

LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA EN EL PRIMER SEMESTRE  
DE 2010

Este artículo ha sido elaborado por César Martín y M.<sup>a</sup> Jesús González, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

En este artículo se describen los principales rasgos de la Posición de Inversión Internacional (PII) de España a finales del primer semestre de 2010, resaltando los cambios más significativos respecto al cierre de 2009 y sus determinantes. Se presenta la composición de la PII por sectores institucionales y se analiza el comportamiento de la PII por tipos de inversión y por áreas geográficas.

### ***Evolución de la Posición de Inversión Internacional en el primer semestre de 2010: un análisis de datos agregados***

La posición deudora neta de la economía española frente al resto del mundo, medida a través de la PII, descendió en la primera mitad de 2010, debido al impacto de las variaciones en los precios de los activos financieros y en los tipos de cambio sobre los pasivos netos frente al exterior (los denominados «efectos de valoración»), ya que la economía española continuó mostrando necesidades de financiación en dicho período, si bien siguiendo la trayectoria decreciente iniciada en 2008<sup>1</sup> (véase gráfico 1). A finales de junio de 2010, el saldo deudor que España mantenía frente al exterior ascendió a 916 mm de euros, el 87% del PIB, 5,5 puntos porcentuales (pp) por debajo de su valor al cierre de 2009 (véase cuadro 1)<sup>2</sup>. Desde finales de 2009, el valor de los activos elevó su peso en el PIB en 3,2 pp, hasta el 131%, mientras que el de los pasivos disminuyó 2,3 pp, hasta el 218% del PIB.

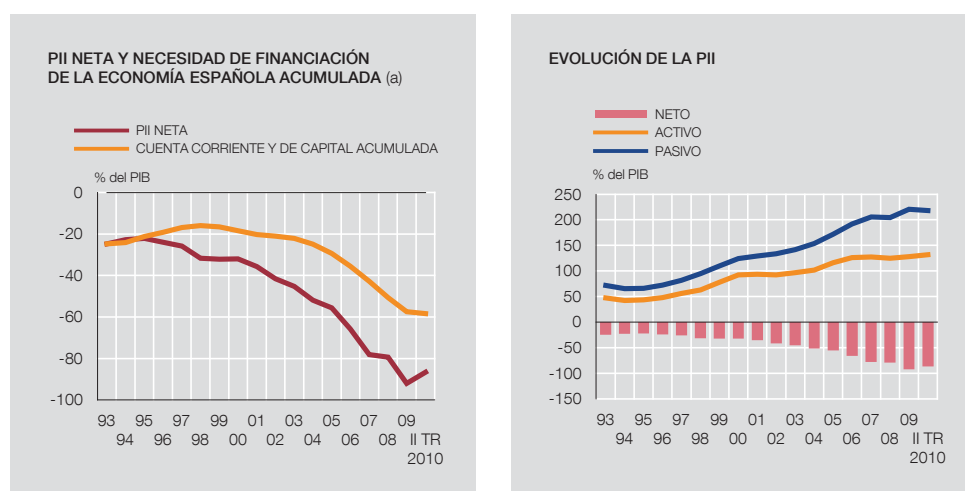
En la primera mitad del año 2010, en particular desde finales de abril, los mercados financieros se vieron muy afectados por la crisis de la deuda soberana desencadenada en algunas economías de la zona del euro, debido al rápido deterioro de sus finanzas públicas y a la magnitud de los desequilibrios acumulados desde su ingreso en la UEM<sup>3</sup>. Las tensiones se propagaron desde los mercados de deuda soberana hacia los mercados bursátiles y de financiación mayorista del sistema bancario, donde se generó un problema severo de falta de liquidez, que también afectó a las transacciones financieras frente al resto del mundo de las entidades españolas, que reaccionaron aumentando su recurso a las subastas del Eurosistema. Estas tensiones tendieron a amortiguarse a partir del mes de julio, en respuesta a la adopción de importantes medidas de política económica en los ámbitos fiscal, laboral y financiero. En el ámbito presupuestario, el Gobierno español aprobó el 20 de mayo un conjunto de medidas que adelantaba una parte significativa del esfuerzo presupuestario previsto e incorporaba actuaciones adicionales de recorte del gasto público. Estas medidas serían validadas posteriormente por el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2011. En el ámbito del mercado laboral, el Gobierno instrumentó una reforma dirigida a incentivar la contra-

---

1. De acuerdo con los estándares estadísticos internacionales, la PII valora los activos financieros y pasivos exteriores a los precios de mercado y tipos de cambio vigentes al final del período de referencia. Por consiguiente, la variación de los precios, expresados en moneda nacional, de los activos que componen la PII tiene un impacto directo sobre la evolución del saldo acreedor o deudor frente al exterior. De ahí que la variación de la PII entre dos momentos del tiempo venga determinada no solo por las transacciones financieras entre los residentes de una economía y el resto del mundo, que reflejan la necesidad o capacidad de financiación de la nación en dicho período, sino también por los cambios de valor que experimentan los instrumentos financieros que componen el *stock* de activos financieros y pasivos (lo que se denomina «efecto de valoración»). Además de estos dos factores, existe un tercero, los llamados «otros ajustes», que afectan ocasionalmente a la PII. 2. 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. 3. Las autoridades económicas europeas reaccionaron de forma contundente frente a la gravedad de la situación y desplegaron una batería de medidas sin precedentes para salvaguardar la unidad y la integridad financiera de la UEM.

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					
	2007	2008	2009		2010		2009	2010
			III TR	IV TR	I TR	II TR	IV TR	II TR
POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA (A-P)	-822,8	-863,8	-957,2	-970,6	-961,9	-915,5	-92,1	-86,6
Excluido el Banco de España	-901,7	-914,8	-994,1	-1.014,8	-1.004,2	-892,2	-96,3	-84,4
<i>Inversiones directas</i>	-2,6	-1,6	-8,4	-0,9	0,8	17,2	-0,1	1,6
<i>Inversiones de cartera</i>	-648,5	-603,0	-655,7	-688,3	-669,6	-614,1	-65,3	-58,1
<i>Otras inversiones (a)</i>	-231,8	-303,8	-325,1	-324,6	-341,2	-307,3	-30,8	-29,1
<i>Derivados financieros</i>	-18,8	-6,4	-4,9	-1,0	5,7	12,0	-0,1	1,1
Banco de España	78,9	50,9	36,9	44,1	42,4	-23,4	4,2	-2,2

FUENTE: Banco de España.

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

tación indefinida y a incrementar la flexibilidad interna de las empresas. Por último, la publicación de las pruebas de resistencia de las entidades de crédito españolas, de forma coordinada con el resto de países de la UE, a finales de julio, constituyó un ejercicio de transparencia que permitió romper el círculo vicioso de expectativas negativas, facilitando una mejor comprensión del conjunto de medidas adoptadas. Estos buenos resultados, junto con la reacción de las autoridades españolas en otros ámbitos de la política económica, permitieron que las condiciones de acceso de los emisores españoles a la financiación internacional tendieran a normalizarse.

Las tensiones registradas en la primera mitad del año condujeron a aumentos de los tipos de interés de la deuda pública española a largo plazo, ampliándose el diferencial del bono a diez años español frente a la deuda soberana alemana (véase cuadro 2), y a un endurecimiento de las condiciones de financiación para los distintos sectores. En este contexto, las entidades financieras realizaron elevadas amortizaciones netas de renta fija, y las sociedades no finan-

	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	ESTADOS UNIDOS	REINO UNIDO
2007	7,3	6,8	3,5	10,9	9,0	4,2	4,4	4,1	4,8
2008	-39,4	-44,4	-38,5	-4,9	31,6	3,1	3,9	2,4	3,4
2009	29,8	21,1	23,5	3,2	-8,1	3,1	3,8	3,6	3,9
III TR 2009	20,1	19,6	15,0	-0,9	-1,3	3,3	3,8	3,4	3,7
IV TR 2009	1,6	3,2	5,5	-1,8	-2,8	3,1	3,8	3,6	3,9
I TR 2010	-9,0	-1,1	4,9	-5,7	0,4	3,1	3,8	3,8	4,1
II TR 2010	-14,8	-12,2	-11,9	-9,5	-8,2	2,5	4,6	3,2	3,5
I semestre de 2010	-22,4	-13,2	-7,6	-14,6	-7,8	2,5	4,6	3,2	3,5

FUENTES: 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.

cieras redujeron sensiblemente sus emisiones de valores distintos de acciones; por su parte, las AAPP, en consonancia con su apreciable necesidad de financiación, siguieron emitiendo valores a un ritmo intenso. La bolsa española presentó una evolución más desfavorable 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 al dólar y con menor intensidad frente a la libra, trayectoria que se revertiría posteriormente. Parte de los descensos registrados hasta mediados de 2010 por los precios de los activos financieros se ha revertido desde la adopción de las medidas ya comentadas y la publicación de las pruebas de resistencia de las entidades de crédito: las cotizaciones bursátiles se han revalorizado, aunque persiste la tónica de volatilidad, y las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos tanto por el sector público como por el privado se han reducido, con bajadas de los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo. Asimismo, las instituciones financieras han vuelto a realizar emisiones netas.

En este contexto de elevada volatilidad y tensiones en los mercados financieros, la reducción de la PII deudora neta de España se explica exclusivamente por el efecto de valoración, que redujo el saldo deudor en torno a 83 mm de euros, contrarrestando el incremento derivado de las necesidades de financiación acumuladas durante la primera mitad de 2010, que ascendió a 28 mm de euros (véase cuadro 3). El efecto de valoración refleja el impacto sobre el valor de los activos y pasivos exteriores de los cambios en los precios de los instrumentos financieros y en la cotización del euro. En el período analizado, estos movimientos determinaron una reducción en el valor del *stock* de los pasivos y un aumento en el de los activos. En el primer caso, la reducción se produjo por la caída de las cotizaciones bursátiles en España y los descensos de los precios de los valores de renta fija. Por lo que se refiere a los activos, el incremento del valor del *stock* de tenencias de títulos extranjeros por parte de inversores españoles se produjo como consecuencia de la depreciación del tipo de cambio del euro<sup>4</sup>, cuyo efecto sobre el valor de dichos activos compensó el impacto de signo contrario provocado por el descenso de sus precios.

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. Este es el caso de España, que mantiene una posición acreedora neta en moneda extranjera (el 42% del activo y el 17% del pasivo estaba denominado en moneda extranjera en junio de 2010), por lo que la depreciación del euro genera un efecto de valoración positivo.

mm de euros	NETO (a)				ACTIVO				PASIVO			
	Variación stock	Transac- ción	Efectos de valoración y otros ajustes	Dif. % (b)	Variación stock	Transac- ción	Efectos de valoración y otros ajustes	Dif. % (b)	Variación stock	Transac- ción	Efectos de valoración y otros ajustes	Dif. % (b)
2007	-174,6	-101,0	-73,6	11,4	99,8	147,4	-47,6	-3,8	274,4	248,4	26,0	1,4
2008	-41,0	-102,0	60,9	-7,4	18,4	49,8	-31,4	-2,3	59,4	151,8	-92,4	-4,3
2009	-106,8	-57,6	-49,2	5,1	-6,9	13,0	-19,8	-1,5	99,9	70,5	29,4	1,3
III TR 2009	-45,1	-11,2	-33,9	3,7	0,3	12,1	-11,7	-0,9	45,4	23,3	22,1	1,0
IV TR 2009	-13,5	-14,3	0,8	-0,1	3,7	5,9	-2,2	-0,2	17,2	20,2	-3,0	-0,1
I TR 2010	8,7	-16,9	25,7	-2,6	21,5	-19,3	40,8	3,0	12,8	-2,3	15,1	0,6
II TR 2010	46,3	-11,2	57,5	-6,0	15,9	-18,5	34,4	2,5	-30,5	-7,3	-23,1	-1,0
I semestre de 2010	55,1	-28,1	83,2	-8,6	37,4	-37,8	75,2	5,6	-17,7	-9,7	-8,0	-0,3

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 la Balanza de Pagos, en términos del stock al comienzo del período.

En las principales economías avanzadas se aprecia, en general, en los últimos trimestres una cierta corrección de las posiciones acreedoras y deudoras, en un contexto de moderación de los desequilibrios globales por cuenta corriente (véase gráfico 2), si bien todavía no se han publicado datos de la PII actualizados para la mayoría de los países.

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

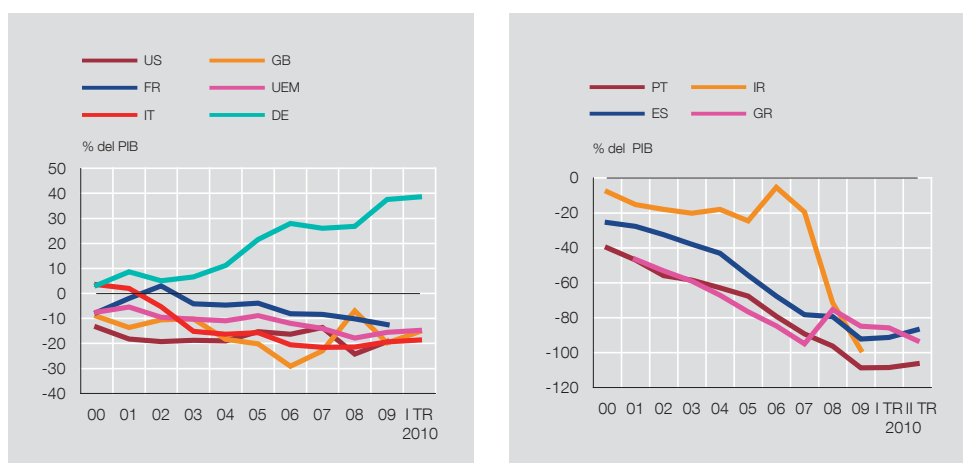
En el primer semestre de 2010 se redujo la posición deudora frente al resto del mundo en porcentaje del PIB de todos los sectores institucionales, con la excepción del Banco de España (véanse cuadro 4 y gráfico 3). Dicho descenso fue especialmente acusado en el sector privado, de manera que los saldos deudores de los Otros Sectores Residentes (OSR)<sup>5</sup> y de las Instituciones Financieras y Monetarias (IFM) disminuyeron 6,1 pp y 5,7 pp de PIB, hasta el 20% y el 39% del PIB, respectivamente. En ambos casos, la corrección de sus posiciones deudoras se asentó principalmente en el descenso de los pasivos exteriores (de 3,3 pp y 4,6 pp de PIB, respectivamente), y, en menor medida, en el aumento de sus activos frente al resto del mundo (de 2,8 pp y 1,1 pp de PIB). Por su parte, la posición deudora de las AAPP se mantuvo estable en torno al 25% del PIB, con una modesta disminución de sus activos y pasivos exteriores. Finalmente, el saldo neto de la autoridad monetaria frente al resto del mundo se movió en sentido contrario.

La reducción de la posición deudora de los OSR reflejó tanto las operaciones realizadas durante el período, que generaron salidas netas de capital (27 mm de euros), como, especialmente, el impacto de los efectos de valoración (36 mm de euros), estos últimos especialmente reseñables en la renta variable. Según la cuenta financiera de la Balanza de Pagos, las salidas netas de fondos fueron, sobre todo, el resultado de las operaciones de inversión de cartera. Tanto la reducción de las tenencias por parte de inversores extranjeros de bonos de titulización y de valores emitidos por las filiales de las IFM españolas como, en menor medida, las compras por parte de residentes de valores de renta variable extranjeros generaron salidas netas de capitales. En consecuencia, la posición deudora neta que los OSR mantenían en forma de inversión directa y de inversión de cartera a finales de 2009 se redujo en la primera

5. Este sector institucional incluye los hogares, las sociedades no financieras, las instituciones financieras no monetarias y las empresas de seguros y fondos de pensiones.

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA: COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a) (b)

GRÁFICO 2



FUENTE: Fuentes nacionales.

a. Se presenta el último dato disponible, que corresponde al segundo trimestre de 2010 para España, Grecia y Portugal. Para el resto de países, se trata del dato del primer trimestre de 2010, salvo para Estados Unidos, Francia e Irlanda (cuarto trimestre de 2009).

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; PT: Portugal, e IR: Irlanda).

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL Desglose por sectores

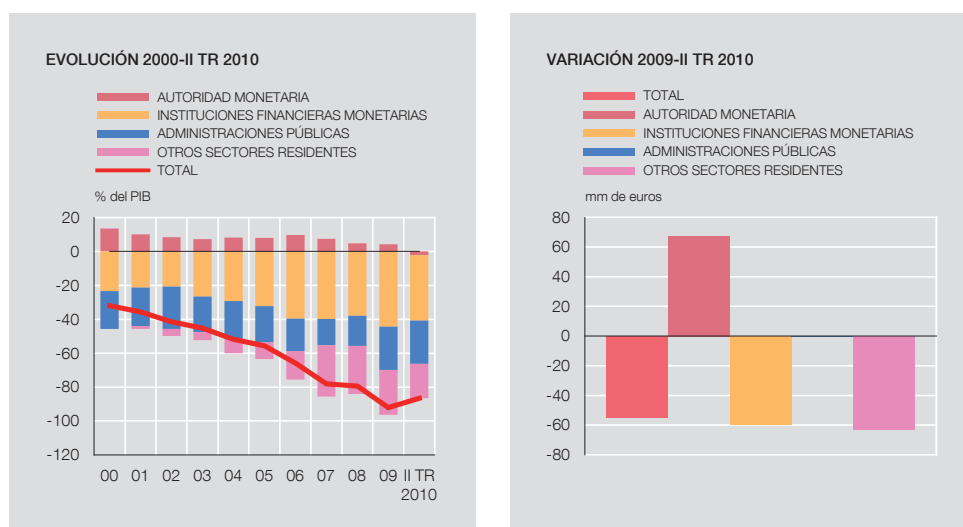
CUADRO 4

	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	-419,9	472,5	892,4	-163,7	34,8	198,6	-318,1	750,6	1.068,7
2008	50,9	86,1	35,2	-412,9	532,6	945,5	-193,4	40,6	234,0	-308,5	699,4	1.007,9
2009	44,1	85,6	41,5	-467,7	501,1	968,8	-269,3	29,8	299,1	-277,8	735,4	1.013,2
I TR 2010	42,4	86,2	43,8	-464,3	506,0	970,3	-291,7	26,1	317,8	-248,3	755,1	1.003,4
II TR 2010	-23,4	82,7	106,1	-408,2	513,6	921,8	-269,3	26,3	295,6	-214,6	766,7	981,3
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	-39,9	44,9	84,7	-15,5	3,3	18,8	-30,2	71,2	101,4
2008	4,7	7,9	3,2	-37,9	48,9	86,9	-17,8	3,7	21,5	-28,3	64,3	92,6
2009	4,2	8,1	3,9	-44,4	47,5	91,9	-25,6	2,8	28,4	-26,4	69,8	96,1
I TR 2010	4,0	8,2	4,2	-44,1	48,0	92,1	-27,7	2,5	30,2	-23,6	71,7	95,2
II TR 2010	-2,2	7,8	10,0	-38,6	48,6	87,2	-25,5	2,5	28,0	-20,3	72,5	92,9

FUENTE: Banco de España.

mitad de 2010 en 2,2 pp y 4,1 pp del PIB, respectivamente, mientras que se amplió ligeramente la que mantenían en otra inversión (en 0,2 pp del PIB).

De forma similar, la corrección del saldo deudor de las IFM frente al resto del mundo se explica tanto por las salidas de capitales generadas por las transacciones realizadas por este sector institucional durante el primer semestre de 2010 (31 mm de euros) como por los efectos de valoración (28 mm de euros). Las salidas de fondos se materializaron básicamente a través de la otra inversión, como consecuencia de la cancelación por parte de no residentes de instrumentos a corto plazo (fundamentalmente depósitos), mientras que en el



FUENTE: Banco de España.

resto de operaciones los flujos netos fueron mucho más reducidos —negativos en el caso de la inversión de cartera y positivos en el de la Inversión Exterior Directa (IED)—. La mayor parte de la disminución de la posición deudora neta de las IFM se concentró en la inversión de cartera y en la otra inversión, cuyos saldos negativos con el exterior se redujeron en 2,9 pp y 2,1 pp de PIB. La posición deudora en derivados financieros descendió en 1,1 pp de PIB, mientras que la acreedora en IED disminuyó en 0,4 pp.

La posición deudora de las AAPP frente al exterior no experimentó variaciones apreciables en porcentaje del PIB. Sus necesidades de financiación se cubrieron parcialmente con las compras por no residentes de bonos y obligaciones<sup>6</sup> y, en menor medida, por la adquisición de deuda pública española por parte del Fondo de Reserva de la Seguridad Social (que vendió bonos soberanos emitidos por países de la UEM). Según la Cuenta Financiera de Balanza de Pagos, las transacciones financieras de las AAPP con el exterior generaron entradas netas por valor de 15 mm de euros en la primera mitad de 2010. Este resultado esconde un comportamiento dispar en el primer y segundo trimestre del año, pues, en el contexto de la crisis de la deuda soberana que afectó a varios países europeos entre abril y junio, las tenencias por parte de no residentes de valores emitidos por las AAPP españolas se redujeron. En el conjunto del semestre, el descenso de precios de renta fija que acompañó al episodio de inestabilidad financiera determinó que el saldo deudor de las AAPP en junio de 2010 permaneciera en niveles similares a los del cierre de 2009.

Finalmente, durante el primer semestre de 2010 la posición neta del Banco de España frente al resto del mundo pasó de ser acreedora a deudora, reflejando la ampliación del saldo deudor del Banco de España frente al Eurosistema. Este desarrollo fue consecuencia del impacto de las tensiones financieras sobre la forma en la que las IFM españolas cubrieron sus necesidades de liquidez, que incrementaron de forma significativa el recurso a las subastas de liquidez del Eurosistema, particularmente en el segundo trimestre del año. Este recurso se ha reducido a partir del mes de julio de forma igualmente significativa. El resto de rúbricas de la autoridad monetaria experimentó variaciones muy modestas.

6. El porcentaje de deuda pública en manos de no residentes se redujo cerca de 2 pp, hasta el 43% del total.

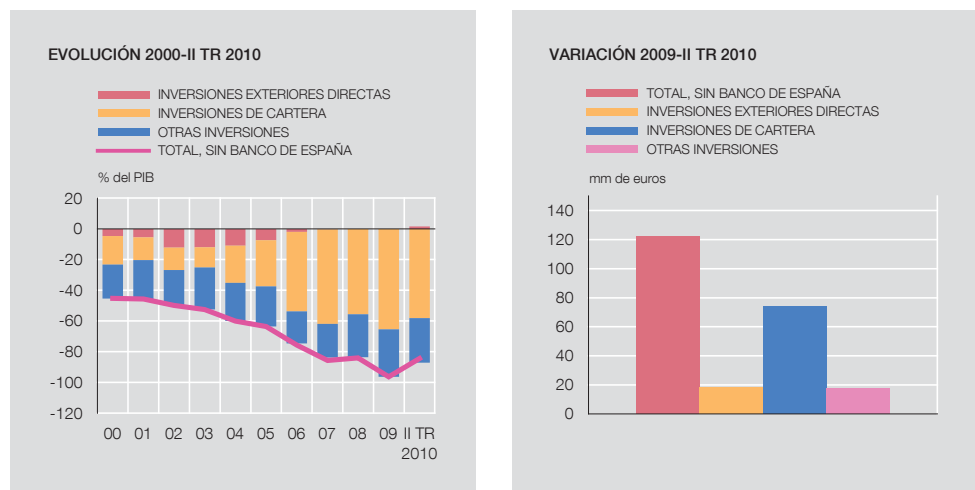
% sobre el total	INVERSIÓN EXTERIOR DIRECTA		INVERSIÓN DE CARTERA		OTRA INVERSIÓN		DERIVADOS FINANCIEROS	
	ACTIVO	PASIVO	ACTIVO	PASIVO	ACTIVO	PASIVO	ACTIVO	PASIVO
	Media 2004-2006	26,7	20,2	42,6	46,7	27,3	30,4	3,3
2007	31,4	18,4	34,9	50,3	30,2	28,3	3,5	2,9
2008	33,3	19,4	27,9	43,8	30,4	31,6	8,5	5,2
2009	34,5	19,2	30,1	46,9	29,2	30,5	6,1	3,4
I TR 2010	34,3	19,2	30,1	46,1	28,3	30,8	7,3	3,8
II TR 2010	35,1	20,1	27,6	44,3	28,2	30,7	9,1	4,8

FUENTE: Banco de España.

a. Excluido el Banco de España.

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA POR INSTRUMENTOS (a)

GRÁFICO 4



FUENTE: Banco de España.

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

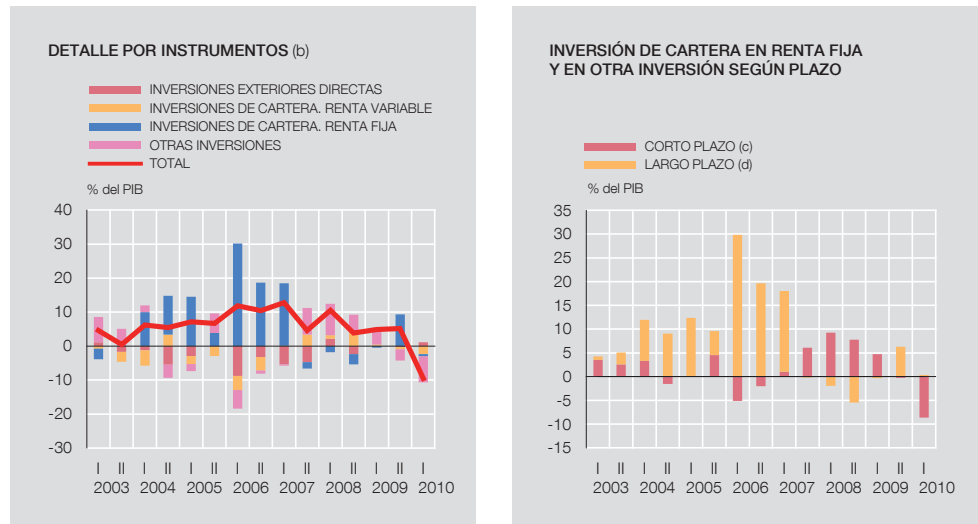
**La composición de la Posición de Inversión Internacional por tipos de inversión**

El descenso de la PII deudora neta de la economía española, excluido el Banco de España, durante el primer semestre de 2010 (de 11,9 pp del PIB) se debió principalmente a la disminución del saldo deudor en inversión de cartera y, en menor medida, a la mejora de la posición exterior neta en el resto de instrumentos<sup>7</sup> (véanse cuadro 5 y gráfico 4). En los casos de la inversión de cartera y de la otra inversión, se registraron salidas netas de fondos, mientras que hubo entradas netas en IED y en derivados financieros (véase gráfico 5). En todos los casos, los efectos de valoración antes comentados contribuyeron a mejorar la posición exterior.

Al final del primer semestre de 2010, la economía española presentó una posición acreedora neta en IED, que contrasta con el signo deudor de finales de 2009 (un 1,6% del PIB y un

7. 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 2008. Los datos posteriores, es decir, 2009 y 2010, 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.

-0,1%, respectivamente). Ese cambio refleja que el valor del *stock* de la inversión de España en el exterior aumentó en bastante mayor medida que el de la inversión del exterior en España (1,9 pp y 0,2 pp de PIB, hasta el 43,4% y 41,8% del PIB, respectivamente). Por lo que se refiere a los activos, el aumento del valor de las tenencias exteriores de los españoles se explica exclusivamente por el impacto positivo del efecto de valoración, ya que se registraron desinversiones netas en la primera mitad de 2010 que generaron entradas netas de fondos. Por su parte, el aumento del pasivo se explica tanto por las inversiones netas que los no residentes realizaron en España como por las revalorizaciones del *stock*, de magnitudes moderadas en ambos casos. 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 34% en la zona del euro y el 15% en el Reino Unido). Latinoamérica siguió siendo la segunda área en importancia tras la zona del euro, con un 27% de la IED total. En cuanto a la procedencia de los inversores extranjeros en las empresas españolas, también se observa un claro predominio de la UE (un 80% del total), correspondiendo la mayor parte a la UEM (un 68%).

Como se ha comentado, la mayor parte de la corrección de la posición deudora neta de la economía española se concentró en la inversión de cartera, cuyo saldo deudor se redujo en 7,2 pp de PIB, hasta el 58,1%. Este descenso se explica por la notable reducción del valor de los pasivos (9,2 pp de PIB, hasta el 92,3%), que superó a la caída de los activos exteriores (2 pp de PIB, situándose en 34,2%). En ambos casos, tanto las transacciones financieras realizadas a lo largo del primer semestre de 2010 como los efectos de valoración contribuyeron a explicar esa disminución de la posición deudora neta.

Cuando se analiza la inversión de cartera por tipos de instrumentos, se observa que la disminución de la posición deudora neta se localizó mayoritariamente en la renta variable. Su saldo deudor disminuyó 5,5 pp (hasta el 7,9% del PIB), en buena medida por la reducción de valor de las tenencias de los no residentes de renta variable española (en 4,7 pp, situándose en el 16,5% del PIB). La reducción de la posición deudora en títulos de renta fija durante el primer semestre del presente ejercicio fue bastante menos acusada, de 1,8 pp, hasta el 50,2% del

PIB. El peso en el PIB de los activos exteriores de renta fija disminuyó en 2,8 pp en relación con el cierre de 2009, hasta el 25,6%, y el de los pasivos correspondientes, en 4,6 pp, bajando al 75,7% del PIB.

En la inversión de cartera en el exterior destaca la elevada concentración de las tenencias de activos emitidos por residentes de la UE (un 80% del total), y, especialmente, de la UEM (70% 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 España<sup>8</sup>. Los últimos datos disponibles, aunque relativamente desfasados, pues corresponden al cierre de 2008, muestran el predominio de los países de la UEM, que mantenían alrededor del 74% del total de los pasivos españoles de inversión de cartera, mientras que el Reino Unido y Estados Unidos acumulaban en torno a un 6% y un 7% de dichos pasivos, respectivamente.

Finalmente, en el primer semestre de 2010 el saldo deudor con el exterior de la otra inversión disminuyó 1,7 pp, hasta el 29,1% del PIB. El *stock* de pasivos se redujo con mayor intensidad que el de los activos (2 pp y 0,3 pp, hasta el 63,9% y 34,9% del PIB, respectivamente). Se produjeron salidas netas de fondos propiciadas, básicamente, por la cancelación por parte de no residentes de préstamos y depósitos a corto plazo constituidos en IFM residentes y, en menor medida, por las inversiones en el exterior en instrumentos de largo plazo realizadas por las IFM residentes. La desagregación por áreas geográficas de la otra inversión española muestra una concentración muy elevada en la UE (que representa el 78% de los activos y el 88% de los pasivos), y, en particular, en la zona del euro (del 50% en los activos y del 55% en los pasivos). El Reino Unido también supone una fracción relevante de los activos y pasivos exteriores en forma de otra inversión (un 27% del activo y un 25% del pasivo), debido al papel que desempeña Londres como centro financiero internacional.

## Conclusiones

En el primer semestre de 2010 se interrumpió la senda creciente de la posición deudora neta que España mantiene frente al resto del mundo, debido al impacto sobre el valor de los activos y pasivos exteriores del cambio en los precios (el llamado «efecto de valoración»), ya que la economía española continuó presentando necesidad de financiación en dicho período, aunque dentro de la trayectoria decreciente de los últimos años. El efecto de valoración fue significativo en el caso de la inversión de cartera y, en particular, en la renta variable, contribuyendo a reducir el saldo deudor que España mantiene frente al exterior. La evolución de la posición de inversión internacional por sectores estuvo muy condicionada por las necesidades de financiación del sector público, el proceso de desapalancamiento del sector privado y el mayor recurso de las IFM a las subastas del Eurosistema. En la primera mitad de 2010 la posición deudora neta frente al exterior de las AAPP se mantuvo prácticamente estable, mientras que se redujo sensiblemente la del sector privado (IFM y OSR) y se tornó negativa la posición neta del Banco de España. Desde julio, tras las medidas de política económica adoptadas y la publicación de los resultados de las pruebas de resistencia realizadas a las entidades de crédito, la volatilidad y las primas de riesgo exigidas a los emisores residentes en España se han reducido con-

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

siderablemente, al tiempo que el acceso a la financiación internacional ha tendido a normalizarse, factores que probablemente influirán en la composición de la PII en la segunda mitad del año.

21.10.2010.

## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2010a). *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España, 2009*.  
— (2010b). «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, julio-agosto.
- BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (2010). *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.