

CUENTAS FINANCIERAS

España: el proceso de desapalancamiento debe continuar

Félix Lores Juberías, Macarena Ruesta Baselga, Virginia Pou Bell

El objeto de este observatorio es describir las diferentes operaciones financieras que han llevado a cabo los agentes institucionales en España, bien para financiar su propia necesidad de financiación, o bien para financiar a otros agentes. Las principales conclusiones de este trabajo pueden resumirse en:

- A lo largo de la crisis, **la economía española ha realizado un importante ajuste de su necesidad de financiación**, hasta alcanzar capacidad de financiación en 2013 y 2014. Este ajuste se ha llevado a cabo a costa de una caída de la inversión en un contexto en que la tasa de ahorro ha permanecido estable, gracias a que el aumento del ahorro privado ha compensado la reducción del ahorro público.
- Durante la crisis **se pasó de un aumento de los pasivos financieros contraídos con el exterior, a iniciar un proceso de desapalancamiento favorecido, además, por la venta de activos del exterior**. 2013 supuso un punto de inflexión, y en 2014 volvieron a entrar recursos procedentes tanto de la emisión de valores como de la participación en el capital. Asimismo, se observó una reducción mucho menor de los pasivos contraídos.
- Durante la crisis, los flujos financieros han estado condicionados por **las necesidades de financiación del sector público que absorbió buena parte de la capacidad de financiación del sector privado**.
- Tanto hogares como empresas han aprovechado la capacidad de financiación generada durante la crisis para reducir el elevado volumen de pasivos contraídos en la etapa de crecimiento económico para financiar la expansión de la inversión.
- **Las instituciones financieras han sido a lo largo de todo el periodo las principales financiadoras** del resto de agentes de la economía, si bien los canales con los que se han financiado han variado. **Durante la crisis la apelación a la liquidez del Banco Central Europeo (BCE) sustituyó los mecanismos tradicionales** de financiación, que tras la recuperación de 2014 comienzan a resurgir.
- **Las elevadas necesidades de financiación de las administraciones públicas, junto con la recapitalización bancaria y el cierre de los mercados internacionales**, provocaron se financiaran a través de las instituciones financieras residentes. Tras ello, la relajación de las tensiones financieras ha permitido al sector volver a financiarse a través de la emisión de deuda pública colocada fundamentalmente a extranjeros.
- A pesar de que en los últimos años la economía española ha registrado superávit por cuenta corriente, **el saldo deudor de la misma frente al exterior (posición inversora internacional neta) no se ha reducido significativamente, sobre todo, por el efecto de valoración**.

España alcanza capacidad de financiación a costa de una reducción de la inversión y del mantenimiento del ahorro

Las relaciones financieras de la economía española con el resto del mundo han variado notablemente a lo largo del último periodo de crisis. Si bien durante el periodo de crecimiento económico (2000-2007) España registró una elevada necesidad de financiación, con la crisis fue reduciéndose hasta que en 2013 comenzó a mostrar capacidad de financiación. En el Gráfico 1 puede observarse cómo **la elevada necesidad de financiación generada por la economía española entre 2000 y 2007 fue el resultado del impulso de la inversión**, que elevó la tasa en casi 5 puntos porcentuales (pp) de PIB hasta el 31,4% del PIB, en un escenario en el que la tasa de ahorro de la economía se mantuvo prácticamente estable en torno al 22,5%. Desde el punto de vista financiero, estos ocho años se saldaron con un **notable aumento de los pasivos financieros** contraídos con el resto del mundo, mediante los cuales se financió además de la propia necesidad de financiación de la economía, proyectos de inversión en el exterior, materializado en gran parte en participaciones en el capital y en fondos de inversión (véase el Gráfico 2).

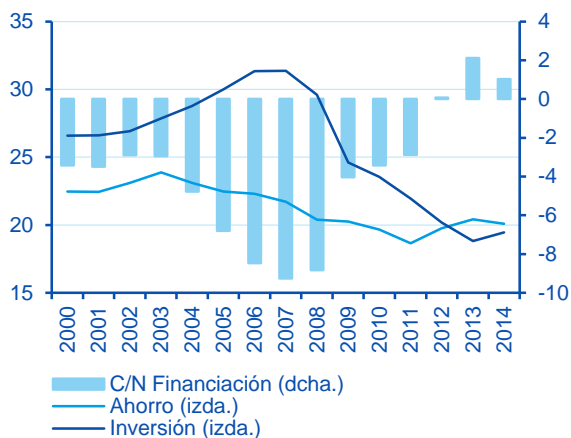
Durante la crisis, el ajuste de las necesidades de financiación de la economía española se realizó a costa de una importante caída de la inversión –cuya tasa cayó casi 12 pp–, mientras que la tasa de ahorro se mostró comparativamente estable, permaneciendo desde finales de 2007 en niveles ligeramente inferiores al promedio histórico (21,3% del PIB)¹. Como consecuencia, se observó **un menor dinamismo de las operaciones financieras y tanto la adquisición de activos como la acumulación de pasivos se redujeron notablemente**. Por instrumentos, se inició cierto desapalancamiento con el resto del mundo mediante la cancelación de deuda emitida en valores, y la única financiación que entró fue a través de efectivo y depósitos (fundamentalmente, interbancario) y, en menor medida, préstamos y participaciones en capital. A su vez, los agentes españoles completaron la falta de financiación exterior repatriando capitales principalmente mediante la venta o amortización de valores. Por su parte, la escasa adquisición de activos financieros extranjeros se concentró en participaciones en el capital y en otros instrumentos en los que se materializan las operaciones intrasocietarias.

En el Gráfico 1 se observa que **en 2013 la economía española comenzó a registrar capacidad de financiación**, como resultado de una nueva caída de la tasa de inversión y de un aumento de la tasa de ahorro del sector privado. Durante este año **la economía española llevó a cabo un proceso de venta de activos que empleó para reducir sus pasivos con el resto del mundo**. En concreto la economía española deshizo posiciones con el resto del mundo en efectivo y depósitos y valores representativos de deuda, a la vez que comenzaron a revertirse las operaciones intrasocietarias. Al mismo tiempo, las instituciones financieras se deshicieron de posiciones deudoras con el resto del mundo vía efectivo y depósitos.

1: Un análisis más detallado del comportamiento de la inversión y el ahorro puede verse en el Recuadro 1, "El sector privado sostiene el ahorro de la economía durante la crisis", Situación España. Segundo trimestre 2015, disponible en <https://www.bbva-research.com/public-compuesta/situacion-espana-segundo-trimestre-de-2015/>

Gráfico 1

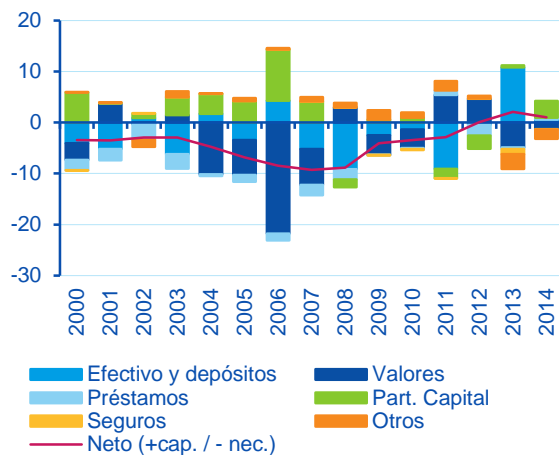
España: ahorro e inversión y capacidad/necesidad de financiación de la economía frente al RM (%PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 2

España: operaciones financieras netas (VNA-VNP) de la economía frente al RM (%PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Con el inicio de la recuperación **en 2014 la economía española registró una capacidad de financiación** del 1% del PIB, que supone una disminución de más de un punto respecto a lo observado en 2013. Esta reducción del saldo se debió a un incremento de la tasa de inversión, que creció por primera vez desde el inicio de la crisis que vino acompañado de una ligera caída de la tasa de ahorro. Sin embargo, en las operaciones financieras es donde se aprecia un cambio más sustantivo. Si bien volvieron a entrar recursos procedentes de la emisión de valores (por parte sobre todo de las administraciones públicas) y de la participación en el capital, el cambio más significativo reside en una **reducción mucho menor de los pasivos contraídos en forma de efectivo y depósitos**. Por el lado de los activos, el aumento vino por parte de las participaciones de capital y, en menor medida, de los valores adquiridos, sobre todo, por instituciones financieras y empresas.

La evolución de la economía en 2015 apunta hacia un nuevo aumento de la tasa de ahorro, por el ajuste previsto en las administraciones públicas, en un entorno en el que la tasa de inversión seguiría aumentando aunque con menor intensidad que el ahorro. Como resultado, **la economía española volvería a registrar capacidad de financiación**. En este contexto, y a la vista del desempeño actual de los mercados financieros, la financiación exterior podría llegar a través de préstamos y deuda emitida en valores.

Este comportamiento del conjunto de la economía española es desigual por agentes. Como se ha explicado anteriormente, el ajuste de la necesidad de financiación observado durante la crisis se debió a una caída de la tasa de inversión generalizada en todos los agentes, mientras que la estabilidad del ahorro fue posible gracias a que la caída del ahorro público fue compensada por el aumento del ahorro del sector privado. Igualmente, **los flujos financieros también han estado condicionados por las necesidades de financiación del sector público que absorbió buena parte de la capacidad de financiación del sector privado**. En este contexto se considera relevante analizar la evolución y comportamiento de todos estos factores diferenciando por agentes institucionales.

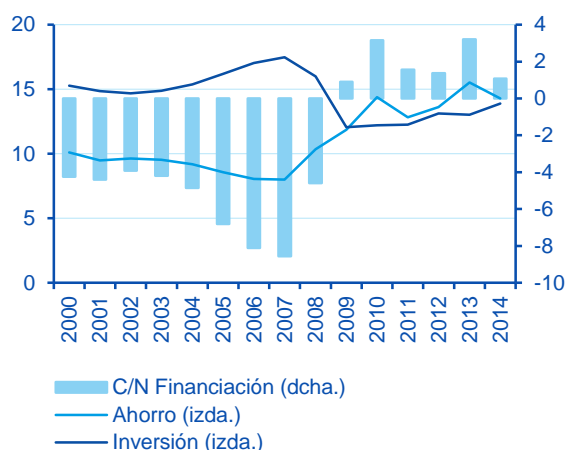
Las empresas aprovechan la capacidad de financiación para reducir préstamos y créditos comerciales

En el periodo previo a la crisis el comportamiento de las empresas fue muy similar al observado en el conjunto de la economía española. Así, el aumento de la inversión junto con una contracción moderada del ahorro empresarial, hicieron que las empresas españolas acumularan una elevada necesidad de financiación, que llegó a superar el 8,5% del PIB a finales de 2007. Al igual que en el global de la economía, **entre 2000 y 2007, las empresas se financiaron, principalmente, a través de préstamos de las instituciones financieras, aunque las operaciones entre empresas también fueron una alternativa de financiación** en aquella época, más relevante que las participaciones de capital (véanse los Gráficos 3 y 4).

Con el comienzo de la crisis, el ajuste de la inversión de las empresas fue muy importante al tiempo que el ahorro empezó a aumentar. De esta forma, **en 2009 el sector registró ya capacidad de financiación**. Desde el punto de vista de la financiación, en los primeros años de la crisis se redujeron los mecanismos tradicionales de financiación, y **se observó un proceso de cancelación de operaciones intra sector**, sobre todo de los créditos comerciales.

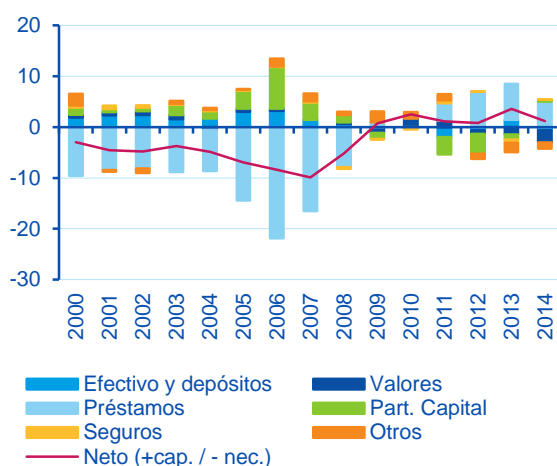
Entre 2008 y 2012 los pasivos del sector empresarial español se redujeron tras el importante aumento registrado en la etapa de crecimiento. En este sentido, **durante la etapa de crisis el sector empresarial inició un proceso de desapalancamiento** (que en términos de PIB se compensó por el mayor ajuste de la actividad). Como puede observarse en el Gráfico 5, se apreció una reducción de la deuda de las empresas con las instituciones financieras vía cancelación de préstamos y, sobre todo, una reducción de la deuda entre empresas que responde a la cancelación del crédito comercial (en diciembre de 2012 el pasivo acumulado en forma de cuentas pendientes de pago, donde se encuentra el crédito comercial, se redujo 13,4 puntos de PIB). Por su parte, en este periodo siguió llegando financiación, aunque con menor dinamismo, a través de la participación de capital del resto del mundo en el sector empresarial español.

Gráfico 3
Empresas: ahorro e inversión y capacidad/necesidad de financiación (%PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 4
Empresas: variación neta de activos y pasivos por instrumentos (%PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

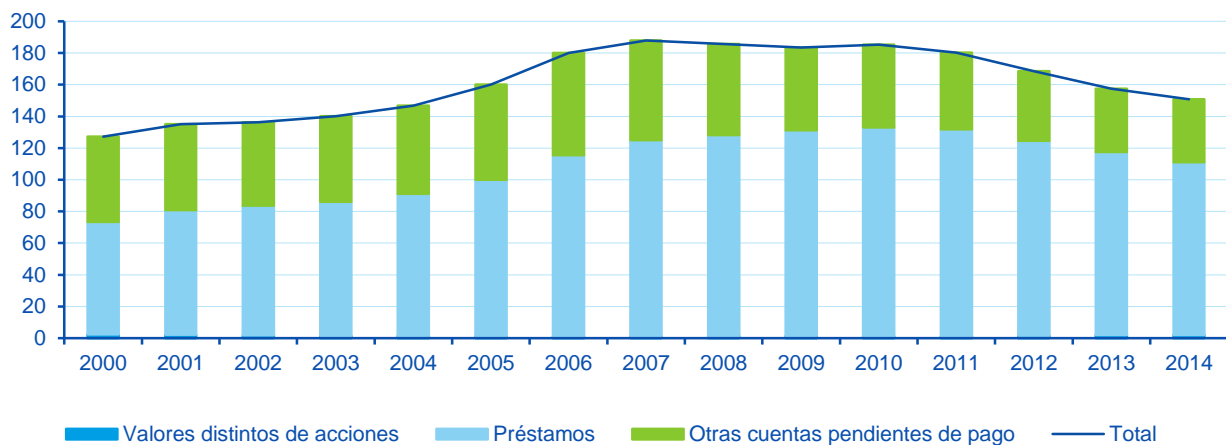
Durante 2013 la tasa de inversión de las empresas se mantuvo prácticamente estancada, lo que unido a un notable incremento de la tasa de ahorro generó un incremento de la capacidad de financiación hasta alcanzar el 3,2% del PIB, la cota más elevada en los últimos años. Las empresas utilizaron dicha capacidad de financiación para adquirir de nuevo participaciones de capital en el resto del mundo y continuar con el **proceso de desapalancamiento financiero, sobre todo mediante la cancelación de préstamos con las**

instituciones financieras. Igualmente, continuó el proceso de **liquidación de los créditos comerciales entre empresas**, favorecido por algunas medidas de política económica puestas en marcha como la regulación de los periodos máximos de pago o el Plan de pago a proveedores a disposición de las administraciones territoriales (García-Vaquero, V. y M. Mulino Ríos, 2015).

En 2014 la recuperación de la economía se dejó notar en un incremento de la inversión empresarial y en una reducción de la tasa de ahorro. Por consiguiente, las empresas redujeron significativamente su capacidad de financiación. En esta ocasión, las empresas continuaron avanzando en el proceso de desapalancamiento financiero, al reducir por tercer año consecutivo los préstamos contraídos con las instituciones financieras, y siguieron adquiriendo participaciones de capital en el resto del mundo. Estas operaciones fueron financiadas con la capacidad de financiación y con los recursos obtenidos de la venta o cancelación de valores emitidos por las administraciones públicas. Así, en 2014 las empresas financieras financiaron tanto a los agentes nacionales como al resto del mundo.

Gráfico 5

Empresas: balance de los pasivos financieros por instrumentos (% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

A lo largo de 2015 se espera que el proceso de desapalancamiento de las empresas españolas frente a las instituciones financieras continúe, aunque con menor intensidad y concentrado en aquellos sectores productivos con niveles de endeudamiento más elevados.

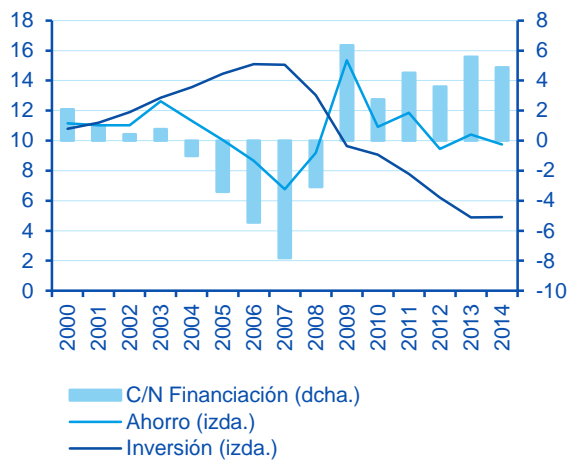
Cuatro años de desapalancamiento financiero de los hogares

Durante la etapa de crecimiento económico la tasa de ahorro de los hogares experimentó una caída importante debido al aumento del consumo. Junto a ello, el aumento de la inversión derivado de la expansión de la demanda de vivienda, elevaron las necesidades de financiación de los hogares hasta máximos históricos en torno al 8% de su renta bruta disponible (RBD). Dicha **expansión, tanto del consumo como de la demanda de vivienda, fue financiada a través de contratación de préstamos con las instituciones financieras**, elevando en más de 33 pp del PIB el nivel de apalancamiento de los hogares. Adicionalmente, los hogares aprovecharon esta financiación extra para incrementar el efectivo y depósitos y los seguros y fondo de pensiones con las instituciones financieras del país (véanse los Gráficos 6 y 7).

Con la llegada de la crisis los hogares comenzaron a contener fuertemente el consumo lo que favoreció el crecimiento del ahorro que, en gran medida, tenía carácter precautorio. A su vez, la inversión de los hogares se desplomó, y como resultado de ello, los hogares pasaron a tener capacidad de financiación. Los hogares

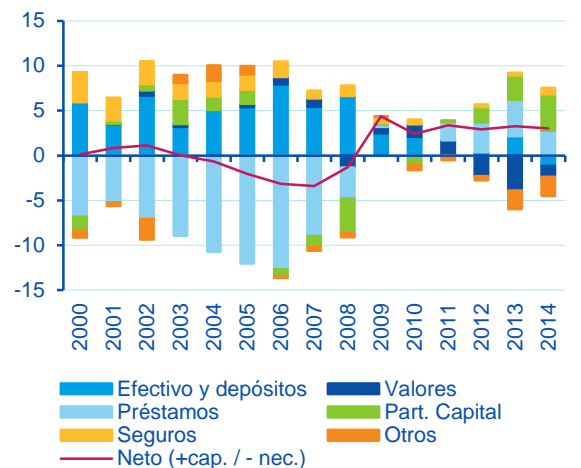
utilizaron esta capacidad de financiación para seguir acumulando efectivo y depósitos en las instituciones financieras y, en menor medida, comprar valores de deuda emitidos por las administraciones públicas, aprovechando el mayor rendimiento de los títulos. Sin embargo, **no fue hasta 2011 cuando los hogares comienzan un proceso de desapalancamiento reduciendo su deuda con las instituciones financieras** (véase el Gráfico 8).

Gráfico 6
Hogares: ahorro e inversión y capacidad/necesidad de financiación (% de la RBD)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 7
Hogares: variación neta de activos y pasivos por instrumentos (% PIB)

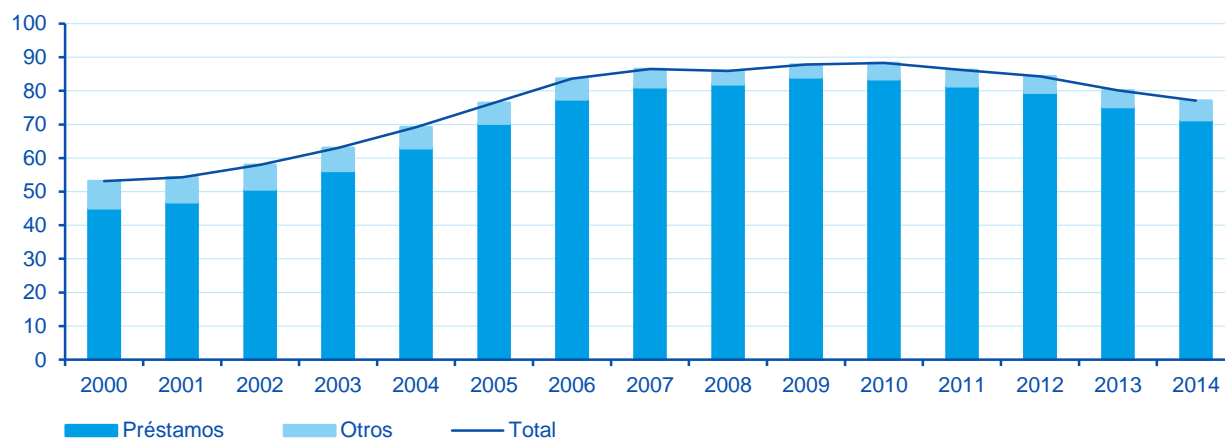


Fuente: BBVA Research a partir de BdE

En 2013 continuó el ajuste del gasto en consumo de los hogares de forma más intensa que la caída de la renta bruta disponible, por lo que la tasa de ahorro de los hogares experimentó un nuevo incremento, a la vez que la tasa de inversión tocó fondo. De esta forma los hogares volvieron a registrar capacidad de financiación que, junto a la recuperación de los recursos invertidos en valores de deuda pública, fue utilizada para progresar en su proceso de desapalancamiento.

2014 se presentó como el punto de inflexión en el comportamiento de los hogares. Por un lado, la inversión dejó de caer y se mantuvo relativamente constante respecto al año anterior, y por otro, el ahorro se redujo ligeramente por la recuperación del consumo privado. Como consecuencia, los hogares vieron reducir su capacidad de financiación en términos de su renta bruta disponible. Durante este año, los hogares optaron por incrementar su participación en el capital, tanto de agentes nacionales como en del resto del mundo, al tiempo optaron de nuevo por reducir su deuda con las instituciones financieras.

Gráfico 8

Hogares: balance de los pasivos financieros por instrumentos (% PIB)

Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Previsiblemente, este proceso continuará durante 2015 y 2016, situando el nivel de apalancamiento de los hogares en el entorno del 60% del PIB, nivel similar al de 2004-2005.

Las instituciones financieras cambian el paso a la hora de financiar al resto de agentes

El comportamiento de este agente durante la etapa alcista del ciclo fue diferente al del conjunto de la economía: mientras que la inversión permaneció prácticamente estable, la tasa de ahorro se incrementó, sobre todo, en los últimos años del periodo, manteniendo una capacidad de financiación en torno al 1% del PIB. Con este saldo positivo y los recursos obtenidos del incremento de sus pasivos financieros – fundamentalmente en el interbancario y de valores adquiridos por los hogares, el resto del mundo y las propias entidades financieras-, **las instituciones financieras pudieron atender las necesidades de financiación del resto de agentes de la economía**. La mayor parte de esta acumulación de activos se materializó a través de préstamos a los hogares, las empresas y, en menor medida, al resto del mundo (debe tenerse en cuenta que hay incluidas operaciones entre entidades de crédito nacionales y sus filiales en el extranjero). También se aprecia un aumento de la adquisición de valores de empresas (véanse los Gráficos 9 y 10).

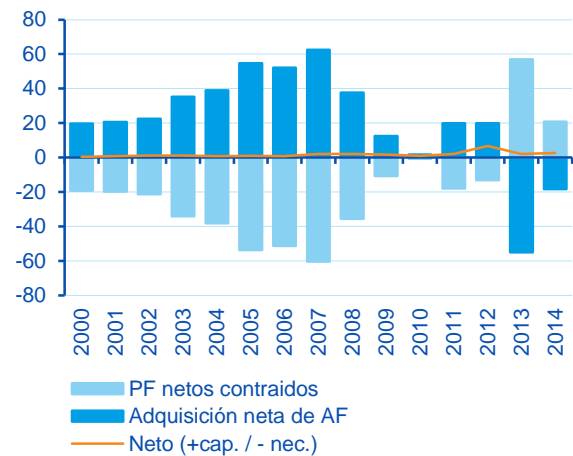
En la etapa de crisis, el ahorro y la inversión se mantuvieron, mientras que el volumen de las operaciones financieras se redujo de manera relevante. En la parte final de la crisis, **en 2011 y 2012, se aprecia un aumento de los activos vía efectivo y depósitos, que tiene que ver con el rescate financiero -3,7 pp del PIB-, y adquisición de valores a las administraciones públicas**.

En 2013 y 2014 la capacidad de financiación de las instituciones financieras se mantiene en niveles de máximos históricos. Por el contrario, el escenario financiero de las instituciones financieras cambia, observándose una reducción tanto de pasivos como de activos –de mayor intensidad en 2013-. Esto tiene que ver, por el lado de los pasivos, con la **devolución del rescate financiero y la menor demanda de financiación extraordinaria al Banco Central Europeo**². Por el lado de los activos, la reducción es reflejo, tal y como se ha comentado anteriormente, del proceso de desapalancamiento bancario llevado a cabo por empresas y hogares; a la reducción de los depósitos realizados por el Banco de España en las entidades de

2: A parte de la devolución de las ayudas al sector, se observa, sobre todo, una reducción de pasivos con el resto del mundo vía efectivo y depósitos, por la devolución de la financiación concedida por el Banco Central Europeo, y valores, probablemente, por la cancelación de cédulas y bonos de titulización correspondientes a los créditos traspasados a la SAREB.

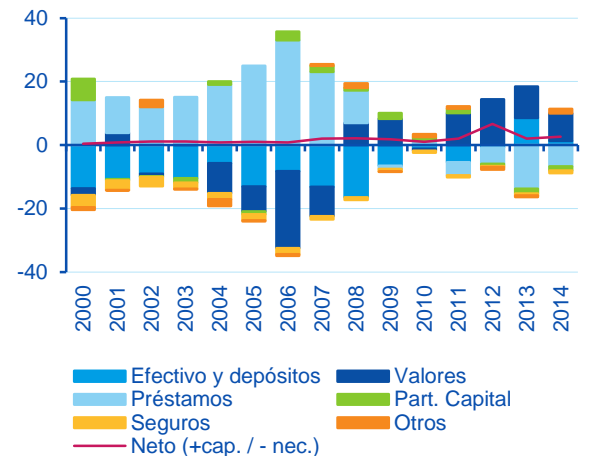
crédito, que están retornando la apelación al BCE, y a la apertura del mercado de activos *distressed*³, fundamentalmente durante 2014.

Gráfico 9
Instituciones financieras: variación neta de activos y pasivos* y capacidad/necesidad de financiación de la economía (% PIB)



*Nota: los pasivos se muestran con signo negativo (variación negativa implica un aumento de pasivos y positiva una reducción)
 Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 10
Instituciones financieras: variación neta de activos y pasivos por instrumentos (% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Por la importancia que las instituciones financieras tienen en el comportamiento del resto de los agentes de la economía, merece la pena profundizar en su análisis. Dentro éstas, quienes determinan su evolución son las instituciones financieras monetarias (que incluyen el Banco de España).

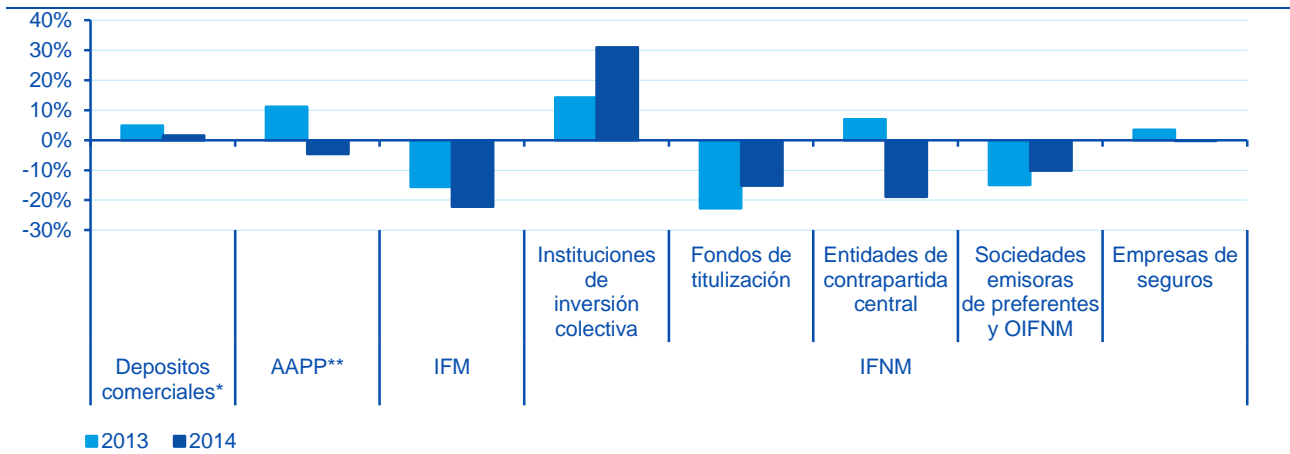
Así, **la reducción de los pasivos netos observada en los dos últimos años se debe fundamentalmente a la caída de los depósitos recibidos de las entidades de crédito y, en menor medida por la amortización de deuda emitida en valores.** Como puede observarse en el Gráfico 11, esta reducción en los depósitos responde a varios factores. Por un lado, a la devolución de la liquidez extraordinaria concedida por el BCE durante los años previos, de manera más intensa durante 2013. Por otro lado, la amortización de titulaciones provoca la consiguiente cancelación del depósito reflejo realizado por las sociedades de fondos de titulización en las entidades de crédito propietarias de los préstamos, proceso que fue más intenso durante 2013. Adicionalmente, las sociedades emisoras de participaciones preferentes también redujeron sus depósitos debido a la intervención de las antiguas cajas de ahorro y a los consiguientes procesos de arbitraje. Por su parte, los hogares y las empresas en los últimos meses de 2014 iniciaron una reducción de los depósitos realizados debido a las ajustadas rentabilidades observadas, y trasladaron los recursos a otros productos más rentables.

Finalmente, los agentes del resto del mundo, más concretamente los de fuera de la UEM, redujeron sus depósitos debido, en parte, a las operaciones corporativas entre las entidades de crédito española sus filiales fuera de la zona euro, y, también, a la cancelación de cesiones temporales de activos recibidas (repos).

3: Son activos potencialmente morosos, morosos y activos adjudicados.

Gráfico 11

Depósitos de residentes nacionales en entidades de crédito (tasa de crecimiento interanual)



*Depósitos comerciales: incluyen los realizados por hogares y empresas
 **Depósitos AAPP: incluyen los realizados por AAPP y OOAAPP
 Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Por su parte, la fuerte amortización observada en los valores emitidos por las instituciones financieras no monetarias se debe a la cancelación de las preferentes, relacionado con los procesos de arbitraje; a la amortización de cédulas hipotecarias y de titulaciones, debido al proceso de desapalancamiento, y al traspaso de activos a la SAREB.

La recapitalización bancaria y las ayudas a las administraciones territoriales marcan la evolución de la financiación del sector público

Las administraciones públicas fueron las responsables del aumento del ahorro de la economía nacional observado durante el periodo de expansión. El crecimiento de la recaudación impositiva elevó la tasa de ahorro público. Este ahorro creciente permitió mantener una elevada tasa de inversión, culminando el periodo con un superávit del 2% del PIB (véase el Gráfico 12). Durante este periodo **las administraciones se financiaron mediante la emisión de valores y, en menor medida, la contratación de préstamos con entidades de crédito.**

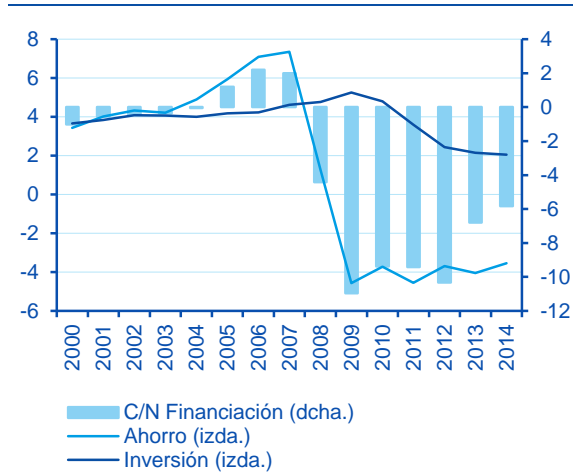
El desplome de la recaudación impositiva registrado a comienzos de la crisis tornó en negativa la tasa de ahorro de las administraciones públicas. Desde entonces, y a pesar de los aumentos impositivos de 2010, la debilidad de la actividad económica mantuvo los ingresos públicos en niveles mínimos. Junto a ello, el consumo público no experimentó grandes variaciones hasta 2012, cuando las medidas de austeridad fiscal puestas en marcha aceleraron su ajuste. Como resultado, las administraciones públicas mantuvieron necesidades de financiación cercanas al 10% del PIB.

Esta necesidad de financiación se sufragó a través de la emisión de valores que colocaron, sobre todo, en las instituciones financieras residentes. En 2012 las administraciones públicas intermediaron la llegada de las ayudas del MEDE para la recapitalización bancaria, lo que se reflejó en las cuentas financieras del sector público en forma de un importante aumento de los pasivos financieros materializados en préstamos. Dicho año estuvo marcado también por el inicio de los mecanismos de liquidez puestos en marcha por el Gobierno central para las administraciones territoriales⁴ que incrementaron los préstamos entre administraciones públicas.

4: Fondo de liquidez autonómico y Fondo para el pago a proveedores.

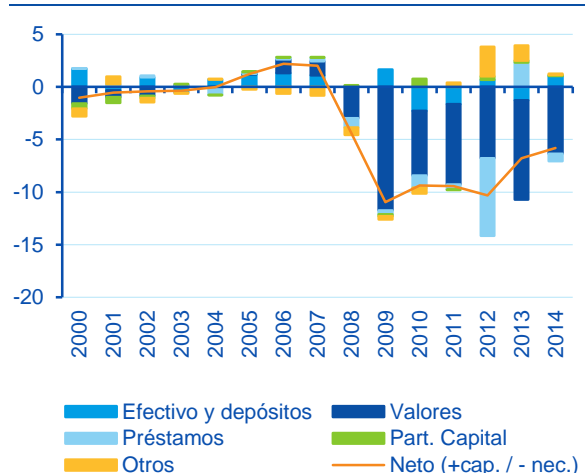
Durante 2013 y 2014 el ahorro público, pese a seguir negativo, comenzó a mostrar cierta recuperación, lo que unido a un estancamiento de la tasa de inversión, derivó en una progresiva reducción de las necesidades de financiación de las administraciones públicas. En estos dos años, **las administraciones públicas aprovecharon la relajación de las tensiones financieras para emitir valores de deuda pública, que colocaron fundamentalmente en el exterior**, probablemente por la saturación de las carteras de las instituciones financieras nacionales. Junto a ello, el mantenimiento de los mecanismos de liquidez territorial, elevaron las operaciones entre administraciones públicas.

Gráfico 12
AA. PP.: ahorro e inversión y capacidad/necesidad de financiación (% del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 13
AA. PP.: variación neta de activos y pasivos por instrumentos (% PIB)



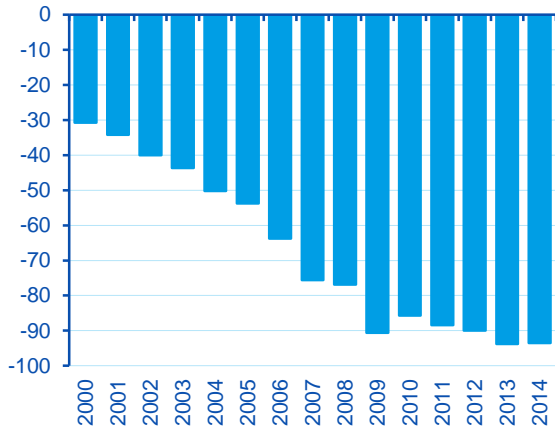
Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Aumenta el saldo deudor de la posición inversora internacional por el impacto negativo del efecto valoración

Como se ha visto anteriormente, con la crisis la posición de la economía española frente al resto del mundo cambió, y pasó de registrar un importante volumen de déficit por cuenta corriente a registrar un superávit equivalente al 1% del PIB al cierre de 2014. En este contexto, debería esperarse que la exposición de la economía española al exterior, medida a través de la posición inversora internacional, se haya reducido. Sin embargo, en el Gráfico 14 se observa que tras el incremento de más de 55 pp del PIB registrado en la primera década del siglo, **la posición inversora internacional tan solo se ha reducido significativamente en el año 2010**. Durante 2013 y 2014, años en los que la economía española registró superávit por cuenta corriente, la posición inversora internacional se hizo más deudora, debido a lo que se conoce como efecto valoración. En particular, en ausencia de cambios en la valoración de los instrumentos financieros, la variación de la posición inversora internacional debería ser igual al importe del saldo de la balanza por cuenta corriente. Partiendo de esto, si representamos en el eje de abscisas el saldo por cuenta corriente y en el de ordenadas los cambios en la posición inversora internacional, e incluimos una línea de 45°, la distancia de cada par de datos representados respecto a la línea de 45° estaría reflejando el efecto valoración que afecta a la posición inversora internacional en cada año. De tal manera, que los puntos situados por debajo (encima) de la línea corresponden a los años en los que el efecto valoración ha afectado negativamente (positivamente), incrementando (reduciendo) la posición deudora de la economía española (Schmitt-Grohé, S y M. Uribe, 2014). Así, en el caso de la economía española, **tradicionalmente el efecto valoración ha impactado negativamente en el saldo de la posición inversora internacional, y está detrás del incremento del saldo deudor observado en el año 2013**. Mientras, durante los años de la

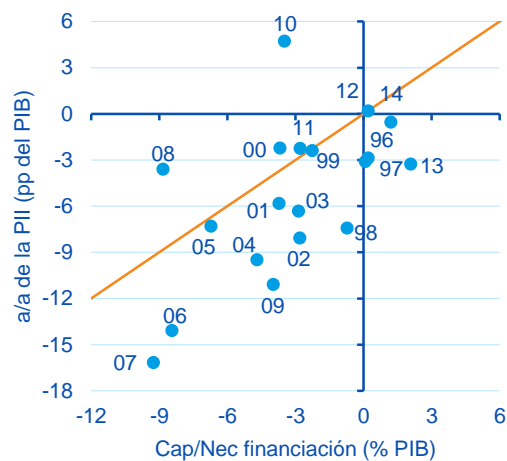
crisis, con la depreciación del euro y la caída del valor de los activos financieros el efecto valoración contribuyó a reducir la posición deudora, sobre todo en 2010 (véase el Gráfico 15).

Gráfico 14
España: posición inversora internacional neta (%PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 15
España: saldo de la BCC y variación de la PII (%PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

En la descomposición de la posición inversora por instrumentos financieros, en el Cuadro 1 puede observarse que **en torno al 90% del saldo deudor de la economía española corresponde a instrumentos de deuda**, incluida la apelación de las instituciones financieras a los recursos del Banco central europeo – que en representaban más del 20% del total de pasivos materializados en instrumentos de deuda-. No obstante, **se observa un cierto desapalancamiento en los últimos años debido, fundamentalmente, a la devolución de la liquidez extraordinaria concedida por el BCE** durante los años de la crisis. Es de destacar igualmente, que con la crisis la inversión extranjera directa ha pasado a presentar un saldo deudor.

Por sectores, **el endeudamiento exterior ha crecido en las administraciones públicas, que llevan dos años registrando máximos históricos de colocación de deuda en el exterior**, mientras que el sector privado sí está reduciendo su deuda con el resto del mundo más allá de la ya mencionada devolución al BCE.

Cuadro 1

España: posición inversora internacional neta (%PIB)

		2012	2013	2014
Inversión extranjera directa	Activos	49,3	49,7	52,4
	Pasivos	51,5	55,5	56,2
	Neto	-2,2	-5,8	-3,7
Participaciones en capital y fondos de inversión	Activos	23,6	22,5	27,5
	Pasivos	30,8	31,8	36,7
	Neto	-7,2	-9,3	-9,2
Instrumentos de deuda	Activos	54,4	49,6	52,7
	Pasivos	140,6	133,8	135,7
	Neto	-86,2	-84,1	-83,0
Banco de España	Activos	8,3	6,9	7,4
	Pasivos	2,6	1,4	5,0
	Neto	5,6	5,5	2,5
Total	Activos	135,6	128,7	140,0
	Pasivos	225,6	222,5	233,5
	Neto	-90,0	-93,8	-93,5

Nota: A efectos de la construcción de este cuadro se ha considerado la apelación a la liquidez del Banco Central Europeo como un pasivo de las instituciones financieras y no del Banco de España como se registra en la Posición inversora internacional. Dicha apelación se elevó a 29,7% del PIB en 2012, 19,2% en 2013 y 13,4% en 2014.

Fuente: BBVA Research a partir de Haver

Conclusiones: la economía española debe seguir mejorando su capacidad de financiación para continuar con el proceso de desapalancamiento

Las relaciones financieras de la economía española con el resto del mundo han variado en los últimos quince años: si bien durante el periodo de crecimiento económico (2000-2007) España registró una elevada necesidad de financiación, con la crisis fue reduciéndose hasta que en 2013 comenzó a mostrar capacidad de financiación.

En el periodo de crecimiento, hogares y empresas registraron necesidad de financiación debido, sobre todo, al impulso de la inversión. **Esta necesidad fue financiada fundamentalmente a través de préstamos con las instituciones financieras, lo que elevó el nivel de apalancamiento de ambos agentes en 95 puntos de PIB.** En este sentido, las instituciones financieras actuaron como financiadoras a la economía doméstica, y también, en menor medida, al resto del mundo. Por su parte, durante este periodo las administraciones públicas, que se financiaron fundamentalmente a través de la emisión de valores de deuda pública, mostraron capacidad de financiación gracias al crecimiento de la recaudación impositiva derivada de la mayor actividad.

Con la llegada de la crisis se observó un ajuste de la necesidad de financiación de la economía derivado, sobre todo, del recorte de la inversión y una pérdida de dinamismo en las operaciones financieras. Entre 2008 y 2012 **tanto hogares como empresas pasaron a mostrar capacidad de financiación que destinaron, en parte, a reducir los pasivos financieros** que había ido acumulando en la etapa de crecimiento, fundamentalmente con las instituciones financieras, iniciando así un proceso de desapalancamiento. En contraposición, el desplome de la actividad económica, y por tanto de la recaudación impositiva, llevó a **las administraciones públicas** a acumular un déficit importante que trataron de **financiar a través de la emisión de valores colocados, sobre todo, en las instituciones**

financieras residentes. Todo ello elevó las operaciones financieras del sector público. Además, la llegada de las ayudas para la recapitalización bancaria y la puesta en marcha de los mecanismos de liquidez para las administraciones territoriales supusieron un importante aumento de los pasivos financieros del sector público.

Ya en 2013, la economía española comenzó a registrar capacidad de financiación con el exterior, como resultado de una nueva caída de la tasa de inversión y a un aumento de la tasa de ahorro, que llegó del sector privado. Durante este año la economía española llevó a cabo **un proceso de venta de activos que empleó para reducir sus pasivos con el resto del mundo.** Esta capacidad de financiación se mantuvo en 2014. Además, **el retorno de la confianza en la economía española favoreció la llegada de recursos procedentes de la emisión de valores, sobre todo, de las administraciones públicas,** y de la participación de capital. Por su parte, tanto hogares como empresas volvieron a utilizar su capacidad de financiación para avanzar en su proceso de desapalancamiento con las instituciones financieras. Este proceso se plasmó en una reducción de los activos de las instituciones financieras que, por otro lado, vino acompañado de la devolución del rescate financiero y la menor demanda de financiación extraordinaria al Banco Central Europeo. En estos dos años el sector público redujo progresivamente su necesidad de financiación y aprovechó la relajación de las tensiones financieras para volver emitir valores de deuda pública, que colocaron fundamentalmente en el exterior.

En este contexto, a pesar del superávit por cuenta corriente alcanzado por la economía española en los últimos dos años, **la posición inversora internacional se volvió más deudora, debido al impacto negativo asociado a la valoración de los instrumentos financieros.** Por otro lado, la descomposición de la posición inversora por instrumentos financieros muestra cómo alrededor del 90% del saldo deudor de la economía española corresponde a instrumentos de deuda, incluida la apelación de las instituciones financieras a los recursos del Banco central europeo. No obstante, se observa un cierto desapalancamiento en los últimos años debido, fundamentalmente, a la devolución de la liquidez extraordinaria concedida por el BCE durante los años de la crisis.

Hacia adelante, la economía española debe evitar un deterioro del saldo con el resto del mundo como el que tuvo en la etapa de crecimiento. Como advierte la Comisión Europea (2015), pese a las mejoras observadas en la balanza por cuenta corriente, persisten los riesgos derivados del alto nivel de endeudamiento, tanto público como privado, y del mantenimiento del saldo deudor de la posición inversora internacional neta. En consecuencia, resulta imprescindible que continúe el proceso de desapalancamiento de la economía española. Así, **el reto reside en mejorar la capacidad de financiación mediante la recuperación del ahorro** y no a través de un recorte de la inversión. Para ello, será clave la recuperación del ahorro público en los próximos años

Bibliografía

European Commission (2015), "Macroeconomic imbalances. Country report –Spain 2015", Occasional Papers 216, June 2015.

García-Vaquero, V. y M. Mulino Ríos (2015), "Evolución reciente del crédito comercial de las empresas no financieras en España", Boletín Económico, enero 2015, Banco de España.

Schmitt-Grohé, S. y M. Uribe (2014), "International macroeconomics", Columbia University

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.