIB, del cual el 16% del PIB corresponde a los pasivos de los OIF (véase gráfico 6). Los principales instrumentos en los que se materializa esta posición son los depósitos interban-

11. Un volumen importante de estas emisiones fue colocado entre residentes en España, dando lugar a un aumento de la inversión en cartera de España en el exterior. **12.** En algunos años, como, por ejemplo, en 2003, la aportación neta de capital a través de este instrumento no ha sido muy elevada, porque los emisores llevaron a cabo inversiones en el exterior en este mismo tipo de activo. **13.** El 27% restante consiste en participaciones preferentes y valores relacionados con la entrada en vigor de la Ley 19/2003 que han sido realizados básicamente por sociedades instrumentales creadas por las instituciones financieras. **14.** En septiembre de 2005, aproximadamente el 65% de los préstamos que respaldan las emisiones de los fondos de titulización permanecían en el balance de las entidades de crédito. **15.** Esta evolución se explica en gran medida por el saldo de las operaciones, aunque también ha contribuido la evolución del valor de los activos y del tipo de cambio. Los activos netos exteriores se han reducido en 250 mm de euros entre 2000 y 2005, de los cuales cerca de 180 mm provienen de la acumulación de transacciones con saldo deficitario.

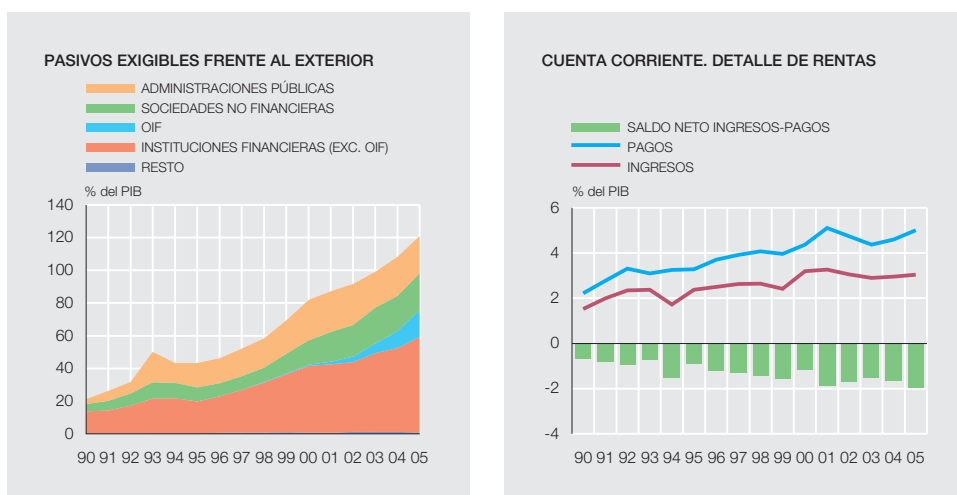


FUENTE: Banco de España.

a. Datos final de año. En 2005 la información es hasta septiembre.

carros y los valores de renta fija a largo plazo, que, como se ha comentado anteriormente, están muy vinculados al mercado hipotecario doméstico. Por su parte, los pasivos netos frente al exterior de las AAPP han mantenido durante los últimos años un valor relativamente estable en términos del PIB. El sector privado no financiero ha presentado, en cambio, un saldo deudor que desde 2000 se ha situado por debajo del nivel medio observado entre 1990 y 1999, evolución que ha resultado de un descenso de los pasivos netos en forma de acciones y otras participaciones. Dicho descenso no ha sido compensado por el aumento de los créditos exteriores, partida que se ha convertido en la más importante dentro de la PII de las empresas españolas.

Considerando solamente los pasivos exigibles, el deterioro de la posición española también ha sido notable, al pasar de representar un valor equivalente al 46% del PIB, en 1996, a situarse en el 115% en 2005 (véase gráfico 7). Este nivel no es muy elevado en el contexto internacional, siendo solamente algo superior al de Grecia, Finlandia e Italia, que son los tres países de la UEM con una ratio de deuda externa más reducida (véase cuadro 2). Es interesante observar que varios países —Gran Bretaña, Francia, Alemania, Holanda, Bélgica y Austria—



FUENTE: Banco de España.

a. Los datos de 2005 corresponden al tercer trimestre.

presentan, en términos de su PIB, un nivel de pasivos exigibles mayor que el de España pero una PII neta menos deudora o incluso acreedora, resultado de unas tenencias de activos exteriores superiores a las españolas. En relación con la composición de la deuda externa por plazos y sectores prestatarios, se aprecian algunas diferencias relevantes entre los países incluidos en el cuadro 2, como, por ejemplo, la mayor concentración de la deuda exterior española en el largo plazo, el 76% del total, y en el sector privado y financiero. El elevado peso del endeudamiento a largo plazo en nuestro país supone un menor riesgo de refinanciación, pero no necesariamente una exposición inferior a las variaciones en los tipos de interés, ya que muchas emisiones son a tipo de interés variable.

El creciente endeudamiento con el resto del mundo ha contribuido a un aumento de los pagos en forma de rentas al exterior, que, no obstante, no ha sido muy acusado dado el contexto de bajos tipos de interés que ha predominado en la zona del euro (véase gráfico 7). Concretamente, los pagos netos de rentas al exterior han pasado del 1,3% del PIB durante el período de 1995 a 2000, al 2% en 2005.

Por otra parte, la información disponible sobre los países que actúan como prestamistas de la economía española muestra una elevada concentración geográfica. Así, en 2003, alrededor del 80% del saldo vivo de valores de renta fija españoles se encontraba en manos de residentes en el área del euro. De esta proporción, además, aproximadamente la mitad se localizaba en Francia y Alemania.¹⁶

Conclusiones

Desde una perspectiva sectorial el deterioro del saldo exterior de la economía española ha resultado principalmente de la menor capacidad de financiación del sector privado no financiero, que no ha sido compensado por el descenso de las necesidades de recursos por parte de las AAPP.

Durante los últimos años, las mayores necesidades de financiación de nuestra economía se han canalizado principalmente a través del endeudamiento del sector financiero en el

¹⁶ Datos basados en la Encuesta Coordinada de Inversión de Cartera. Para más detalles, véase el recuadro 4.1 de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España, 2004.

	Total En % del PIB	Plazo (En % total)		Sector deudores (En % total)				
		Corto plazo	Largo plazo	AAPP	Autoridad monetaria	Entidades de crédito	Otros sectores	Financiación empresas relacionadas
Alemania	129,64	31,91	68,09	23,56	0,25	56,49	8,43	11,26
Francia	136,00	38,14	61,86	25,23	0,11	49,81	17,27	7,58
Italia	98,85	32,93	67,07	50,22	0,03	29,90	17,44	2,41
Países Bajos	273,91	37,92	62,08	12,61	0,00	57,23	14,46	15,70
Bélgica	267,69	72,18	27,82	18,13	3,74	63,27	6,61	8,26
Finlandia	109,82	26,85	73,15	30,61	-0,09	34,55	17,65	17,27
Austria	169,99	32,61	67,39	31,84	4,03	49,97	12,17	1,99
Irlanda	549,50	49,38	50,62	2,95	0,92	56,39	27,94	11,79
Grecia (a)	108,68	27,72	72,28	63,02	5,40	22,75	8,40	0,44
Portugal	168,52	41,61	58,39	23,97	5,40	52,85	13,48	4,30
España	114,97	23,60	76,40	19,98	0,00	47,83	22,71	9,47
Estados Unidos	75,08	40,99	59,01	22,69	3,68	19,70	46,48	7,45
Reino Unido	330,64	77,06	22,94	2,72	0,41	59,70	28,91	8,25

FUENTES: Banco Mundial, Eurostat y Banco de España.

a. Datos correspondientes al segundo trimestre de 2005.

resto del mundo y, en particular, mediante el recurso al mercado interbancario y a las emisiones de obligaciones por parte de las entidades de crédito y otros intermediarios financieros, entre los que se encuentran los fondos de titulización. En el caso de otros países europeos con elevadas necesidades de financiación, como Portugal, ha sido también el sector financiero el que ha canalizado gran parte de los recursos desde el exterior, aunque principalmente a través de préstamos a largo plazo. En Estados Unidos, en cambio, la financiación del déficit por cuenta corriente en los últimos años se ha producido a través de la inversión de no residentes en valores de deuda emitidos tanto por el sector público como privado.

La acumulación de los déficits exteriores ha dado lugar a un deterioro importante de la PII neta de la economía española, hasta alcanzar un saldo deudor que se sitúa entre los más altos dentro del área del euro. Asimismo, se ha producido un notable avance de la deuda externa, aunque, en este caso, el nivel alcanzado no es muy elevado cuando se compara con el de países de nuestro entorno. Es importante señalar, en todo caso, que el fuerte crecimiento de los pasivos exteriores no solo ha permitido financiar el exceso de gasto sobre el ahorro doméstico, sino también una mayor inversión en activos exteriores de las empresas y los inversores institucionales.

La pertenencia de España a la UEM ha facilitado a los agentes residentes el endeudamiento en el exterior en su propia moneda. El coste de los fondos no depende ahora tanto de la situación general de la economía española como de la profundidad de los mercados de capitales en euros, de la solvencia patrimonial de los prestatarios y de la calidad crediticia de los valores por ellos emitidos. Entre los prestatarios, las entidades financieras nacionales ocupan, como se ha explicado, un lugar central, mientras que entre los valores emitidos destacan los vinculados a los créditos con garantía hipotecaria, cuyos riesgos han sido, así, parcialmente transmitidos a inversores extranjeros. Ello sugiere que las condiciones de financiación de la economía española en el exterior podrían de-

pendier, en alguna medida, de los desarrollos en los mercados inmobiliarios en nuestro país.

6.3.2006.

BIBLIOGRAFÍA

- MALO DE MOLINA, J. L. (2005). *Una larga fase de expansión de la economía española*, Documentos Ocasionales, n.º 0505, Banco de España.
- NIETO, F. (2004). «La evolución de la composición de los pasivos de las sociedades no financieras españolas», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España.
- SANCHIS, A. y MAZA L. A. (2003). «La evolución de la composición de la cartera de activos financieros de las familias españolas», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.