

¿ES SOSTENIBLE LA FINANCIACIÓN DEL DÉFICIT EXTERIOR ESPAÑOL?

Por el Académico de Número
Excmo. Sr. D. José Barea Tejeiro *

El fuerte déficit exterior de la economía española ha originado una polémica acerca de si será sostenible en el futuro su financiación o si, por el contrario, al estar dentro de la Unión Monetaria no debemos preocuparnos de esta cuestión. Éste es el tema que voy a desarrollar esta tarde, cuyo contenido será el siguiente:

- El concepto de déficit exterior y el comportamiento de nuestro país.
- Análisis de las líneas de investigación abiertas sobre la sostenibilidad del déficit exterior dentro de la Unión Monetaria Europea.
- Posición de inversión internacional de España por sectores institucionales y operaciones.

I. EL CONCEPTO DE DÉFICIT EXTERIOR Y EL COMPORTAMIENTO HISTÓRICO ESPAÑOL

1. El concepto de déficit exterior

El SEC-95 establece que las Cuentas del resto del mundo registran las operaciones entre unidades residentes y no residentes. El resto del mundo no constituye un sector institucional como tal, pero desempeña un papel similar en la estructura del Sistema de Cuentas Nacionales y Regionales. Las Cuentas se elabo-

* Sesión del día 14 de noviembre de 2006.

ran desde el punto de vista del resto del mundo, de lo que resulta que un recurso para el resto del mundo es un empleo para la economía en su conjunto y viceversa, y un activo financiero del resto del mundo es un pasivo para la economía en su conjunto y viceversa (excepto el oro monetario y los derechos especiales de giro).

El concepto de saldo exterior de la economía en su conjunto equivale a la capacidad (+) o necesidad (-) de financiación del total de la economía, que es igual a la suma de las capacidades o necesidades de financiación de los sectores institucionales y representa los recursos netos que la economía en su conjunto pone a disposición del resto del mundo (si es positiva) o que recibe del resto del mundo (si es negativa).

La capacidad (+) o la necesidad (-) financieras del total de la economía es igual, pero de signo opuesto, a la necesidad (-) o capacidad (+) de financiación del resto del mundo. La necesidad de financiación pone de manifiesto que existe un exceso de inversión sobre el ahorro nacional y las transferencias netas de capital recibidas, y a la inversa en el caso de la capacidad de financiación (Cuadro 1).

2. El comportamiento histórico del saldo exterior en nuestro país

En los últimos 35 años las Cuentas de España con el resto del mundo sólo tuvieron superávit en 11 años, siendo los períodos de superávit bastante cortos, a pesar de venir precedidos de importantes devaluaciones del tipo de cambio, que daba lugar a mejorar de forma rápida nuestra competitividad. Como se observa en el Cuadro 1, una vez dentro de la Unión Monetaria el déficit exterior empezó una carrera ascendente, alcanzando cotas que en etapas anteriores nunca se habían conseguido, mostrando un comportamiento totalmente diferente.

Como pone de manifiesto el Cuadro 1, a pesar de haberse mantenido en el período 1999-2005 una fuerte tasa de ahorro con respecto al PIB, relativamente estable hasta 2003, el fuerte monto de la inversión con respecto al PIB con una fuerte aceleración en el último trienio, ha sido la causa del intenso crecimiento del déficit exterior.

3. Sectores institucionales causantes del déficit exterior

Después del ingreso de España en la Unión Monetaria Europea podemos decir que las cuentas con el exterior estaban prácticamente equilibradas (0,1% del PIB fue en 1998 la necesidad de financiación). Los sectores institucionales presentaron el siguiente comportamiento: Hogares e Instituciones Financieras tuvieron capacidad de financiación (+3,2% y +1,1% del PIB respectivamente), en tanto que

CUADRO 1
Aborro e inversión no financiera de la economía española

Año	En % sobre el PIB		
	<i>Aborro bruto (1)</i>	<i>Formación bruta de capital fijo (2)</i>	<i>Necesidad de financiación (a)</i>
1999	22,4	24,6	-1,6
2000	22,3	25,8	-3,2
2001	22,1	26,0	-3,4
2002	22,9	26,2	-2,5
2003	23,4	27,1	-3,1
2004	22,4	27,9	-4,8
2005	22,3	29,4	-6,5

Fuente: Cuentas financieras de la economía española. Banco de España. 2005.

a) La diferencia con el saldo de las columnas 1-2 proviene de las transferencias netas de capital a cobrar.

CUADRO 2
*Necesidad de financiación de la economía española
(Contabilidad Nacional)*

Año	en % del PIB					
	<i>Total economía</i>	<i>Sociedades no financieras. Necesidad de financiación</i>	<i>Instituciones financieras. Capacidad de financiación</i>	<i>AA.PP.</i>	<i>Hogares</i>	<i>Resto del mundo. Capacidad de financiación</i>
2005	-6,5	-7,1	+0,9	+1,1	-1,4	+6,5
2004	-4,8	-4,8	+0,7	-0,2	-0,6	+4,7
2003	-3,1	-4,4	+1,2	-0,1	+0,2	+3,0
2002	-2,5	-4,4	+1,4	-0,3	+0,7	+2,6
2001	-3,4	-5,4	+1,4	-0,5	+1,1	+3,4
2000	-3,2	-4,5	+0,9	-0,9	+1,3	+3,2
1999	-1,6	-3,2	+0,5	-1,3	+2,4	+1,6
1998	-0,1	-1,4	+1,1	-3,0	+3,2	+0,1

las Administraciones Públicas y las Sociedades no financieras tuvieron necesidad de financiación (-3% con el SEC-95 y -2,7% con el SEC-79 entonces en vigor, y -1,4% del PIB respectivamente) (Cuadro 2).

A partir de entonces la necesidad de financiación fue creciente (excepto los años 2002 y 2003 que se ralentizó), en el último bienio 2004-2005 la necesidad de financiación de la economía española se ha disparado (-4,8% y -6,5% del PIB

respectivamente). En estos dos últimos años los hogares han tenido un fuerte cambio en su comportamiento, pasando a tener necesidad de financiación del -0,6% y -1,4% del PIB respectivamente, y las sociedades no financieras han disparado su necesidad de financiación en 2005, alcanzando el -7,1% del PIB. La necesidad de financiación exterior de la economía española es consecuencia de que el ahorro interno no ha seguido al fuerte crecimiento de la inversión (Cuadro 1).

De los cinco sectores institucionales en los que aparecen agrupados los agentes para el análisis económico, el de las sociedades no financieras es el principal causante del déficit exterior en 2005, al que contribuye con el 109,2% seguido de los Hogares e Instituciones sin fines de lucro con el 19,7%.

Por tipo de operaciones, las de bienes y servicios incidieron en -31.907,2 millones de euros en 2004 y en -46.334,8 millones de euros en 2005 (balanza comercial y de servicios) al déficit exterior (89,3% y 79% respectivamente); las de distribución de la renta (balanza de rentas) incidieron también negativamente en el déficit exterior con -12.139,5 millones de euros en 2004 y -17.208 millones de euros en 2005 (34,5% y 29,3% respectivamente); las de transferencias corrientes (balanza de transferencias corrientes) igualmente tiene incidencia negativa por -117,1 millones de euros en 2004, y -3.084,3 millones de euros en 2005 (0,3% y 5,3% respectivamente); y las operaciones de capital (balanza de capital), casi en su totalidad transferencias, tuvieron un efecto positivo en la necesidad de financiación por 8.427,9 millones de euros en 2004 y 7.972,1 millones de euros en 2005 (+23,6% y +13,6% respectivamente) (Cuadro 3). Dicho cuadro pone de manifiesto el espectacular cambio de la balanza comercial a consecuencia de la pérdida de competitividad de nuestra economía.

CUADRO 3
Balanza de pagos por tipo de operaciones en 2003, 2004 y 2005
(en millones de euros)

<i>Tipo de Balanza</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>
Balanza comercial	-39.838,8	-53.660,2	-68.969,3
Balanza de servicios	23.300,9	21.753,0	22.634,5
Total Balanza bienes y servicios	-16.537,9	-31.907,2	-46.334,8
Balanza de rentas	-11.603,6	-12.139,5	-17.208,0
Balanza de transferencias corrientes	231,7	-117,1	-3.084,3
Balanza de capital	8.165,3	8.427,9	7.972,1
Total Balanza por cuenta corriente y de capital	-19.744,5	-35.735,9	-58.655,0

4. Análisis de la cobertura exterior de la necesidad de financiación de la economía española

Las operaciones no financieras de la economía española dio lugar en 2005 (Cuadro 5) a una necesidad de financiación de 58.462 millones de euros (6,6% del PIB) con un aumento del 45,9% con respecto a 2004 (40.074 millones de euros), que a su vez creció el 70% sobre 2003 (23.452 millones de euros).

CUADRO 4
Cobertura exterior de la necesidad de financiación de la economía española
(en millones de euros)

<i>Instrumentos de financiación</i>	2002	2003	2004	2005
1. Inversiones directas por un saldo neto (variaciones de pasivos menos variaciones de activos) de	6.905,3	-1.420,7	-28.808,7	-12.692,5
de las que corresponden a inversiones netas de España en el exterior	-34.761,1	-24.392,0	-48.750,1	-31.177,0
y a inversiones netas del exterior en España	41.666,4	22.971,3	19.941,4	18.484,4
2. Inversiones de cartera por un saldo neto de	4.725,5	-26.592,1	85.807,9	57.890,3
de las que son inversiones de España				
en el exterior	-31.173,4	-65.633,8	-26.946,0	-78.714,2
y a inversiones del exterior en España	35.898,9	39.041,7	112.753,9	136.604,5
3. Otras inversiones por un saldo neto de ..	5.711,6	48.748,5	-8.212,4	16.598,8
de España en el exterior	-30.790,5	-15.973,2	-28.419,1	-46.258,3
del exterior en España	36.502,1	64.721,7	20.206,7	62.854,1
4. Derivados financieros por un saldo neto de	-4.915,6	-3.434,7	74,1	15,8
5. Reservas por un saldo neto de	-3.629,7	13.625,9	5.147,0	1.439,2
6. Activos frente al Eurosistema	6.506,0	4.382,0	-13.760,0	11.855,0
7. Otros activos netos	684,7	16.433,2	-5.397,0	-18.555,1
Suma	15.987,8	18.875,8	34.851,0	59.551,5
% s/ PIB	-2,2	2,4	4,2	6,6

Fuente: Balanzas de Pagos y posición de inversiones internacionales de España. 2005 y 2004. Banco de España.

En el Cuadro 4 aparecen los instrumentos a través de los cuales se ha llevado a cabo la cobertura de la necesidad de financiación de la economía española, obtenido de las Balanzas de Pagos elaboradas por el Banco de España. Dicha Balanza se construye siguiendo las directrices del quinto "Manual de Balanzas de Pagos del Fondo Monetario Internacional (FMI)", registrando las transacciones entre los residentes de un país y las del resto del mundo con independencia de su nacionalidad. Para el FMI una unidad institucional es una unidad residente cuando tiene un centro de interés económico en el territorio del país, concepto impreciso en la práctica para los compiladores de los datos, a juicio del Banco de España.

Por otra parte, en la Balanza de Pagos, las transacciones deben registrarse aplicando el principio de devengo, es decir en el momento en que se crea, transforma, intercambia, transfiere o extingue un valor económico. La aplicación de tal principio a todas las operaciones no residentes es difícil y costosa a juicio del Banco de España, por lo que muchas operaciones se registran en el momento en que se originan los cobros y los pagos. Todo ello da lugar a errores u omisiones en relación con la magnitud de la capacidad o necesidad de financiación resultante de la contabilidad nacional. El Cuadro 5 pone de manifiesto cómo la mayor parte de las discrepancias proviene de la utilización del criterio de caja en lugar del de devengo.

Como ya hemos dicho con anterioridad, los hogares e instituciones sin ánimo de lucro y las empresas no financieras son los sectores que produjeron la fuerte necesidad de financiación durante los años 2004 y 2005. El Cuadro 4 pone de manifiesto el fuerte cambio de estructura en la cobertura exterior de la necesidad de financiación de la economía española. En 2002 las principales rúbricas que financiaron el déficit exterior español fueron las inversiones directas netas del exterior en España por 41.666,4 millones de euros y las inversiones de cartera del exterior en España por 35.898,9 millones de euros, que hizo posible no sólo financiar

CUADRO 5
*Diferencia entre la necesidad de financiación de la economía española
según la contabilidad nacional y el saldo de la balanza de pago
(en millones de euros)*

Año	<i>Necesidad financiación Contabilidad Nacional</i>	<i>Saldo de la Balanza de Pagos</i>	<i>Diferencia</i>	<i>Otras cuentas pendientes de cobro y pago incluidos créditos comerciales</i>
2005	-58.462	59.551,5	1.089,5	570
2004	-40.074	34.851,0	-5.223,0	5.148
2003	-23.542	18.875,8	-4.666,2	5.762
2002	-18.843	15.987,8	-2.855,2	577

el déficit exterior sino además cubrir el déficit de otras operaciones (inversiones netas de España en el exterior, -34.761 millones de euros, y de inversiones de cartera de España en el exterior, -31.173,4 millones de euros).

En el período 2002-2005 las inversiones directas netas del exterior continuaron la senda decreciente iniciada en 2001, ascendiendo en 2005 a 18.484,4 millones de euros, en tanto que las inversiones de cartera del exterior alcanzaron en 2005 un importe de 136.604,5 millones de euros (un 15% del PIB) que casi cuadruplicó las entradas de 2002, con una tendencia creciente durante todo el período.

La otra inversión del exterior en España (fundamentalmente préstamos, depósitos y repos) ascendió en 2005 a 62.857,1 millones de euros, que casi duplicó la de 2002.

II. ANÁLISIS DE LAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN ABIERTAS SOBRE LA SOSTENIBILIDAD DE LA FINANCIACIÓN DEL DÉFICIT EXTERIOR DENTRO DE LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA

Tres líneas de investigación se están siguiendo acerca de la sostenibilidad del déficit exterior dentro de la Unión Monetaria:

a) la que considera que dentro de la Unión Monetaria Europea el déficit exterior español es irrelevante y no debe preocupar;

b) la que afirma que el déficit exterior español refleja un crecimiento desequilibrado y una pérdida de competitividad, siendo necesario identificar la naturaleza del proceso interno que genera el déficit exterior para diagnosticar si es o no sostenible;

c) la que estima que la sostenibilidad de la financiación del déficit exterior español dentro de la Unión Monetaria no es un problema macroeconómico, sino microeconómico, relacionado con la percepción que los prestamistas tengan de la calidad de los activos financieros que les ofrecen los prestatarios.

Pasamos a analizar la fundamentación de cada una de ellas.

1. Dentro de la Unión Monetaria el déficit exterior español es irrelevante

Los argumentos que fundamentan tal postura pueden resumirse en la forma siguiente:

a) En la Unión Monetaria Europea (UME) los Estados miembros pasan a tener la misma consideración que las regiones de un país, y por tanto lo mismo que dentro de cada país no nos preocupan las balanzas exteriores de las regiones, tampoco debe preocuparnos las de los países de la UME. Olvidan los que así piensan que dentro de ésta no se dispone ni de una política presupuestaria centralizada potente, ni de movilidad de la mano de obra aceptable, a consecuencia de la diversidad lingüística de los países integrados en la UME, instrumentos amortiguadores de la evolución divergente de las regiones, cosa que no sucede por ejemplo en Estados Unidos.

b) En la UME los países se han librado de la restricción exterior, no dándose una correlación significativa entre la inversión y el ahorro nacional; los mercados financieros no parecen poner en duda la sostenibilidad de los desequilibrios exteriores nacionales, como lo prueba los diferenciales muy reducidos de tipos de interés a largo plazo de la deuda pública. Por otra parte, y con relación a España por el formato de su economía, su evolución macroeconómica difícilmente puede afectar al tipo de cambio o al tipo de interés a largo plazo.

c) El déficit exterior es una consecuencia del proceso de convergencia que las economías con menor nivel de desarrollo (como la española) experimentan al integrarse en una zona monetaria. El indicador de déficit exterior pone de manifiesto la reasignación de factores productivos hacia los países donde la rentabilidad es más alta (inversiones directas) y la preferencia de los inversores por adquirir activos financieros en determinadas zonas.

2. La causa del déficit exterior español se encuentra en un crecimiento desequilibrado y en una pérdida de competitividad

Esta línea de investigación ofrece los argumentos que a continuación voy a exponer:

a) El déficit exterior es el reflejo de un crecimiento desequilibrado centrado en el aumento del consumo y de la inversión en viviendas de las familias, cuyo gasto crece muy por encima de su renta disponible, lo que a largo plazo lo hace insostenible y por tanto su financiación. El exceso de demanda no está reflejando la expectativa de un mayor crecimiento en el futuro, sino fuertes impulsos expansivos, que han situado el ritmo de crecimiento de la demanda muy por encima del potencial de crecimiento de la economía, con una fuerte incidencia sobre el déficit exterior. La rapidez del crecimiento de la deuda de las familias, así como el sesgo de la inversión hacia la construcción de vivienda son elementos que ponen de manifiesto el excesivo crecimiento de la demanda interna, y al mismo

tiempo que el aumento de la deuda no podrá mantenerse de forma indefinida, ya que el gasto de las familias se ha hecho más vulnerable a cambios en el precio de la vivienda, en el tipo de interés y en el empleo.

b) Otro argumento que se da sobre las causas del fuerte déficit exterior, que es complementario del anterior, es la continua pérdida de competitividad de nuestra economía desde el ingreso en la UME, a causa del continuo diferencial de inflación con la media de los Estados miembros de la Unión Monetaria, que ha sobrepasado los once puntos en el conjunto del período. Dado que el déficit de la balanza comercial y de servicios refleja nuestra pérdida de competitividad, su corrección hará necesario la depreciación real de nuestra economía. Al no poderse efectuar tal depreciación a través del tipo de cambio, como sucedía con anterioridad a nuestra entrada en la UME, la única solución se encuentra en una recomposición de los precios relativos a través de un ajuste en el comportamiento de los precios y salarios, que dé lugar a que nuestros costes crezcan a un ritmo menor que los de los países con los cuales España comercia.

Tanto este argumento como el citado en el apartado anterior, lo que hace es analizar las causas que dan origen al fuerte déficit exterior, pero en definitiva soslayan el tema de la sostenibilidad futura de la financiación de dicho déficit.

c) Una tercera argumentación se fundamenta en que el concepto de déficit exterior no cambia por estar en la UME, ya que hay una restricción intertemporal que debe cumplirse: lo que se toma prestado hay que devolverlo. Por ello, el mantenimiento de un déficit exterior exigirá siempre un ajuste posterior para su corrección.

3. Línea de investigación basada en aspectos microeconómicos y no macroeconómicos

La hipótesis que yo sostengo es que la sostenibilidad de la financiación del déficit exterior español dentro de la Unión Monetaria no es un problema macroeconómico sino microeconómico, relacionado con la percepción que los prestamistas tengan a largo plazo de la solvencia de los prestatarios.

Un inversor extranjero prestará fondos a una determinada empresa española, financiera o no financiera, o a cualquier otro agente económico, bien en forma directa de préstamo o a través de compra de activos financieros, no sólo por el hecho de que la economía española vaya bien, sino de la percepción que tenga a largo plazo de la solvencia del prestatario, y por tanto del riesgo que puede correr la operación planteada. El análisis y la toma de decisión correspondiente deberá ser realizado por tanto por el inversor, aunque al inversor le inte-

resa también la posición de inversión internacional del sector en el que el prestatario está encuadrado, es decir, el endeudamiento del sector y del total de la economía.

III. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA POR SECTORES INSTITUCIONALES Y OPERACIONES

1. Metodología

En conjunto los pasivos exteriores de la economía española alcanzaron a finales de 2005 la cantidad de 1.542.435 millones de euros (170,6% del PIB) y los activos exteriores en 1.120.525 millones de euros (123,9% del PIB), resultando una posición deudora neta de España de 421.911 millones de euros, que supone el 46,7% del PIB, 3,6 puntos porcentuales por encima del nivel de 2004. Según el Banco de España la evidencia disponible lleva a una relación entre las transacciones comerciales y financieras, así como a una contribución positiva de la liberalización y desarrollo de los mercados financieros y a la participación de una economía en los mercados internacionales.

En los últimos años se ha registrado una ampliación de la posición de inversor internacional deudora de España, inclusive en términos netos, que como hemos dicho es del 46,7% del PIB. En Estados Unidos dicho porcentaje fue en 2004 la mitad del de España (22,4%), en el Reino Unido del 13,2% y en Italia del 7,4%; la UME tiene un porcentaje muy pequeño de saldo deudor neto. Alemania, Francia y Bélgica tienen posiciones acreedoras netas con el resto del mundo.

La Metodología utilizada por el Banco de España para la elaboración de la posición de inversión internacional de España (PII) es la del "Quinto Manual del Fondo Monetario Internacional sobre Balanzas de Pagos".

La asignación de las operaciones a los diferentes sectores institucionales se realiza de acuerdo con el de la pertenencia del residente titular de la operación; si un banco residente adquiere letras del Tesoro americano se contabiliza como una inversión de cartera en el exterior (variación del activo) del sector Instituciones financieras monetarias (IFM); por el contrario, si un banco extranjero adquiere letras del Tesoro español, se contabiliza como una inversión de cartera del exterior (variación de pasivos) en el sector Administraciones Públicas.

En España para cubrir la brecha entre depósitos y préstamos, las IFM han buscado alternativas de financiación. Prueba de ello es el dinamismo de la emisión de bonos y obligaciones, entre ellos los activos de titulización, en los que el activo subyacente tiene garantía hipotecaria. Ello permite además una gestión más efi-

ciente del riesgo asociado al balance bancario. Los activos de titulización con colateral hipotecario están teniendo una gran aceptación entre los inversores no residentes. Los activos de titulización con garantía hipotecaria pueden ser cédulas y bonos hipotecarios; los primeros son emitidos por las IFM sin que se produzca una transferencia del riesgo de impago, que permanece reflejado en su balance, y los segundos, los activos objetos de titulización, son transferidos por la IFM a un fondo de titulización que emite bonos respaldados por los activos transferidos que asume el riesgo. Desaparece el riesgo del Balance de la institución financiera monetaria, que se concentra en los Fondos de titulización que se clasifican en “Otros sectores residente” (OSR) como veremos al tratar los Sectores institucionales; la cuantía de dichos Fondos ha pasado en los últimos diez años de 500 millones de euros a más de 57.000 millones. Para los inversores extranjeros es importante conocer esta transferencia de riesgo.

Otra forma de cubrir por las IFM la brecha entre préstamos y depósitos ha sido la emisión de títulos de renta fija privada para captar financiación exterior, que las IFM realizan a través de filiales que sectorialmente se clasifican como OSR, que a juicio del Banco de España (Balanza de Pagos 2005) produce una transferencia del riesgo hacia el exterior, con un efecto positivo sobre la estabilidad del sistema financiero español.

Las otras inversiones del exterior en España experimentaron en 2005 un fuerte incremento, debido principalmente a las operaciones “repo”. Por último, las operaciones en instrumentos financieros derivados generaron escasa cuantía de entradas netas, lo que contrasta con la alta volatilidad de los flujos mensuales netos, que como dice el Banco de España, alcanza con frecuencia miles de millones de euros.

2. Sectores institucionales

Los sectores institucionales a los cuales se asignan las operaciones realizadas con el exterior por los agentes económicos a efectos de determinar la PII de España son los que figuran en el Cuadro 6, que sirve tanto para las operaciones de variaciones de activos financieros como de las variaciones de pasivos.

El principio teórico de valoración de las operaciones debe ser, según el Quinto Manual del FMI, el precio de mercado vigente en la fecha de la operación, y es el utilizado por el Banco de España para elaborar las Balanzas de Pagos y la Posición de Inversión Internacional. A juicio del Banco de España, tal principio es básico para entender la relación entre flujos y “stocks”, es decir, la relación entre la Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional (PII). En efecto, el Quinto Manual define la PII como el valor del “stock” de cada uno de los activos

CUADRO 6
Sectores institucionales

1. Sector Instituciones Financieras Monetarias

1. Banco de España
2. Otras instituciones financieras monetarias
 1. Entidades de crédito
 1. Bancos
 2. Cajas de Ahorros
 3. Cooperativas de crédito
 4. Establecimientos financieros de crédito
 5. Instituto de Crédito Oficial
 2. Fondos del mercado monetario (FMM-FIAMM)

2. Sector Administraciones Públicas

1. Administración Central
 1. Estado
 2. Organismos de la Administración Central (Organismos Autónomos Administrativos –excepto unidades de Seguridad Social– Universidades y empresas que se consideran Administraciones Públicas)
2. Comunidades Autónomas
3. Corporaciones Locales
4. Administraciones de Seguridad Social
 1. Sistema de Seguridad Social
 2. Otras administraciones de Seguridad Social

3. Sector Otros Sectores Residentes

1. Instituciones financieras no monetarias (excepto empresas de seguros y fondos de pensiones)
 1. Otros intermediarios financieros (excepto empresas de seguros y fondos de pensiones)
 1. Instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (excepto FMM-FIAMM)
 - a) *Sociedades de inversión mobiliaria*
 - b) *Fondos de inversión mobiliaria (excepto FMM-FIAMM)*
 2. Instituciones de inversión colectiva en inmuebles
 - a) *Sociedades de inversión inmobiliaria*
 - b) *Fondos de inversión inmobiliaria*
 3. Sociedades de valores
 4. Fondos de titulización de activos
 5. Sociedades y fondos de capital riesgo
 6. *Holdings* financieros
 7. Sociedades emisoras de participaciones preferentes y otros valores negociables
 2. Auxiliares financieros
 1. Fondos de Garantía de Depósitos
 2. Sociedades gestoras de cartera y de otras instituciones financieras y de seguro
 3. Organismos rectores de los mercados oficiales
 4. Agencias de valores
 5. Agencias de calificación financiera
 6. Sociedades de tasación
 7. Fondos de regulación del mercado hipotecario
 8. Sociedades de garantías
 9. Comisión liquidadora de entidades aseguradoras (hasta su absorción por el Consorcio de Compensación de Seguros)
 10. Establecimientos de cambio de moneda
 11. Sociedades de compensación y liquidación de valores
 12. *Holdings* que realizan actividades de auxiliares financieros
 2. Empresas de seguros y fondos de pensiones
 1. Seguros privados
 2. Entidades de previsión social
 3. Consorcio de Compensación de Seguros
 4. Fondos de pensiones
 3. Sociedades no financieras (públicas y privadas)
 4. Hogares e Instituciones sin fines de lucro (ISFL al servicio de los hogares)
-

y posiciones financieros definidos en la Balanza de Pagos al principio del año, y su valor al final del mismo; la diferencia entre ambos debe ser igual a la suma de las transacciones efectivamente realizadas con los activos o pasivos que debe aparecer en la Balanza de Pagos, más las variaciones en el valor del “stock”, inducidos por las fluctuaciones de los tipos de cambio o de los precios de mercado.

Para la finalidad de nuestro análisis disponer de los datos de la PII son más importantes que los de la Balanza de Pagos, ya que a los inversores extranjeros lo que les preocupa a efectos de nuevas inversiones es la cuantía de los “stocks” de inversiones exteriores en España en un momento determinado por sectores institucionales, que nos medirá para dichos sectores los posibles riesgos que tiene en cada uno de ellos (variaciones de pasivos); es decir, el análisis debe efectuarse sobre la posición bruta de Inversión Internacional en España, sin deducir por tanto las inversiones de España en el exterior, que será una información complementaria.

3. Posición de inversión internacional de España en 2005 por operaciones

De la publicación del Banco de España “Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España 2005” hemos obtenido los Cuadros de Posición de Inversión Internacional de España por tipos de operaciones y sectores institucionales. El Cuadro 7 se refiere al sector de inversiones del exterior vivas al finalizar los años 2004 y 2005, y el Cuadro 8 al sector de inversiones de España en el exterior vivas al finalizar igualmente los años 2004 y 2005.

La primera visión que se obtiene de los citados Cuadros es la fuerte integración financiera con el exterior de la economía española, ya que la adición de los pasivos y activos financieros ascenderán en 2005 a 2,7 billones de euros, el 286,5% del PIB, que en 1995 sólo representaba el 104%. De acuerdo con la teoría económica y la evidencia empírica, tal hecho puede contribuir al crecimiento de la economía española, al permitir una asignación más eficiente del capital entre diferentes países, aunque la mayor integración financiera podría elevar la exposición a las perturbaciones de los mercados financieros y a la modificaciones de las expectativas de los agentes, incrementando la volatilidad de los flujos financieros.

Las inversiones de cartera ha sido el grupo de operaciones (*stock*) a través de las cuales se ha canalizado a finales de 2005 casi la mitad de las inversiones vivas del exterior en España (47,1%) en especial en bonos y obligaciones, que han aumentado con respecto a la situación a 31 de diciembre de 2004 en 151.832,6 millones de euros, el 40,9% de incremento. Por el contrario, las inversiones directas han descendido 2,4 puntos porcentuales a fines de 2005 en su posición con respecto a 2004 del total de la inversión extranjera en España (Cuadro 7).

CUADRO 7
Posición de inversión internacional. Inversiones del exterior en España
(en millones de euros)

<i>Clases de operaciones</i>	<i>2004</i>	<i>%</i>	<i>2005</i>	<i>%</i>
1. Inversiones directas	290.132,0	22,6	311.652,2	20,2
1. Acciones y otras participaciones	223.214,5		239.784,1	
2. Financiación a empresas relacionadas	66.917,5		71.868,1	
2. Inversiones de cartera	561.428,7	43,8	726.661,7	47,1
1. Acciones y participaciones en fondos				
de inversión	183.210,3		197.345,7	
– Instituciones financieras monetarias.....	65.570,6		74.882,1	
– Otros sectores residentes	117.639,8		122.463,6	
2. Bonos y obligaciones	370.918,3		522.750,9	
– Administraciones Públicas	184.799,6		195.013,7	
– Instituciones financieras monetarias	100.710,6		160.788,3	
– Otros sectores residentes	85.408,0		166.948,9	
3. Instrumentos del mercado monetario	7.300,1		6.565,1	
– Administraciones Públicas	2.955,7		2.547,0	
– Instituciones financieras monetarias	301,3		705,3	
– Otros sectores residentes	4.043,1		3.312,8	
3. Otras inversiones (incluido Banco de España)	431.347,5	33,6	504.121,7	32,7
1. Préstamos	103.336,2		118.886,0	
– Administraciones Públicas	17.567,9		17.529,9	
– Otros sectores residentes	85.768,2		101.356,1	
2. Depósitos	326.331,6		383.486,1	
– Banco de España	15,7		126,3	
– Otras instituciones financieras monetarias	326.315,9		383.359,8	
3. Otros pasivos	1.679,8		1.749,6	
Total	1.282.908,2	100,0	1.542.435,6	100,0

Fuente: Balanza de Pagos y posición de inversión internacional de España. 2005. Banco de España.

Nota: No existen datos fiables de "Derivados financieros".

En cuanto a las inversiones de España en el exterior (Cuadro 8) la posición del grupo de operaciones más importante (*stock*) ha sido a finales de 2005 las inversiones de cartera (el mismo que en las inversiones del exterior en España) con el 44%, con ganancia de 2,8 puntos porcentuales con respecto a 2004 de la posición de inversión del grupo (*stock*), los demás grupos pierden participación porcentual del total del "stock".

CUADRO 8
Posición de inversión internacional. Inversiones de España en el exterior
(en millones de euros)

<i>Clases de operaciones</i>	<i>2004</i>	<i>%</i>	<i>2005</i>	<i>%</i>
1. Inversiones directas	272.486,7	29,5	323.234,1	28,8
1. Acciones y otras participaciones	254.695,8		301.983,7	
2. Financiación a empresas relacionadas	17.790,8		21.250,3	
2. Inversiones de cartera	380.119,6	41,2	492.598,4	44,0
1. Acciones y participaciones en fondos				
de inversión	78.052,7		104.151,5	
– Instituciones financieras monetarias	5.507,2		7.725,9	
– Otros sectores residentes	72.545,5		96.425,7	
2. Bonos y obligaciones	290.132,8		369.310,7	
– Banco de España	18.760,7		31.086,0	
– Otras Instituciones financieras monetarias	95.226,8		135.699,7	
– Administraciones Públicas	894,2		5.337,0	
– Otros sectores residentes	175.251,1		196.988,0	
3. Instrumentos del mercado monetario	11.934,2		19.135,8	
– Banco de España	2.053,5		6.807,9	
– Otras Instituciones financieras monetarias	6.420,8		7.645,4	
– Otros sectores residentes	3.459,8		4.682,6	
3. Otras inversiones (incluido Banco de España)	255.180,6	27,7	290.091,3	25,9
1. Préstamos	38.572,2		46.963,6	
– Administraciones Públicas	9.237,8		9.541,4	
– Instituciones financieras monetarias	27.450,8		34.781,0	
– Otros sectores residentes	1.883,6		2.641,2	
2. Depósitos	208.164,5		233.002,8	
– Banco de España	32.349,7		19.384,1	
– Otras instituciones financieras monetarias	92.422,0		122.995,8	
– Otros sectores residentes	83.392,9		90.623,0	
3. Otros activos	8.443,9		10.124,9	
4. Reservas	14.505,3	1,6	14.601,3	1,3
Total	922.292,7	100,0	1.120.524,6	100,0

Fuente: Balanza de Pagos y posición de inversión internacional de España. 2005. Banco de España.

Nota: No existen datos fiables de "Derivados financieros".

4. Posición de inversión internacional de España en 2005 por sectores institucionales

Así como los Cuadros 7 y 8 ponen de manifiesto la posición internacional por grupos de inversiones (inversiones directas, inversiones de cartera y otras inversiones), con desagregación por tipos de operaciones y los sectores institucionales que las han realizado (cruce operaciones-sectores institucionales), los Cuadros 9 y 10 que hemos elaborado partiendo de los mismos datos del Banco de España, cruzan los sectores institucionales (Cuadro 6) con los tipos de operaciones, dando como resultado la situación de la posición total de cada sector institucional relativa bien a las inversiones del exterior en España (Cuadro 9), bien a las inversiones de España en el exterior (Cuadro 10), en los años 2004 y 2005.

CUADRO 9
*Posición de inversiones del exterior en España por sectores institucionales
(en millones de euros)*

<i>Clases de operaciones</i>	<i>2004</i>	<i>%</i>	<i>2005</i>	<i>%</i>
1. Banco de España	15,7	0,0	126,3	0,0
– Depósitos				
2. Otras instituciones financieras monetarias	492.898,4	38,4	619.735,5	40,2
– Acciones	65.570,6		74.882,1	
– Bonos y obligaciones	100.710,6		160.788,3	
– Instrumentos del mercado monetario	301,3		705,3	
– Depósitos	326.315,9		383.359,8	
3. Administraciones públicas	205.323,2	16,0	215.090,6	13,9
– Bonos y obligaciones	184.799,6		195.013,7	
– Instrumentos del mercado monetario	2.955,7		2.547,0	
– Préstamos	17.567,9		17.529,9	
4. Otros sectores residentes	584.670,9	45,6	707.483,2	45,9
– Inversiones directas	290.132,0		311.652,2	
– Fondos de Inversión	117.639,8		122.463,6	
– Bonos y obligaciones	85.408,0		166.948,9	
– Instrumentos del mercado monetario	4.043,1		3.312,8	
– Préstamos	85.768,2		101.356,1	
– Otros pasivos	1.679,8		1.749,6	
Total	1.282.908,2	100,0	1.542.435,6	100,0

Fuente: Balanza de Pagos y posición de inversión internacional de España. 2005. Banco de España y elaboración propia.
Nota: No existen datos fiables de "Derivados financieros".

El análisis por sectores institucionales muestra que los “otros sectores residentes” (OSR) lideran el proceso de integración financiera en España, captando en 2005 el 46% de la inversión exterior en España (stock) y el 65% de la inversión de España en el exterior, que supone el 54% del total de la posición de inversión internacional hacia España y de España hacia el resto del mundo, ocupando el segundo puesto el sector “otras instituciones financieras” con el 35%. Otra muestra de dicho liderazgo se pone de manifiesto por el indicador de su evolución con respecto al PIB, en 1995 los stock del sector representaban el 41,8%, pasando al

CUADRO 10
Posición de inversiones de España en el exterior por sectores institucionales
(en millones de euros)

Clases de operaciones	2004	%	2005	%
1. Banco de España	67.669,2	7,3	71.879,3	6,4
– Bonos y obligaciones	18.760,7		31.086,0	
– Instrumentos del mercado monetario	2.053,5		6.807,9	
– Depósitos	32.349,7		19.384,1	
– Reservas	14.505,3		14.601,3	
2. Otras instituciones financieras monetarias ...	227.027,6	24,6	308.847,8	27,6
– Acciones	5.507,2		7.725,9	
– Bonos y obligaciones	95.226,8		135.699,7	
– Instrumentos del mercado monetario	6.420,8		7.645,4	
– Préstamos	27.450,8		34.781,0	
– Depósitos	92.422,0		122.995,8	
3. Administraciones públicas	10.132,0	1,1	15.078,4	1,3
– Bonos y obligaciones	894,2		5.537,0	
– Préstamos	9.237,8		9.541,4	
4. Otros sectores residentes	617.463,5	67,0	724.719,4	64,7
– Inversiones directas	272.486,7		323.234,0	
– Fondos de Inversión	72.545,5		96.425,7	
– Bonos y obligaciones	175.251,1		196.988,0	
– Instrumentos del mercado monetario	3.459,8		4.682,6	
– Préstamos	1.883,6		2.641,2	
– Depósitos	83.392,9		90.623,0	
– Otros activos	8.443,9		10.124,9	
Total	922.292,3	100,0	1.120.524,9	100,0

Fuente: Balanza de Pagos y posición de inversión internacional de España. 2005. Banco de España y elaboración propia.
Nota: No existen datos fiables de “Derivados financieros”.

152,6% en 2005. En un contexto de internacionalización de las empresas españolas y de desarrollo de los mercados financieros que han impulsado las operaciones de los fondos de inversión y de titulización de activos, y de la pujanza del sector institucional OSR, sería de mucha utilidad para los inversores extranjeros que el Banco de España publicara los datos desagregados por subsectores del Sector OSR tal y como figuran en el Cuadro 6. Podría así conocerse la intensidad de la concentración de las inversiones exteriores con la mayor desagregación posible y los riesgos que de tal concentración pudieran derivarse para los nuevos inversores, aunque como ya hemos dicho con anterioridad, el análisis primario debería ser realizado por el inversor teniendo en cuenta la inversión prevista realizar y la empresa no financiera o la institución financiera no monetaria (instituciones de inversión colectiva, sociedades de valores, fondos de titulización de activos, sociedades y fondos de capital riesgo, "holdings" financieros, empresas de seguros y fondos de pensiones).

Hay que tener presente que una parte de los recursos captados por filiales o sociedades creadas por instituciones financieras monetarias son trasladados a estas últimas para concesión de préstamos hipotecarios a las familias, en las cuentas de posición internacional por sectores aparecen sin embargo dentro de OSR.

A mi juicio, como he ido exponiendo, la sostenibilidad de la financiación del déficit exterior dentro de la Unión Monetaria no es un problema macroeconómico, sino microeconómico, relacionado con la percepción que los prestamistas tengan a largo plazo de la solvencia de los prestatarios. Sin embargo, para evitar una percepción negativa generalizada, derivada del entorno macroeconómico, que podría poner a toda la economía (empresas, instituciones financieras y familias) en una situación crítica, es necesario que el Estado apruebe reformas estructurales que disminuyan paulatinamente el recurso creciente a la financiación exterior.

¿Qué pasaría si los inversores extranjeros cambiaran la dirección de sus flujos de inversión a España hacia otros países, bien porque empezaran a dudar de la calidad de los activos que se le ofrecen en garantía, o porque tuvieran la percepción de un cambio en la sostenibilidad del modelo de crecimiento español?

La duda en la calidad de los activos puede sobrevenir del continuo crecimiento de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios a las familias, que da lugar a un fuerte endeudamiento de las mismas, con las consiguientes dificultades para hacer frente a los reembolsos, lo que pondría en posición comprometida a los intermediarios financieros.

Este hecho pondría en duda la sostenibilidad del modelo de crecimiento español, basado en la construcción de viviendas, sector gran generador de empleo y, por tanto, de renta disponible para el consumo.

En cualquier caso, una retirada de los flujos financieros del exterior, es evidente que tendría consecuencias muy graves, al no poder seguirse financiando nuestro actual modelo de desarrollo, con una fuerte caída del hasta ahora crecimiento sostenido.

Por otra parte, es evidente que cuando un país presenta desequilibrios diferenciales entre costes y precios, no tiene más solución que eliminar las diferencias con políticas estrictas del inevitable ajuste que ha de producirse, y esto estando dentro o fuera de la Unión Monetaria Europea. La utilización de la modificación del tipo de cambio para generar competitividad, en los países que pueden hacerlo, es sólo una solución a corto plazo, que no evita la adopción de políticas de ajuste real.

BIBLIOGRAFÍA

BANCO DE ESPAÑA (2004 y 2005), *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España*.

— (1990-2005), *Cuentas Financieras de la Economía Española*, SEC-95.

BAREA, J. (13-4-2000), *Sector exterior y crecimiento*, La Razón.

— (21-9-2000), *Del círculo virtuoso a la inestabilidad económica*, La Razón.

— (20-8-2005), *La financiación del déficit exterior 2004*, Cinco Días.

L'HOTELLERIE-FALLOIS, PILAR y PEÑALOSA, JUAN (mayo-junio 2006), "El diagnóstico del déficit exterior español dentro de la UEM", *Cuadernos de Información Económica*, Nº 192, Fundación de las Cajas de Ahorros.

MALO DE MOLINA, J.L. (2006), "La financiación del auge de la economía española", *Economistas*, Nº 108.

MAZÁ, L.A. y DEL RÍO, A. (marzo 2006), "La financiación del déficit exterior de la economía española", *Boletín económico*, Banco de España.

