

LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA
EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2011

LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2011

Este artículo ha sido elaborado por César Martín Machuca y Enrique Galán Lucha, 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 2011, resaltando los cambios más significativos respecto al cierre de 2010 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.

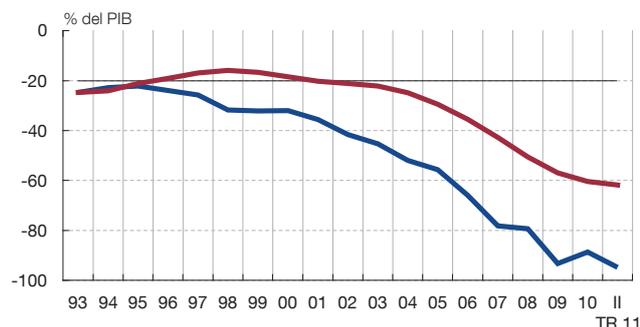
Evolución de la Posición de Inversión Internacional en el primer semestre de 2011: un análisis de datos agregados

La posición deudora neta de la economía española frente al resto del mundo, medida a través de la PII, aumentó en la primera mitad de 2011, debido a las necesidades de financiación que se generaron en ese período (un 5,3 % inferiores a las registradas en el mismo período del año anterior) y 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*)¹, que tuvieron un signo negativo, a diferencia de 2010 (véase gráfico 1). A finales de junio de 2011, el saldo deudor que España mantenía frente al exterior ascendió a 1.021 mm de euros, el 95 % del PIB, aproximadamente 6,2 puntos porcentuales (pp) por encima de su valor al cierre de 2010 (véase cuadro 1). Desde finales de 2010, el valor de los activos redujo su peso en el PIB alrededor de 3,2 pp, hasta el 123 %, mientras que el de los pasivos aumentó 3 pp, hasta el 218 % del PIB. Un aspecto que debe tenerse en cuenta a la hora de evaluar el alcance de los pasivos frente al exterior es el hecho de que una parte importante del mismo —como las acciones y otras formas de participación en el capital de las empresas— es, por su propia naturaleza, no exigible, lo que implica un nivel de la deuda externa inferior al que se deriva del pasivo total. En el período analizado, esta variable aumentó en 1,9 pp, hasta situarse en el 165 % del PIB (véase gráfico 2).

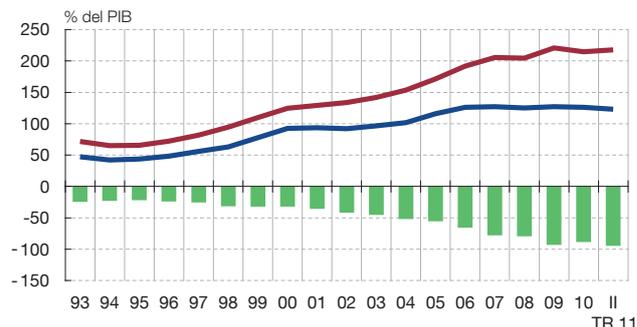
La situación de los mercados financieros continuó condicionando la forma en la que la economía española cubrió sus necesidades de financiación en la primera mitad de 2011. En este período, los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública española y el diferencial frente a la deuda soberana alemana fluctuaron en torno a los niveles alcanzados a finales de 2010 (véase cuadro 2), la bolsa española acumuló ganancias algo más elevadas que las de las principales plazas bursátiles y el tipo de cambio del euro se apreció frente a la libra y al dólar. En este contexto, las sociedades no financieras emitieron valores distintos de acciones en términos netos durante la primera mitad de 2011, mientras que las entidades financieras residentes registraron amortizaciones netas de valores de renta fija. Por su parte, las emisiones netas de deuda pública fueron más elevadas que en el segundo semestre de 2010, debido al repunte que experimentaron en el primer trimestre de 2011 y a pesar de su sensible moderación en el segundo.

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.

PII NETA Y NECESIDAD DE FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ACUMULADA (a)



EVOLUCIÓN DE LA PII



— PII NETA — CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL ACUMULADA — NETO — ACTIVO — PASIVO

FUENTE: Banco de España.

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

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL. RESUMEN

CUADRO 1

mm de euros

	2008	2009	2010		2011		Porcentaje del PIB	
			III TR	IV TR	I TR	II TR	IV TR	II TR
POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA (A - P)	-863,1	-982,7	-985,1	-941,3	-985,1	-1.021,3	-88,6	-94,8
Excluido el Banco de España	-914,0	-1.026,8	-1.005,3	-971,7	-1.024,5	-1.053,4	-91,4	-97,8
Inversiones directas	1,3	-9,3	9,4	13,2	3,3	7,5	1,2	0,7
Inversiones de cartera	-603,7	-689,3	-663,8	-641,3	-686,7	-684,6	-60,4	-63,5
Otras inversiones (a)	-305,1	-327,2	-355,1	-346,2	-339,6	-376,1	-32,6	-34,9
Derivados financieros	-6,4	-1,0	4,3	2,7	-1,5	-0,3	0,3	0,0
Banco de España	50,9	44,1	20,2	30,3	39,5	32,2	2,9	3,0

FUENTE: Banco de España.

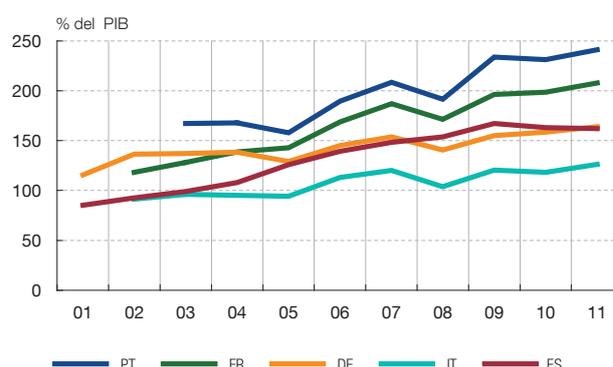
a Incluye, principalmente, préstamos, depósitos y repos.

El panorama financiero se deterioró pronunciadamente durante los meses de verano, debido al agravamiento de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro, de manera que, a partir de julio, las turbulencias que hasta ese momento habían afectado con mayor intensidad a los países sujetos a programa de asistencia financiera (Grecia, Irlanda y Portugal) se extendieron a otros países de la zona, y con particular intensidad a Italia y a España, así como a otros mercados —como el interbancario, el bursátil y el cambiario—, tal como reflejan las caídas de las cotizaciones bursátiles y la depreciación del euro frente al dólar. La reactivación del Programa del Mercado de Valores del BCE en agosto y el anuncio de diversas medidas de política económica por parte del Gobierno español permitieron reducir la prima de riesgo de la deuda pública española —que había alcanzado a principios de agosto cotas superiores a los 400 puntos básicos (pb)—, aunque en la actualidad todavía se mantiene en niveles considerables (superiores a 300 pb). Estos diferenciales reflejan la extensión de las tensiones de los mercados de deuda soberana a otros países del área del euro y el aumento de la demanda de

PII NETA



DEUDA EXTERNA BRUTA



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, OCDE, Banco de Pagos Internacionales y fuentes nacionales.

- a En los datos relativos a la Posición de Inversión Internacional se presenta el último dato disponible, que corresponde al cuarto trimestre de 2010 para Francia, primer trimestre de 2011 para Italia y Alemania, y segundo trimestre de 2011 para España y Portugal. En cuanto a los datos de deuda externa, el dato del año 2011 se corresponde con el primer trimestre de 2011.
- b Los países se nombran con su código ISO (ES: España; DE: Alemania; FR: Francia; IT: Italia; PT: Portugal).

EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS
Precios, tipos de interés y tipos de cambio

CUADRO 2

	Índices bursátiles (a)			Tipo de cambio (b)		Tipo de interés a largo plazo (c)			
	IBEX 35	EUROSTOXX 50	S&P 500	Dólar	Libra	Alemania	España	Estados Unidos	Reino Unido
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
2010	-17,4	-5,8	11,6	-6,6	-3,6	2,9	5,4	3,3	3,5
III TR 2010	13,5	6,8	10,7	11,2	5,2	2,3	4,1	2,7	3,0
IV TR 2010	-6,2	1,6	10,2	-2,1	0,1	2,9	5,4	3,3	3,5
I TR 2011	7,3	4,2	5,4	5,8	3,3	3,2	5,3	3,4	3,7
II TR 2011	-2,0	-2,1	-0,4	2,2	2,0	2,9	5,5	3,0	3,3
I S 2011	5,1	2,0	5,0	8,1	5,4	2,9	5,5	3,0	3,3

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 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.

los activos percibidos como más seguros, de modo que las rentabilidades de la deuda del bono a diez años de Alemania y de Estados Unidos han alcanzado mínimos históricos. La pérdida de vigor en la recuperación de algunas de las principales economías desarrolladas está suponiendo un elemento de incertidumbre adicional en esta segunda mitad del año.

La ampliación de la PII deudora neta de España en la primera mitad de 2011 reflejó las necesidades de financiación acumuladas durante dicho período (31 mm de euros) y el impacto negativo de los efectos de valoración, que ascendió a 49 mm (véase cuadro 3). Como es sabido, el efecto de valoración refleja la influencia 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

mm de euros

	Neto (a)				Activo				Pasivo			
	Variación del stock	Transacción	Efectos de valoración y otros ajustes	Dif. % (b)	Variación del stock	Transacción	Efectos de valoración y otros ajustes	Dif. % (b)	Variación del stock	Transacción	Efectos de valoración y otros ajustes	Dif. % (b)
2008	-40,2	-100,2	60,0	-7,3	18,6	50,0	-31,4	-2,3	58,9	150,3	-91,4	-4,2
2009	-119,6	-54,6	-64,9	7,5	-17,8	16,7	-34,6	-2,5	101,7	71,4	30,4	1,4
2010	41,3	-44,6	85,9	-8,7	0,3	-44,6	44,9	3,3	-41,1	0,0	-41,0	-1,8
III TR 2010	-58,6	-11,5	-47,1	5,1	-28,2	-10,1	-18,1	-1,3	30,4	1,4	29,0	1,3
IV TR 2010	43,7	-4,7	48,5	-4,9	-13,6	3,0	-16,6	-1,2	-57,3	7,7	-65,0	-2,8
I TR 2011	-43,7	-17,5	-26,3	2,8	-21,0	8,6	-29,6	-2,2	22,8	26,1	-3,3	-0,1
II TR 2011	-36,2	-13,6	-22,6	2,3	4,8	11,2	-6,4	-0,5	41,0	1,4	39,7	1,7
I S 2011	-79,9	-31,0	-48,9	5,2	-16,1	19,8	-36,0	-2,7	63,8	27,4	36,4	1,6

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.

período analizado, estos movimientos determinaron una reducción en el valor del stock de los activos y un aumento en el de los pasivos. El ascenso de las cotizaciones bursátiles en España supuso un incremento del valor del stock de las tenencias de títulos españoles en manos de no residentes. Por su parte, la disminución del valor del stock de tenencias de títulos extranjeros por parte de inversores españoles se produjo como consecuencia de la apreciación del tipo de cambio del euro², cuyo efecto sobre el valor de dichos activos compensó el impacto de signo contrario provocado por el aumento de sus precios.

En general, en las principales economías avanzadas se había apreciado una cierta corrección de las posiciones acreedoras y deudoras hasta el primer trimestre de 2011. En cambio, los datos publicados correspondientes al segundo trimestre, solo disponibles para un reducido número de países, muestran una pausa en este proceso.

La composición de la Posición de Inversión Internacional por sectores institucionales

En el primer semestre de 2011 se amplió 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 incremento fue más acusado en el caso de los otros sectores residentes (OSR)³, cuya posición deudora se elevó en 2,9 pp del PIB, hasta el 26%. Asimismo, los saldos deudores de las instituciones financieras y monetarias (IFM) y de las AAPP aumentaron en 1,6 pp y 1,9 pp del PIB, hasta el 45% y el 27% del PIB, respectivamente. Con la excepción de los OSR, cuyos activos exteriores disminuyeron en 2,8 pp del PIB, el incremento de las posiciones deudoras se apoyó principalmente en el aumento de los pasivos exteriores, que repuntaron 1,8 pp del PIB tanto en el caso de las IFM como en el de las AAPP. En sentido contrario, el saldo acreedor neto frente al resto del mundo de la autoridad monetaria se incrementó 0,1 pp del PIB, hasta situarse en el 3%.

2 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 41% del activo y el 12% del pasivo estaban denominados en moneda extranjera en junio de 2011), por lo que la apreciación del euro genera un efecto de valoración negativo.

3 Este sector institucional incluye los hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los mismos, las sociedades no financieras y las instituciones financieras no monetarias (incluía las empresas de seguros y fondos de pensiones).

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL
Desglose por sectores

CUADRO 4

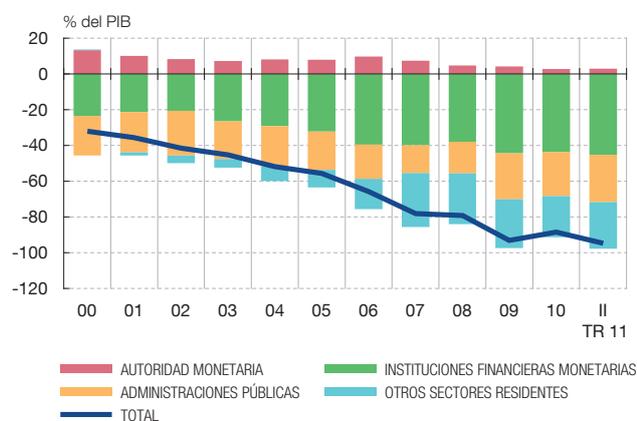
	Autoridad monetaria			IFM			AAPP			OSR		
	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo
VALOR DEL STOCK (mm de euros)												
Media 2005-2007	82,1	83,4	1,3	-367,6	397,2	764,8	-182,4	26,9	209,3	-191,0	704,0	894,9
2008	50,9	86,1	35,2	-412,6	532,9	945,5	-193,4	40,6	234,0	-308,0	699,4	1.007,4
2009	44,1	85,6	41,5	-468,4	501,5	969,9	-270,2	29,7	299,9	-288,3	724,4	1.012,6
2010	30,3	81,7	51,4	-463,3	470,4	933,7	-262,9	28,1	291,0	-245,4	761,4	1.006,8
I TR 2011	39,5	80,1	40,7	-467,7	466,3	934,0	-281,6	26,5	308,1	-275,3	747,6	1.022,8
II TR 2011	32,2	77,9	45,7	-486,9	478,8	965,7	-286,7	27,2	313,9	-279,7	741,4	1.021,2
PORCENTAJE DEL PIB (%)												
Media 2005-2007	8,4	8,5	0,1	-37,4	40,4	77,9	-18,6	2,7	21,3	-19,4	71,7	91,1
2008	4,7	7,9	3,2	-37,9	49,0	86,9	-17,8	3,7	21,5	-28,3	64,3	92,6
2009	4,2	8,1	3,9	-44,4	47,6	92,0	-25,6	2,8	28,5	-27,4	68,7	96,1
2010	2,9	7,7	4,8	-43,6	44,3	87,9	-24,7	2,6	27,4	-23,1	71,7	94,8
I TR 2011	3,7	7,5	3,8	-43,7	43,6	87,3	-26,3	2,5	28,8	-25,7	69,8	95,6
II TR 2011	3,0	7,2	4,2	-45,2	44,4	89,6	-26,6	2,5	29,1	-26,0	68,8	94,8

FUENTE: Banco de España.

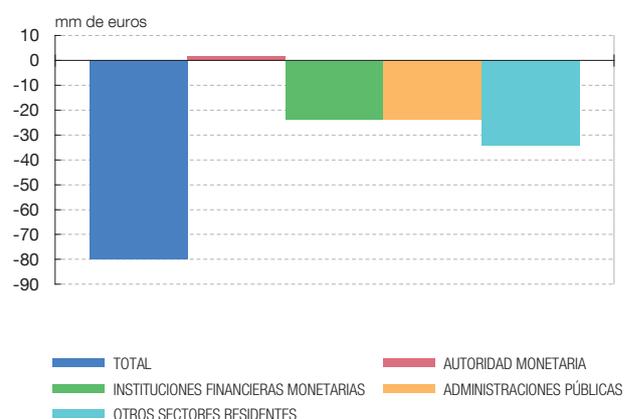
POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA POR SECTORES

GRÁFICO 3

EVOLUCIÓN 2000 - II TR 2011



VARIACIÓN 2010 - II TR 2011



FUENTE: Banco de España.

La ampliación de la posición deudora de los OSR reflejó las operaciones realizadas durante el período, que generaron entradas netas de capital (10 mm de euros) y, en particular, el impacto de los efectos de valoración (25 mm de euros), estos últimos especialmente reseñables en la inversión de cartera, en renta tanto variable como fija. Según la cuenta financiera de la Balanza de Pagos, las entradas netas de fondos correspondieron en su mayor parte a la inversión de cartera, que fueron el resultado, principalmente, de las ventas por parte de residentes de bonos y obligaciones extranjeros, que compensaron la reducción de las tenencias de los inversores extranjeros de bonos de titulización y de valores emitidos por las filiales de las IFM españolas. Los OSR también captaron fondos del exterior en forma de inversión directa, mientras que la otra inversión registró salidas netas. En este contexto, la posición deudora neta que los OSR mantenían en forma de inversión directa y de inversión de cartera a finales de 2010 se amplió en la primera mitad de 2011

en 1,5 pp y 2,3 pp del PIB, respectivamente, mientras que disminuyó en 0,8 pp del PIB la que mantenían en otra inversión.

De forma similar, el aumento del saldo deudor de las IFM frente al resto del mundo se explica tanto por las entradas netas de capitales generadas por las transacciones realizadas por este sector institucional durante el primer semestre de 2011 (14 mm) como por los efectos de valoración (10 mm). Las entradas de fondos se materializaron a través de la otra inversión, como consecuencia, principalmente, de las inversiones de no residentes en instrumentos a corto plazo. Las salidas netas generadas por el resto de instrumentos fueron más reducidas y, en el caso de la inversión de cartera, reflejaron sobre todo la reducción de las tenencias de no residentes de valores de renta fija emitidos por las IFM residentes. En consecuencia, el incremento de la posición deudora neta de las IFM respondió al deterioro de los saldos frente al exterior de la otra inversión y, en mucha menor medida, de derivados financieros (de 3 pp y 0,2 pp del PIB, respectivamente). En sentido contrario, las posiciones deudoras en inversión exterior directa (IED) e inversión de cartera disminuyeron (en 0,9 pp y 0,7 pp del PIB, respectivamente).

El incremento de la posición deudora de las AAPP frente al exterior también reflejó el impacto del efecto de valoración y de las entradas netas generadas por este sector en el primer semestre de 2011 (aproximadamente, 12 mm en ambos casos). Los fondos captados del exterior se materializaron básicamente en forma de inversión de cartera, a través, principalmente, de compras por no residentes de bonos y obligaciones⁴. Dichas adquisiciones se concentraron en el primer trimestre de 2011, mientras que en el segundo los no residentes redujeron sus tenencias de valores emitidos por las AAPP españolas.

Finalmente, durante el primer semestre de 2011 la posición neta acreedora del Banco de España frente al resto del mundo aumentó ligeramente (en 0,1 pp del PIB), hasta situarse en el 3 %. Esta ampliación se explica por la disminución del saldo deudor del Banco de España frente al Eurosistema (de 0,6 pp en los seis meses analizados, hasta el 3,8 % del PIB). En cuanto al resto de rúbricas, los saldos acreedores en otros activos netos y en reservas disminuyeron 0,4 pp y 0,1 pp del PIB, hasta el 4,6 % y el 2,2 %, respectivamente.

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

Todos los instrumentos a través de los que se canalizan las operaciones financieras con el resto del mundo contribuyeron a la ampliación de la PII deudora neta de la economía española, excluido el Banco de España, en el período analizado, y de forma destacada la inversión de cartera (véanse cuadro 5 y gráfico 4). Con la excepción de lo que se cataloga como «otra inversión», los efectos de valoración antes comentados contribuyeron a deteriorar la posición exterior.

Al final del primer semestre de 2011, la posición acreedora neta en IED⁵ se redujo en 0,5 pp del PIB con respecto a su nivel en 2010, hasta situarse en el 0,7 %. Este descenso refleja tanto la pequeña disminución del valor del *stock* de la inversión de España en el exterior en términos de PIB (de 0,1 pp), hasta el 44,4 % del PIB, como, en mayor medida,

⁴ El porcentaje de deuda pública en manos de no residentes se redujo más de 5 pp, hasta el 40 % del total.

⁵ 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 2009. Los datos posteriores (es decir, 2010 y 2011) se estiman por acumulación de flujos corregidos de tipo de cambio, por lo que no reflejan adecuadamente los cambios en los precios, salvo en el caso de inversiones directas en empresas cotizadas, para las que sí se dispone de una valoración a precios de mercado al final de cada trimestre de referencia.

ACTIVOS Y PASIVOS FRENTE AL RESTO DEL MUNDO
Desglose por instrumentos (a)

CUADRO 5

Porcentaje sobre el total

	Inversión exterior directa		Inversión de cartera		Otra inversión		Derivados financieros	
	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo
Media 2005-2007	28,8	19,0	39,4	49,1	28,4	29,1	3,4	2,8
2008	33,3	19,3	27,8	43,8	30,4	31,6	8,5	5,2
2009	34,2	19,2	30,2	46,8	29,5	30,6	6,2	3,4
2010	37,5	20,6	25,2	43,0	29,7	32,3	7,6	4,1
I TR 2011	37,9	20,6	24,8	43,9	30,8	31,9	6,5	3,6
II TR 2011	38,3	20,5	23,9	42,7	31,0	33,2	6,7	3,7

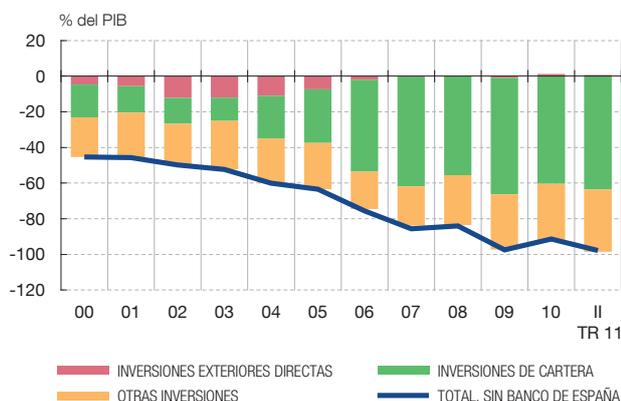
FUENTE: Banco de España.

a Excluido el Banco de España.

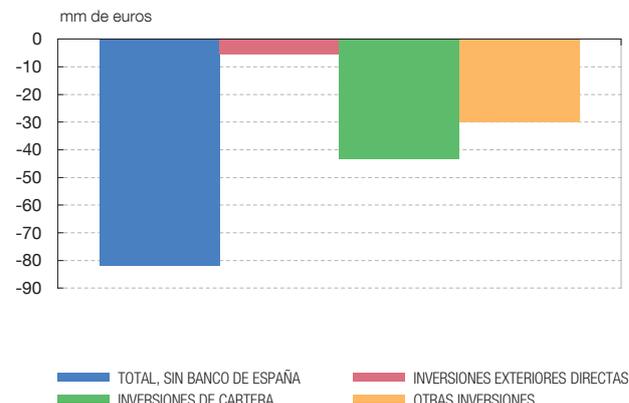
POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA POR INSTRUMENTOS (a)

GRÁFICO 4

EVOLUCIÓN 2000 - II TR 2011



VARIACIÓN 2010 - II TR 2011



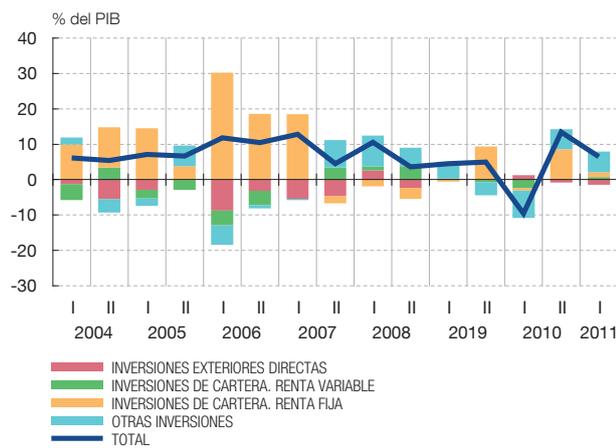
FUENTE: Banco de España.

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

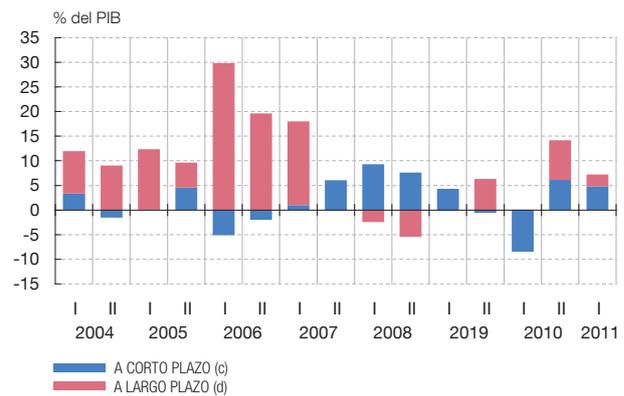
el incremento del de la inversión del exterior en España⁶ (0,4 pp del PIB, hasta el 43,7 %). Por lo que se refiere al activo, el impacto negativo de los efectos de valoración prácticamente compensó las inversiones en el exterior acumuladas en el primer semestre de 2011. En cuanto al pasivo, su aumento se explica básicamente por las inversiones netas que los no residentes realizaron en España (véase gráfico 5). En cuanto al destino de las inversiones españolas, la UE es el área donde la presencia de las empresas españolas es más elevada (un 52 % de los activos totales de IED, con el 30 % en la zona del euro y el 15 % en el Reino Unido). Latinoamérica siguió siendo la segunda área en importancia tras la UE, con un 30 % 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 78 % del total), correspondiendo la mayor parte a la UEM (un 66 %).

⁶ Los flujos con el exterior de inversión de cartera y de IED en el primer semestre de 2011 estuvieron condicionados parcialmente por una fusión entre una empresa española y otra extranjera, que se instrumentó mediante el intercambio de acciones entre los anteriores accionistas de ambas compañías y la constitución de una *holding*. Estas operaciones se han reflejado en la Balanza de Pagos como una entrada de fondos dentro de la inversión de cartera del exterior en España que se compensó con una salida por el mismo importe en la inversión directa de España en el exterior.

DETALLE POR INSTRUMENTOS (b)



INVERSIÓN DE CARTERA EN RENTA FIJA Y EN OTRA INVERSIÓN SEGÚN PLAZO



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.

Como se ha comentado, buena parte de la ampliación de la posición deudora neta de la economía española correspondió a la inversión de cartera, cuyo saldo deudor aumentó 3,2 pp del PIB, hasta el 63,5 %. Este ascenso se explica mayoritariamente por la reducción del valor de los activos (2,3 pp del PIB, hasta el 27,7 %) y, en segundo término, por el aumento de los pasivos exteriores (0,9 pp del PIB, situándose en el 91,3 %). La evolución del activo resultó fundamentalmente de las desinversiones en el exterior realizadas por residentes en España, mientras que el aumento del pasivo tuvo lugar a pesar de las salidas netas de fondos acumuladas en el primer semestre de 2011.

Cuando se analiza la inversión de cartera por tipos de instrumentos, se observa que el incremento de la posición deudora neta se debió tanto a la renta variable como, en mayor medida, a la renta fija. En el primer caso, el saldo deudor se amplió 1,4 pp (hasta el 9,6 % del PIB), debido a la reducción del valor de los activos (en 0,3 pp, situándose en el 8,7 % del PIB) y, en particular, al incremento del de los pasivos exteriores (1,1 pp del PIB, hasta el 18,3 %). El ascenso de la posición deudora en títulos de renta fija se cifró en 1,9 pp del PIB, hasta el 54 % del PIB. El peso en el PIB de los activos exteriores de renta fija disminuyó 2 pp en relación con el cierre de 2010, hasta el 19 %, y el de los pasivos correspondientes, tan solo 0,1 pp, situándose en el 73 % 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 82 % del total), y especialmente de la UEM (72 % del total). En cuanto al país de procedencia de los inversores extranjeros en títulos españoles, la PII 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 España⁷. Los últimos datos disponibles (aunque relativamente desfasados, pues corresponden al cierre de 2009)

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

muestran el predominio de los países de la UEM —principalmente, Francia y Alemania—, que mantenían alrededor del 70 % del total de pasivos, mientras que el Reino Unido y Estados Unidos acumulaban en torno a un 7 % y un 9 % de los pasivos, respectivamente.

Por su parte, el saldo deudor con el exterior de la otra inversión aumentó 2,3 pp, hasta el 34,9 % del PIB. El valor del *stock* de los pasivos creció con mayor intensidad que el de los activos (3 pp y 0,7 pp, hasta el 70,8 % y el 35,9 % del PIB, respectivamente). En el período analizado, las entradas netas de fondos por este concepto se produjeron como consecuencia, básicamente, de las inversiones de no residentes tanto a largo como a corto plazo en IFM residentes y, en menor medida, debido a la cancelación por parte de estas últimas de préstamos y depósitos constituidos en el extranjero. La desagregación por áreas geográficas de la otra inversión muestra una concentración muy elevada en la UE (que representa el 79 % de los activos y el 92 % de los pasivos), y en particular en la zona del euro (del 51 % en los activos y del 52 % 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 31 % del pasivo), lo que refleja el papel que desempeña Londres como centro financiero internacional.

Finalmente, el saldo acreedor en derivados financieros se redujo en cerca de 0,3 pp del PIB, hasta situarse en una posición ligeramente deudora, debido a una caída del valor de los activos más intensa que la correspondiente al de los pasivos.

Conclusiones

En el primer semestre de 2011 se amplió la posición deudora neta que España mantiene frente al resto del mundo, debido a las necesidades de financiación que se generaron en dicho período, inferiores en todo caso a las que se acumularon en igual período de 2010, y al impacto negativo sobre el valor de los activos y pasivos exteriores de los cambios en los precios y tipos de cambio (el llamado *efecto de valoración*). Todos los instrumentos y sectores institucionales contribuyeron a la ampliación de la posición deudora, con la excepción de la autoridad monetaria. En este período, en el que la evolución de los mercados siguió condicionada por la crisis de la deuda soberana en la zona del euro, las ventas de bonos y obligaciones extranjeros realizadas por los españoles superaron las que efectuaron los no residentes de títulos emitidos por el sector privado residente. Por otra parte, las IFM captaron fondos del exterior a través, principalmente, de las operaciones que se engloban en la rúbrica de otra inversión, en particular de las de corto plazo. La intensificación de las tensiones financieras relacionadas con la crisis de la deuda soberana en la UEM a partir del verano seguramente condicionará la evolución de la PII en la segunda mitad del año.

17.10.2011.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2011). *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España, 2010*. — (2011). «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, julio-agosto.
- BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (2011). *Quarterly Report*, septiembre.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1993). *Manual de Balanza de Pagos*, quinta 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.