

## LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2014

Este artículo ha sido elaborado por César Martín Machuca y Cristina Rodríguez Llorens, 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 2014, resaltando los cambios más significativos respecto al cierre de 2013 y sus determinantes. Se presenta la composición de la PII por sectores institucionales y se analiza su comportamiento por tipos de inversión y área geográfica.

La publicación de los datos de la PII de finales de junio de 2014 coincidió con la aplicación, por primera vez, del sexto manual metodológico del FMI (MBP6) y la plena implantación del nuevo sistema de fuentes de información en su elaboración<sup>1</sup>. Estos cambios introducen una ruptura metodológica que requiere la revisión de la serie histórica. En el momento de la realización de este artículo solo se habían publicado series homogéneas desde 2012, que, en breve, se extenderán hasta 1992.

### Evolución de la Posición de Inversión Internacional en el primer semestre de 2014: un análisis agregado

Los recientes cambios metodológicos y de fuentes de información han provocado una revisión a la baja del saldo neto deudor de la PII de 5,6 puntos porcentuales (pp) del PIB en 2013, hasta el 92,6 % (véase gráfico 1), como consecuencia de una revisión al alza más pronunciada de los activos exteriores que de los pasivos. Las modificaciones metodológicas han producido cambios sustanciales en diversas rúbricas, que en gran medida se compensan entre sí<sup>2</sup>. Adicionalmente, la revisión al alza del PIB relacionada con la adopción del SEC 2010 en la Contabilidad Nacional explica una proporción significativa de la disminución de la ratio de PII sobre el PIB (2,4 pp). Por las mismas razones, la serie de la ratio de deuda externa sobre el PIB se ha revisado a la baja, en 6,7 pp en 2013, hasta el 153 % (de los cuales, 3,9 pp obedecen al efecto denominador).

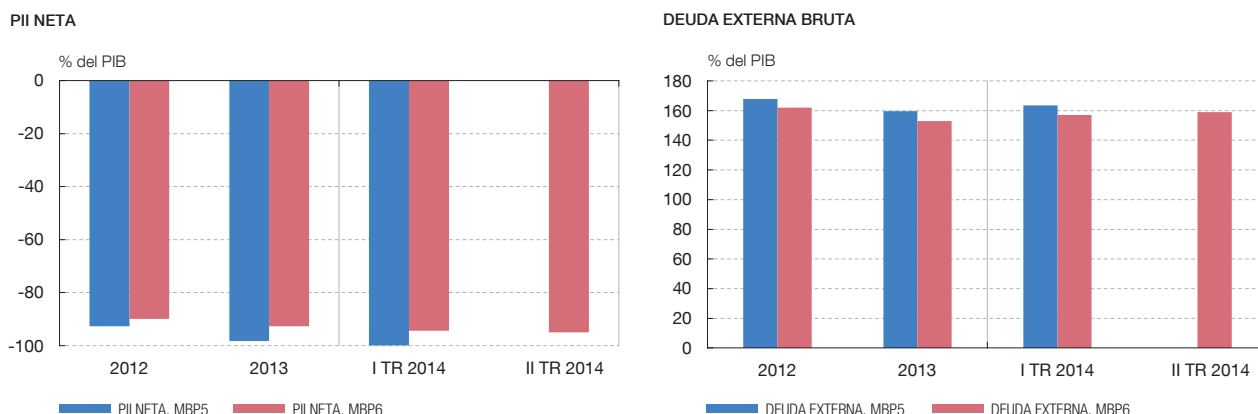
La posición deudora neta de la economía española frente al resto del mundo aumentó en la primera mitad de 2014, como resultado del impacto sobre el valor de los activos y pasivos exteriores de las variaciones en los precios de los distintos instrumentos y en los tipos de cambio (los denominados *efectos de valoración*)<sup>3</sup>, ya que las nuevas transacciones financieras hacia y desde el exterior contribuyeron a disminuir el saldo deudor con el que se cerró el ejercicio pasado (véase gráfico 2).

A finales de junio de 2014, el saldo deudor que España mantenía frente al exterior ascendió al 95 % del PIB, 2,4 pp por encima de su valor al cierre de 2013 (véase cuadro 1). Este aumento refleja un incremento en la valoración de los pasivos exteriores

1 Este cambio se realiza de forma coordinada a escala europea y es coherente también con la entrada en vigor del Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales (SEC 2010) para la Contabilidad Nacional y las Cuentas Financieras. Para más información, véase <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/bpagos/balpag.html>.

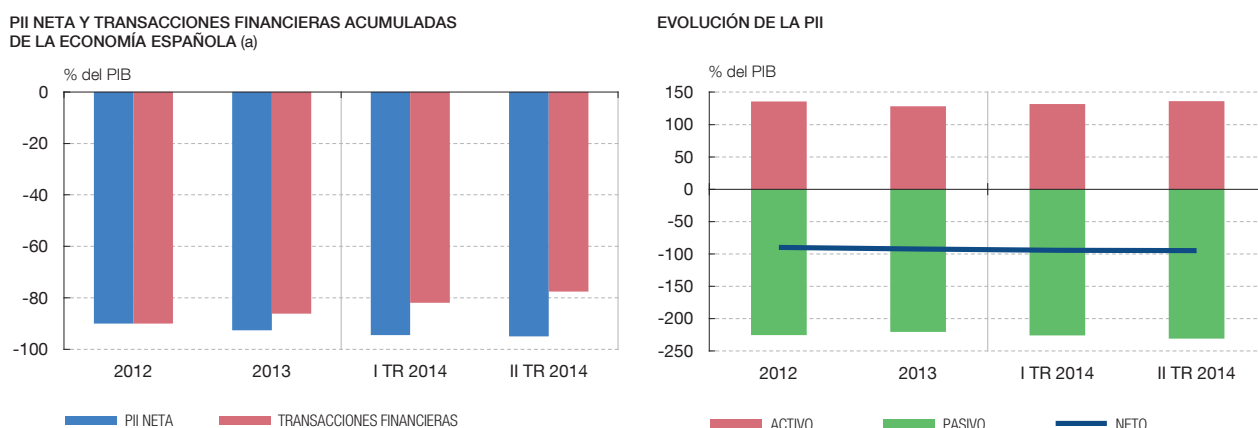
2 La reducción del saldo deudor total refleja, fundamentalmente, la revisión anual habitual de las inversiones directas vinculada a la incorporación de datos del registro de inversiones del Ministerio de Economía y Competitividad. Algunos de los principales cambios metodológicos y de fuentes de información que afectan a la PII son los siguientes: i) la inversión directa pasa a clasificarse por activos y pasivos en lugar de por el principio direccional, ii) utilización del nuevo sistema de declaración directa al Banco de España en función de la Circular 4/2012. Para más información sobre estos cambios, se puede consultar la nota «Los cambios en la Balanza de Pagos y en la Posición de Inversión Internacional en 2014», [http://www.bde.es/webbde/es/estadis/bpagos/Cambios-BPyPII\\_jun2014.pdf](http://www.bde.es/webbde/es/estadis/bpagos/Cambios-BPyPII_jun2014.pdf).

3 Además de estos dos factores, existe un tercero, los llamados *otros ajustes*, que afectan ocasionalmente a la PII.



FUENTE: Banco de España.

**EVOLUCIÓN DE LA PII Y DE LAS TRANSACCIONES FINANCIERAS**  
 PII neta y acumulación de las transacciones financieras de la Balanza de Pagos



FUENTE: Banco de España.

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

más intenso que el experimentado por los activos. Unos y otros alcanzaron niveles del 231,1 % y del 136,1 % del PIB, respectivamente. La deuda externa —que recoge la parte de estos pasivos que es exigible— se elevó hasta el 159,1 % del PIB. Si se excluye el Banco de España, la PII deudora neta se situó en el 81,7 % del PIB (2,8 pp más que a finales de 2013).

Durante el primer semestre de 2014, período en el que España acumuló una leve necesidad de financiación frente al resto del mundo, continuó el proceso de mejoría de las condiciones financieras de la economía española. Las cotizaciones bursátiles aumentaron de forma más pronunciada que en otras áreas avanzadas y los tipos de interés de la deuda pública española prolongaron su trayectoria descendente, hasta situarse en niveles históricamente reducidos, y continuó estrechándose su diferencial con respecto a la referencia alemana. También se observaron disminuciones de la rentabilidad y de las primas de riesgo

**POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL. RESUMEN**
**CUADRO 1**

mm de euros

						Porcentaje del PIB		
	2012	2013		2014		2012	2013	2014
		III TR	IV TR	I TR	II TR	IV TR	IV TR	II TR
Posición de Inversión Internacional neta (A – P)	-949,2	-973,3	-971,9	-991,3	-998,9	-90,0	-92,6	-95,0
Excluido el Banco de España	-695,7	-777,2	-827,6	-835,1	-859,3	-65,9	-78,9	-81,7
Inversiones directas	-22,9	-50,8	-62,2	-53,8	-62,7	-2,2	-5,9	-6,0
Inversiones de cartera	-504,2	-534,7	-584,5	-592,3	-628,7	-47,8	-55,7	-59,8
Otras inversiones (a)	-170,8	-193,9	-183,5	-188,4	-164,8	-16,2	-17,5	-15,7
Derivados financieros	2,2	2,2	2,6	-0,6	-3,1	0,2	0,2	-0,3
Banco de España	-253,6	-196,1	-144,2	-156,1	-139,6	-24,0	-13,7	-13,3

FUENTE: Banco de España.

a Incluye, principalmente, préstamos, depósitos y repos.

**VARIACIÓN DE STOCKS Y LAS TRANSACCIONES FINANCIERAS DE LA BALANZA DE PAGOS**
**CUADRO 2**

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)
2013	-22,6	40,6	-63,2	6,7	-87,8	-51,2	-36,6	-2,6	-65,2	-91,8	26,6	1,1
III TR 2013	-31,4	10,9	-42,3	4,5	-38,2	-32,9	-5,3	-0,4	-6,8	-43,8	37,0	1,6
IV TR 2013	1,5	18,6	-17,2	1,8	-17,0	-1,7	-15,2	-1,1	-18,4	-20,3	1,9	0,1
I TR 2014	-19,4	1,5	-20,9	2,2	38,9	29,3	9,6	0,7	58,3	27,8	30,5	1,3
II TR 2014	-7,6	14,6	-22,2	2,2	49,0	30,4	18,5	1,3	56,6	15,9	40,7	1,7
I S 2014	-27,0	16,1	-43,1	4,4	87,8	59,7	28,1	2,1	114,8	43,6	71,2	3,1

FUENTE: Banco de España.

a Un signo negativo 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.

de los valores de renta fija privados. Los costes de la nueva financiación bancaria concedida al sector privado mostraron ligeras reducciones en los segmentos de préstamos a empresas por importe inferior a 1 millón de euros y a hogares para consumo y otros fines, y apenas variaron en el resto, si bien continuaron siendo demasiado elevados para el tono expansivo de la política monetaria.

Esta evolución de los mercados financieros propició que el impacto agregado de las variaciones de los precios de los distintos activos y pasivos que subyacen a la posición neta fuera negativo en el primer semestre (véase cuadro 2). La depreciación del euro frente al dólar y a la libra propició un incremento del valor de los activos exteriores denominados en divisas extranjeras (véase cuadro 3). Este efecto no pudo compensar el que, de signo contrario, se generó como consecuencia del aumento más intenso en España que en el resto del mundo de los precios de la renta variable y de la renta fija, lo

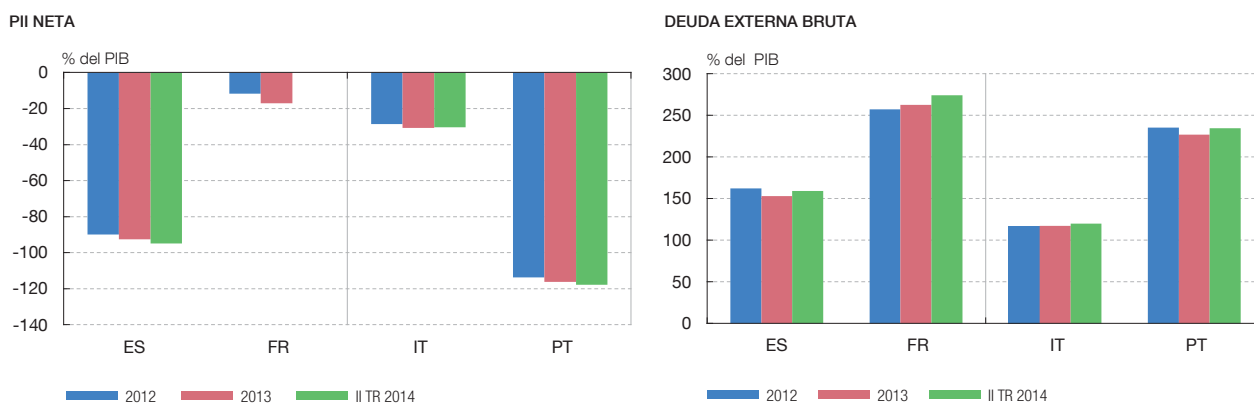
	Índices bursátiles (a)			Tipo de cambio (b)		Tipo de interés a largo plazo (c)			
	IBEX 35	EUROSTOXX 50	S&P 500	Dólar	Libra	Alemania	España	EEUU	Reino Unido
2011	-13,1	-17,1	0,0	-3,0	-3,2	1,9	5,5	2,1	2,0
2012	-4,7	13,8	13,4	-2,3	2,0	1,3	5,3	1,9	1,7
2013	21,4	17,9	29,6	2,2	4,5	1,8	4,1	2,9	2,9
III TR 2013	18,3	11,2	4,7	-2,5	3,2	1,9	4,4	2,9	2,8
IV TR 2013	8,0	7,5	9,9	-0,3	2,1	1,8	4,1	2,9	2,9
I TR 2014	4,3	1,7	1,3	-0,7	0,0	1,5	3,3	2,7	2,7
II TR 2014	5,6	2,1	4,7	-3,2	-0,9	1,3	2,7	2,7	2,6
I S 2014	10,2	3,8	6,1	-3,9	-1,0	1,3	2,7	2,7	2,6

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.

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA Y DEUDA EXTERNA

GRÁFICO 3



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y fuentes nacionales.

- a Los países se nombran con su código ISO (ES: España; FR: Francia; IT: Italia; PT: Portugal).

que, por esta vía, contribuyó a elevar el valor de los pasivos en mayor medida que el de los activos.

Por lo que se refiere a la comparación internacional, en líneas generales, la tendencia muestra 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)<sup>4</sup>.

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

El avance de la posición deudora frente al resto del mundo en el período analizado resultó de la ampliación del saldo deudor de las AAPP y, en menor medida, de las otras instituciones

4 Solo hay datos de la PII hasta el segundo trimestre de 2014 coherentes con el nuevo *Manual de la Balanza de Pagos* para un número muy reducido de países.

**POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL**  
Desglose por sectores

CUADRO 4

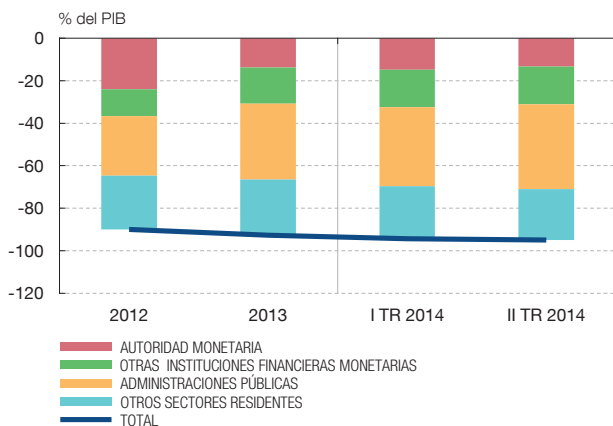
	Autoridad monetaria			Otras IFM			AAPP			OSR		
	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo
Valor del stock (mm de euros)												
2012	-253,6	87,1	340,6	-132,5	583,7	716,2	-296,7	45,0	341,7	-266,5	715,0	981,5
2013	-144,2	72,7	217,0	-178,9	466,8	645,6	-374,8	51,9	426,7	-273,9	751,6	1.025,5
I TR 2014	-156,1	74,4	230,5	-185,2	478,8	664,0	-390,0	47,5	437,5	-260,0	781,2	1.041,1
II TR 2014	-139,6	73,1	212,7	-187,9	494,8	682,7	-418,6	49,5	468,1	-252,8	813,4	1.066,2
Porcentaje del PIB (%)												
2012	-24,0	8,3	32,3	-12,6	55,3	67,9	-28,1	4,3	32,4	-25,3	67,8	93,0
2013	-13,7	6,9	20,7	-17,0	44,5	61,5	-35,7	4,9	40,7	-26,1	71,6	97,7
I TR 2014	-14,9	7,1	22,0	-17,6	45,6	63,2	-37,1	4,5	41,7	-24,8	74,4	99,2
II TR 2014	-13,3	7,0	20,2	-17,9	47,1	64,9	-39,8	4,7	44,5	-24,0	77,4	101,4

FUENTE: Banco de España.

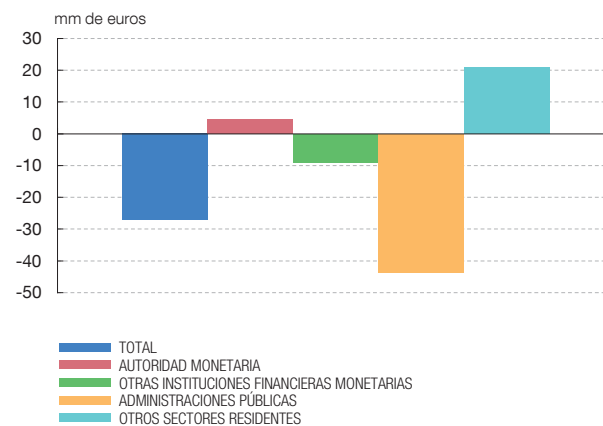
**POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA POR SECTORES**

GRÁFICO 4

EVOLUCIÓN 2012-II TR 2014



VARIACIÓN 2013-II TR 2014



FUENTE: Banco de España.

financieras monetarias (IFM), que se aproximó al 40 % del PIB en el primer caso, y al 20 % del PIB en el segundo (véanse cuadro 4 y gráfico 4). En sentido contrario, la posición deudora neta de la autoridad monetaria se redujo, prolongando la trayectoria del año pasado, hasta situarse en junio en el 13,3 % del PIB, fundamentalmente por la disminución de la posición deudora neta de la autoridad monetaria frente al Eurosistema. También disminuyó el endeudamiento neto de los otros sectores residentes (OSR)<sup>5</sup>, que se cifró en el 24 % del PIB en junio.

El incremento del saldo deudor de las IFM se explica por el impacto negativo de los efectos de valoración, ya que en el primer semestre la adquisición de activos frente al exterior superó el aumento de los pasivos en poder de no residentes. Por su parte, la menor posición

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

**POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL**  
Desglose por instrumentos (a) (b)

CUADRO 5

	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Derivados		
	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo
Porcentaje del PIB (%)												
2012	-2,2	49,3	51,5	-47,8	27,2	75,0	-16,2	36,7	52,9	0,2	14,1	13,9
2013	-5,9	48,8	54,8	-55,7	29,6	85,3	-17,5	33,3	50,8	0,2	9,4	9,1
I TR 2014	-5,1	50,2	55,3	-56,4	32,0	88,4	-17,9	33,2	51,1	-0,1	9,1	9,2
II TR 2014	-6,0	50,4	56,4	-59,8	33,7	93,5	-15,7	35,4	51,0	-0,3	9,6	9,9

FUENTE: Banco de España.

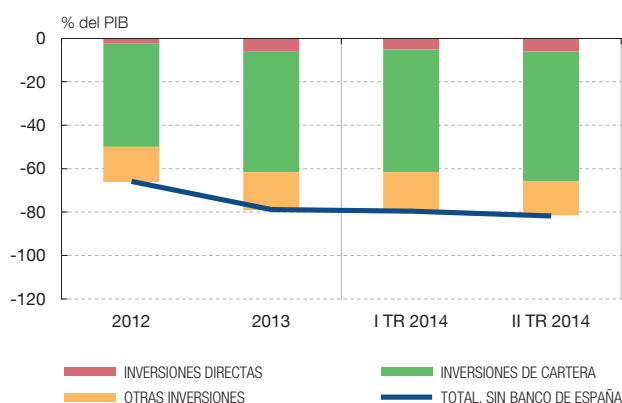
a Excluido el Banco de España.

b El desglose por tipo de instrumentos se corresponde con la clasificación según categoría funcional.

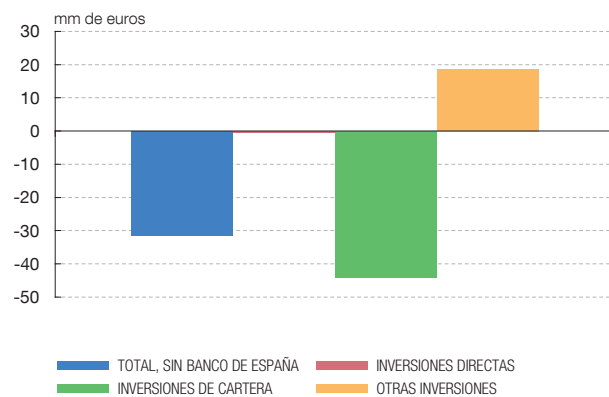
**POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA POR INSTRUMENTOS (a)**

GRÁFICO 5

EVOLUCIÓN 2012-II TR 2014



VARIACIÓN 2013-II TR 2014



FUENTE: Banco de España.

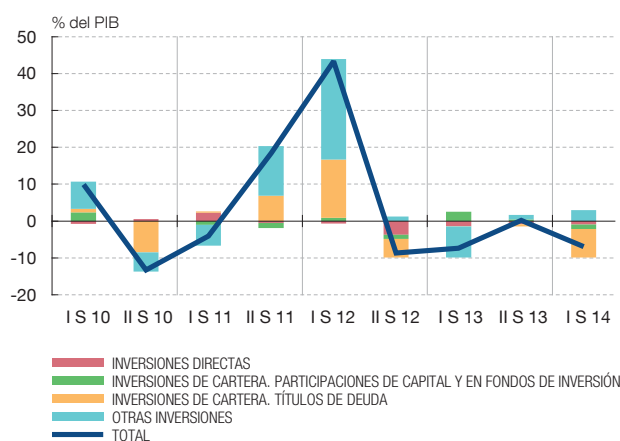
a Excluido el Banco de España. No se incluyen derivados financieros.

deudora neta de los OSR reflejó las salidas netas de fondos acumuladas entre enero y junio de 2014, que superaron el impacto negativo de los efectos de valoración. La ampliación del saldo deudor las AAPP frente al resto del mundo se produjo tanto por las entradas de capitales acumuladas en el primer semestre de 2014 como por el impacto negativo de los efectos de valoración. Los fondos captados por las AAPP se explican, fundamentalmente, por las adquisiciones por no residentes de deuda pública a corto plazo<sup>6</sup>.

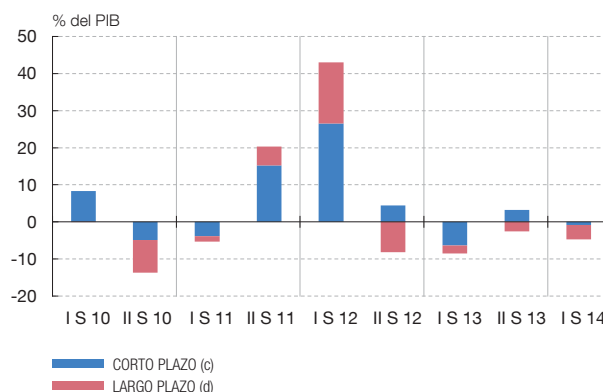
Por instrumentos, la ampliación de la PII deudora neta de la economía española en el primer semestre de 2014, excluido el Banco de España, fue consecuencia principalmente del aumento del saldo deudor de las inversiones de cartera y, en bastante menor medida, de la evolución de la posición en derivados financieros, que pasó de signo positivo a negativo. En sentido contrario, el saldo deudor de las otras inversiones disminuyó. Por su parte, el saldo de las inversiones directas se mantuvo prácticamente estable (véanse cuadro 5 y gráfico 5).

<sup>6</sup> El porcentaje de deuda pública no segregada a vencimiento en manos de no residentes se mantuvo prácticamente estable en el primer semestre de 2014 respecto al cierre del año anterior, ligeramente por debajo del 44 % del total.

DETALLE POR INSTRUMENTOS (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 12 meses).
- d Títulos de deuda y otras inversiones a largo plazo.

En efecto, durante los primeros seis meses del año el saldo deudor de las inversiones directas se mantuvo en el 6 % del PIB, en un contexto en el que se incrementaron las tenencias de activos extranjeros en manos de residentes y las inversiones en España realizadas por los no residentes (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 55 % de los activos totales de las inversiones directas, con el 35 % en la zona del euro). Latinoamérica continuó siendo la segunda área en importancia, con un 24 % 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 (81 % del total), correspondiendo la mayor parte a la UEM (un 67 %).

La posición deudora de las inversiones de cartera aumentó en 4,1 pp del PIB, hasta situarse en el 59,8 %, al aumentar el valor de los pasivos en mayor medida que el de los activos. Ambos incrementos reflejan el impacto tanto de las transacciones entre España y el resto del mundo acumuladas en el primer semestre de 2014 como de los efectos de valoración, que fueron particularmente relevantes en los pasivos exteriores, al reducirse sustancialmente los tipos de interés de los valores españoles de renta fija.

Cuando se analizan las inversiones de cartera por tipos de instrumentos, se observa que la ampliación de la posición deudora neta se debió tanto al aumento del saldo deudor en acciones y participaciones en fondos de inversión (de 1 pp de PIB, hasta el 10,6 %) como, en mayor medida, al incremento del saldo deudor en títulos de deuda (de 3,1 pp, hasta el 49,2 % del PIB). En ambos tipos de instrumentos, el valor del *stock* de los pasivos aumentó con mayor intensidad que el de los activos y los efectos de valoración fueron negativos, más pronunciados en las acciones y participaciones de fondos de inversión, que contrarrestaron las salidas netas acumuladas en el primer semestre de 2014.

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 UEM (77 % 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 España<sup>7</sup>. Los últimos datos disponibles, que corresponden al cierre de 2013, muestran el predominio de las inversiones procedentes de la UE (aproximadamente, el 70 % del total), especialmente de Francia y Alemania como inversores finales (casi un 40 % de la inversión de cartera procedente del exterior), aunque también destaca el peso relativo de Estados Unidos y Reino Unido (13 % y 7 % de los pasivos, respectivamente).

El saldo deudor de las otras inversiones se redujo en 1,8 pp, hasta el 15,7 % del PIB, como consecuencia de un incremento del valor del *stock* de los activos mayor que el de los pasivos. La desagregación por áreas geográficas de las otras inversiones muestra una concentración muy elevada en la UE, en particular en los pasivos (90 %, frente a un 72 % en los activos). La zona del euro representa el 69 % de los pasivos y el 49 % de los activos. Reino Unido también supone una fracción relevante de los activos y pasivos financieros exteriores en forma de otra inversión (un 23 % del activo y un 21 % del pasivo).

Finalmente, la posición en derivados financieros cambió de signo entre finales de 2013 y junio de 2014, pasando de un saldo acreedor del 0,2 % a uno deudor del 0,3 % del PIB.

13.11.2014.

---

<sup>7</sup> Los datos de la CPIS disponibles son coherentes con el MBP5. Se pueden consultar en el sitio web del FMI: <http://cpis.imf.org/>.