

En la primera mitad del año, el saldo deudor de la posición de inversión internacional (PII) neta de la economía española aumentó en 44,7 miles de millones (mm) de euros con respecto al cierre de 2016. En términos del PIB, su peso también se incrementó (en 2,3 pp, hasta el 86,2%), a pesar del avance del producto (véase gráfico 1). Este incremento del saldo deudor de la PII neta fue el resultado del aumento —de 47,7 mm de euros— ligado a los cambios de valoración de los activos y pasivos frente a no residentes debidos a los movimientos en sus precios y en los tipos de cambio, que más que compensó el descenso asociado al saldo ligeramente positivo que presentaron las operaciones financieras netas (1,5 mm), en línea con la

capacidad de financiación de la nación, y las otras variaciones en volumen¹ (1,5 mm).

El desglose entre activos y pasivos evidencia que, excluyendo los derivados financieros, entre enero y junio de 2017 los residentes

1 Las otras variaciones en volumen son cualquier cambio en el valor de los activos y pasivos que no se debe ni a transacciones ni a revalorizaciones. Se incluyen aquí las variaciones debidas a condonaciones y cancelaciones contables, apariciones y desapariciones económicas de activos, reclasificaciones, y las debidas a cambios en la residencia de los agentes. En la práctica, este componente puede recoger también discrepancias estadísticas entre la PII y la BP que se derivan del distinto momento de actualización.

Gráfico 1
COMPONENTES DE LA VARIACIÓN DE LA PII NETA (a)

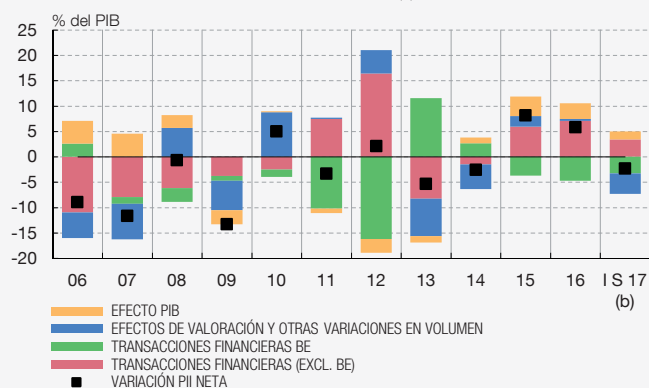


Gráfico 2
COMPONENTES DE LA VARIACIÓN DE LOS ACTIVOS EXTERIORES (c)

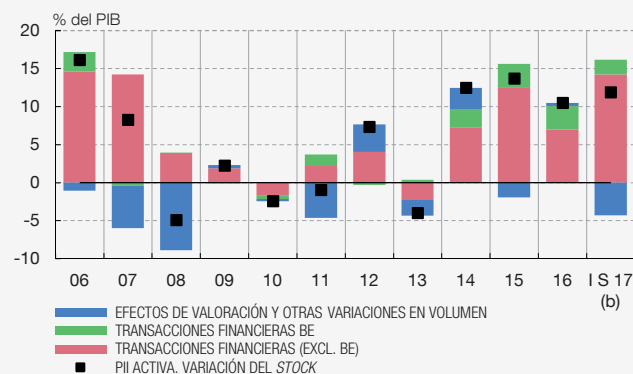


Gráfico 3
COMPONENTES DE LA VARIACIÓN DE LOS PASIVOS EXTERIORES (c)

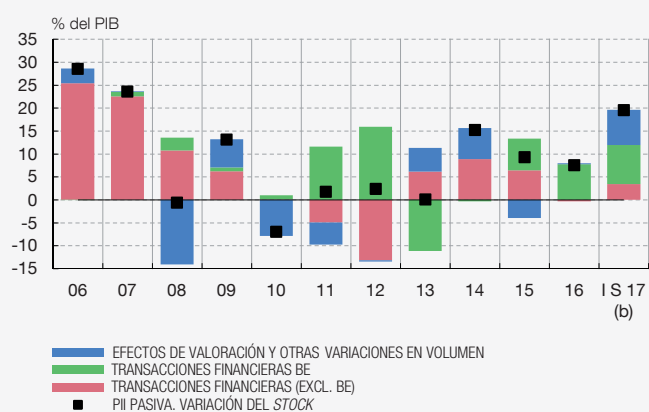
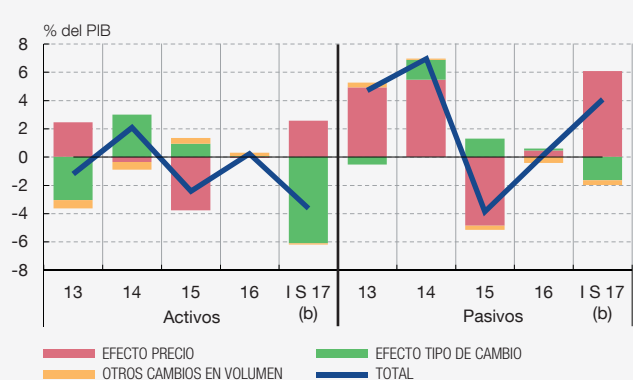


Gráfico 4
COMPONENTES DE LA EVOLUCIÓN DE LOS OTROS FLUJOS



FUENTE: Banco de España.

- a La PII neta es la diferencia entre el valor de los activos exteriores de los sectores residentes y el de los pasivos frente al resto del mundo.
- b Variación acumulada entre enero y junio de 2017. En los gráficos 2, 3 y 4, el PIB corresponde al del primer semestre.
- c Excluidos los derivados financieros.
- d Excluidos el Banco de España y la posición neta en derivados.
- e La deuda externa comprende el saldo de todos los pasivos que dan lugar a pagos futuros de principal, intereses o ambos (es decir, todos los instrumentos financieros, a excepción de los fondos propios y de los derivados financieros).
- f Incluye solo inversión directa en la forma de deuda.
- g Excluyendo al Banco de España y la inversión directa en forma de deuda.

volvieron a adquirir, en términos netos, un volumen elevado de activos foráneos (92,4 mm de euros, 81,2 mm excluyendo al Banco de España), lo que, unido a cambios de valoración y otras variaciones en volumen negativas pero de menor cuantía (que fueron, en conjunto, de -24,7 mm), resultó en un incremento de los saldos activos frente al resto del mundo equivalente al 11,8 % del PIB del primer semestre (véase gráfico 2). Por su parte, la variación neta de pasivos también fue positiva en este período y alcanzó el 19,6 % del PIB semestral (véase gráfico 3), debido tanto a la inversión neta positiva de los no residentes en la economía española (89 mm de euros, 40,5 mm excluyendo al Banco de España) como a los efectos de valoración y a las otras variaciones en volumen, que tuvieron, en conjunto, un impacto positivo (23,3 mm)².

El saldo positivo de las transacciones financieras netas (38,9 mm de euros), excluido el Banco de España, superó ampliamente el superávit de la cuenta corriente y de capital registrado entre enero y junio (5,6 mm), lo que se tradujo en un importe muy negativo del saldo de las operaciones financieras netas del Banco de España con el exterior, que alcanzó el 6,5 % del PIB del semestre (véanse gráficos 2 y 3), fundamentalmente por el aumento de los pasivos netos frente al Eurosistema. Esta evolución ha continuado estando condicionada en gran medida por la política de expansión cuantitativa del BCE, que ha generado un exceso de liquidez dentro de la UEM, propiciando flujos financieros entre los países del área. En particular, la liquidez generada en España a partir de las medidas de expansión cuantitativa del BCE se ha canalizado en buena medida hacia el exterior. Así, desde finales de 2014, la adquisición neta de activos exteriores por parte de los agentes residentes se ha incrementado, mientras que los flujos pasivos netos frente al resto del mundo, excluyendo al Banco de España, se han reducido, en un contexto de progresivo desapalancamiento del sector privado³.

Como se ha comentado, durante el primer semestre los efectos de valoración contribuyeron al descenso del nivel de la PII neta de la economía española (aumento del saldo deudor). Ello fue consecuencia tanto de la caída en el valor de los activos como del incremento del de los pasivos (véase gráfico 4). Lo primero resultó de una apreciación del euro durante el segundo trimestre, que redujo el valor de los instrumentos denominados en moneda extranjera. Este impacto se vio solo parcialmente compensado por la revalorización de los activos y, en particular, de las participaciones en capital y en fondos de inversión, que tuvo lugar durante ese período (los instrumentos de deuda, en cambio, se depre-

cieron ligeramente), en un contexto de aumento de las cotizaciones bursátiles. Por su parte, el valor de los pasivos también se vio afectado por estos mismos factores, si bien en este caso el impacto positivo asociado a la revalorización de las participaciones en capital y en fondos de inversión fue más elevado, como consecuencia del mayor aumento de los precios de los pasivos respecto de los activos de esta naturaleza, y el efecto negativo de la apreciación del euro fue mucho más reducido, dado que la proporción de pasivos en moneda extranjera es sustancialmente inferior a la de los activos.

El desglose por sector institucional muestra que el aumento del saldo deudor de la PII neta en relación con el PIB fue el resultado del incremento de la posición deudora del Banco de España, del sector privado no financiero y, en menor medida, de las Administraciones Públicas, que, en conjunto, más que compensaron el aumento del saldo acreedor registrado por el resto de las instituciones financieras (otras instituciones financieras monetarias distintas del banco central y el sector financiero de los otros sectores residentes) (véase gráfico 5). Excluyendo al Banco de España, el saldo deudor de la PII neta en relación con el PIB habría disminuido 1 pp, hasta el 68,2 %, si bien en términos absolutos también habría aumentado (3,7 mm de euros, hasta 777,5 mm).

Por su parte, el desglose por categoría funcional refleja que, excluyendo al Banco de España, la posición deudora neta de la economía española en forma de inversión directa y de inversión en cartera aumentó (en 13,1 mm y 0,4 mm de euros, respectivamente), mientras que la materializada en otras inversiones disminuyó (en 10 mm). El descenso de la inversión directa en términos netos se produjo como consecuencia de un incremento de los activos exteriores inferior al aumento de los pasivos frente al resto del mundo. Respecto a la inversión en cartera, el aumento de los activos exteriores de los agentes residentes también fue más que compensado por el ascenso de sus pasivos frente al resto del mundo. Estos incrementos (tanto de activos como de pasivos) se registraron prácticamente en todos los sectores y en todos los instrumentos (con la excepción del saldo en valores de deuda emitidos por los otros sectores residentes en manos de agentes foráneos, que disminuyó). Por último, el descenso de la posición deudora neta en otras inversiones obedeció tanto al aumento de los activos en el exterior de los residentes como al descenso de los pasivos nacionales en manos del resto del mundo. En términos del PIB, solo la inversión directa aumentó su saldo deudor, incrementándose en 1,1 pp, hasta el 3,6 % (véase gráfico 6)⁴, mientras que los saldos deudores asociados a la otra inversión y a la inversión en cartera disminuyeron, en 1,2 pp hasta el 13,8 % y en 0,9 pp hasta el 50,2 %, respectivamente.

2 En términos netos, los derivados financieros tuvieron un efecto negativo muy marginal en la PII, debido al saldo negativo que presentaron las transacciones financieras netas, que no se vio compensado completamente por el impacto positivo de los efectos de valoración y de las otras variaciones en volumen.

3 Para más detalle, véase el artículo «Las medidas de expansión cuantitativa del Eurosistema y la cuenta financiera», *Boletín Económico*, abril 2016, Banco de España.

4 El saldo deudor neto de las posiciones en derivados financieros se mantuvo sin cambios en ese período, en el 0,5 % del PIB.

Para valorar mejor el grado de vulnerabilidad asociada a la posición internacional de la economía española, resulta útil complementar la información de la PII con otros indicadores, como el volumen de la deuda externa bruta (que incluye únicamente los pasivos que generan obligaciones de pago, que en España suponen alrededor del 75 % del total)⁵. La deuda externa bruta, en relación con el PIB, se incrementó en 1,9 pp, hasta el 168,8%, entre diciembre de 2016 y

junio de 2017, ya que el aumento del peso de la deuda externa del Banco de España (de 3,6 pp, hasta el 38,2 % del PIB) fue superior al retroceso del correspondiente al resto de sectores (véase gráfico 7). El de las otras instituciones financieras distintas del Banco de España y el de los otros sectores residentes se redujeron, durante el mismo período, en 1,3 pp y en 0,7 pp, hasta el 35,1 % y el 25,7 %, respectivamente⁶, en línea con el proceso de desendeudamiento en el que están inmersos estos sectores. En contraposición, el de las AAPP se incrementó en términos absolutos, aunque este aumento fue ligeramente inferior al avance del producto, por lo que en relación con el PIB

5 La deuda externa de un país comprende los saldos de todos los pasivos frente a no residentes que impliquen la realización futura de pagos por amortización de principal, por intereses o por ambos (todos los instrumentos financieros, excepto las participaciones en el capital y los derivados financieros).

6 Excluyendo la inversión directa en forma de instrumentos de deuda.

Gráfico 5
PII NETA (a). DESGLOSE POR SECTOR INSTITUCIONAL

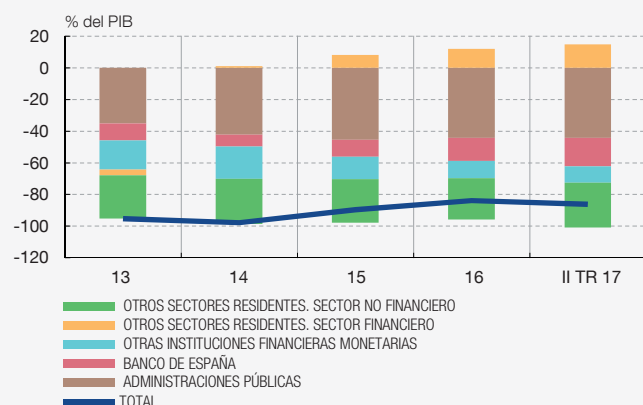


Gráfico 6
PII NETA (a) (d). DESGLOSE POR CATEGORÍAS FUNCIONALES

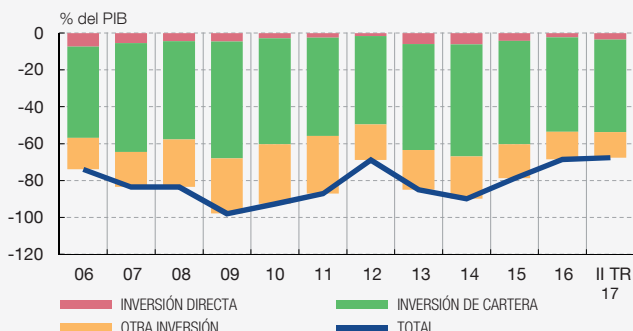


Gráfico 7
DEUDA EXTERNA BRUTA (e). DESGLOSE POR SECTORES

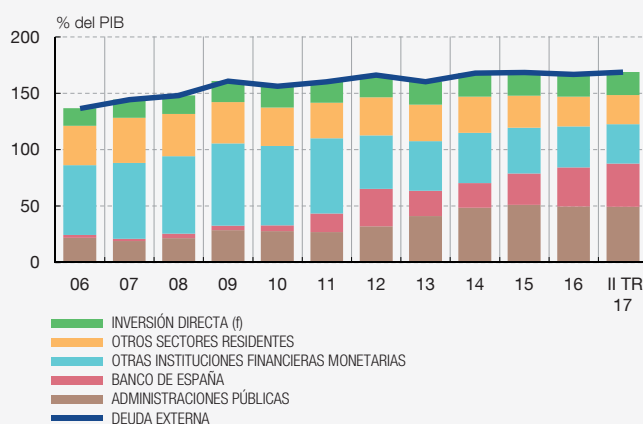
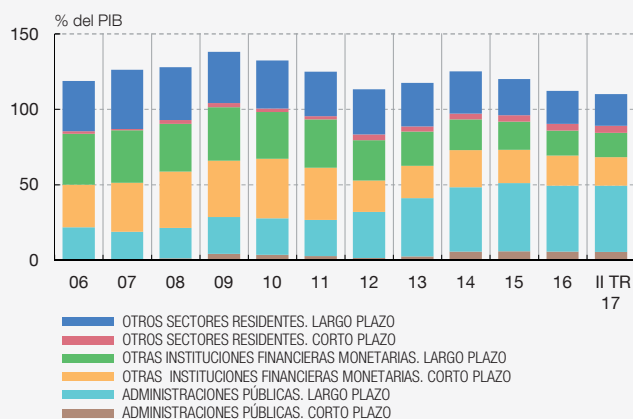


Gráfico 8
ESTRUCTURA DE LA DEUDA EXTERNA BRUTA. DESGLOSE POR SECTOR INSTITUCIONAL Y PLAZO DE EMISIÓN (e) (g)



FUENTE: Banco de España.

- a La PII neta es la diferencia entre el valor de los activos exteriores de los sectores residentes y el de los pasivos frente al resto del mundo.
- b Variación acumulada entre enero y junio de 2017. En los gráficos 2, 3 y 4, el PIB corresponde al del primer semestre.
- c Excluidos los derivados financieros.
- d Excluidos el Banco de España y la posición neta en derivados.
- e La deuda externa comprende el saldo de todos los pasivos que dan lugar a pagos futuros de principal, intereses o ambos (es decir, todos los instrumentos financieros, a excepción de los fondos propios y de los derivados financieros).
- f Incluye solo inversión directa en la forma de deuda.
- g Excluyendo al Banco de España y la inversión directa en forma de deuda.

apenas varió, manteniéndose cercano al 49%. Por otra parte, el desglose por plazos de emisión sigue evidenciando un peso elevado de los pasivos a largo plazo —casi un 74% del total, excluyendo los del Banco de España y la inversión directa— (véase gráfico 8), que normalmente conllevan menores riesgos de refinanciación.

En conclusión, durante el primer semestre del año, a pesar del superávit registrado en las balanzas por cuenta corriente y de capital y del avance del producto, la posición deudora neta de la economía española aumentó tanto en niveles absolutos como en términos del

PIB, debido a los cambios de valoración de los instrumentos. Por tanto, dicho indicador se mantiene en niveles elevados, lo que supone un elemento de vulnerabilidad, en la medida en que las cuantiosas necesidades de refinanciación que dicha posición genera exponen al conjunto de la economía española a eventuales cambios adversos en las condiciones de financiación en los mercados internacionales. La reducción de la posición deudora internacional hacia niveles más confortables requiere que se mantengan superávits externos de manera recurrente, para lo cual es necesario perseverar en las ganancias competitivas que los hacen posibles.