

LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA EN EL PRIMER SEMESTRE
DE 2007

Este artículo ha sido elaborado por César Martín Machuca y Patrocinio Tello Casas, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

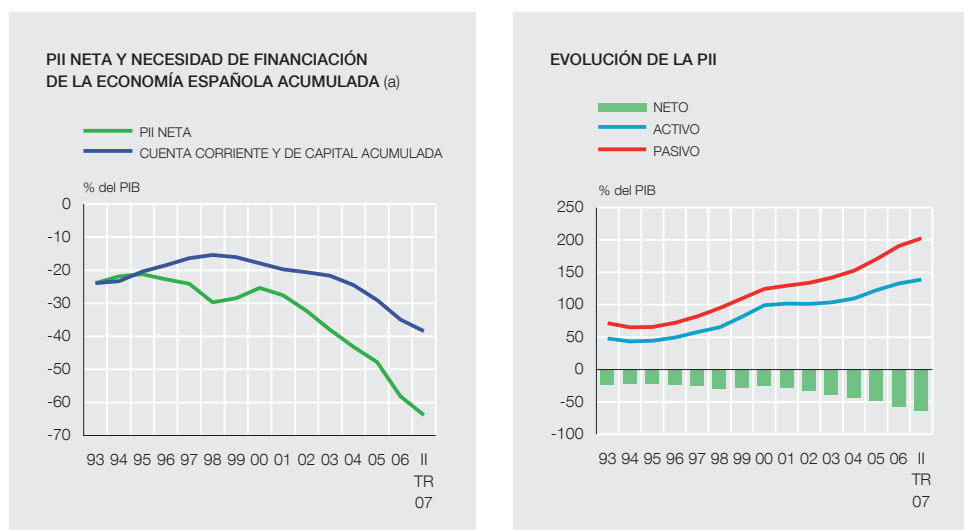
Una de las consecuencias de la prolongada fase expansiva que ha registrado la economía española en la última década ha sido el creciente recurso al ahorro exterior para financiar la fuerte expansión de la inversión privada, en un contexto de relativa estabilidad de la tasa de ahorro nacional. Como resultado de este patrón de crecimiento, la posición deudora neta de la economía española frente al resto del mundo se ha incrementado de manera notable desde finales del año 2000. El endeudamiento acumulado conduce a un aumento de la carga financiera y, en principio, puede incrementar el grado de exposición frente a perturbaciones externas, si bien la incorporación a la Unión Monetaria facilita la financiación del déficit exterior.

La ampliación de la Posición de Inversión Internacional (PII) deudora neta de la economía española se ha producido en un contexto de aumento del grado de integración financiera a nivel mundial, que se refleja en el mayor volumen de activos y pasivos financieros exteriores que mantienen los países. Por otro lado, el grado de exposición financiera de una economía a *shocks* externos no solo depende del volumen de los activos financieros y pasivos totales frente al exterior, sino también del tipo de instrumentos en los que se invierte (o se endeuda), del país al que se financia (o del que se toma prestado) y de la moneda en que se denominan esos instrumentos. Por tanto, una valoración adecuada de la posición exterior de un país requiere un análisis detallado de la PII y de los instrumentos financieros que la componen.

En este artículo se describe cómo ha evolucionado la PII de España a lo largo del primer semestre de 2007, prestando una atención especial al comportamiento de los distintos sectores institucionales y de los diferentes tipos de instrumentos. A continuación se describen los rasgos más relevantes de la PII a finales del primer semestre de 2007, resaltando los cambios más significativos respecto a finales de 2006 y sus determinantes. En el tercer epígrafe se presenta la composición de la PII por sector institucional y, posteriormente, se analiza el comportamiento de la PII por tipos de inversión y por áreas geográficas, para terminar con unas conclusiones.

Evolución de la Posición de Inversión Internacional en el primer semestre de 2007: un análisis de los datos agregados

La posición deudora de la economía española frente al exterior, medida a través de la PII, continuó ampliándose en la primera mitad de 2007. Este aumento se enmarca dentro de un proceso que se inició a comienzos de la presente década y que ha tenido lugar en un contexto de creciente apertura financiera, generalizada a nivel internacional y particularmente intensa en el caso de España (véase gráfico 1). Así, el volumen de activos y pasivos financieros exteriores en porcentaje del PIB, que constituye una medida del grado de integración y de apertura financiera de una economía, representaba el 341% del PIB en junio de 2007 [118 puntos porcentuales (pp) más que en el año 2000], valor que es superior al 330% y al 172% del PIB que muestran la zona del euro y Estados Unidos, respectivamente. A este aumento han contribuido tanto la integración de España en la UEM como la necesidad de recurrir al ahorro exterior para financiar, por un lado, las crecientes necesidades de financiación que presenta la economía española desde el año 2002 y, por otro, la expansión exterior de las grandes empresas multinacionales españolas. Las tenencias de activos financieros exteriores de la nación y, en mayor medida, los pasivos exteriores han intensificado su ritmo de crecimiento en los últimos años, de forma que, a finales del primer semestre de 2007, representaban un 138,6%



FUENTE: Banco de España.

a. El primer valor corresponde a la PII neta a final de 1993.

y un 202,4% del PIB, respectivamente (en torno a 29 pp y 50 pp por encima de su valor a finales de 2004, de los que 6 pp y 11,6 pp del aumento se han producido en la primera mitad de 2007). Como resultado de esta evolución, la PII deudora neta total de España continuó ampliándose en el primer semestre del presente año, si bien a un ritmo inferior al observado en la segunda mitad del ejercicio previo, alcanzando un saldo de 648,3 mm de euros, cifra que equivale a un 63,8% del PIB (5,6 pp del PIB por encima de su valor a finales de 2006) (véase cuadro 1).

Esta evolución ha tenido lugar en un contexto de pujanza de la economía mundial, impulsada, en particular, por las economías emergentes. Tanto la zona del euro como Estados Unidos han moderado su ritmo de avance a lo largo de 2007, aunque con menor intensidad en el primer caso. Por el contrario, la economía española mantuvo en el primer semestre un elevado dinamismo, con un crecimiento del PIB en torno al 4%. En cuanto a la evolución de los mercados financieros, en ese período se registró un aumento de los tipos de interés a largo plazo (véase cuadro 2) y en la zona del euro continuó la transmisión de la elevación de los tipos oficiales al coste de la financiación al sector privado. Asimismo, a lo largo del primer semestre de 2007 se mantuvo la tendencia alcista en la mayoría de los mercados internacionales de renta variable, con una revalorización de la bolsa española algo inferior a la que mostraron las bolsas de la UEM y de Estados Unidos. Finalmente, el euro continuó apreciándose frente al dólar (un 2,5% respecto a finales de 2006), aunque esta apreciación fue mucho menos intensa cuando se considera un conjunto amplio de monedas (durante el mismo período, el TCEN del euro frente a los países desarrollados se apreció un 1,3%). Como es sabido, desde el pasado verano se han modificado sustancialmente las condiciones en los mercados financieros internacionales, lo que probablemente tendrá su reflejo en la evolución de la PII en la segunda mitad del año.

La evolución financiera es relevante a efectos de la valoración de la PII, puesto que los cambios en los precios de los activos y pasivos financieros exteriores tienen un impacto directo sobre esa posición. De hecho, la variación de la PII entre dos momentos del tiempo viene determinada por las transacciones financieras entre los residentes de una economía y el resto del

| mm de euros | 2005 | 2006 | 2006 | | 2007 | |
|------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | | III TR | IV TR | I TR | II TR |
| POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA (A-P) | -434,3 | -570,9 | -527,3 | -570,9 | -618,6 | -648,3 |
| Excluido el Banco de España | -506,4 | -666,9 | -611,1 | -666,9 | -719,4 | -760,9 |
| <i>Inversiones directas</i> | 2,6 | 52,8 | 46,5 | 52,8 | 54,4 | 59,6 |
| <i>Inversiones de cartera</i> | -273,6 | -508,9 | -459,1 | -508,9 | -580,7 | -609,4 |
| <i>Otras inversiones (a)</i> | -235,4 | -201,3 | -198,5 | -201,3 | -181,9 | -195,2 |
| <i>Derivados financieros</i> | ... | -9,6 | ... | -9,6 | -11,2 | -15,9 |
| Banco de España | 72,2 | 96,0 | 83,8 | 96,0 | 100,8 | 112,6 |

FUENTE: Banco de España.

a. Incluye, principalmente, préstamos, depósitos y *repos*.

EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Precios, tipos de interés y tipos de cambio

| | ÍNDICES BURSÁTILES (a) | | | TIPO DE CAMBIO (b) | | TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (c) | | |
|-----------------|------------------------|---------------|---------|--------------------|-------|-----------------------------------|------|-------------|
| | IBEX 35 | EURO-STOXX 50 | S&P 500 | DÓLAR | LIBRA | UEM | EEUU | REINO UNIDO |
| 2005 | 18,2 | 21,3 | 3,0 | -13,4 | -2,8 | 3,4 | 4,5 | 4,3 |
| 2006 | 31,8 | 15,1 | 13,6 | 11,6 | -2,0 | 3,9 | 4,6 | 4,5 |
| III TR 2006 | 12,0 | 6,9 | 5,2 | -0,4 | -2,1 | 3,8 | 4,7 | 4,4 |
| IV TR 2006 | 9,4 | 5,7 | 6,2 | 4,0 | -0,9 | 3,9 | 4,6 | 4,5 |
| I TR 2007 | 3,5 | 1,5 | 0,2 | 1,1 | 1,2 | 4,0 | 4,6 | 4,9 |
| II TR 2007 | 1,7 | 7,4 | 5,8 | 1,4 | -0,9 | 4,7 | 5,1 | 5,5 |
| I SEMESTRE 2007 | 5,3 | 9,0 | 6,0 | 2,5 | 0,4 | 4,7 | 5,1 | 5,5 |

FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

a. Variación acumulada del índice entre el final del período inmediatamente anterior y el final del período de referencia.

b. Variación acumulada del tipo de cambio del euro frente a la divisa considerada entre el final del período inmediatamente anterior y el final del período de referencia. Un signo positivo (negativo) supone una apreciación (depreciación) del euro frente a la divisa considerada.

c. Media del último mes del período.

mundo, y por los cambios de valor de los instrumentos financieros que componen el *stock* de activos y pasivos financieros (lo que se denomina *efecto valoración*)¹. En el caso de España, el aumento de la PII refleja, principalmente, la evolución de la necesidad de financiación de la nación. Según los datos de la balanza de pagos, la economía española presentó en el primer semestre de 2007 una necesidad de financiación del 9,2% del PIB, superior al 8% del PIB del conjunto del año 2006. Como se refleja en el cuadro 3, las transacciones financieras de la balanza de pagos, que son la contrapartida de la necesidad de financiación², supusieron en el primer semestre de 2007 en torno a dos terceras partes de la variación de la posición deudora neta en el conjunto del período, porcentaje ligeramente superior al del año 2006.

1. Además de las transacciones financieras y del efecto valoración, existe un tercer factor, denominado «otros ajustes», que condiciona la evolución del *stock* de activos y pasivos de una economía entre dos períodos de tiempo. Entre ellos cabe mencionar las posibles reclasificaciones de operaciones entre distintas subrúbricas por tipos de inversión. Este ha sido el caso del primer semestre de 2007, en el que se ha producido una reclasificación de inversión de cartera a inversión exterior directa en el caso de los pasivos financieros. 2. En este artículo la capacidad o necesidad de financiación se ha aproximado por las transacciones financieras netas de la economía. La existencia de errores y omisiones provoca que, año a año, ambas cifras no coincidan. No obstante, en períodos largos de tiempo estos errores y omisiones tienden a cancelarse.

mm de euros

| | NETO (a) | | | | ACTIVO | | | | PASIVO | | | |
|-----------------|-----------------|-------------|--------------------|------------|-----------------|-------------|--------------------|------------|-----------------|-------------|--------------------|------------|
| | Variación stock | Transacción | Diferencia niveles | Dif. % (b) | Variación stock | Transacción | Diferencia niveles | Dif. % (b) | Variación stock | Transacción | Diferencia niveles | Dif. % (b) |
| 2005 | -71,3 | -60,8 | -10,5 | 2,9 | 191,2 | 162,5 | 28,8 | 3,1 | 191,2 | 162,5 | 28,8 | 3,1 |
| 2006 | -136,7 | -81,5 | -55,2 | 12,7 | 187,5 | 160,4 | 27,1 | 2,4 | 187,5 | 160,4 | 27,1 | 5,3 |
| III TR 2006 | -50,3 | -22,2 | -28,1 | 5,9 | 29,1 | 22,4 | 6,7 | 0,6 | 29,1 | 22,4 | 6,7 | 2,1 |
| IV TR 2006 | -43,6 | -16,8 | -26,8 | 5,1 | 76,8 | 38,3 | 38,5 | 3,1 | 76,8 | 38,3 | 38,5 | 3,7 |
| I TR 2007 | -47,7 | -24,3 | -23,4 | 4,1 | 50,6 | 58,8 | -8,2 | -0,6 | 50,6 | 58,8 | -8,2 | 0,8 |
| II TR 2007 | -29,7 | -23,9 | -5,8 | 0,9 | 58,3 | 47,7 | 10,6 | 0,8 | 58,3 | 47,7 | 10,6 | 0,8 |
| I SEMESTRE 2007 | -77,4 | -48,2 | -29,2 | 5,1 | 108,9 | 106,4 | 2,5 | 0,2 | 108,9 | 106,4 | 2,5 | 1,7 |

FUENTE: Banco de España.

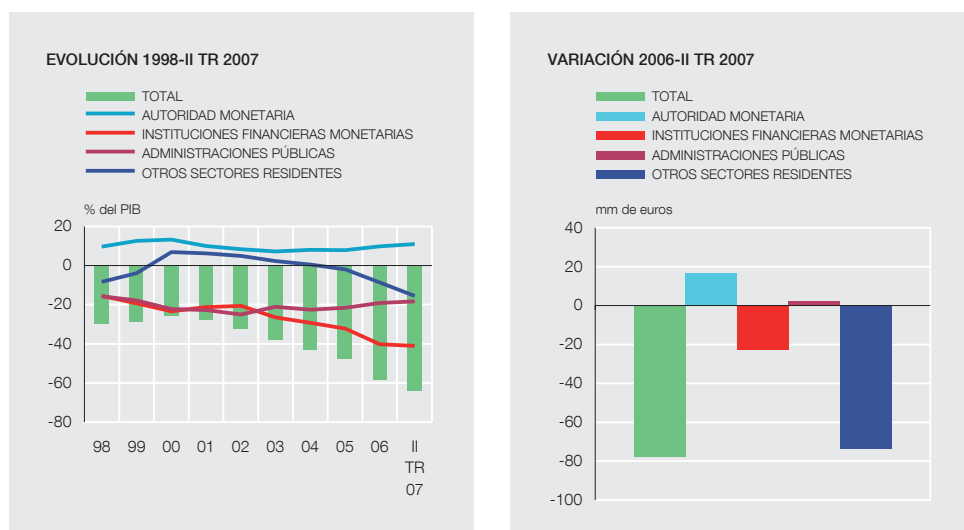
a. Un signo (-) significa una variación de los pasivos superior a la de los activos.

b. Diferencia entre la variación del stock y las transacciones de balanza de pagos, en términos del stock al comienzo del período.

Es relevante, en todo caso, analizar la magnitud y el origen del efecto valoración, que viene siendo significativo y negativo en el caso de España, según muestra el diferencial entre la acumulación de las transacciones financieras del período y la evolución de la PII (véase gráfico 1). Este efecto refleja, fundamentalmente, la evolución de los mercados financieros y cambiarios durante la primera mitad del año, aunque su magnitud depende no solo del volumen de activos y pasivos financieros, sino también de su composición^{3,4}. En el primer semestre de 2007, los efectos valoración han tendido a incrementar los pasivos y también, aunque en mucha menor medida, los activos, determinando un deterioro de la PII (véase cuadro 3). En el caso de los activos, el impacto negativo de la apreciación del euro —fundamentalmente, frente al dólar— y del descenso de los precios de los instrumentos de inversión de cartera en renta fija ha sido compensado por el efecto positivo de la evolución de la cotización de las participaciones en el capital de empresas no residentes materializadas en forma de inversión de cartera. Asimismo, en el caso del pasivo exterior de España, la revalorización de las inversiones de no residentes en acciones y participaciones en el capital ha superado la disminución del valor de sus tenencias en títulos de renta fija.

Un aspecto adicional que debe tenerse en cuenta a la hora de valorar el saldo deudor neto de la economía española frente al exterior es el hecho de que una parte de su incremento tiene su origen en variaciones de los precios de instrumentos financieros que son, por su propia naturaleza, no exigibles, como las acciones y otras formas de participación en el capital de las empresas, lo que implica que el endeudamiento genuino de la economía española es inferior al que se deriva de las cifras totales.

3. Así, por ejemplo, el impacto final sobre el saldo neto de un cambio en la cotización del euro depende del peso que tengan en el activo y en el pasivo los instrumentos financieros denominados en una moneda distinta del euro. Dado que, en el caso de la PII de España, la proporción de instrumentos denominados en monedas distintas del euro es mayor en los activos financieros que en los pasivos (en torno a un 27% y un 13% del total, respectivamente), una apreciación generalizada del euro tiende a elevar el saldo exterior deudor neto de la economía española. 4. El procedimiento con el que se obtienen algunos de los componentes de la PII afecta a cómo se reflejan los cambios en los precios de los instrumentos financieros en la valoración final del stock. Este es el caso de una parte importante de la IED materializada en acciones y participaciones del capital, ya que en este caso el saldo se obtiene como la acumulación de las transacciones financieras de la balanza de pagos, corregidas por las variaciones de tipo de cambio, pero sin tener en cuenta las variaciones en los precios. Por ello, las variaciones de precios que refleja la PII no tienen un paralelismo total con la evolución de las cotizaciones bursátiles. En el resto de los instrumentos financieros, la PII refleja adecuadamente las variaciones en los precios, bien porque se utilizan fuentes de información que permiten medir los stocks a precios de mercado en cada período (este es el caso de la inversión de cartera), o bien porque se trata de instrumentos que, de acuerdo con la metodología, no deben registrar cambios en sus precios (este es el caso de los préstamos y los depósitos).



FUENTE: Banco de España.

**La composición de la
Posición de Inversión
Internacional por sectores
institucionales**

Una valoración adecuada de las implicaciones de la PII de una economía requiere un análisis más detallado de las características de los sectores que están invirtiendo y de los que se están financiando en el exterior, así como del tipo de activos financieros que poseen y de los instrumentos financieros en los que se están endeudando. En esta sección, el análisis se centra en el primer punto, dejando el segundo para el siguiente apartado.

El desglose de las tenencias de activos y de pasivos financieros por sector institucional está disponible con el siguiente nivel de desagregación: Otros Sectores Residentes (OSR), que incluye los hogares, las sociedades no financieras, las instituciones financieras no monetarias y las empresas de seguros y fondos de pensiones; Instituciones Financieras Monetarias (IFM), Administraciones Públicas (AAPP) y Autoridad Monetaria⁵. La información relativa a la primera mitad de 2007 de este desglose sectorial muestra que la ampliación de la posición deudora reflejó mayoritariamente la evolución del saldo deudor neto de los OSR y, en menor medida, el incremento del saldo deudor de las IFM, que compensaron el aumento de la posición acreedora de la Autoridad Monetaria y la disminución del saldo deudor de las AAPP (véase gráfico 2). En concreto, la posición deudora neta de los OSR aumentó 6,9 pp del PIB, hasta situarse en el 15,6% del PIB, mientras que, a diferencia de lo ocurrido en el conjunto del ejercicio anterior, la ampliación del saldo deudor de las IFM fue mucho menos intensa, alcanzando el 41% del PIB, aunque sigue siendo el sector que presenta un nivel de endeudamiento neto más elevado frente al exterior. Por su parte, la posición acreedora neta de la Autoridad Monetaria se amplió hasta el 11,1% del PIB y el saldo deudor de las AAPP se redujo hasta el 18,3% del PIB.

El aumento del saldo deudor neto de los OSR se explica, fundamentalmente, por el aumento de sus pasivos financieros con el exterior, que crecieron un 13,1% en el primer semestre. Dos de los canales a través de los cuales la economía española está captando fondos del exterior son los fondos de titulización y las sociedades especializadas en las emisiones de

5. Una descripción más detallada de los distintos sectores que componen cada una de las agrupaciones aquí consideradas se encuentra en el capítulo cinco de la publicación *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España, 2006*, Banco de España.

valores⁶, que se clasifican dentro del sector OSR⁷, aunque a través de la operativa de titulización se estén financiando, en última instancia, las IFM. Al mismo tiempo, siguió incrementándose la tenencia de activos exteriores por parte de los OSR, principalmente porque continuaron aumentando las adquisiciones de empresas extranjeras por parte de empresas residentes⁸. Si bien la favorable coyuntura internacional ha impulsado este tipo de operaciones a nivel global, como se refleja en el dinamismo de las operaciones de fusión y adquisición de empresas, las perspectivas a medio y largo plazo son algo menos positivas.

A diferencia de los OSR, el aumento de la posición deudora neta de las IFM (un 5,7%, hasta 417 mm de euros) se produjo a pesar de que los activos financieros mostraron un crecimiento superior al de los pasivos en la primera mitad de 2007. Este aumento del endeudamiento de las IFM tuvo lugar en un contexto de ampliación de la brecha crédito-depósito, que fue cubierta con emisiones de bonos y obligaciones mediante la titulización de activos. De acuerdo con los datos de las transacciones financieras de la balanza de pagos, la financiación captada por las IFM a través de bonos y obligaciones representó un 30,8% del total de la inversión en cartera realizada por los no residentes, lo que no supone ningún cambio respecto a la pauta observada en 2006.

En cuanto a las AAPP, el endeudamiento neto que presenta este sector frente al exterior ha continuado reduciéndose, en línea con la capacidad de financiación que muestra el conjunto del sector público desde el año 2005. La disminución de su posición deudora neta se ha producido por el descenso, tanto en volumen como en porcentaje del PIB, del *stock* de deuda pública en manos de no residentes. Esta reducción se debe, principalmente, a la disminución del valor del *stock* por los menores precios de la deuda pública, ya que, según las transacciones financieras de la Balanza de Pagos, las AAPP captaron fondos del exterior en la primera mitad de 2007. Los activos frente al exterior de las AAPP continuaron aumentando, aunque con menor intensidad que en el año 2006, por las inversiones de cartera en el exterior realizadas por el Fondo de Reserva de la Seguridad Social. Finalmente, la posición acreedora neta de la Autoridad Monetaria continuó aumentando, hasta alcanzar un 11,1% del PIB.

La evolución descrita se reflejó en la estructura sectorial de los activos y pasivos financieros exteriores de la economía española (véase cuadro 4). Por el lado de los activos, aumentó el peso relativo de las IFM y de las AAPP en detrimento del resto de sectores, si bien los OSR siguieron acumulando la mayor parte de las inversiones en el exterior, con cerca del 60% del total. Por el lado de los pasivos, el peso relativo de los OSR aumentó hasta el 48,7% del total, mientras que el de las IFM se mantuvo algo por encima del 40%.

En definitiva, los datos anteriores muestran que el sector de las IFM y, más recientemente, el de los fondos de titulización y de las sociedades especializadas en la emisión de valores son los que, en principio, presentan una exposición mayor a los cambios en las condiciones de financiación en los mercados financieros internacionales. Sin embargo, el hecho de que la

6. La actividad de estas filiales adquirió relevancia a partir del año 2003, al amparo de algunos cambios normativos que favorecieron que la emisión de participaciones preferentes y/u otros instrumentos financieros se realizaran desde España. 7. De acuerdo con los datos de transacciones financieras de la balanza de pagos, este sector captó en el primer semestre de 2007 cerca del 67% del total de la inversión de cartera del exterior en España, representando los fondos de titulización una proporción significativa, al igual que en el año 2006 (según las estimaciones disponibles, alrededor de un tercio del total de la inversión de cartera que recibió la economía española, porcentaje que se eleva al 58% si se incluyen las emisiones realizadas por las empresas especializadas). 8. Una buena parte de las inversiones en el capital de las empresas no residentes realizadas por las empresas españolas, incluidas las entidades de crédito residentes, se realiza a través de empresas *holding*. Cuando esto ocurre en inversiones de las entidades de crédito, dado que estas empresas *holding* están sectorizadas como OSR en la estadística de la PII, las operaciones de IED realizadas por dichas entidades no se reflejan necesariamente en un aumento de los activos financieros exteriores del sector IFM, sino en los de los OSR.

| | AUTORIDAD MONETARIA | | | IFM | | | AAPP | | | OSR | | |
|-------------------------------|---------------------|-------|------|--------|-------|-------|--------|------|-------|--------|-------|---------|
| | NETO | ACT. | PAS. | NETO | ACT. | PAS. | NETO | ACT. | PAS. | NETO | ACT. | PAS. |
| VALOR DEL STOCK (mm de euros) | | | | | | | | | | | | |
| Media 2002-2004 | 61,6 | 62,1 | 0,5 | -201,6 | 233,1 | 434,6 | -178,8 | 11,3 | 190,1 | 19,9 | 517,8 | 497,9 |
| 2005 | 72,2 | 72,3 | 0,1 | -292,9 | 339,9 | 632,8 | -195,4 | 18,0 | 213,4 | -18,1 | 683,0 | 701,1 |
| 2006 | 96,0 | 96,2 | 0,2 | -394,3 | 375,8 | 770,1 | -188,0 | 28,0 | 216,0 | -84,6 | 800,7 | 885,3 |
| I TR 2007 | 100,8 | 100,9 | 0,2 | -383,6 | 417,9 | 801,6 | -191,2 | 28,5 | 219,7 | -144,6 | 804,0 | 948,5 |
| II TR 2007 | 112,6 | 112,7 | 0,1 | -416,8 | 425,2 | 842,0 | -186,0 | 28,3 | 214,3 | -158,2 | 843,4 | 1.001,6 |
| PORCENTAJE SOBRE TOTAL (%) | | | | | | | | | | | | |
| Media 2002-2004 | | 7,5 | 0,0 | | 28,3 | 38,7 | | 1,4 | 16,9 | | 62,8 | 44,3 |
| 2005 | | 6,5 | 0,0 | | 30,5 | 40,9 | | 1,6 | 13,8 | | 61,4 | 45,3 |
| 2006 | | 7,4 | 0,0 | | 28,9 | 41,1 | | 2,2 | 11,5 | | 61,6 | 47,3 |
| I TR 2007 | | 7,5 | 0,0 | | 30,9 | 40,7 | | 2,1 | 11,2 | | 59,5 | 48,2 |
| II TR 2007 | | 8,0 | 0,0 | | 30,2 | 40,9 | | 2,0 | 10,4 | | 59,8 | 48,7 |

FUENTE: Banco de España.

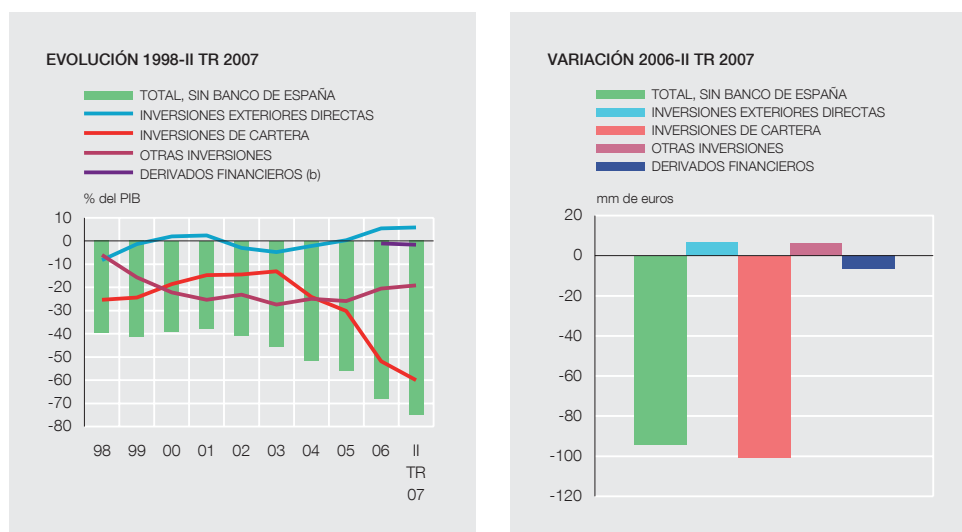
mayoría de los fondos captados por estos intermediarios se haya obtenido con valores a medio y largo plazo reduce los riesgos asociados a su refinanciación, ya que los vencimientos se distribuyen a lo largo del tiempo⁹.

La composición de la Posición de Inversión Internacional por tipos de inversión

A finales del primer semestre de 2007, el endeudamiento neto de la economía española frente al exterior, cuando se excluye a la Autoridad Monetaria¹⁰, ascendía a 761 mm de euros (un 14,1% superior a su valor al cierre de 2006), es decir, un 74,8% del PIB, frente al 68% alcanzado a finales de 2006 (véase gráfico 3). Al igual que en el caso de la composición por sectores institucionales, no se observa un cambio significativo en la contribución de los distintos tipos de instrumentos a la ampliación del endeudamiento exterior neto de España en la primera mitad de 2007 respecto a su situación a finales de 2006. Así, la economía española se financió, como ya se ha comentado, a través de la adquisición por no residentes de bonos y obligaciones emitidos por residentes en España. En consecuencia, se ha producido un incremento del saldo deudor neto en forma de inversión de cartera (59,9% del PIB, frente al 51,9% de finales de 2006), mientras que tanto la inversión exterior directa (IED) como la otra inversión continuaron ampliando su saldo acreedor y reduciendo su saldo deudor neto con el exterior, respectivamente, hasta alcanzar un 5,9% y un 19,2% del PIB en cada caso¹¹.

La contribución de las transacciones financieras con el exterior y del efecto valoración a la evolución de la posición deudora neta difiere según el tipo de inversión que se considere. En el caso de la IED, el aumento del saldo acreedor neto que España mantiene con el

9. Véase el recuadro «Las entidades de crédito españolas ante las perturbaciones recientes en los mercados financieros», *Boletín Económico*, octubre 2007. 10. Dado que los activos exteriores del Banco de España se caracterizan por su liquidez y bajo riesgo, y que lo relevante, en su caso, no es tanto su composición por instrumentos, sino la condición de Autoridad Monetaria de su titular, han sido excluidos del análisis que a continuación se presenta. 11. Con la publicación de los datos referidos a finales de 2006, se difundieron por primera vez los datos de *stock* de los derivados financieros, referidos a las IFM y al Tesoro Público (perteneciente a las AAPP), que también han contribuido a aumentar el endeudamiento de España con el exterior, aunque en mucha menor medida.



FUENTE: Banco de España.

a. Excluido el Banco de España.

b. En el cuarto trimestre de 2006 el Banco de España comenzó a publicar datos de posición en derivados financieros.

resto del mundo refleja, fundamentalmente, el mayor dinamismo en la adquisición de empresas extranjeras por multinacionales españolas, tras la moderación de los años de inicio de la presente década. Estas transacciones financieras han contribuido a elevar el valor de los activos financieros exteriores de España (41,2% del PIB a finales del primer semestre de 2007, 1,7 pp por encima de su valor a finales de 2006), en mayor medida de lo que lo ha hecho el valor de los pasivos de IED (1,2 pp, hasta el 35,3% del PIB). Las transacciones realizadas en el período explican un porcentaje significativo de la variación del valor del saldo de activos y pasivos exteriores, sobre todo en el primer caso (un 107,9% y un 46,7%¹², respectivamente), reflejando el dinamismo de las operaciones de fusión y adquisición a nivel internacional, en un entorno de crecimiento económico y de diversificación de la actividad de algunas empresas residentes. En cuanto a los efectos valoración, la apreciación del euro frente a las principales monedas en las que están denominadas las inversiones directas de España en el exterior ha contribuido a reducir su contravalor a euros¹³, mientras que el impacto de los cambios en los precios de las participaciones en el capital ha sido muy reducido. Tampoco se perciben cambios significativos en la distribución geográfica de las tenencias de activos exteriores de IED, que continúan concentrados en la UE (un 63,4% del total), aunque con un peso cada vez mayor del Reino Unido y de los países de la ampliación (un 20,3% y un 5,8% del total, respectivamente) y menor en el caso de la zona del euro (un 36,5% del total). Latinoamérica continúa siendo la segunda área en importancia tras la zona del euro (un 21,8%). En cuanto a la procedencia de los tenedores de las empresas españolas, también destaca el predominio de la UE (un 76% del total), correspondiendo la mayor parte a la UEM (un 55,4%).

¹². En el primer semestre de 2007 se ha procedido a reclasificar como inversión exterior directa del exterior en España en la PII una importante operación clasificada con anterioridad como inversión de cartera del exterior en España, al superar el inversor directo el límite del 10% o más del capital de la empresa de inversión directa. La variación del saldo de la PII que produce esta reclasificación no está recogida en las transacciones de la balanza de pagos y, por tanto, se produce una mayor diferencia entre ambos conceptos. ¹³. La importancia relativa del euro en el caso de la IED activa es muy inferior a la que tiene esta moneda en el conjunto de las tenencias de activos financieros exteriores (en el entorno del 50%), especialmente tras las compras realizadas en países de fuera de la UEM.

Al igual que en el caso de la IED, la mejora del saldo deudor neto con el exterior de la *otra inversión* se explica por el mayor crecimiento de los activos frente a los pasivos financieros exteriores (un 11,5% y un 6%, respectivamente), que elevaron de forma importante su peso en el PIB, hasta un 36,1% y un 55,2% del PIB, respectivamente. Las transacciones financieras explican también la mayor parte del cambio en el valor del *stock*. En este caso, la apreciación del euro ha tenido un impacto neto positivo sobre la reducción del saldo deudor exterior, por el mayor peso que tienen las monedas distintas del euro en el pasivo frente al activo (en torno al 30% del total y algo superior al 20%, respectivamente). La desagregación por áreas geográficas muestra una concentración también muy elevada, tanto de los activos financieros como de los pasivos en otra inversión en la UE 27 (un 83,2% y un 85,1% del total, respectivamente), con una participación mayoritaria de la UEM. Por su parte, el Reino Unido supone una fracción relevante de los activos y pasivos exteriores por este concepto (en torno al 25% en ambos casos). El mayor recurso de la economía española a la financiación vía emisiones de bonos y obligaciones refleja una diversificación de las fuentes de financiación, en la que pierden peso los instrumentos financieros tradicionales a favor de instrumentos más innovadores, como es el caso de los activos de titulización.

Finalmente, la posición deudora neta en concepto de inversión de cartera continuó ampliándose en el primer semestre de 2007, fundamentalmente por el incremento del pasivo (un 12,1% desde finales de 2006), ya que el activo registró un crecimiento mucho más moderado (un 3,6%). En los últimos años, la necesidad de financiación de la economía española se ha cubierto fundamentalmente con bonos y obligaciones, pero, a diferencia de lo que sucedió en la década de los noventa, en la que los fondos procedían de las inversiones de no residentes en valores emitidos por las AAPP, en la actualidad son las emisiones de títulos del sector privado las que están captando el ahorro exterior. Como resultado, el saldo deudor neto en inversión de cartera del sector privado representó el 71,1% del saldo total en junio de 2007, frente al 28,9% de las AAPP. En conjunto, las tenencias de no residentes en títulos de inversión de cartera ascendían al 106,3% del PIB en ese momento (8 pp por encima de su valor a finales de 2006), correspondiendo la mayoría a bonos y obligaciones (un 78% del PIB). Al igual que en el resto de instrumentos, las transacciones financieras del primer semestre de 2007 explican la parte principal de la variación de las tenencias de activos financieros y pasivos exteriores. Las variaciones de los precios y del tipo de cambio han contribuido a aumentar el saldo deudor neto en inversión de cartera. Al igual que en la *otra inversión*, destaca la elevada concentración de las tenencias de activos emitidos por residentes de la UE 27 (un 81,7% del total a finales del primer semestre de 2007), y especialmente de la UEM (69,9% del total). En cuanto a la distribución geográfica de los pasivos de inversión de cartera, la PII no proporciona un desglose adecuado, ya que solo aporta información sobre la primera contrapartida no residente conocida, que en muchos casos difiere del tenedor final de los títulos, que es el relevante a efectos del análisis económico. El análisis conforme al criterio del inversor final se puede realizar a partir de la información del desglose geográfico de los activos de cartera de otros países frente a España contenida en la última edición de la Encuesta Coordinada de Inversión de Cartera (CPIS, de acuerdo con las siglas de su denominación en inglés), del FMI¹⁴. Los últimos datos disponibles, correspondientes al cierre de 2005, muestran el predominio de los países de la UEM, con alrededor del 70% del total. Por tanto, el peso de la UEM, tanto como proveedor de fondos para financiar las necesidades de financiación de la economía española como destino de la inversión de cartera de los residentes en España, es más importante que en la otra inversión y en la IED.

14. Para más información, véase «El *stock* de la inversión de cartera de España y la Encuesta Coordinada del Fondo Monetario Internacional», *Boletín Económico*, junio 2006, Banco de España. Los datos de la CPIS se pueden consultar en el sitio web del FMI: <http://www.imf.org/external/np/sta/pi/cpis.htm>.

| % sobre el total | INVERSIÓN EXTERIOR DIRECTA | | INVERSIÓN DE CARTERA | | OTRA INVERSIÓN | | DERIVADOS FINANCIEROS | |
|------------------|----------------------------|--------|----------------------|--------|----------------|--------|-----------------------|--------|
| | ACTIVO | PASIVO | ACTIVO | PASIVO | ACTIVO | PASIVO | ACTIVO | PASIVO |
| Media 2002-2004 | 31,8 | 24,0 | 40,8 | 39,7 | 27,4 | 36,3 | ... | ... |
| 2005 | 30,5 | 20,3 | 43,7 | 47,1 | 25,9 | 32,6 | ... | ... |
| 2006 | 32,1 | 17,9 | 37,8 | 51,5 | 27,3 | 28,3 | 2,7 | 2,3 |
| I TR 2007 | 31,4 | 17,2 | 36,8 | 52,9 | 29,0 | 27,7 | 2,7 | 2,3 |
| II TR 2007 | 32,3 | 17,4 | 36,4 | 52,5 | 28,3 | 27,3 | 3,1 | 2,7 |

FUENTE: Banco de España.

a. Excluido el Banco de España.

El análisis desagregado por tipos de inversión de los activos y pasivos exteriores confirma que se han mantenido, en términos generales, las tendencias iniciadas hace un par de años. Por un lado, en el activo ha continuado aumentando el peso de la inversión exterior directa y de la otra inversión, en detrimento de la inversión de cartera (véase cuadro 5), mientras que en el pasivo ha sido la inversión de cartera, principal fuente de captación de recursos externos por la economía, la que ha aumentado su peso en el total. Esta evolución supone una aproximación hacia la situación que presenta la mayoría de los países desarrollados. Así, al igual que España, la UEM, Francia y el Reino Unido presentan un saldo acreedor neto en IED que no compensa los saldos deudores en inversión de cartera y en la otra inversión. No obstante, la magnitud relativa del saldo acreedor de IED en relación con la posición deudora neta total es más reducida en España. Por el contrario, Portugal y Grecia mantienen posiciones deudoras netas en todos los tipos de inversión. Además, mientras que en Grecia, al igual que en España, el mayor saldo deudor neto corresponde a la inversión de cartera, en Portugal el grueso del endeudamiento neto con el exterior corresponde a otra inversión. Este tipo de inversión, que fue muy relevante en España en la década de los noventa, ha dejado paso en los últimos años a otro tipo de instrumentos, que reflejan el grado de desarrollo alcanzado por los mercados financieros españoles. Por tanto, si bien es cierto que la PII neta de la economía española solo es superada en la UEM por Grecia y Portugal (un 72,8% y un 81,2% del PIB, respectivamente, a finales del primer semestre de 2007), también es cierto que la composición por tipos de inversión es distinta a la que muestran estos países y se encuentra más en línea con la que presentan otras economías de nuestro entorno.

Conclusiones

La Posición de Inversión Internacional deudora neta que presenta la economía española ha aumentado de forma significativa a lo largo de los últimos años, si bien se observa una cierta ralentización en el ritmo de ampliación en el primer semestre de 2007. Este aumento del endeudamiento exterior refleja, principalmente, la persistente necesidad de financiación que ha presentado la economía española en la reciente y prolongada fase expansiva, pero también el impacto sobre el valor del *stock* de activos y pasivos financieros exteriores de la evolución de los precios, expresados en euros, de los instrumentos financieros que la componen. Este efecto refleja, principalmente, los movimientos en los tipos de cambio sobre la IED y la otra inversión, así como las variaciones en los precios de renta fija y de acciones sobre los *stocks* de inversión de cartera, especialmente de los correspondientes a las participaciones en el capital. A este respecto, es importante interpretar con cautela los datos de la PII en la medida en que una parte de la ampliación del saldo deudor de esa posición refleja variaciones en el precio de activos que no generan pasivos exigibles.

Aunque el endeudamiento exterior neto es menos problemático dentro de una Unión Monetaria, el volumen de la deuda frente al resto del mundo continúa siendo relevante, no solo a efectos de la exposición frente a perturbaciones externas, sino también por el mayor volumen de recursos que la economía tendrá que dedicar en el futuro al pago de su servicio.

El análisis realizado de la evolución de la PII neta desde la perspectiva de los sectores institucionales y de los distintos tipos de inversión aporta información interesante sobre los determinantes de la variación del saldo deudor neto en la primera mitad de 2007. En cuanto a los sectores institucionales, al igual que en el año anterior, los OSR y, en menor medida, las IFM son los responsables del aumento del saldo deudor neto en el período considerado de 2007, ya que tanto las AAPP como la Autoridad Monetaria han contribuido a su reducción. Las IFM siguen siendo el sector que presenta un saldo deudor neto con el exterior más elevado, en línea con su papel de canalizador de recursos desde el exterior hacia el sector privado no financiero, si bien en los últimos años los fondos de titulización y las sociedades especializadas en la emisión de valores han ido ganando protagonismo. Finalmente, el análisis por tipo de inversión confirma que la financiación exterior ha continuado captándose, fundamentalmente, a través de bonos y obligaciones emitidos por las instituciones financieras residentes. En este sentido, la solidez patrimonial del sistema financiero español y el plazo largo de las emisiones realizadas son elementos que tenderán a amortiguar el alcance de las perturbaciones recientes en los mercados financieros sobre la capacidad de financiación exterior de nuestra economía.

19.11.2007.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2007). *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España, 2006*.
FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1993). *Manual de Balanza de Pagos*, 5.ª edición.
MACÍAS, A., y Á. NASH (2007). *Efectos de valoración en la Posición de Inversión Internacional de España*, Documentos Ocasionales, n.º 0704, Banco de España.