

LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA  
EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2008

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

### **Introducción**

La posición deudora neta frente al resto del mundo moderó su ritmo de avance en el primer semestre de 2008, tras haber aumentado significativamente durante la prolongada fase de expansión de la economía española. Esta evolución se explica por el menor crecimiento de las necesidades de financiación en ese período y por la caída en los precios de los instrumentos financieros que la componen, que se ha producido como consecuencia de la inestabilidad en los mercados financieros internacionales. Las tensiones financieras provocaron, asimismo, que en la primera mitad de 2008 las necesidades de financiación se cubrieran con un mayor recurso a instrumentos de corto plazo, en contraste con lo que había sucedido hasta agosto de 2007, donde predominaba la emisión de bonos y obligaciones. Este cambio en la forma de financiación ha estado motivado por la reducción de la actividad en los mercados de capitales y, en particular, en los mercados de activos de titulización, reflejo del deterioro de la confianza entre inversores e intermediarios financieros internacionales, que además han tendido a aumentar el sesgo nacional en la composición de sus carteras.

En este artículo se describen, en primer lugar, los principales rasgos de la Posición de Inversión Internacional (PII) de España a finales del primer semestre de 2008, resaltando los cambios más significativos respecto al cierre de 2007 y sus determinantes<sup>1</sup>. A continuación se presenta la composición de la PII por sector institucional y, posteriormente, se analiza el comportamiento de la PII por tipos de inversión y por áreas geográficas, para terminar con unas conclusiones.

### **Evolución de la Posición de Inversión Internacional en el primer semestre de 2008: un análisis de los datos agregados**

La posición deudora neta de la economía española frente al exterior, medida a través de la PII, continuó ampliándose en la primera mitad de 2008, aunque a un ritmo inferior al observado en los últimos años. A finales de junio de 2008, el saldo deudor frente al exterior alcanzó 859 mm de euros, el 79,6% del PIB, 1,3 puntos porcentuales (pp) por encima de su valor al cierre de 2007 (véase cuadro 1). Tanto el valor de los activos financieros exteriores como el de los pasivos frente al resto del mundo se redujeron en ese semestre, el primero de ellos en mayor medida (1,7 pp del PIB los activos, frente a 0,4 pp los pasivos), de modo que al final de ese período representaban un 127% y un 206% del PIB, respectivamente. Estos elevados porcentajes son un indicador del notable grado de integración y apertura financiera que ha alcanzado la economía española, que supera al que presentan tanto la UEM como Estados Unidos. A ello han contribuido, entre otros factores, la integración de España en la UEM, la necesidad de recurrir al ahorro exterior para financiar la elevada necesidad de financiación que ha presentado la economía española en los últimos años y, finalmente, la expansión exterior de las grandes empresas multinacionales españolas.

Esta ampliación del saldo deudor de la economía española en la primera mitad de 2008 se produjo en un contexto de gran incertidumbre en los mercados financieros internacionales, desaceleración económica mundial y crisis de confianza, que se agudizó a partir del mes de septiembre. Tanto la zona del euro como Estados Unidos han reducido significativamente su

1. Conviene recordar que con la publicación del dato de la PII del segundo trimestre de 2008 se incorporaron los datos sobre stocks de Inversión Exterior Directa (IED) del Registro de Inversiones Exteriores del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio a partir del año 2004. Tras este cambio, España ha pasado a mostrar una posición deudora neta en IED en los últimos años, frente a la posición acreedora que mantenía desde el año 2005 según el procedimiento de cálculo anterior, basado, en buena medida, en la acumulación de los flujos de la cuenta financiera. En el recuadro 1 se describen con más detalle el cambio introducido y su impacto.

	mm de euros						
	2005		2006		2007		2008
	2005	2006	III TR	IV TR	I TR	II TR	
POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA (A - P)	-505,5	-661,9	-780,9	-822,1	-846,6	-859,3	
Excluido el Banco de España	-577,2	-757,6	-870,5	-901,1	-927,2	-926,5	
<i>Inversiones directas</i>	-67,1	-35,7	-13,2	-8,9	-25,0	-28,0	
<i>Inversiones de cartera</i>	-273,6	-508,9	-643,4	-647,6	-604,9	-610,3	
<i>Otras inversiones (a)</i>	-236,5	-203,4	-196,0	-225,8	-276,6	-264,7	
<i>Derivados financieros</i>	...	-9,6	-17,9	-18,8	-20,7	-23,4	
Banco de España	71,7	95,7	89,6	78,9	80,6	67,2	

FUENTE: Banco de España.

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

ritmo de avance a largo de 2008 y sus perspectivas de crecimiento para los próximos años se han revisado sustancialmente a la baja. De la misma manera, se ha acentuado el proceso de ajuste de la economía española iniciado en 2007.

La inestabilidad en los mercados financieros internacionales en la primera parte del ejercicio se reflejó tanto en los tipos de interés del mercado interbancario como en los tipos de interés a largo, que experimentaron significativos repuntes. En las bolsas, la incertidumbre se tradujo en un notable aumento de la volatilidad y en descensos generalizados de las cotizaciones (véase cuadro 2), que, a lo largo del primer semestre, sumaron caídas del 20,7% en el caso del IBEX 35, del 23,8% en el del EUROSTOXX 50 y del 12,8% en el del S&P 500, que se han intensificado desde entonces. Finalmente, el euro se apreció en el primer semestre un 7,1% frente al dólar, tendencia que se revertiría en meses posteriores.

En este contexto, la variación de la PII neta vino determinada en el primer semestre por el incremento de las necesidades de financiación de la nación y, en menor medida, por el impacto de las variaciones en los precios de los instrumentos que la componen y en el tipo de cambio del euro<sup>2</sup>. Así, las transacciones financieras netas, que son la contrapartida de la necesidad de financiación<sup>3</sup>, contribuyeron a elevar el endeudamiento de España frente al exterior en 52 mm de euros desde finales de 2007. En cuanto al efecto valoración, como muestran los datos del cuadro 3, la evolución descrita de las variables financieras —concretamente, el descenso generalizado de los precios de los instrumentos de cartera y, en especial, de las cotizaciones bursátiles— ha reducido el valor del stock de pasivos en mayor medida que el de los activos, y, por tanto, ha corregido parcialmente el saldo deudor neto de España frente al exterior<sup>4</sup>. El impacto sobre el saldo de la apreciación del euro, aunque ha tenido el signo contrario, ha sido menos

2. 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 valoración*). 3. En este artículo, la capacidad o necesidad de financiación se ha aproximado por las transacciones financieras netas de la economía. La existencia de errores y omisiones provoca que año a año ambas cifras no coincidan. No obstante, en períodos largos de tiempo estos errores y omisiones tienden a cancelarse. 4. La reducción de los precios fue mayor, en media, en los instrumentos financieros que componen el pasivo que en los del activo, lo que, unido a la posición deudora que mantiene la economía española en los títulos más sensibles a variaciones de precios, explica el signo positivo del efecto valoración en la primera mitad de 2008.

La internacionalización de la actividad de las empresas españolas, que comenzó a mostrar un notable dinamismo en la segunda mitad de los noventa, se ha intensificado en los últimos años. En este contexto, resulta crucial disponer de estadísticas que reflejen de forma adecuada el valor de las inversiones directas que las empresas españolas han realizado en el resto del mundo, así como de las realizadas por empresas extranjeras en España.

El Manual de Balanza de Pagos del FMI, que fija los estándares internacionales, y, más concretamente, el Reglamento (CE) 184/2005 y la Orientación BCE/2007/3, establecen que las inversiones en sociedades cotizadas se deben valorar por su precio de mercado, y las participaciones en el capital de empresas que no cotizan en bolsa, que constituyen la mayor parte de las inversiones directas en el caso de España, se deben valorar utilizando los datos de los balances de las empresas. Hasta la publicación del dato de la Posición de Inversión Internacional de junio de 2008, solo se valoraban de acuerdo con estas normas las inversiones directas de (y en) las instituciones financieras monetarias (IFM); para estimar el stock del resto de empresas se acumulaban las operaciones de la Balanza de Pagos (que solo en algunos casos podían ajustarse por variaciones en los precios y en los tipos de cambio). Con la publicación del dato de septiembre, el valor de las participaciones en el capital de las empresas, que se contabilizan como inversión extranjera directa (IED) —tanto en el exterior como del exterior en España—, se ha calculado utilizando la información del Registro de Inversiones Exteriores (RIE) del Ministerio de In-

dustria, Turismo y Comercio desde el año 2004 en adelante, año a partir del cual está disponible esta información<sup>1</sup>. Es decir, su valoración se ha realizado según el importe de los fondos propios de las empresas que no cotizan en bolsa y por el valor de mercado de las que sí cotizan.

Como se observa en los gráficos adjuntos, la ruptura en las series es más significativa en el caso de las inversiones directas de España en el exterior, que muestran ahora una valoración más reducida. En el caso de las inversiones directas extranjeras en España, la magnitud de la revisión es mucho más moderada y de signo contrario al caso anterior. Concretamente, si se toma como referencia del dato de finales de marzo de 2008, el cambio de fuente de información supone disminuir el valor de la IED de España en el exterior en aproximadamente un 13% e incrementar el valor de la IED del exterior en España en aproximadamente un 6%. Con respecto al total de los activos y pasivos de la PII, la revisión supone una disminución del 5% y un incremento del 1%, respectivamente, con lo que el saldo deudor de la PII se incrementa en un 12%. En términos del PIB, supone que a finales de marzo la PII se situaba en el 79,4% del PIB, frente al 70,9% publicado inicialmente.

1. El uso de los datos del RIE introduce una ruptura en la serie histórica, que es especialmente significativa en el caso de las inversiones directas de España en el exterior, por lo que en un futuro se realizarán estimaciones para enlazarla con los años anteriores al 2004. Véase la nota de novedades del *Boletín Estadístico* de septiembre de 2008.



FUENTE: Banco de España.

a. El dato del PIB corresponde al acumulado de los últimos cuatro trimestres.

	ÍNDICES BURSÁTILES (a)			TIPO DE CAMBIO (b)		TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (c)			REINO UNIDO
	IBEX 35	EURO-STOXX 50	S&P 500	DÓLAR	LIBRA	ALEMANIA	ESPAÑA	EEUU	
2006	31,8	15,1	13,6	11,6	-2,0	3,8	3,8	4,6	4,7
2007	7,3	6,8	3,5	11,8	9,2	4,3	4,4	4,1	4,7
III TR 2007	-2,1	-2,4	1,6	5,0	3,4	4,2	4,4	4,5	5,0
IV TR 2007	4,2	0,4	-3,8	3,8	5,2	4,3	4,4	4,1	4,7
I TR 2008	-12,6	-17,5	-9,9	7,4	8,5	3,8	4,1	3,5	4,4
II TR 2008	-9,2	-7,6	-3,2	-0,3	-0,4	4,5	4,8	4,1	5,2
I SEMESTRE 2008	-20,7	-23,8	-12,8	7,1	8,0	4,5	4,8	4,1	5,2

FUENTE: 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 entre el final del período inmediatamente anterior y 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.

### CONCILIACIÓN ENTRE LA VARIACIÓN DE STOCKS Y LAS TRANSACCIONES DE LA BALANZA DE PAGOS

CUADRO 3

	mm de euros										PASIVO	
	NETO (a)				ACTIVO							
	Variación stock	Transac-ción	Diferencia niveles	Dif. % (b)	Variación stock	Transac-ción	Diferencia niveles	Dif. % (b)	Variación stock	Transac-ción	Diferencia niveles	Dif. % (b)
2006	-156,5	-83,3	-73,2	14,5	174,4	168,2	6,2	0,6	330,9	251,5	79,4	5,1
2007	-160,2	-97,6	-62,6	9,5	125,7	144,5	-18,8	-1,5	285,9	242,2	43,7	2,3
III TR 2007	-39,5	-28,1	-11,5	1,5	-0,6	7,2	-7,7	-0,6	39,0	35,2	3,7	0,2
IV TR 2007	-41,2	-22,8	-18,4	2,4	15,2	25,9	-10,8	-0,8	56,4	48,8	7,7	0,4
I TR 2008	-24,4	-30,4	6,0	-0,7	-19,4	17,7	-37,1	-2,7	5,0	48,1	-43,1	-2,0
II TR 2008	-12,7	-21,8	9,1	-1,1	37,4	56,0	-18,6	-1,4	50,1	77,8	-27,7	-1,3
I SEMESTRE 2008	-37,1	-52,2	15,1	-1,8	18,0	73,7	-55,7	-4,1	55,1	125,9	-70,8	-3,3

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 balanza de pagos, en términos del stock al comienzo del período.

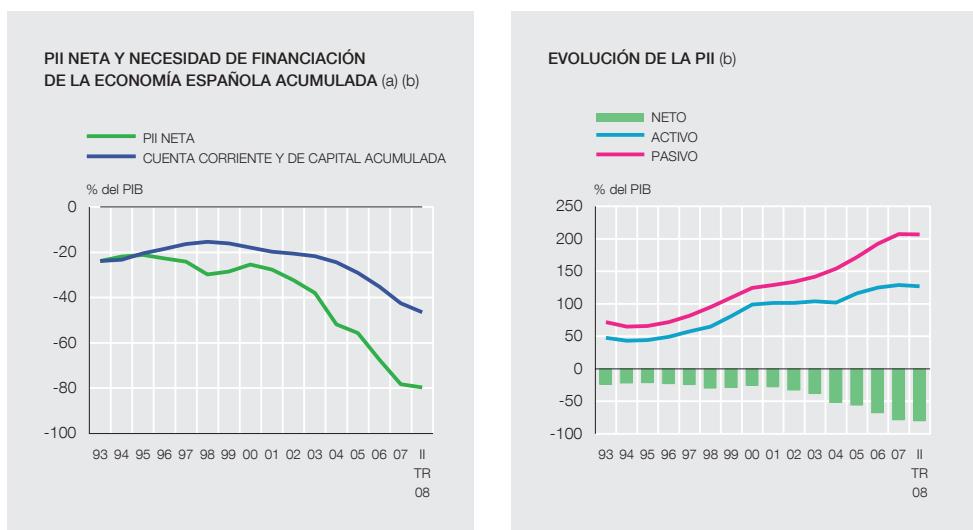
importante<sup>5</sup>. El efecto valoración conjunto ha sido, por tanto, positivo, contrarrestando parcialmente el efecto sobre la PII de las necesidades de financiación, lo que contrasta con el signo negativo que venía presentando habitualmente, tal y como apunta el diferencial entre la acumulación de las transacciones financieras desde 1993 y la evolución de la PII (véase gráfico 1).

Un aspecto adicional que debe tenerse en cuenta a la hora de valorar el 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.

5. En la mayoría de las economías desarrolladas, el porcentaje de los activos que están denominados en moneda extranjera es superior al de los pasivos, lo que provoca que el valor del activo sea más sensible a las fluctuaciones del tipo de cambio. En el caso de España, que mantiene una posición acreedora neta en moneda extranjera (el 32% del activo y el 15% del pasivo estaban denominados en moneda extranjera a finales de junio de 2008), la apreciación del euro, fundamentalmente frente al dólar y la libra, ha contribuido a incrementar la posición deudora neta de España, al reducir el valor de los activos expresados en moneda nacional en mayor medida que el de los pasivos.

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 final de 1993.  
b. Desde 2004, los datos de IED se obtienen a partir de los datos del Registro de Inversiones Exteriores, lo que introduce una ruptura en la serie histórica.

ble, lo que implica que el endeudamiento genuino de la economía española es inferior al que se deriva de ese saldo deudor<sup>6</sup>.

En el segundo semestre de 2008, la inestabilidad financiera se ha intensificado, dando lugar a significativas caídas en los precios de los activos financieros y a una fuerte depreciación del euro, lo que podría reducir la valoración del saldo deudor de la economía española. En los meses transcurridos del segundo semestre, además, la necesidad de financiación se ha reducido. De este modo, tanto por el signo esperado del efecto valoración como por el menor volumen de las transacciones financieras, cabe esperar que la moderación en la evolución de la PII continúe en la segunda parte de este año.

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

La información relativa a la primera mitad de 2008 muestra que todos los sectores institucionales (salvo el Banco de España) aumentaron su posición deudora en términos nominales, aunque en porcentaje del PIB esta posición mejoró en el caso de las instituciones financieras monetarias (IFM) y de las AAPP (véanse cuadro 4 y gráfico 2). Por su parte, el Banco de España redujo su posición acreedora frente al resto del mundo.

En el caso de los otros sectores residentes (OSR), que incluye a los hogares, las sociedades no financieras, las instituciones financieras no monetarias y las empresas de seguros y fondos de pensiones, el saldo deudor con el exterior se amplió en 0,6 pp de PIB en el primer semestre de 2008, hasta situarse en el 30,2%. Según la cuenta financiera de la Balanza de Pagos, los OSR continuaron invirtiendo en el resto del mundo, al tiempo que los no residentes incrementaron las tenencias de títulos emitidos por este sector, si bien de forma mucho más modesta que en el pasado. Así, en el primer semestre de 2008 las entradas de fondos recibidas a través de bonos de titulización y títulos emitidos por las filiales de las IFM se situaron en torno a 1.000 millones de euros, frente a los más de 60.000 millones captados por esa vía

6. A finales del junio, las acciones y participaciones en el capital de las empresas, ya sea IED o inversión de cartera, representaban en torno al 22,4% del total de pasivos exteriores de España.

	AUTORIDAD MONETARIA			IFM			AAPP			OSR		
	NETO	ACTIVO	PASIVO	NETO	ACTIVO	PASIVO	NETO	ACTIVO	PASIVO	NETO	ACTIVO	PASIVO
<b>VALOR DEL STOCK (mm de euros)</b>												
Media 2003-2005	65,3	65,4	0,1	-249,0	276,5	525,5	-183,2	13,6	196,8	-46,3	551,9	598,2
2006	95,7	96,0	0,3	-394,3	375,8	770,1	-188,0	28,0	216,1	-175,3	728,3	903,6
2007	78,9	82,5	3,6	-427,0	466,1	893,1	-164,0	34,6	198,6	-310,1	770,5	1.080,7
I TR 2008	80,6	82,5	1,9	-444,2	487,8	932,0	-163,6	31,6	195,3	-319,3	732,4	1.051,7
II TR 2008	67,2	79,5	12,3	-435,1	521,9	957,0	-165,8	31,8	197,6	-325,6	738,5	1.064,1
<b>PORCENTAJE SOBRE TOTAL</b>												
Media 2003-2005	7,2	0,0		30,5	39,8		1,5	14,9		60,8	45,3	
2006	7,8	0,0		30,6	40,7		2,3	11,4		59,3	47,8	
2007	6,1	0,2		34,4	41,0		2,6	9,1		56,9	49,7	
I TR 2008	6,2	0,1		36,6	42,7		2,4	9,0		54,9	48,2	
II TR 2009	5,8	0,6		38,0	42,9		2,3	8,9		53,8	47,7	

FUENTE: Banco de España.

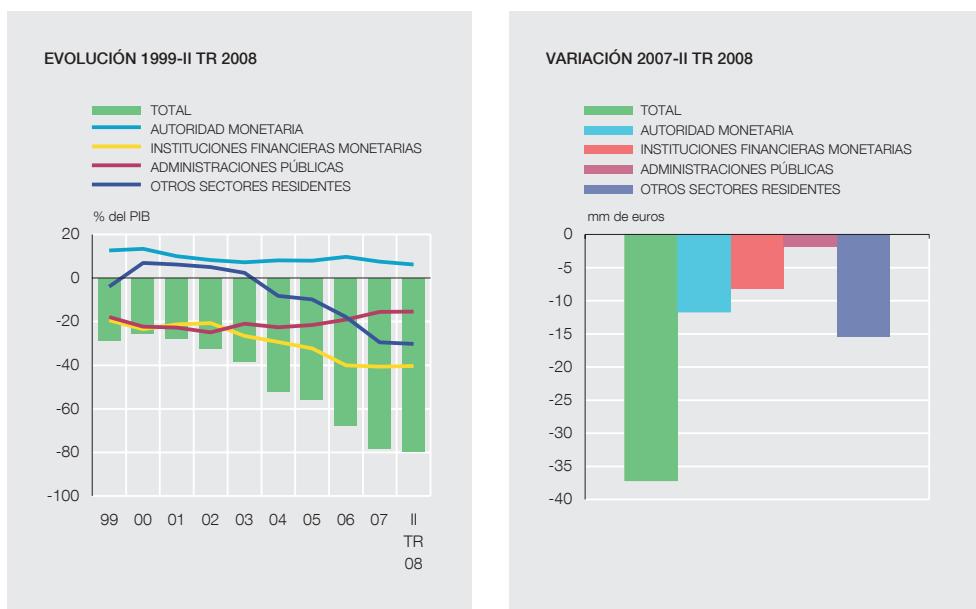
a. Desde 2004, los datos de IED se obtienen a partir de los datos del Registro de Inversiones Exteriores, lo que introduce una ruptura en la serie histórica.

en el mismo período de 2007. Con todo, el volumen de pasivos exteriores de renta fija emitidos por los OSR representaba el 32% del PIB a finales del mes de junio, de los cuales la mayoría correspondía a emisiones de instituciones financieras no monetarias. Además, la mayor parte de estos valores fue emitido a medio y largo plazo, lo que mitiga la necesidad de refinanciación en los próximos trimestres<sup>7</sup>.

Por su parte, las IFM redujeron su posición deudora neta con el exterior en 0,3 pp del PIB en los seis primeros meses del año, situándose en el 40,3% del PIB. Esta evolución se produjo en un contexto de disminución de las necesidades de liquidez de las IFM, al estrecharse la brecha entre los créditos y depósitos, pero, al mismo tiempo, de endurecimiento de las condiciones de acceso a la financiación exterior en los mercados mayoristas, en algunos de los cuales las entidades españolas habían sido muy activas. Desde entonces, como ya se ha comentado, se ha producido un cambio en la forma en que las IFM han cubierto sus necesidades de liquidez, con un mayor recurso a la financiación exterior a corto plazo y a los préstamos del Eurosistema.

El endeudamiento neto de las AAPP frente al exterior se redujo en dos décimas del PIB, hasta situarse en el 15,4% del PIB a finales del mes de junio. En términos nominales, sin embargo, el saldo deudor del sector público aumentó ligeramente, lo que contrasta con el descenso de años anteriores. Las tenencias de deuda pública por parte de los no residentes aumentaron ligeramente, en línea con las modestas emisiones realizadas por las AAPP<sup>8</sup>. El porcentaje de la deuda del Estado en manos de no residentes se mantuvo en el 45,8% de la cartera a vencimiento en junio de 2008.

7. Véase el recuadro 7 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, octubre de 2007, Banco de España. 8. Durante los seis primeros meses del año, las AAPP realizaron emisiones netas por valor de 5.410 millones de euros, un volumen bastante inferior al realizado en el primer semestre de 2007.



FUENTE: Banco de España.

a. Desde 2004, los datos de IED se obtienen a partir de los datos del Registro de Inversiones Exteriores, lo que introduce una ruptura en la serie histórica.

Finalmente, la posición acreedora neta de la Autoridad Monetaria se redujo durante los seis primeros meses de este año, desde el 7,5% del PIB del cierre de 2007 hasta el 6,2% del PIB a finales de junio. Este descenso refleja el cambio de signo del saldo que el Banco de España mantiene frente al Eurosistema, que ha pasado a ser deudor, por valor de un 0,7%. Este cambio está relacionado con la forma en que las IFM están cubriendo sus necesidades de liquidez desde el inicio de la crisis financiera internacional. Por su parte, los otros activos netos del Banco de España se redujeron en 0,4 pp de PIB, mientras que las reservas permanecieron estables.

**La composición  
de la Posición de Inversión  
Internacional por tipos  
de inversión<sup>9</sup>**

Como se ha comentado en los epígrafes anteriores, durante el primer semestre de 2008 se intensificaron los problemas para captar financiación en los mercados internacionales en la forma en que las instituciones financieras residentes lo habían venido haciendo hasta agosto de 2007. En este contexto, la economía española obtuvo financiación exterior, en primer lugar, en forma de otra inversión (depósitos, préstamos y repos, principalmente) y, en menor medida, en forma de inversión directa. Por el contrario, las transacciones en forma de inversión de cartera dieron lugar a salidas netas de capitales, a diferencia de la trayectoria seguida en años anteriores, en los que los fondos captados a través de este tipo de valores constituyeron la primera fuente de financiación (véanse cuadro 5 y gráfico 3). También en el conjunto de la UEM, la mayor parte de los fondos necesarios para cubrir las necesidades de financiación se canalizó en forma de otra inversión, si bien en la zona del euro se registraron entradas netas de capitales en inversión de cartera y salidas en forma de inversión directa.

En el caso de la *inversión exterior directa* (IED)<sup>10</sup>, el saldo deudor neto —que se había reducido en los últimos años, hasta prácticamente anularse en el año 2007 (0,8% del PIB)— volvió a

9. Dado que los activos exteriores del Banco de España se caracterizan por su liquidez y bajo riesgo, y que lo relevante, en su caso, no es tanto su composición por instrumentos sino la condición de Autoridad Monetaria de su titular, han sido excluidos del análisis que a continuación se presenta. 10. Véase recuadro 1.

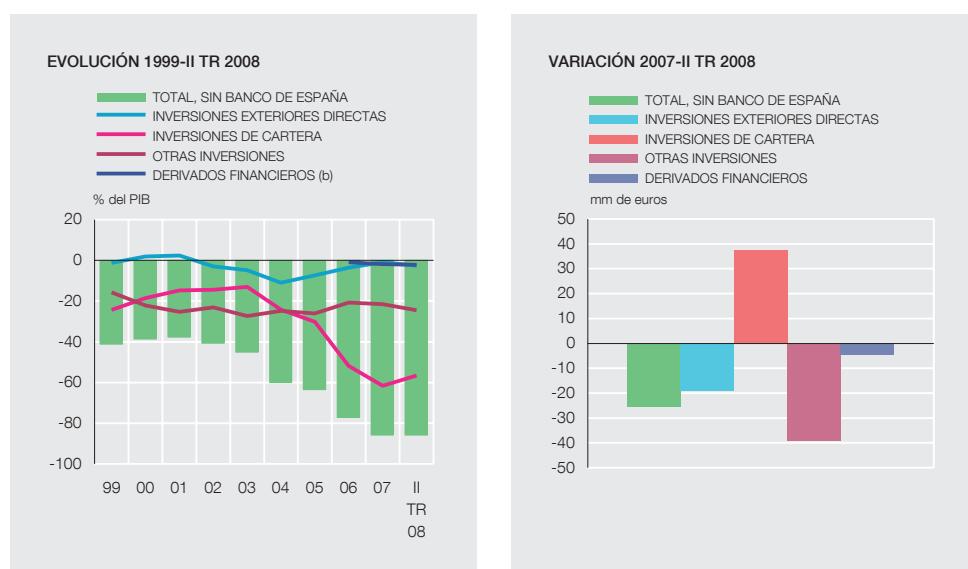
	% sobre el total							
	INVERSIÓN EXTERIOR DIRECTA		INVERSIÓN DE CARTERA		OTRA INVERSIÓN		DERIVADOS FINANCIEROS	
	ACTIVO	PASIVO	ACTIVO	PASIVO	ACTIVO	PASIVO	ACTIVO	PASIVO
Media 2003-2005	27,6	22,6	44,9	43,2	27,5	34,2	...	...
2006	27,9	18,6	40,3	51,0	28,9	28,1	2,9	2,3
2007	31,5	18,9	34,9	50,2	30,1	28,0	3,5	2,9
I TR 2008	32,1	19,6	33,1	46,8	30,6	30,3	4,3	3,4
II TR 2008	32,0	19,9	30,9	45,5	32,5	30,9	4,5	3,7

FUENTE: Banco de España.

a. Excluido el Banco de España. Desde 2004, los datos de IED se obtienen a partir de los datos del Registro de Inversiones Exteriores, lo que introduce una ruptura en la serie histórica.

PII NETA POR INSTRUMENTOS.  
EVOLUCIÓN 1999-II TR 2008 Y VARIACIÓN 2007-II TR 2008 (a)

GRÁFICO 3



FUENTE: Banco de España.

a. Excluido el Banco de España. Desde 2004, los datos de IED se obtienen a partir de los datos del Registro de Inversiones Exteriores, lo que introduce una ruptura en la serie histórica.

b. En el cuarto trimestre de 2006, el Banco de España comenzó a publicar datos de posición en derivados financieros.

ampliarse en la primera parte de 2008, al situarse en el 2,6% del PIB. Este aumento se produjo porque los pasivos crecieron en mayor medida que los activos exteriores. Algunas operaciones importantes de adquisiciones de empresas españolas por parte de compañías extranjeras contribuyeron a que el valor de los pasivos de IED se situara a finales de junio en el 40,9% del PIB, 2 pp por encima de su valor a finales de 2007. En cuanto al activo, si bien las empresas multinacionales españolas continuaron realizando operaciones de inversión directa en el exterior, la cuantía fue muy inferior a la del mismo período del año anterior. Esta evolución de las transacciones netas en IED en España contrasta con la del conjunto de la UEM, donde se registraron salidas netas de capitales, lideradas por lo ocurrido en Alemania, Francia e Italia<sup>11</sup>.

11. Esta evolución de la IED ocurre en un período de debilidad de las fusiones y adquisiciones en el sector no financiero [véase BCE (2008)].

La apreciación del euro frente al dólar y frente a otras monedas en el primer semestre redujo el contravalor en euros de las tenencias de inversión directa en el exterior, contrarrestando el efecto positivo sobre la posición de las inversiones realizadas por las multinacionales españolas a lo largo de este período. Con todo, en España los activos en forma de IED se mantuvieron prácticamente estables en el 38,3% del PIB. En cuanto a su distribución geográfica, las tenencias de activos exteriores en forma de inversión directa se siguieron localizando principalmente en la UE (un 62,2% del total), con el 41,7% en la zona del euro y el 12,6% en el Reino Unido. Latinoamérica sigue siendo la segunda área en importancia tras la zona del euro (un 21,3%). En cuanto a la procedencia de la presencia de no residentes en empresas españolas, también destaca el predominio de la UE (un 80,8% del total), correspondiendo la mayor parte a la UEM (un 65,9%).

Al igual que en el caso de la IED, el saldo deudor con el exterior de la *otra inversión* se amplió en 3 pp del PIB, hasta el 24,5%, durante la primera mitad de 2008. Los pasivos registraron un crecimiento superior al de los activos financieros, elevando su peso en el PIB en 5,5 pp y 2,5 pp, respectivamente, hasta alcanzar un 63,4% y un 39% del PIB en cada caso. Atendiendo al plazo de emisión, se observa una preferencia por los instrumentos de corto plazo respecto a los de largo plazo, lo que refleja el interés de los inversores por instrumentos más líquidos, como cabría esperar en un contexto de inestabilidad financiera como el actual. Así, los instrumentos de largo plazo han perdido peso en el total del pasivo de la otra inversión, representando a finales de junio de 2008 el 38% del total, frente al 43% del cierre de 2007. También en la UEM, el ahorro exterior captado a través de la otra inversión constituyó la primera fuente de financiación, mientras que en el Reino Unido y en Estados Unidos este tipo de operaciones generó salidas netas de capitales durante el semestre analizado. La desagregación por áreas geográficas de la otra inversión española muestra una concentración muy elevada de otra inversión en la UE (que representa más de un 80%, tanto en el caso de los activos como en el de los pasivos), con una participación mayoritaria de la UEM. Por su parte, el Reino Unido supone una fracción relevante de los activos y pasivos exteriores por este concepto (24% del activo y 29% del pasivo), en línea con el papel que desempeña como centro financiero internacional.

Finalmente, la posición deudora neta en concepto de *inversión de cartera* se redujo en el primer semestre de 2008 en 5 pp, situándose en el 56,5% del PIB, como consecuencia de la mayor caída del valor del *stock* de los pasivos que la de los activos en porcentaje del PIB (10 pp y 5 pp, respectivamente, hasta el 93% y el 37% en cada caso). En relación con la inversión en renta variable, los descensos bursátiles redujeron considerablemente el valor de las participaciones en el capital de las empresas. Esta evolución de los precios, unida a las desinversiones realizadas por parte tanto de los no residentes como de los residentes en España en títulos extranjeros de renta variable, redujo en mayor medida el valor del *stock* del pasivo que el del activo, lo que propició que el saldo deudor en acciones y participaciones en el capital disminuyera de forma significativa (en 2,9 pp del PIB, hasta el 11,4%). En cuanto a la renta fija, si bien la dirección del efecto valoración fue igual que el de la renta variable, su magnitud resultó muy inferior, con lo que la corrección parcial que registró la posición deudora neta en este tipo de títulos (de 2,2 pp del PIB, hasta el 45,1%) debe atribuirse principalmente a las transacciones financieras realizadas en el período. Efectivamente, en la primera mitad de 2008 las operaciones con no residentes en valores de renta fija dieron lugar a salidas netas de capital. A ello contribuyeron tanto las compras netas de títulos de renta fija emitidos por los extranjeros realizadas por residentes como las ventas netas por parte de los no residentes de títulos emitidos por los españoles. Asimismo, se observa un desplazamiento del interés de los inversores no residentes desde bonos y obligaciones (cuyo saldo deudor neto se redujo en 2,6 pp del PIB, hasta alcanzar el 43,1%) hacia instrumentos del mercado monetario (cuya posición deudora

neta se amplió en 0,5 pp del PIB, hasta un valor cercano al 2%). En la UEM se continuó captando capital exterior mediante inversión de cartera, debido a las entradas netas tanto en instrumentos de renta fija como, en menor medida, en instrumentos de renta variable.

Según destino geográfico, en la inversión de cartera en el exterior destaca la elevada concentración de las tenencias de activos emitidos por residentes de la UE (un 82,1% del total a finales del primer semestre de 2008), y especialmente de la UEM (71,8% del total). En cuanto a la distribución geográfica de los pasivos de inversión de cartera, 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. El análisis conforme al criterio del inversor final se puede realizar a partir de la información del desglose geográfico de los activos de cartera de otros países frente a España contenida en la última edición de la Encuesta Coordinada de Inversión de Cartera (CPIS, de acuerdo con las siglas de su denominación en inglés) del FMI<sup>12</sup>. Los últimos datos disponibles, correspondientes al cierre de 2006, muestran el predominio de los países de la UEM, que ostentarían alrededor del 67% del total.

### **Conclusiones**

El saldo deudor de la Posición de Inversión Internacional que presenta la economía española continuó ampliándose en el primer semestre de 2008, si bien a un ritmo menor que el de los últimos años. Esta moderación refleja tanto el menor crecimiento de la necesidad de financiación durante dicho período como el impacto favorable sobre el endeudamiento exterior neto derivado del descenso de los precios de diversos activos financieros. Esta evolución estuvo condicionada por la intensificación de la inestabilidad financiera internacional a lo largo del año, que redujo considerablemente la negociación en los mercados de capitales, y que ha modificado la forma en que se han cubierto las necesidades de financiación en el primer semestre de 2008. En consecuencia, en la primera mitad de 2008 la economía española experimentó entradas netas de capital en forma de otra inversión y, en menor medida, de inversión directa, mientras que se registraron salidas netas en forma de inversión de cartera.

Por sectores, en el primer semestre de 2008 disminuyó la posición deudora de las IFM y de las AAPP, mientras que aumentó la de los otros sectores residentes y descendió el saldo acreedor de la Autoridad Monetaria frente al resto del mundo. Con todo, el sector de IFM sigue siendo el que presenta un saldo deudor neto con el exterior más elevado, en línea con su papel de intermediación en la captación de recursos desde el exterior hacia el sector privado no financiero.

20.11.2008.

### **BIBLIOGRAFÍA**

- BANCO CENTRAL EUROPEO (2008). «Evolución monetaria y financiera», recuadro 3, *Boletín Mensual*, agosto.
- BANCO DE ESPAÑA (2005). «El stock de la inversión de cartera de España y la Encuesta Coordinada del Fondo Monetario Internacional», *Boletín Económico*, junio.
- (2008). *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España, 2007*.
- (2008). «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, octubre.
- BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (2008). *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.

**12.** Para más información, véase Banco de España (2005). Los datos de la CPIS se pueden consultar en la página web del FMI: <http://www.imf.org/external/np/sta/pi/cpis.htm>.