

LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2015

Este artículo ha sido elaborado por César Martín Machuca y Paloma Villanueva, 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 2015, resaltando los cambios más significativos respecto al cierre de 2014 y sus determinantes¹. Se presenta la composición de la PII por sectores institucionales y se analiza su comportamiento por tipos de inversión y áreas geográficas.

Evolución de la Posición de Inversión Internacional en el primer semestre de 2015: un análisis agregado

Según los últimos datos publicados, el saldo neto deudor de la PII se ha revisado ligeramente a la baja en 2014 (en 4,3 mm). No obstante, en términos del PIB, la ratio correspondiente se ha revisado al alza [en 1,1 puntos porcentuales (pp)], hasta situarse en el 95,6 %, debido a la nueva estimación del PIB nominal². A su vez, la deuda externa bruta representaba el 166,2 % del PIB a finales del pasado año.

A finales de junio de 2015, el saldo deudor que España mantenía frente al exterior se cifró en el 92,5 % del PIB, 3,1 pp por debajo de su valor al cierre de 2014 (véase cuadro 1). Esta disminución de la PII refleja un incremento del valor de los activos exteriores superior al experimentado por los pasivos, que alcanzaron niveles del 152,9 % y 245,5 % del PIB, respectivamente. La deuda externa —que recoge la parte de estos pasivos que es exigible— se elevó hasta el 169,2 % del PIB, 3 pp más que a finales de 2014. Si se excluye el Banco de España, la PII deudora neta se redujo en 5 pp, hasta situarse en el 83,1 % del PIB.

El descenso de la posición deudora neta de España frente al resto del mundo fue el resultado de las transacciones financieras hacia y desde el exterior, que en los seis primeros meses se saldaron con salidas netas de fondos, pero, sobre todo, del impacto sobre el valor de los activos y pasivos exteriores de las variaciones en los precios de los distintos instrumentos y en los tipos de cambio entre las fechas de cierre de 2014 y del segundo trimestre de 2015 (los denominados «efectos de valoración»)³, que, a diferencia de lo ocurrido en los últimos años, contribuyó a reducir la posición deudora neta (véanse cuadro 2 y gráfico 2).

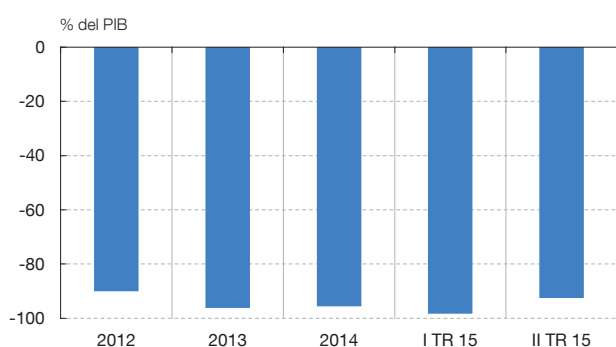
Durante el primer semestre de 2015, período en el que la economía española generó una capacidad de financiación frente al resto del mundo (0,9 % del PIB acumulado en el primer semestre del año), continuó el proceso de mejoría de las condiciones de acceso a la financiación del sector privado y público, en un contexto en el que la política monetaria

¹ Se incorpora por primera vez una estimación del *stock* de activos y pasivos de derivados financieros de los Otros sectores residentes, lo que redujo la PII neta deudora. También se ha revisado el tratamiento de los activos y pasivos exteriores que pueden generar los billetes en euros, aunque no tiene efecto sobre la PII neta. Por otra parte, esta revisión se ha realizado de forma coordinada con la que realizó el INE de la Contabilidad Nacional Anual el pasado 15 de septiembre, que, entre otros aspectos, ha revisado a la baja el PIB nominal, con el consiguiente impacto en las ratios correspondientes sobre el PIB. Para más información, véase http://www.bde.es/bde/es/secciones/prensa/Agenda/Avance_de_la_ba_21e299ace7e6f41.html.

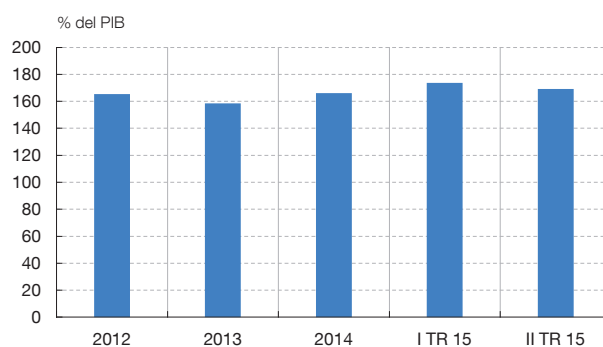
² Véase recuadro 5 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, septiembre de 2015, Banco de España.

³ Además de estos dos factores, existe un tercero, los llamados «otros cambios en volumen», que afectan ocasionalmente a la PII. Aquí se incluyen, por ejemplo, cancelaciones contables unilaterales, reclasificaciones entre sectores o categorías funcionales y los cambios de residencia de los tenedores o emisores de activos financieros y pasivos.

PII NETA



DEUDA EXTERNA BRUTA



FUENTE: Banco de España.

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL. RESUMEN

CUADRO 1

mm de euros

	2012	2013	2014		2015		Porcentaje del PIB			
			III TR	IV TR	I TR	II TR	2012	2013	2014	2015
							IV TR	IV TR	IV TR	II TR
Posición de Inversión Internacional Neta (A-P)	-938,8	-991,9	-995,7	-997,1	-1.031,4	-980,4	-90,0	-96,2	-95,6	-92,5
Activos	1.465,9	1.355,2	1.508,3	1.508,0	1.642,7	1.620,2	140,6	131,4	144,9	152,9
Pasivos	2.404,8	2.347,1	2.504,0	2.505,1	2.674,2	2.600,7	230,6	227,6	240,5	245,5
Excluido el Banco de España	-716,6	-881,6	-916,8	-891,3	-943,1	-880,0	-68,7	-85,5	-88,1	-83,1
Activos	1.344,5	1.235,2	1.359,3	1.368,1	1.478,8	1.450,0	128,9	119,8	130,6	136,9
Pasivos	2.061,1	2.116,8	2.276,0	2.259,4	2.421,9	2.330,0	197,6	205,3	218,6	219,9
Inversiones directas	-19,1	-71,6	-47,2	-57,1	-28,1	-24,2	-1,8	-6,9	-4,5	-2,3
Inversiones de cartera	-498,0	-592,5	-632,8	-606,0	-685,2	-626,5	-47,8	-57,5	-60,8	-59,1
Otras inversiones (a)	-204,3	-222,7	-234,2	-227,7	-225,0	-227,3	-19,6	-21,6	-22,5	-21,5
Derivados financieros	4,8	5,2	-2,6	-0,5	-4,8	-2,1	0,5	0,5	-0,2	-0,2
Banco de España	-222,2	-110,3	-78,9	-105,8	-88,4	-100,4	-21,3	-10,7	-7,6	-9,5

FUENTE: Banco de España.

a Incluye, principalmente, préstamos, depósitos y repos.

del BCE, y, en concreto, el programa de compra de activos, tuvo efectos relevantes sobre el coste de financiación y el crédito bancario. Los mercados financieros sufrieron episodios puntuales de volatilidad, que, en las fechas de cierre de los periodos de referencia —que son a las que se valora la PII y, por tanto, las relevantes para calcular el valor en euros a precio de mercado de los *stocks* de activos y pasivos exteriores—, se tradujeron en incrementos moderados de los tipos de interés de la deuda pública (aunque en el promedio del semestre los tipos a largo siguieron descendiendo) y del diferencial con la referencia alemana. Las cotizaciones bursátiles aumentaron, si bien de forma menos pronunciada en España que en la zona del euro, y acusaron descensos relevantes en los momentos de mayor volatilidad (véase cuadro 3). En dicho período, el tipo de cambio del euro se depreció frente a las principales monedas de las economías avanzadas, si bien

mm de euros

	Neto (a)				Activo				Pasivo			
	Variación stock	Transacción	Efectos de valoración y otros ajustes	Dif. % (b)	Variación stock	Transacción	Efectos de valoración y otros ajustes	Dif. % (b)	Variación stock	Transacción	Efectos de valoración y otros ajustes	Dif. % (b)
2014	-3,8	21,1	-24,9	2,5	153,1	107,0	46,1	3,4	156,9	85,9	71,0	3,0
III TR 2014	11,3	1,9	9,4	-0,9	51,3	19,8	31,5	2,2	40,0	17,9	22,1	0,9
IV TR 2014	1,4	3,7	-2,3	0,2	0,3	7,0	-6,7	-0,4	-1,1	3,3	-4,4	-0,2
I TR 2015	-35,8	-8,5	-27,3	2,7	134,4	55,3	79,1	5,2	170,2	63,8	106,4	4,2
II TR 2015	51,0	10,0	41,0	-4,0	-22,5	44,2	-66,6	-4,1	-73,5	34,2	-107,7	-4,0
I S 2015	15,2	1,5	13,7	-1,4	112,0	99,5	12,5	0,8	96,7	98,0	-1,2	0,0

FUENTE: Banco de España.

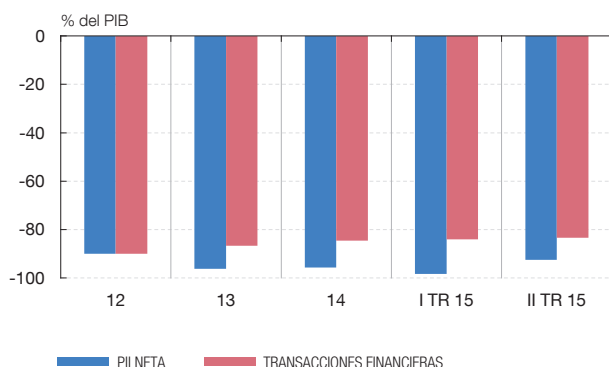
- a Un signo (-) significa una variación de los pasivos superior a la de los activos.
- b Diferencia entre la variación del stock y las transacciones de balanza de pagos, en términos del stock al comienzo del período.

EVOLUCION DE LA PII Y DE LAS TRANSACCIONES FINANCIERAS

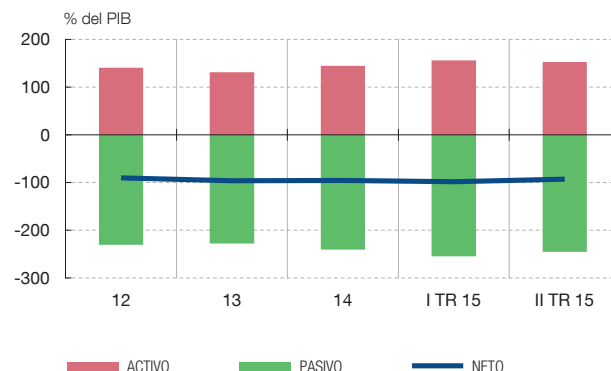
GRÁFICO 2

PII neta y acumulación de las transacciones financieras de la Balanza de Pagos

PII NETA Y TRANSACCIONES FINANCIERAS ACUMULADAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a)



EVOLUCIÓN DE LA PII



FUENTE: Banco de España.

- a El primer valor de las transacciones financieras acumuladas corresponde a la PII neta a final de 2012. En los períodos posteriores a este dato inicial se acumulan las transacciones financieras netas de España con el resto del mundo.

se apreció frente a las de algunas economías emergentes y en vías de desarrollo —por ejemplo, el real brasileño—, que son relevantes por ser el destino de inversiones de empresas españolas. En los meses de verano aumentó la volatilidad en los mercados financieros a raíz de las incertidumbres generadas, principalmente, por la ralentización de las economías emergentes, con descensos de las cotizaciones bursátiles, mientras que, en líneas generales, el tipo de cambio del euro se apreció y tuvo lugar un modesto descenso de los tipos de interés.

Esta evolución de los mercados financieros y cambiarios propició que el impacto agregado de las variaciones de los tipos de cambio y de los precios de los distintos activos y pasivos

	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
2012	-4,7	13,8	13,4	-2,3	2,0	1,3	5,3	1,9	1,7
2013	21,4	17,9	29,6	2,2	4,5	1,8	4,1	2,9	2,9
2014	3,7	1,2	11,4	-6,9	-12,3	0,6	1,8	1,9	2,2
III TR 2014	-0,9	-0,1	0,6	-3,0	-7,9	0,9	2,2	2,5	2,5
IV TR 2014	-5,0	-2,5	4,4	-0,2	-3,8	0,6	1,8	1,9	2,2
I TR 2015	12,1	17,5	0,4	-6,8	-11,2	0,2	1,2	1,7	2,0
II TR 2015	-6,5	-7,4	-0,2	-2,1	3,7	0,8	2,2	2,1	2,4
I S 2015	4,8	8,8	0,2	-8,7	-7,9	0,8	2,2	2,1	2,4

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.

entre finales de 2014 y del primer semestre de 2015 que subyacen a la posición neta en el primer semestre redujera la posición deudora neta (véase cuadro 2)⁴.

Por lo que se refiere a la comparación internacional, la tendencia muestra, en líneas generales, variaciones relativamente moderadas de las posiciones de los principales países deudores netos de la UEM para los que se dispone de información (véase gráfico 3).

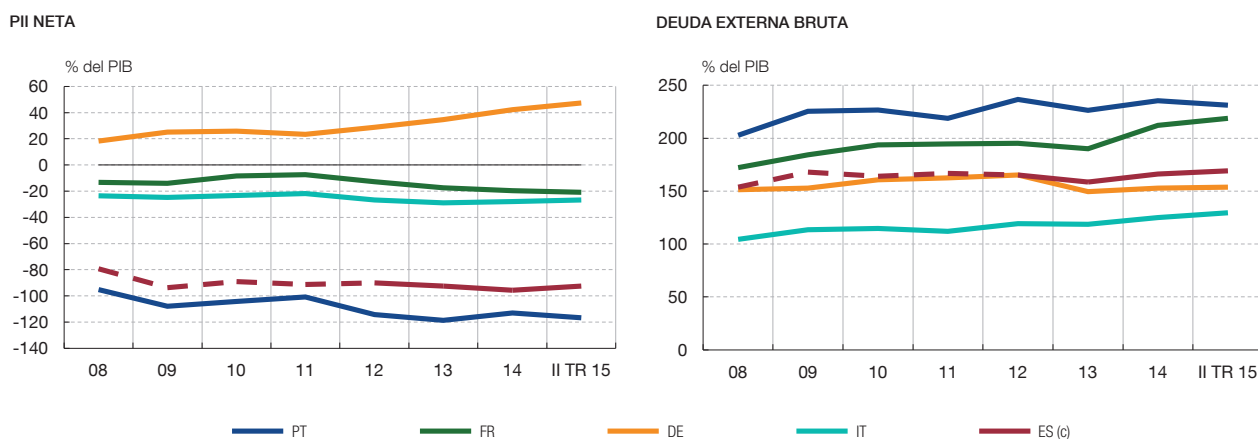
La composición de la Posición de Inversión Internacional por sectores institucionales e instrumentos

La reducción de la posición deudora frente al resto del mundo en el primer semestre de 2015 se concentró en el sector privado. Concretamente, los Otros sectores residentes (OSR)⁵ y las Otras instituciones financieras monetarias (IFM) redujeron sus pasivos netos con el exterior, en 4,6 pp y 3,1 pp del PIB, respectivamente, hasta el 20,1 % y el 16,8 % del PIB, en cada caso. En sentido contrario, y como viene ocurriendo desde 2012 cuando la crisis de la deuda soberana alcanzó su punto álgido, prosiguió la ampliación del saldo deudor de las AAPP, que ascendió al 46,2 % del PIB. Por último, también se incrementó la posición deudora neta del Banco de España; en este caso, en 1,9 pp, hasta el 9,5 % del PIB, fundamentalmente por el aumento de la posición deudora de la Autoridad Monetaria frente al Eurosistema, invirtiéndose, por primera vez desde 2012, la trayectoria descendente de esta variable.

La reducción de la posición deudora de los OSR se debió a las salidas netas de fondos registradas en el primer semestre como consecuencia de que sus inversiones en el resto del mundo superaron las realizadas por los no residentes en instrumentos financieros emitidos por este sector. En cambio, la disminución del saldo neto deudor de las IFM estuvo motivada por el impacto de los efectos de valoración, ya que en el primer semestre las compras netas por parte de no residentes de títulos emitidos por las IFM superaron

4 Estos efectos valoración estuvieron condicionados, en particular, por el repunte de los tipos de interés al final del segundo trimestre, mientras que en el primer trimestre del año contribuyeron a ampliar la PII deudora neta, en un contexto de descensos de las rentabilidades de los títulos de deuda.

5 Este sector institucional incluye los hogares, las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares, las sociedades no financieras y las instituciones financieras no monetarias.



FUENTES: Banco de España y fuentes nacionales.

- a Se presenta el último dato disponible, que corresponde al segundo trimestre de 2015.
- b Los países se nombran con su código ISO (ES: España; DE: Alemania; FR: Francia; IT: Italia; PT: Portugal).
- c La línea discontinua representa los datos conforme al MBP5, mientras que los datos a partir de 2012 son de acuerdo con el MBP6.

sus inversiones en el exterior, aunque en cuantía muy moderada. Por su parte, la ampliación de los pasivos netos de las AAPP refleja el aumento de las tenencias de no residentes de deuda pública española; fundamentalmente, a largo plazo⁶.

La disminución de la PII deudora neta, excluido el Banco de España, reflejó la evolución de los saldos de todas las categorías funcionales, en particular de las inversiones directas y de cartera, mientras que la posición neta en derivados financieros se mantuvo prácticamente estable (véanse cuadro 5 y gráfico 5).

Durante los seis primeros meses del año, el saldo deudor de las inversiones directas se redujo en 2,2 pp, hasta el 2,3 % del PIB, en un contexto en el que, en términos del PIB, se incrementó el valor de los activos en el exterior y se redujo modestamente el de los pasivos (véase gráfico 6). En cuanto al destino de las inversiones españolas, la UE es el área donde la presencia de las empresas españolas es más elevada (un 51 % de los activos totales de las inversiones directas, con el 31 % en la zona del euro). Latinoamérica continuó siendo la segunda área en importancia, con un 27 % de las inversiones directas. Por lo que se refiere a la procedencia de los inversores extranjeros en las empresas españolas, también se observa un claro predominio de la UE (82 % del total), correspondiendo la mayor parte a la UEM (un 69 %).

La posición deudora de las inversiones de cartera se redujo en 1,7 pp del PIB, hasta situarse en el 59,1 %, al aumentar el valor de los activos en mayor medida que el de los pasivos. Ambos incrementos reflejan el impacto tanto de las transacciones entre España y el resto del mundo acumuladas en el primer semestre de 2015 como el de los efectos de valoración, que fueron algo más pronunciados en los activos. Cuando se analizan las inversiones de cartera por tipos de instrumentos, se observa que la disminución de la posición deudora

⁶ De acuerdo con los datos del Tesoro, el porcentaje de deuda pública del Estado no segregada a vencimiento en manos de no residentes aumentó cerca de 3 pp en el primer semestre de 2015, hasta superar ligeramente el 45 % del total.

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL
Desglose por categoría funcional

CUADRO 4

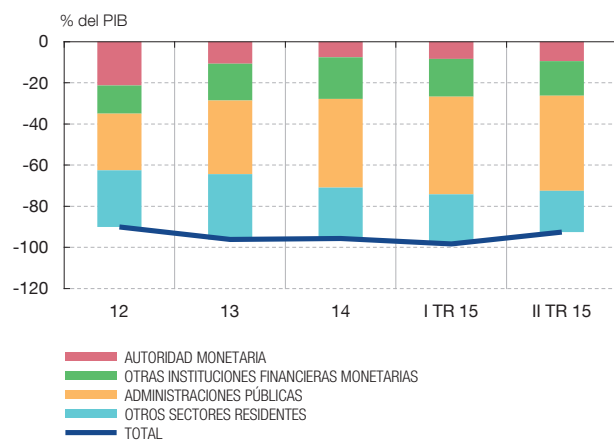
	Autoridad monetaria			Otras IFM			AAPP			OSR		
	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo
Valor de stock (mm de euros)												
2012	-222,2	121,4	343,6	-141,8	578,9	720,7	-288,0	44,9	332,9	-286,8	720,7	1.007,5
2013	-110,3	120,0	230,3	-184,5	463,0	647,5	-369,2	51,7	421,0	-327,9	720,4	1.048,3
2014	-78,9	149,0	227,9	-210,2	488,7	698,9	-449,2	54,5	503,7	-257,4	816,1	1.073,5
I TR 2015	-88,4	163,9	252,3	-192,5	540,4	732,9	-497,2	49,5	546,7	-253,4	888,8	1.142,2
II TR 2015	-100,4	170,3	270,7	-177,8	500,7	678,5	-489,2	49,6	538,8	-213,0	899,7	1.112,7
Porcentaje del PIB (%)												
2012	-21,3	11,6	33,0	-13,6	55,5	69,1	-27,6	4,3	31,9	-27,5	69,1	96,6
2013	-10,7	11,6	22,3	-17,9	44,9	62,8	-35,8	5,0	40,8	-31,8	69,9	101,7
2014	-7,6	14,3	21,9	-20,2	46,9	67,1	-43,1	5,2	48,4	-24,7	78,4	103,1
I TR 2015	-8,4	15,6	24,0	-18,3	51,5	69,9	-47,4	4,7	52,1	-24,2	84,7	108,9
II TR 2015	-9,5	16,1	25,5	-16,8	47,3	64,0	-46,2	4,7	50,9	-20,1	84,9	105,0

FUENTE: Banco de España.

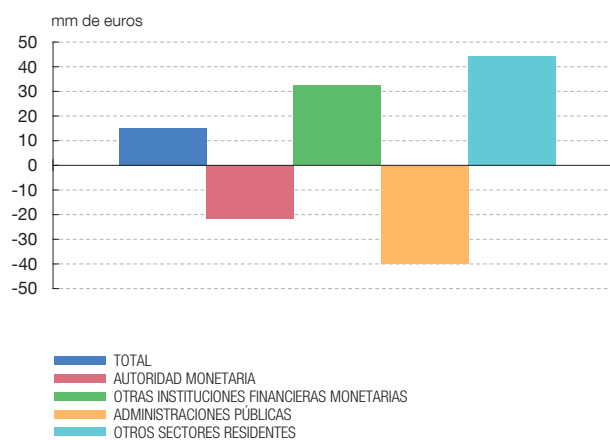
POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA POR SECTORES

GRÁFICO 4

EVOLUCIÓN 2012-II TR 2015



VARIACIÓN 2014-II TR 2015



FUENTE: Banco de España.

neta se debió, sobre todo, a la mejoría del saldo deudor en títulos de renta fija (de 1,5 pp, hasta el 50,2 % del PIB), aunque también disminuyó levemente el saldo deudor en acciones y participaciones en fondos de inversión (en 0,2 pp del PIB, hasta el 8,8 %). En el caso de la renta fija, la mejoría del saldo refleja el impacto de los efectos de valoración, que más que compensaron las compras netas realizadas por los no residentes en la primera mitad de 2015, mientras que en la renta variable la corrección de la posición deudora se explica por las adquisiciones de renta variable extranjera realizadas por los residentes.

En el activo de las inversiones de cartera destaca la elevada concentración de las tenencias de activos emitidos por residentes de la UE (85 % del total); especialmente, de la

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL
Desglose por categoría funcional (a)

CUADRO 5

	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Derivados		
	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo
Porecentaje del PIB (%)												
2012	-1,8	51,4	53,2	-47,8	28,1	75,9	-19,6	34,4	54,0	0,5	15,1	14,6
2013	-6,9	48,9	55,8	-57,5	30,1	87,5	-21,6	30,6	52,2	0,5	10,2	9,7
2014	-4,5	52,1	56,6	-60,8	36,6	97,4	-22,5	30,3	52,8	-0,2	11,5	11,8
I TR 2015	-2,7	54,3	56,9	-65,3	41,4	106,7	-21,4	31,9	53,4	-0,5	13,3	13,8
II TR 2015	-2,3	53,7	56,0	-59,1	42,5	101,6	-21,5	30,2	51,7	-0,2	10,5	10,7

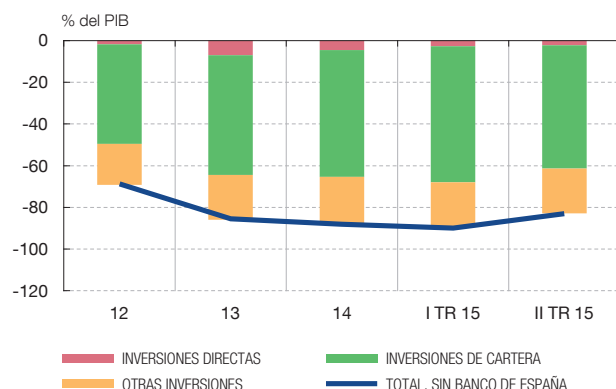
FUENTE: Banco de España.

a Excluido el Banco de España.

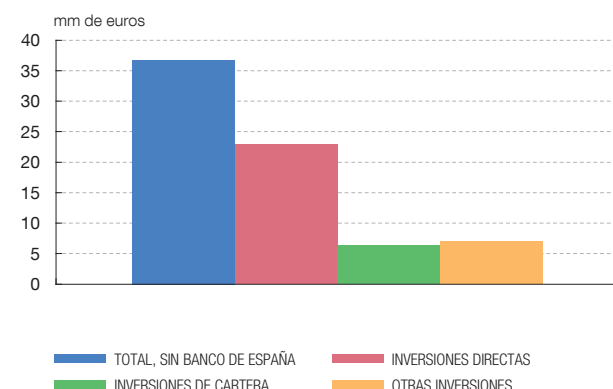
POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA POR CATEGORÍA FUNCIONAL (a)

GRÁFICO 5

EVOLUCIÓN 2012-II TR 2015



VARIACIÓN 2014-II TR 2015



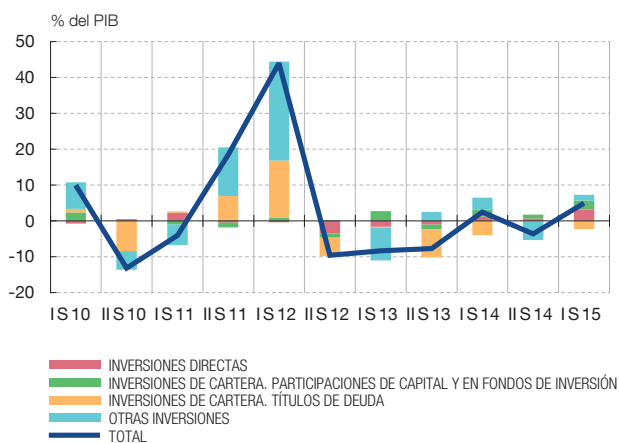
FUENTE: Banco de España.

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

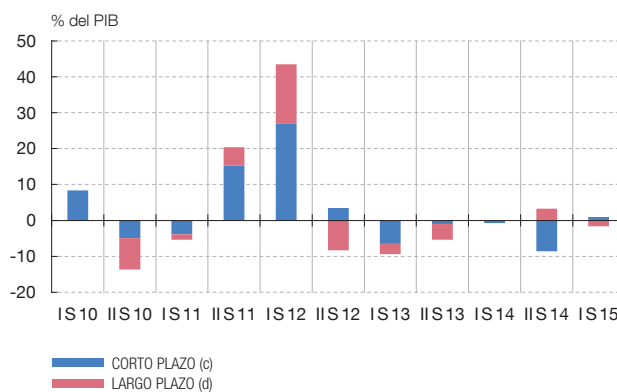
UEM (76 % del total). En cuanto al país de procedencia de los inversores extranjeros en títulos españoles, la PII solo aporta información sobre la primera contrapartida no residente conocida, que, en muchos casos, difiere del tenedor final de los títulos, que es el criterio relevante a efectos del análisis 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, que corresponden al cierre de 2014, muestran el predominio de las inversiones procedentes de la UE (aproximadamente el 78 % del total), especialmente de Francia y Alemania como inversores finales (37 % de la inversión de cartera procedente del exterior), aunque también destaca el peso relativo de Estados Unidos y el Reino Unido (12 % y 8 % de los pasivos, respectivamente).

7 Los datos de la CPIS se pueden consultar en el sitio web del FMI <http://cpis.imf.org/>.

DETALLE POR CATEGORÍA FUNCIONAL (b)



INVERSIONES DE CARTERA EN TÍTULOS DE DEUDA Y EN OTRAS INVERSIONES SEGÚN PLAZO



FUENTE: Banco de España.

- a Variación neta de activos menos variación neta de pasivos. Datos semestrales. Excluido el Banco de España.
- b Se excluyen los derivados financieros.
- c Títulos de deuda y otras inversiones a corto plazo (hasta doce meses).
- d Títulos de deuda y otras inversiones a largo plazo

El saldo deudor de las otras inversiones descendió 1 pp, hasta el 21,5% del PIB, como consecuencia de un incremento del valor del *stock* de los activos mayor que el de los pasivos. Con todo, en porcentaje del PIB, los activos se mantuvieron relativamente estables, mientras que la ratio de los pasivos se redujo. La desagregación por áreas geográficas de las otras inversiones muestra una concentración muy elevada en la UE, en particular en los pasivos (86%, frente a un 73% en los activos). La zona del euro representa el 59% de los pasivos y el 55% de los activos.

Finalmente, la posición deudora en derivados financieros se redujo levemente entre finales de 2014 y junio de 2015, manteniéndose en el 0,2% del PIB.

16.10.2015.