

LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA EN EL PRIMER SEMESTRE  
DE 2009

Este artículo ha sido elaborado por Arturo Macías y Patrocinio Tello, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

La posición deudora neta que la economía española mantiene frente al resto del mundo aumentó en el primer semestre de 2009 a un ritmo sensiblemente inferior al observado en los últimos años. Esto es consecuencia de la significativa reducción de las necesidades de financiación de la nación durante dicho período, ya que el impacto de los cambios en los precios de los activos financieros sobre el valor del saldo deudor fue muy moderado. En este artículo se describen, en primer lugar, los principales rasgos de la Posición de Inversión Internacional (PII) de España a finales del primer semestre de 2009, resaltando los cambios más significativos respecto al cierre de 2008 y sus determinantes. A continuación se presenta la composición de la PII por sectores institucionales 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 año 2009: un análisis de datos agregados

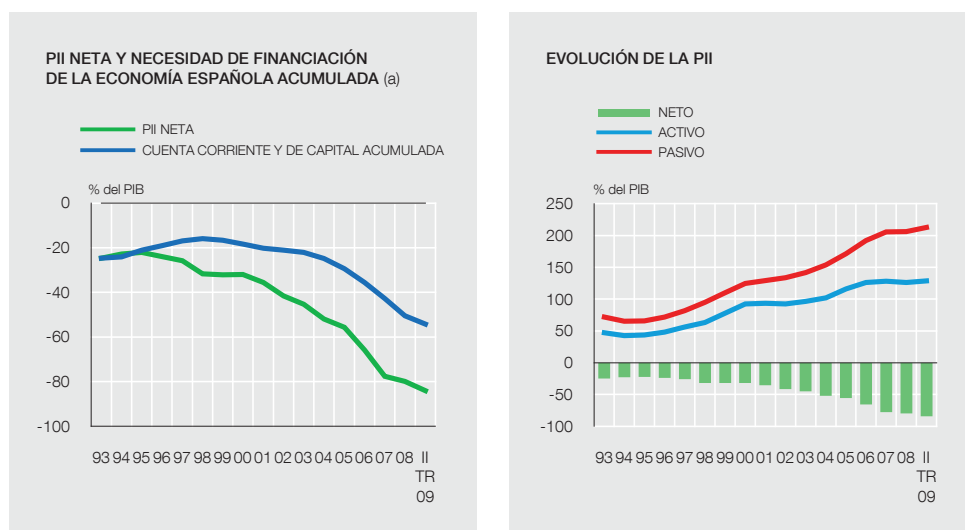
La posición deudora neta de la economía española frente al exterior, medida a través de la PII, continuó ampliándose en la primera mitad de 2009, aunque a un ritmo sensiblemente inferior al de años anteriores (véase gráfico 1). A finales de junio, el saldo deudor que España mantenía frente al exterior<sup>1</sup> ascendió a 900 mm de euros, el 84,1% del PIB, 4,2 puntos porcentuales (pp) por encima de su valor al cierre de 2008 (véase cuadro 1). Desde finales de 2008, el valor de los pasivos elevó su peso en el PIB en 6,6 pp, hasta el 213%, mientras que el de los activos aumentó 2,4 pp, hasta el 129% del PIB.

A lo largo de la primera mitad de 2009, y, especialmente, a partir del mes de marzo, comenzaron a percibirse indicios de una cierta normalización en los mercados financieros, nacionales e internacionales, lo que refleja la mejora en la percepción de los inversores sobre la situación del sistema financiero a nivel mundial. Desde entonces se ha producido una reducción notable de los tipos de interés interbancarios, de los *spread* y de otros indicadores de tensión financiera. Por su parte, los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo se incrementaron en la primera mitad del año, aunque el diferencial del bono a diez años español frente al alemán descendió, situándose en junio en valores similares a los de finales de 2008 (véase cuadro 2). En este contexto, las primas de riesgo crediticio sobre las empresas no financieras españolas se redujeron apreciablemente. Esta mejoría en las condiciones de financiación, junto con el mantenimiento de los planes públicos de apoyo al sistema financiero, en particular, la concesión de avales estatales a las emisiones de deuda bancaria<sup>2</sup>, propició una cierta reactivación de las emisiones a largo plazo por parte de las entidades de crédito españolas. Por su parte, la Bolsa española presentó una evolución más favorable que las principales plazas bursátiles a lo largo del semestre. Finalmente, desde finales del año pasado hasta junio del presente ejercicio, el tipo de cambio del euro se depreció significativamente frente a la libra, mientras que se apreció ligeramente frente al dólar. En la segunda mitad de 2009 ha continuado la recuperación de los precios de los activos financieros, en particular de los activos bursátiles, mientras que el tipo de cambio del euro se ha caracterizado por su fortaleza.

1. Un aspecto adicional que debe tenerse en cuenta a la hora de evaluar el alcance del saldo deudor frente al exterior es el hecho de que una parte importante del pasivo, como las acciones y otras formas de participación en el capital de las empresas, es, por su propia naturaleza, no exigible, lo que implica que el endeudamiento genuino de la economía española es inferior al que se deriva de ese saldo deudor. 2. En el caso de España se aprobó la creación de un Fondo de Adquisición de Activos Financieros y un programa para avalar las emisiones de deuda por parte de las entidades de crédito residentes bajo determinadas condiciones. Entre enero y mayo, algo más del 52% del total de las emisiones brutas de valores de renta fija a largo plazo se realizaron con aval.

EVOLUCIÓN DE LA PII Y DE LAS TRANSACCIONES FINANCIERAS  
PII neta y acumulación de las transacciones financieras de la Balanza de Pagos

GRÁFICO 1



FUENTE: Banco de España.

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

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL. RESUMEN

CUADRO 1

mm de euros			PORCENTAJE DEL PIB					
			2008		2009		2008	2009
	2006	2007	III TR	IV TR	I TR	II TR	IV TR	II TR
POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA (A-P)	-648,2	-816,5	-857,3	-870,2	-865,8	-899,6	-79,9	-84,1
Excluido el Banco de España	-743,9	-895,4	-914,3	-921,1	-918,1	-944,9	-84,6	-88,3
<i>Inversiones directas</i>	-19,3	-0,7	-8,6	-19,5	-6,6	-8,7	-1,8	-0,8
<i>Inversiones de cartera</i>	-508,9	-645,0	-622,9	-593,1	-578,2	-592,1	-54,5	-55,4
<i>Otras inversiones (a)</i>	-206,1	-230,9	-271,1	-302,1	-333,4	-336,9	-27,8	-31,5
<i>Derivados financieros</i>	-9,6	-18,8	-11,7	-6,4	0,0	-7,3	-0,6	-0,7
Banco de España	95,7	78,9	57,0	50,9	52,2	45,3	4,7	4,2

FUENTE: Banco de España.

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

En este contexto, y como se ha señalado en la introducción, la variación de la PII neta vino determinada en la primera parte de 2009, principalmente, por las necesidades de financiación de la economía española (28,6 mm de euros), ya que el impacto conjunto de los cambios en los precios de los activos financieros y en la cotización del euro (esto es, el efecto de valoración) apenas tuvo incidencia sobre el saldo deudor (véase cuadro 3)<sup>3</sup>. En esta ocasión, la evolución descrita de las variables financieras —en particular, de las cotizaciones bursátiles— elevó el valor del stock del pasivo en mayor medida que el del activo, contribuyendo a ampliar el saldo deudor de España frente al resto del mundo. Este efecto fue contrarrestado casi por completo por el impacto, de signo contrario,

3. En cambio, no se puede descartar la aparición de efectos valoración de cierta entidad en la segunda parte del ejercicio como consecuencia del aumento de las cotizaciones bursátiles y de la apreciación del euro en este período.

	ÍNDICES BURSÁTILES (a)			TIPO DE CAMBIO (b)		TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (c)			
	IBEX 35	EURO-STOXX 50	S&P 500	DÓLAR	LIBRA	ALEMANIA	ESPAÑA	EEUU	REINO UNIDO
2007	7,3	6,8	3,5	11,8	9,2	4,2	4,4	4,1	4,8
2008	-39,4	-44,4	-38,5	-5,5	29,9	3,1	3,9	2,4	3,4
III TR 2008	-8,8	-9,4	-8,9	-9,3	-0,2	4,1	4,6	3,7	4,5
IV TR 2008	-16,3	-19,4	-22,6	-2,7	20,5	3,1	3,9	2,4	3,4
I TR 2009	-15,0	-15,4	-11,7	-4,4	-2,3	3,0	4,1	2,9	3,2
II TR 2009	25,2	16,0	15,2	6,2	-8,5	3,5	4,3	3,7	3,9
I SEMESTRE 2009	6,4	-1,9	1,8	1,6	-10,5	3,5	4,3	3,7	3,9

FUENTE: Banco de España y BCE.

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 desde el final del período inmediatamente anterior hasta 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.

## VARIACIÓN DE STOCKS Y LAS TRANSACCIONES FINANCIERAS DE LA BALANZA DE PAGOS

CUADRO 3

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)
2007	-168,3	-101,1	-67,2	10,4	106,8	149,7	-42,9	-3,5	275,1	250,8	24,3	1,3
2008	-53,7	-95,5	41,7	-5,1	25,8	56,9	-31,1	-2,3	79,5	152,4	-72,9	-3,4
III TR 2008	-3,9	-22,1	18,3	-2,1	21,2	9,2	12,0	0,9	25,1	31,3	-6,2	-0,3
IV TR 2008	-13,0	-18,0	5,0	-0,6	-20,9	-25,8	4,8	0,3	-8,0	-7,8	-0,2	0,0
I TR 2009	4,4	-18,7	23,1	-2,7	-2,3	-11,0	8,7	0,6	-6,7	7,7	-14,4	-0,6
II TR 2009	-33,8	-9,9	-23,8	2,8	5,1	11,6	-6,5	-0,5	38,9	21,6	17,3	0,8
I SEMESTRE 2009	-29,4	-28,6	-0,8	0,1	2,8	0,6	2,1	0,2	32,1	29,2	2,9	0,1

FUENTE: Banco de España.

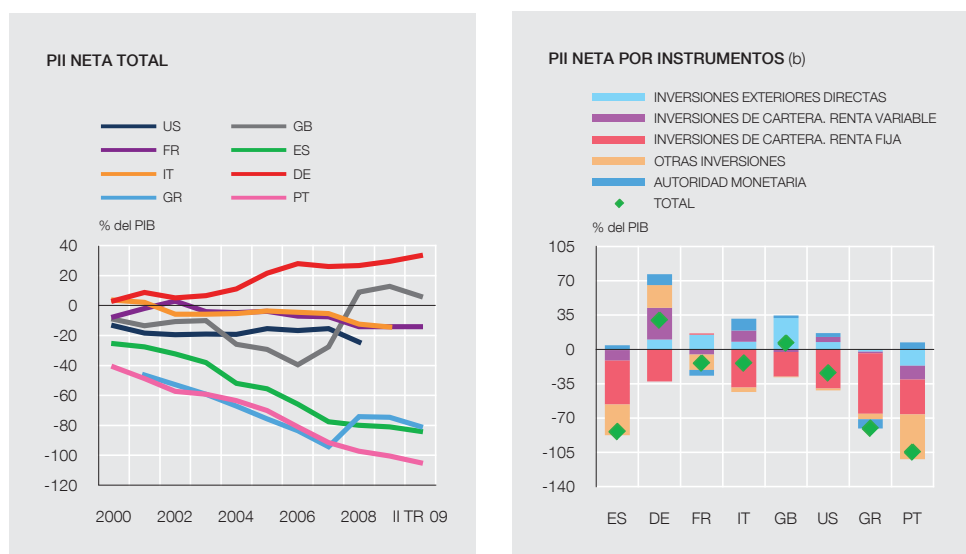
a. Un signo menos (-) significa una variación de los pasivos superior a la de los activos.

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

sobre el saldo, de la evolución del tipo de cambio del euro<sup>4</sup>, de forma que el efecto valoración total acumulado desde finales del pasado año hasta junio de 2009 fue muy reducido.

En el resto de países industrializados, la PII neta no registró cambios significativos a lo largo del primer semestre de 2009 (véase gráfico 2). En general, las economías que presentan un acentuado saldo acreedor continuaron ampliándolo, mientras que prosiguió el aumento de la posición deudora neta en otros países. Únicamente en los casos de Reino Unido y de Grecia,

4. En la mayoría de las economías desarrolladas, el porcentaje de los activos que están denominados en moneda extranjera es superior al de los pasivos, lo que provoca que el valor del activo sea más sensible a las fluctuaciones del tipo de cambio. En el caso de España, que mantiene una posición acreedora neta en moneda extranjera (el 37% del activo y el 20% del pasivo estaban denominados en moneda extranjera en junio de 2009), la fuerte apreciación de la libra frente al euro en el primer semestre de 2009 generó un efecto de valoración positivo, que más que compensó el efecto contrario derivado de la depreciación del dólar frente al euro.



FUENTE: Fuentes nacionales.

a. Se presenta el último dato disponible, que corresponde al segundo trimestre de 2009 para todos los países salvo para Italia (primer trimestre de 2009) y para Estados Unidos y Francia (cuarto trimestre de 2008).

b. Los países se nombran con su código ISO (ES: España; DE: Alemania; FR: Francia; IT: Italia; GB: Reino Unido; US: Estados Unidos; GR: Grecia, y PT: Portugal).

sus respectivas posiciones acreedora y deudora interrumpieron la tendencia de los últimos meses<sup>5</sup>.

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

La información relativa a la primera parte de 2009 muestra que las instituciones financieras monetarias (IFM) y las AAPP ampliaron su posición deudora neta frente al resto del mundo en dicho período (véanse cuadro 4 y gráfico 3), mientras que los Otros Sectores Residentes (OSR), que incluyen a los hogares, las sociedades no financieras, las instituciones financieras no monetarias y las empresas de seguros y fondos de pensiones, la redujeron. Por su parte, el Banco de España redujo de nuevo su posición acreedora neta, aunque con menor intensidad que en el último semestre de 2008.

En cuanto a los OSR, su saldo deudor con el exterior se redujo en 3,1 pp de PIB durante la primera mitad de 2009, hasta situarse en el 27% del PIB. A esta reducción contribuyeron tanto las operaciones realizadas durante el período, que generaron salidas netas de capital (11,6 mm de euros), como el efecto de valoración (27,5 mm de euros). Según la cuenta financiera de la Balanza de Pagos, los OSR captaron financiación del exterior, fundamentalmente a través de los préstamos a largo plazo que los no residentes concedieron a las grandes empresas no financieras españolas, mientras que continuó reduciéndose el saldo que los inversores extranjeros mantienen de bonos de titulización y de valores emitidos por las filiales de las IFM españolas<sup>6</sup>. En consecuencia, la posición deudora neta que los OSR mantenían en forma de inversión directa y de inversión de cartera a finales de 2008 se redujo en la primera parte de 2009 (en 0,7 pp y 3,1 pp del PIB, respectivamente), mientras que se amplió la que mantenían en otra inversión (en 0,7 pp del PIB).

5. Reino Unido registró una posición acreedora en el primer trimestre del año 2009, tras la fuerte corrección de su posición deudora iniciada a mediados de 2007, que fue resultado, sobre todo, de la depreciación de la libra y de la caída de las cotizaciones bursátiles.

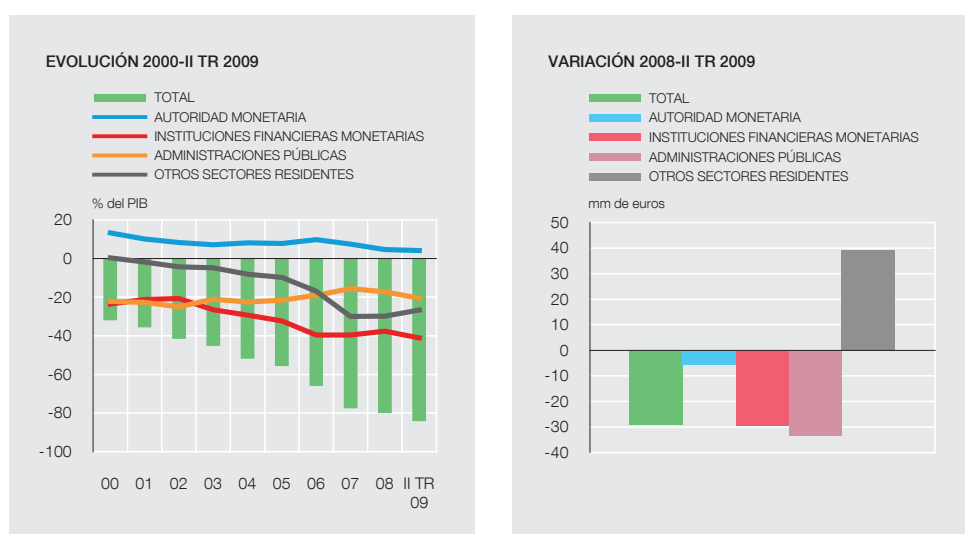
6. Según la cuenta financiera, los no residentes redujeron sus tenencias de bonos y obligaciones emitidos por los OSR en 21,8 mm de euros en el primer semestre de 2009, superando el descenso de 20,3 mm de la segunda mitad de 2008.

	AUTORIDAD MONETARIA			IFM			AAPP			OSR		
	NETO	ACTIVO	PASIVO	NETO	ACTIVO	PASIVO	NETO	ACTIVO	PASIVO	NETO	ACTIVO	PASIVO
VALOR DEL STOCK (mm de euros)												
Media 2004-2006	78,5	78,6	0,1	-309,7	325,7	635,4	-191,0	19,6	210,6	-107,8	626,5	734,3
2007	78,9	82,5	3,6	-416,9	475,6	892,4	-163,8	34,8	198,6	-314,8	754,5	1.069,3
2008	50,9	86,1	35,2	-409,3	536,5	945,8	-186,9	40,6	227,5	-324,9	710,0	1.034,9
I TR 2009	52,2	84,7	32,5	-411,7	538,6	950,3	-204,8	30,9	235,8	-301,5	716,6	1.018,1
II TR 2009	45,3	80,9	35,6	-438,9	525,6	964,5	-220,3	29,7	250,0	-285,7	739,7	1.025,4
PORCENTAJE DEL PIB (%)												
Media 2004-2006	8,6	8,6	0,0	-34,0	35,7	69,7	-21,0	2,1	23,1	-11,8	68,7	80,6
2007	7,5	7,8	0,3	-39,6	45,2	84,8	-15,6	3,3	18,9	-29,9	71,7	101,6
2008	4,7	7,9	3,2	-37,6	49,3	86,9	-17,2	3,7	20,9	-29,8	65,2	95,1
I TR 2009	4,8	7,8	3,0	-38,0	49,8	87,8	-18,9	2,9	21,8	-27,9	66,2	94,1
II TR 2009	4,2	7,6	3,3	-41,0	49,1	90,2	-20,6	2,8	23,4	-26,7	69,1	95,9

FUENTE: Banco de España.

PII NETA POR SECTORES. EVOLUCIÓN 2000-II TR 2009  
Y VARIACIÓN 2008-II TR 2009

GRÁFICO 3



FUENTE: Banco de España.

Por su parte, las IFM ampliaron su posición deudora neta con el exterior en aproximadamente 3,5 pp del PIB en el primer semestre de 2009, hasta el 41%. Este aumento se explica principalmente por el impacto del efecto de valoración, que contribuyó a elevar el saldo deudor de las entidades de crédito en 25,1 mm de euros (reflejando, sobre todo, su fuerte revalorización en bolsa, del 15% en el primer semestre, frente al 6,4% del IBEX 35), ya que las transacciones financieras que las IFM realizaron con el resto del mundo en ese período generaron entradas netas de fondos muy moderadas (4,5 mm de euros) en un contexto de disminución de las necesidades de liquidez de las IFM. El valor del pasivo

elevó su peso como porcentaje del PIB en 3,3 pp (hasta el 90,2%), mientras que el del activo se redujo ligeramente (en 0,2 pp del PIB, hasta el 49,1%). A lo largo de la primera mitad de 2009, las IFM continuaron captando financiación en el exterior fundamentalmente a corto plazo, en particular en forma de préstamos, depósitos, *repos* e instrumentos del mercado monetario, y a través de cédulas hipotecarias, especialmente tras la puesta en marcha por parte del BCE de un programa de adquisición de este tipo de títulos. Pese a ello, las abultadas compras netas de deuda extranjera que las IFM residentes realizaron en dicho período provocaron que en el conjunto del semestre se registraran salidas netas de capitales en forma de inversión de cartera. El saldo deudor de las IFM en forma de otra inversión se amplió en 2,9 pp, hasta el 25,8% del PIB, mientras que se redujo el que mantienen en títulos de inversión de cartera en renta fija (en 0,7 pp, situándose en el 14,9% del PIB). Finalmente, la posición deudora neta en acciones y participaciones en fondos de inversión aumentó en el primer semestre del año (en 1,4 pp, hasta el 5,5% del PIB), como consecuencia, principalmente, de las importantes revalorizaciones bursátiles que registraron los bancos españoles en el período analizado.

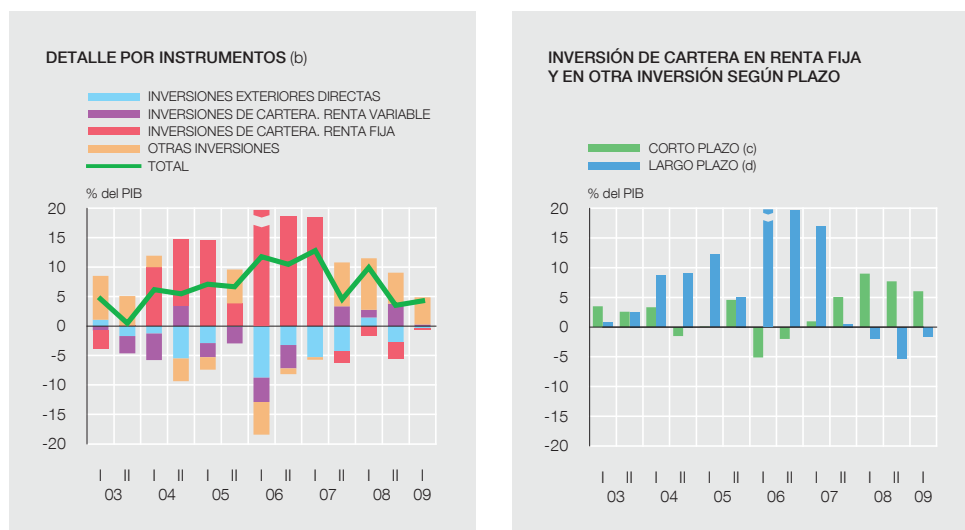
Por otra parte, el aumento de las necesidades de financiación de las AAPP en el primer semestre del año se cubrieron en gran parte con aportaciones de fondos del exterior, lo que explica el notable incremento registrado por el endeudamiento neto de este sector frente al exterior (de 3,4 pp del PIB, hasta el 20,6%), con lo que se intensificó la trayectoria ascendente iniciada en 2008. El deterioro del saldo deudor refleja tanto el aumento del valor del pasivo (en 2,5 pp, hasta el 23,4% del PIB), derivado de las compras netas de deuda pública realizadas por los no residentes<sup>7</sup>, como el descenso del activo (en 0,9 pp, hasta el 2,8% del PIB), por la venta por parte del Fondo de Reserva de la Seguridad Social de bonos soberanos emitidos por países de la UEM. A pesar de ello, el porcentaje de deuda pública en manos de no residentes se redujo hasta el 43%, desde el 45% a finales de 2008.

Finalmente, la posición acreedora neta del Banco de España disminuyó durante la primera mitad de 2009 en 0,4 pp del PIB, hasta el 4,2%, como consecuencia principalmente de la reducción de su saldo acreedor en otros activos netos (en 0,5 pp, hasta el 5,7% del PIB). Este descenso refleja las desinversiones que la autoridad monetaria realizó en valores que no forman parte de las reservas. El saldo deudor que el Banco de España mantiene frente al Euro-sistema se mantuvo estable en el 2,8% del PIB durante el semestre, después del descenso que había experimentado desde el inicio de la crisis financiera internacional. Por su parte, las reservas aumentaron en 0,1 pp su peso en el PIB, hasta el 1,4%.

### **La composición de la Posición de Inversión Internacional por tipos de inversión<sup>8</sup>**

El aumento de la PII deudora neta de la economía española durante el primer semestre (de 3,7 pp del PIB, excluido el Banco de España) se debió principalmente al incremento del saldo deudor en otra inversión y, en menor medida, en inversión de cartera y en derivados financieros, que superaron ampliamente la ligera reducción del saldo deudor en inversión directa<sup>9</sup> (véanse cuadro 5 y gráfico 5). Esta evolución se explica, fundamentalmente, por las transacciones financieras con el exterior que se realizaron a lo largo del semestre (véase gráfico 4).

7. Durante el primer semestre de 2009, las emisiones de las AAPP fueron un 52% superiores a las realizadas en la segunda mitad de 2008, la mayor parte en valores de largo plazo (el 73% del total). 8. 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. 9. Cabe recordar que el procedimiento empleado para estimar el *stock* de la IED incorpora, para las participaciones en el capital de los OSR, los datos del Registro de Inversiones Exteriores del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo cuando están disponibles, en esta ocasión hasta 2007. Los datos posteriores, es decir, 2008 y 2009, se estiman por acumulación de flujos corregidos de tipo de cambio, por lo que no reflejan adecuadamente los cambios en los precios.



FUENTE: Banco de España.

- a. Variación neta de pasivos menos variación neta de activos. Datos semestrales. Excluido el Banco de España.
- b. Se excluyen los derivados financieros.
- c. Instrumentos del mercado monetario y otra inversión a corto plazo.
- d. Bonos y obligaciones y otra inversión a largo plazo.

En el caso de la inversión exterior directa (IED), el saldo deudor se redujo en la primera parte de 2009, en torno a 0,9 pp, alcanzando el 0,8% del PIB como consecuencia de que la inversión del exterior en España creció en menor medida que la inversión de España en el exterior. Las importantes operaciones de inversión en compañías españolas realizadas por algunas empresas extranjeras elevaron el valor de los pasivos de IED en junio de 2009 hasta el 43,4% del PIB, 2 pp por encima del porcentaje alcanzado a finales de 2008. En cuanto al activo, las operaciones realizadas por las multinacionales españolas y la revalorización de las empresas adquiridas con anterioridad permitieron que el valor de las tenencias de inversión directa de los residentes en el exterior alcanzara el 42,5% del PIB en junio de 2009, 2,9 pp más que al cierre de 2008<sup>10</sup>. La UE es el área donde la presencia de las empresas españolas es más elevada (un 56% de los activos totales de IED, con el 35% en la zona del euro y el 13% en Reino Unido). Latinoamérica siguió siendo la segunda área en importancia tras la zona del euro, con un 28% de la IED total. En cuanto a la procedencia de los inversores extranjeros en las empresas españolas, también destaca el claro predominio de la UE (un 81% del total), correspondiendo la mayor parte a la UEM (un 67%).

A diferencia de lo ocurrido con la inversión directa, la posición deudora neta en concepto de inversión de cartera incrementó su peso en el PIB en el primer semestre de 2009, en 0,9 pp, situándose en el 55,4% del PIB<sup>11</sup>, como consecuencia del mayor crecimiento del valor del *stock* de los pasivos que de los activos (2,9 pp del PIB, hasta el 90,6%, y 2 pp, hasta el 35,3%, respectivamente). El aumento de los activos reflejó las compras netas de títulos de inversión de cartera realizadas por los residentes. En el caso del pasivo, los no residentes aumentaron sus tenencias de deuda pública española, al tiempo que realizaron desinversiones en renta fija privada, aunque en una cuantía inferior. Por su parte, el impacto del efecto de valoración contribuyó a elevar tanto el valor del activo como el del pasivo.

10. La evolución del tipo de cambio del euro —en particular, la depreciación frente a la libra— elevó el contravalor en euros de las tenencias de inversión directa en el exterior. 11. En términos nominales, este saldo se mantuvo prácticamente estable, y el cambio se debió al efecto de la caída del PIB.



% sobre el total	INVERSIÓN EXTERIOR DIRECTA		INVERSIÓN DE CARTERA		OTRA INVERSIÓN		DERIVADOS FINANCIEROS	
	ACTIVO	PASIVO	ACTIVO	PASIVO	ACTIVO	PASIVO	ACTIVO	PASIVO
	Media 2004-2006	26,7	20,2	42,6	46,7	27,3	30,4	3,3
2007	31,5	18,5	35,0	50,4	29,9	28,2	3,5	2,9
2008	33,6	20,4	28,1	43,2	30,0	31,1	8,4	5,2
I TR 2009	34,8	20,6	27,5	42,3	29,1	32,1	8,7	5,1
II TR 2009	35,2	20,7	29,1	43,3	28,6	31,6	7,2	4,5

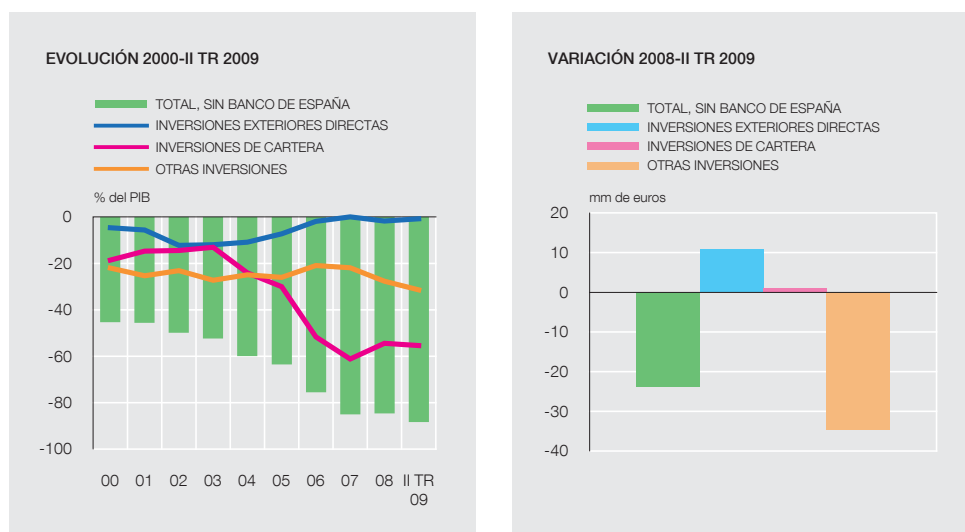
FUENTE: Banco de España.

a. Excluido el Banco de España.

En cuanto a la renta variable, el saldo deudor que la economía española mantiene frente al resto del mundo en este tipo de valores aumentó 0,7 pp de PIB en el primer semestre de 2009 (hasta el 10,6% del PIB). Este incremento se explica tanto por el efecto de valoración, que elevó el valor del pasivo en mayor medida que el del activo, como por las transacciones financieras del período, que generaron entradas netas de capital. Concretamente, los no residentes continuaron adquiriendo acciones de empresas españolas, mientras que los residentes prefirieron desinvertir en valores de renta variable extranjera, si bien de forma mucho más moderada que en el año 2008.

Por su parte, la posición deudora neta en renta fija se amplió en 0,2 pp de PIB, hasta el 44,8% del PIB, al incrementarse el valor del pasivo algo más que el del activo. En esta ocasión, el efecto de valoración fue también positivo (esto es, contribuyó a elevar el valor del stock), aunque en ambos casos el aumento reflejó, sobre todo, la evolución de las transacciones financieras del período. Concretamente, en la primera mitad de 2009 se observó un aumento de la preferencia de los no residentes por instrumentos del mercado monetario, por cédulas hipotecarias y por bonos y obligaciones del sector público, mientras que persistió la tendencia a reducir sus tenencias de bonos de titulización y de títulos emitidos por filiales de las IFM. En cuanto a los residentes en España, destacan las ventas netas de deuda extranjera realizadas por el Fondo de Reserva de la Seguridad Social, que contrastan con las compras que realizó el resto de los sectores, tras las desinversiones del año 2008, lo que podría interpretarse como una reducción del sesgo hacia la compra de activos nacionales. En conjunto, y a pesar de los elevados fondos captados por las AAPP en el exterior, las transacciones financieras en inversión de cartera en renta fija generaron salidas netas de capital de cuantía muy reducida en el primer semestre de 2009. Por tipos de títulos, disminuyó el saldo deudor en bonos y obligaciones (en 0,6 pp del PIB, hasta alcanzar el 41,5%), mientras que aumentó el de los instrumentos del mercado monetario (en 0,8 pp del PIB, hasta el 3,3%).

En la inversión de cartera en el exterior destaca la elevada concentración de las tenencias de activos emitidos por residentes de la UE (un 81% del total), y, especialmente, de la UEM (73% del total). En cuanto al país de procedencia de los inversores extranjeros en títulos españoles, 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. La Encuesta Coordinada de Inversión de Cartera (CPIS, de acuerdo con las siglas de su denominación en inglés) del FMI ofrece información sobre el desglose geográfico de los activos de cartera de otros países frente a



FUENTE: Banco de España.

a. Excluido el Banco de España. No se incluyen los derivados financieros.

España<sup>12</sup>. Los últimos datos disponibles, correspondientes al cierre de 2007, muestran el predominio de los países de la UEM, que mantienen alrededor del 68% del total de pasivos, mientras que Reino Unido y Estados Unidos acumulan en torno a un 10% y un 8% de los pasivos, respectivamente.

Finalmente, el saldo deudor con el exterior de la otra inversión se amplió en el primer semestre de 2009 en 3,7 pp del PIB, hasta el 31,5%, debido, sobre todo, a que la economía española continuó cubriendo sus necesidades de inversión, en buena medida, a través de préstamos, depósitos y *repos* en la primera mitad de 2009. El valor del *stock* de los pasivos aumentó en dicho período, mientras que el de los activos se redujo, reflejando, en el primer caso, tanto la constitución de depósitos de los no residentes en las IFM residentes como los préstamos concedidos a empresas no financieras españolas por los bancos extranjeros, y, en el segundo, la cancelación de depósitos y *repos* en el exterior por parte de las IFM residentes. El efecto de valoración y los otros ajustes también contribuyeron, aunque en menor medida, a incrementar la posición deudora. Atendiendo al plazo de emisión, la posición deudora neta se amplió, sobre todo, en el caso de los instrumentos de corto plazo. Finalmente, la desagregación por áreas geográficas de la otra inversión española muestra una concentración muy elevada en la UE (que representa el 80% de los activos y el 86% de los pasivos), y, en particular, en la zona del euro (del 55% en los activos y del 47% en los pasivos). El Reino Unido también supone una fracción relevante de los activos y pasivos exteriores en forma de otra inversión (un 23% del activo y un 30% del pasivo), en línea con el papel que desempeña Londres como centro financiero internacional.

## Conclusiones

El aumento de la posición deudora neta que España mantiene frente al resto del mundo se ralentizó en el primer semestre de 2009, como reflejo de la notable corrección de las necesidades de financiación de la economía española en dicho período, ya que el efecto de valoración tan solo contribuyó a elevar ligeramente el saldo deudor, a diferencia de lo sucedido a lo

<sup>12</sup>. Los datos de la CPIS se pueden consultar en la página web del FMI <http://www.imf.org/external/np/sta/pi/cpis.htm>.

largo de 2008. Aunque las condiciones financieras han tendido a normalizarse a medida que avanzaba el año, la inversión a través de préstamos, depósitos y *repos* continuó siendo la principal fuente de financiación de la economía española en la primera mitad de 2009, mientras que los flujos netos en inversión de cartera fueron de escasa magnitud —aunque se produjo un desplazamiento desde deuda privada hacia deuda pública—, y las transacciones en inversión directa generaron salidas netas.

La evolución de la PII por sectores refleja el aumento de las necesidades de financiación del sector público y la disminución de las del sector privado. Así, en la primera mitad de 2009 aumentó la posición deudora neta de las AAPP (principalmente en inversión de cartera) y, en menor medida, de las IFM (que han continuado financiándose a través de otra inversión), mientras que el saldo deudor de los OSR se redujo (por las ventas netas realizadas por los no residentes de bonos de titulización y títulos emitidos por las filiales de las IFM).

23.11.2009.

## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2009). *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España, 2008*.  
— (2009). «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, octubre.
- BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (2009). *Quarterly Report*, septiembre.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1993). *Manual de Balanza de Pagos*, quinta edición.
- MACÍAS, A., y A. NASH (2007). *Efectos de valoración en la Posición de Inversión Internacional de España*, Documentos Ocasionales, n.º 0704, Banco de España.