

# Financiación del déficit exterior

Subdirección General de Análisis, Estrategia y Evaluación\*

**La economía española vive un proceso intenso de captación de fondos del exterior en su coyuntura actual de notable crecimiento lo que se ha reflejado en una entrada de pasivos exteriores. Todo ello debe entenderse en un contexto de bajos tipos de interés y apreciación del euro dentro de un proceso de creciente globalización financiera. El análisis describe el proceso reciente de captación de flujos del exterior atendiendo a su naturaleza.**

**Palabras clave:** balanza de pagos, balanza por cuenta corriente, instituciones financieras monetarias, instituciones financieras no monetarias.

**Clasificación JEL:** G30, H62.

## 1. Introducción

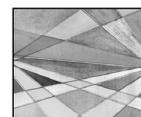
La balanza de pagos es aquel documento que registra de manera contable y sistemática las transacciones comerciales y financieras entre los residentes de un país y el resto del mundo durante un periodo de tiempo, normalmente un ejercicio anual. La importancia de este registro para la formulación de la política económica de los países se ha elevado en los últimos años debido al creciente peso de las operaciones con el exterior, tanto en su vertiente comercial como financiera, dentro del proceso de globalización que vive la economía mundial.

En particular, la balanza de pagos es un instrumento de innegable poder explicativo para analizar el momento coyuntural que vive la economía española y para comprender ciertos rasgos estructurales.

España ha presentado en los últimos años un déficit creciente en la cuenta corriente hasta situarse éste en 2006 en el 8,6 por 100 de su producto interior bruto (PIB). El saldo de la cuenta corriente se halla a través de la suma de los saldos de las balanzas de mercancías, servicios, rentas y transferencias corrientes y su déficit para la economía española se asocia al dinamismo del gasto.

Parte de ese déficit corriente queda compensado por el superávit en la cuenta de capital, muy ligado a las transferencias de capital procedentes de la Unión Europea (UE) dentro de su Política de Desarrollo Regional. No obstante, esas transferencias de capital han venido reduciéndose en los últimos años hasta significar un 0,6 por 100 del PIB en 2006.

De este modo, la suma de los saldos de la cuenta corriente y de la cuenta de capital (-8,6 por 100 y 0,6 por 100 respectivamente para el caso español) permite obtener la capacidad (si el resultado es



EN PORTADA

\* Este artículo ha sido elaborado por Pedro Hinojo González, Técnico Comercial y Economista del Estado.

positivo) o necesidad de financiación (si el resultado es negativo). En el caso español la necesidad de financiación ha crecido en los últimos años por el deterioro del déficit corriente (y en menor medida por la menor aportación positiva de la cuenta de capital) hasta alcanzar en 2006 el 8,0 por 100 del PIB. Es decir, España tiene unas necesidades corrientes (8,6 por 100 de su PIB) asociadas a su dinamismo inversor que el ahorro interno no puede cubrir por lo que debe captar financiación externa. Una pequeña parte de esa financiación (0,6 por 100 del PIB) se cubre mediante transferencias de capital pero el resto (8,0 por 100) debe ser financiado mediante la acumulación neta de pasivos frente a no residentes. De esta forma, España presenta un superávit en la cuenta financiera, obtenida como la diferencia entre la variación neta de pasivos (VNP) y la de variación neta de activos (VNA), de 81.471 millones de euros, un 8,3 por 100 del PIB (1).

Esta necesidad de financiación ha intensificado el saldo deudor de la posición de inversión internacional (PII), que mide la diferencia entre el *stock* (2) acumulado de activos y pasivos exteriores, hasta el 57,6 por 100 del PIB.

Este artículo comenzará examinando la evolución reciente de este desequilibrio ex-

terno y sus causas explicativas. Posteriormente, el tercer punto versará sobre la financiación de la economía española, esto es, la forma de acumulación de pasivos frente a no residentes. Se estudiarán los instrumentos utilizados, destacando el recurso a la inversión de cartera en detrimento de otras formas de financiación, y los agentes involucrados, con un protagonismo total del sector privado. El cuarto apartado describirá cómo han afectado esos flujos de financiación externa al *stock* de activos y pasivos, esto es, a la posición de inversión internacional. Finalmente, el último capítulo trazará una conclusión que incluya una valoración sobre el déficit exterior y su forma de financiación.

## 2. Evolución reciente del déficit exterior español: causas e interpretación

El déficit por cuenta corriente y la necesidad de financiación de la economía española han crecido en los últimos años en un contexto de apreciación de la moneda nacional (el euro) y de bajos tipos de interés. Estas circunstancias son dos novedades para la economía española que permiten obtener un mayor volumen de financiación a un coste inferior al de otros contextos pasados.

El tamaño de los desequilibrios externos ha aumentado notablemente en la economía mundial, dado que en el actual contexto de globalización es más fácil y rentable beneficiarse del recurso al ahorro y a la inversión externos. De esta forma, muchos países presentan un déficit corriente similar e incluso superior al español, tal y como muestra el Cuadro 1.

En primer lugar, destacan países como Australia, Nueva Zelanda y, especialmente, Estados Unidos, que han sido tradicionalmente deudores y han aumentado dicho



EN PORTADA

(1) El desajuste entre la cuenta financiera (8,3 por 100 del PIB) y la necesidad de financiación (un 8,0 por 100 del PIB) está explicado por la rúbrica de errores y omisiones (del 0,3 por 100 del PIB), que manifiesta la dificultad de registrar todas esas transacciones comerciales y financieras dado el elevado y creciente volumen de las mismas en un mundo globalizado. A ello hay que añadir una particularidad para el caso español, pues las transacciones comerciales intracomunitarias no reciben ningún control físico (con la consiguiente pérdida de información) debido a la libre circulación de mercancías y se contabilizan mediante encuestas.

(2) Mientras la cuenta financiera mide el flujo de activos y pasivos en un determinado periodo de tiempo (un mes, un trimestre o, normalmente, un año), la posición de inversión internacional mide el *stock* de activos y pasivos mantenidos frente al exterior en un determinado momento, resultado de la acumulación de activos y pasivos a lo largo del tiempo pero también de cambios en sus precios o en el tipo de cambio.

CUADRO 1  
DÉFICIT POR CUENTA CORRIENTE EN 2006  
Datos en porcentajes del PIB)

Estados Unidos .....	-6,5	Portugal .....	-9,4	Letonia.....	-21,3	Bulgaria .....	-15,9
Australia.....	-5,4	Grecia .....	-9,6	Estonia.....	-14,8	Rumanía.....	-10,3
Nueva Zelanda.....	-8,8	España .....	-8,6	Lituania.....	-12,2	Hungría.....	- 5,8

Fuente: OCDE, FMI y EUROSTAT

signo deficitario incentivados por unas condiciones más laxas de financiación. Por otro lado, hallamos países mediterráneos como Grecia, Portugal o España, cuyo desequilibrio también ha aumentado con la entrada en la zona euro y el acceso a una financiación más barata, no sólo por el menor tipo de interés, sino también por gozar de una moneda fuerte y creíble con tendencia apreciatoria. España une como activo el estado saludable de sus cuentas públicas (3), que permite reforzar la credibilidad de su situación económica y al mismo tiempo compensar la notable necesidad de financiación que presenta el sector privado.

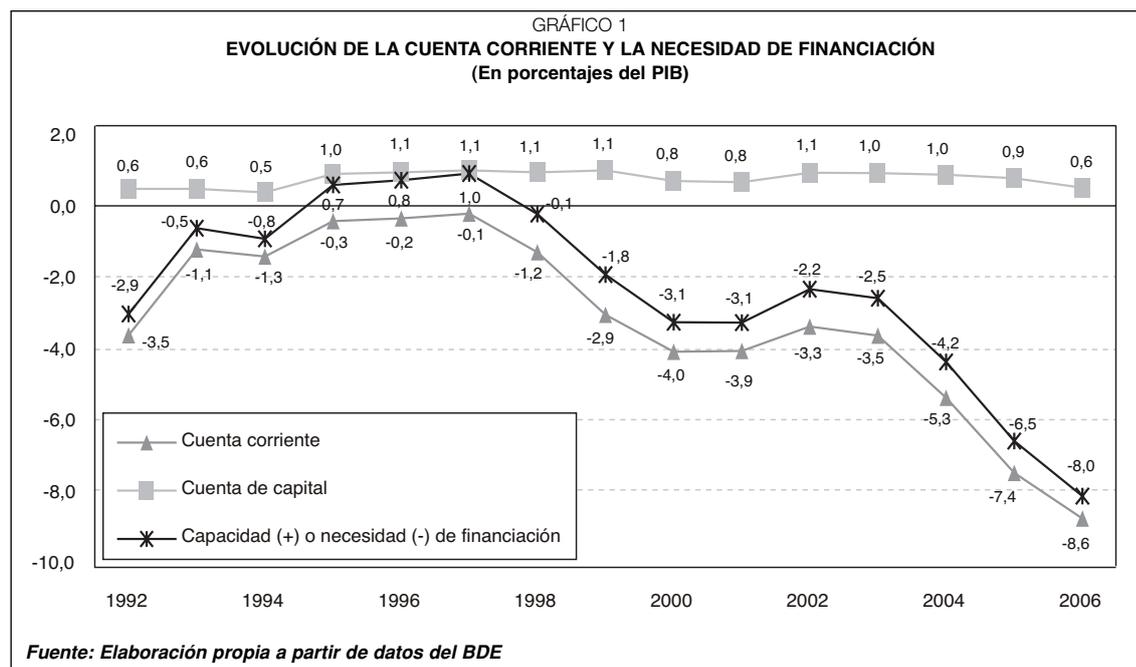
(3) La denominada «doctrina Lawson» (en honor a este Ministro de Economía británico) llega a considerar irrelevante el déficit por cuenta corriente si éste se debe a las decisiones del sector privado, esto es, si existe un equilibrio o superávit en las cuentas públicas.

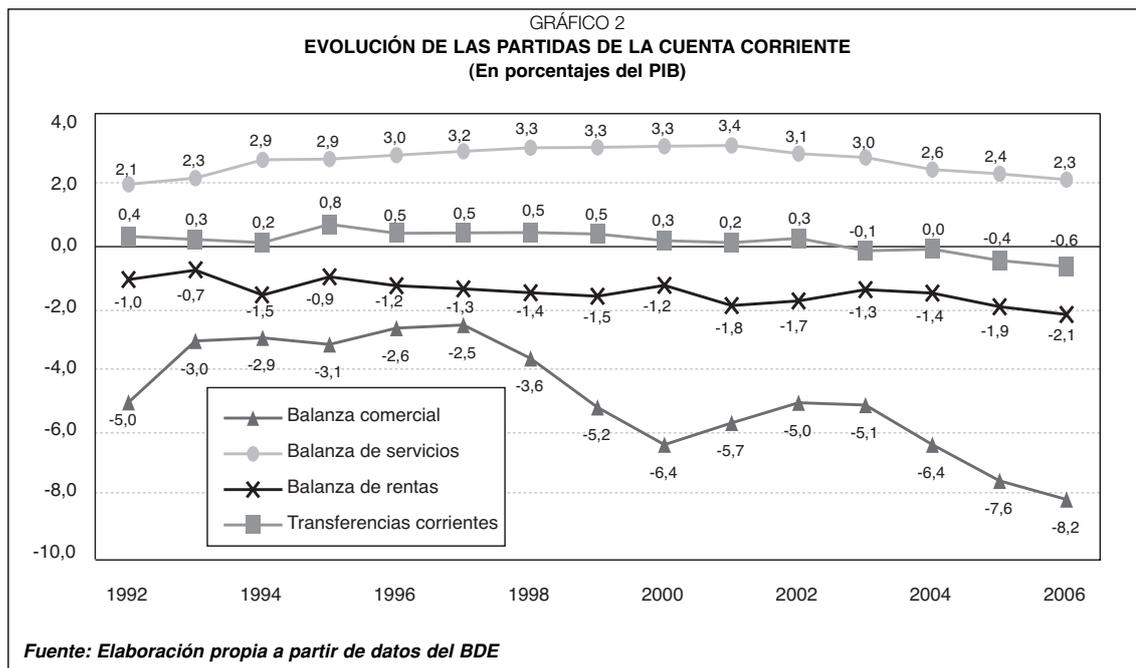
Por último, encontramos países de reciente incorporación a la Unión Europea donde se aprecia claramente la lógica intertemporal de los desequilibrios externos. Es decir, estas economías con un cierto diferencial de desarrollo con la UE apelan a las importaciones y a la inversión extranjera para lograr la convergencia, lo que supone un recurso inicial al endeudamiento. Esta lógica de *catching-up* en búsqueda de alcanzar un nivel de renta per cápita similar al de la UE se puede aplicar también al caso español, aunque en menor medida, dado el mayor nivel de desarrollo de partida de España respecto a los países bálticos, Hungría, Bulgaria o Rumanía.

El Gráfico 1 permite apreciar el deterioro de la cuenta corriente. Ello, unido al leve descenso del superávit en la cuenta de



EN PORTADA





capital, agudiza la necesidad de financiación.

El Gráfico 2 se centra de manera específica en las causas del déficit en la cuenta corriente a través de los saldos de sus cuatro partidas (bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes).

La balanza comercial es la rúbrica que explica en mayor medida el deterioro de la cuenta corriente. Esto es producto del dinamismo importador de la economía española dentro de un contexto de elevado crecimiento.

Por su parte, la balanza de servicios ha moderado su superávit por los mayores pagos por turismo (que reducen el amplio saldo positivo de esta rúbrica aunque los ingresos por turismo siguen creciendo a buen ritmo). Las transferencias corrientes han pasado de un signo superavitario a otro deficitario por las remesas que los inmigrantes residentes en España envían a sus países de origen.

Las causas del deterioro en la balanza de rentas son especialmente relevantes, dado que están relacionadas con la financiación de la economía española,

que es el principal objeto de estudio del artículo. Es decir, el déficit de rentas (fundamentalmente rentas de inversión, dado que las rentas de trabajo son poco significativas) se concentra en los últimos cinco años debido a la mayor acumulación de pasivos exteriores (reflejada en el aumento del signo deudor de la posición de inversión internacional), que propicia un mayor pago de intereses al exterior. El Gráfico 3 muestra cómo el déficit en la balanza de rentas ha aumentado paralelamente al deterioro de la posición de inversión internacional.

De esta manera, queda expuesta una primera visión sobre las causas del déficit exterior español. Todos estos factores que explican la evolución de las cuatro rúbricas de la cuenta corriente reflejan el dinamismo de la economía española. Como muestra el Gráfico 4 la tasa de inversión ha ido aumentando en relación a la tasa de ahorro nacional, debiendo recurrir a la financiación externa. No obstante, la tasa de ahorro española es estable y relativamente elevada dentro de los países de su entorno económico por

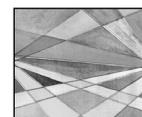
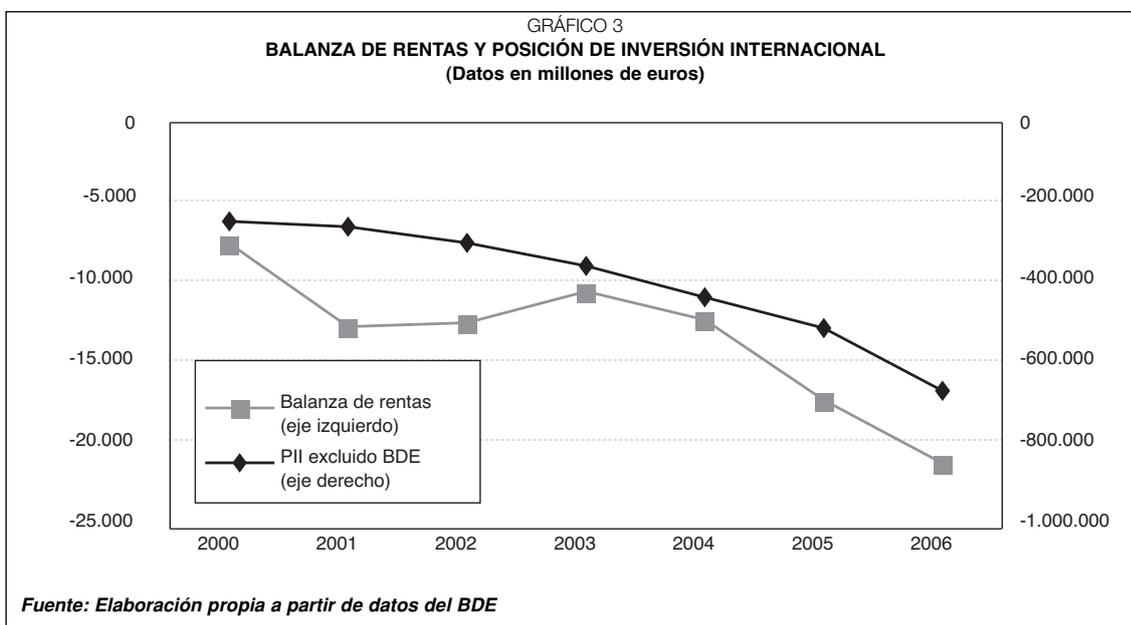


EN PORTADA

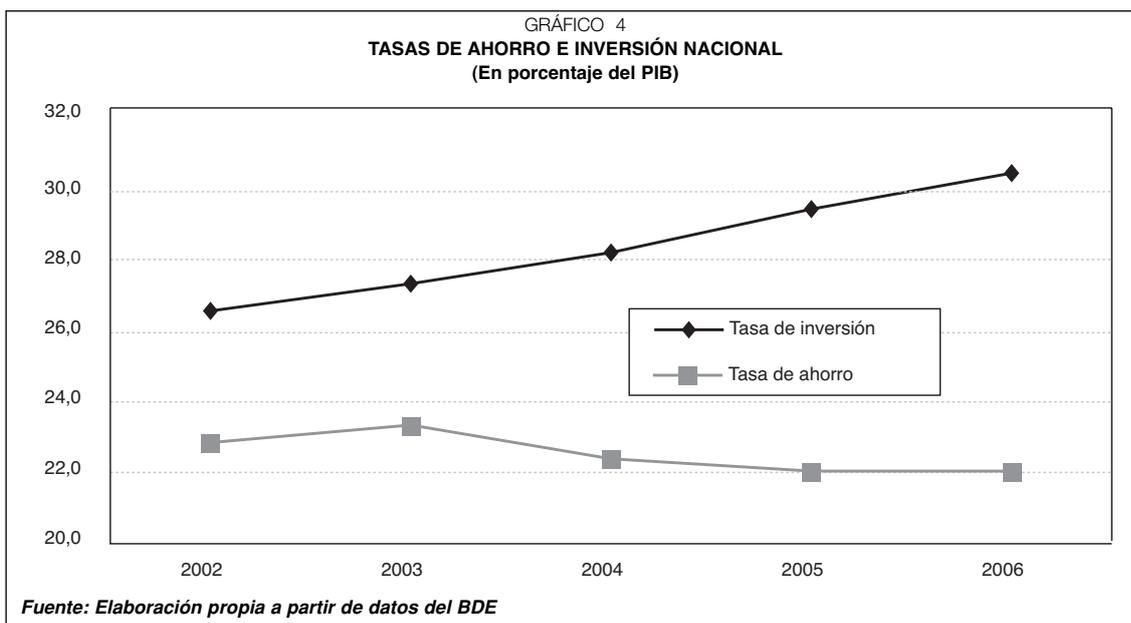
lo que la necesidad de financiación se debe al dinamismo inversor y no a una insuficiencia de ahorro.

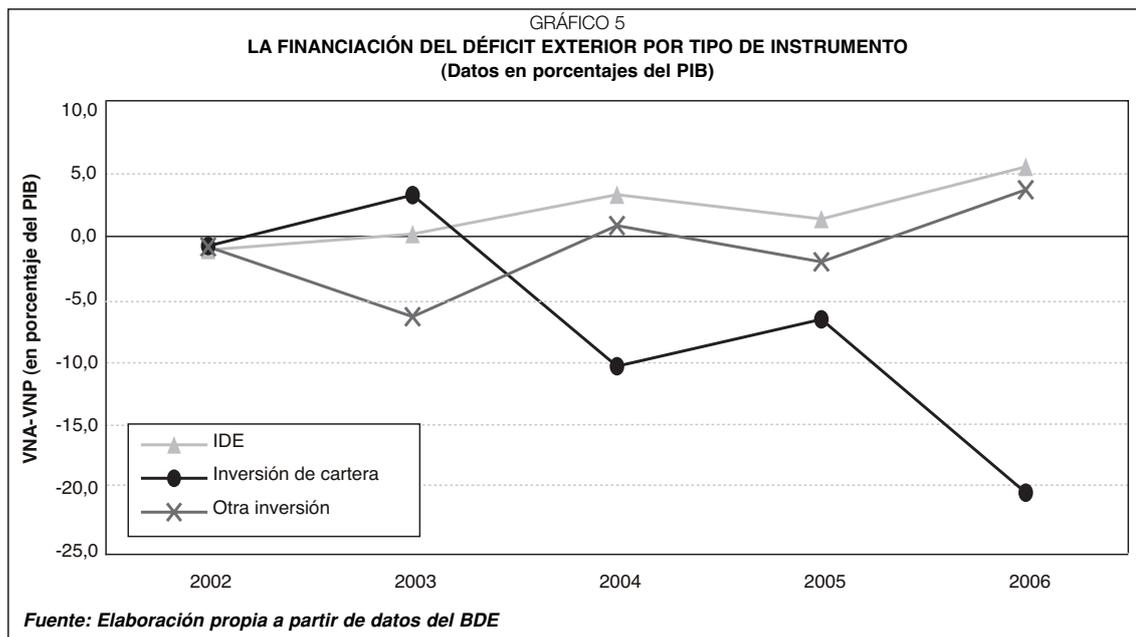
En definitiva, hasta el momento sólo se ha abordado en este artículo una visión del desequilibrio exterior por el lado de los factores reales de demanda que explican esa elevada tasa de inversión y provocan un déficit corriente. Sin embargo, aparte de comentar las razones por las que los agentes

españoles desean la captación de fondos externos, es necesario comprender por qué los no residentes están dispuestos a prestar esos recursos y de qué forma lo hacen (en qué instrumentos y a qué sectores institucionales). Estas circunstancias, que analizaremos a continuación, resultan también claves para comprender por qué se permite a la economía española captar un volumen elevado de financiación del exterior.



EN PORTADA





### 3. La financiación de la economía española

En este apartado se va a detallar qué agentes han recurrido de manera más intensa a la financiación externa y qué mecanismos han utilizado. Los últimos cinco años, que constituyen un apropiado marco temporal de análisis dado el notable volumen de fondos captados del exterior, han aportado dos cambios cualitativos.

El primero de ellos es el recurso casi exclusivo a la inversión en cartera como forma de financiación del déficit por cuenta corriente, reemplazando a otras formas de financiación más habituales en el pasado, como la otra inversión o la inversión directa extranjera (IDE). El segundo es el protagonismo del sector privado en la apelación al ahorro externo, ya sea a través de las instituciones financieras monetarias (IFM) o de los otros sectores residentes (OSR, que comprenden a las instituciones financieras no monetarias, las empresas y los hogares e instituciones sin fin de lucro), dado que las Administraciones Públicas (AAPP) han presentado capacidad de financiación en los últimos ejercicios. A continuación se proce-

derá al estudio de estos dos cambios de manera separada, si bien ambos fenómenos están relacionados en cierta medida.

#### 3.1. La financiación de la economía española por instrumentos

A la hora de abordar el estudio del desequilibrio corriente de una economía resulta tan importante estudiar su tamaño y sus causas como la forma de financiarlo. A este último aspecto se refiere el Gráfico 5.

En 2002 la necesidad de financiación de la economía se cubría por igual entre las tres fuentes de financiación: IDE, inversión en cartera y otra inversión. En cambio, en 2006 las entradas netas de pasivos menos las salidas netas de activos de inversión en cartera alcanzan el 20,2 por 100 del PIB (4). Por ello, tanto en IDE como en otra inversión España emite más activos netos de los pasivos netos que recibe.

(4) Esta cifra de 2006 se explica tanto por un aumento notable de la acumulación neta de pasivos como por una variación neta de activos negativa, es decir, en este caso el endeudamiento se plasma no sólo en asunción de pasivos sino también en cancelación de activos.



EN PORTADA

En este punto conviene aclarar las diferencias entre las tres formas de financiación del déficit. La inversión directa incluye las acciones y otras formas de participación en empresas que superen el 10 por 100 del capital, aparte de la reinversión de beneficios, la financiación entre empresas relacionadas (salvo si éstas son IFM, en cuyo caso se contabiliza dentro de la otra inversión) y la inversión en inmuebles. En el Gráfico 5 apreciamos como la inversión en activos de IDE de España supera la recepción de pasivos en esta rúbrica. Es decir, España se ha convertido en emisor neto de IDE y ello hace que satisfaga su necesidad de financiación por otra vía.

Actualmente esta vía es la inversión en cartera, que se desagrega en acciones (con una participación en el capital de la empresa inferior al 10 por 100), bonos y obligaciones (normalmente a largo plazo) y, por último, instrumentos del mercado monetario (a corto plazo). Las entradas de pasivos por inversión de cartera se han acelerado desde 2004 y más adelante se tratará de esclarecer las causas.

Por último, la otra inversión incluye esencialmente préstamos y depósitos,

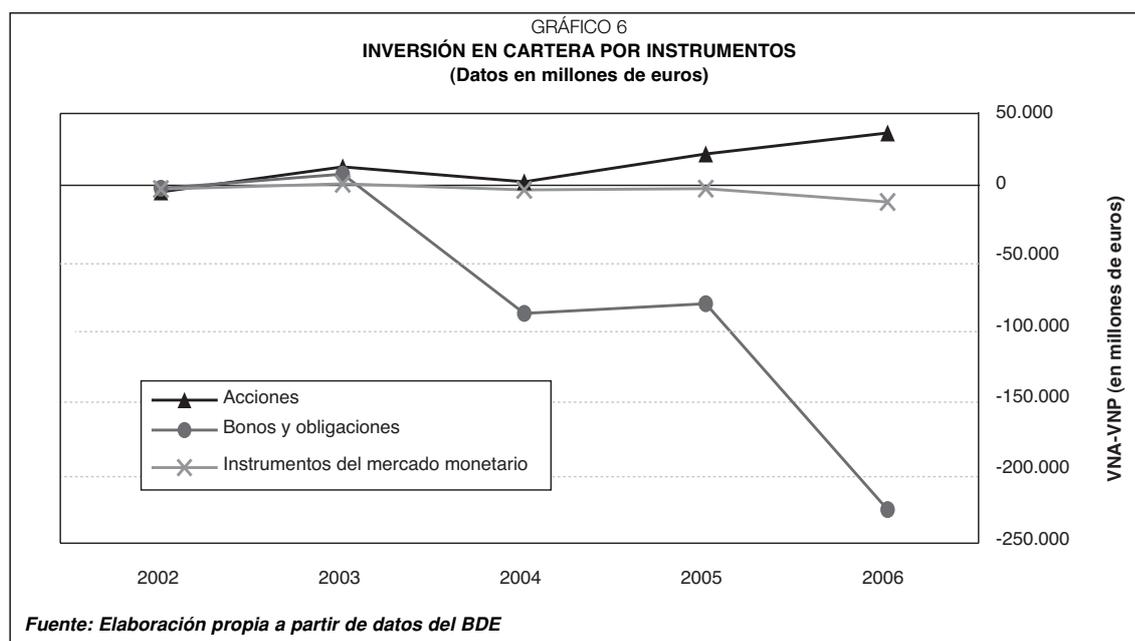
aunque no la financiación entre empresas relacionadas, salvo que se trate de IFM. España ha dejado paulatinamente de captar pasivos por esta forma de financiación del déficit, que fue habitual en el pasado, para pasar a ser en 2006 prestamista neto en esta partida.

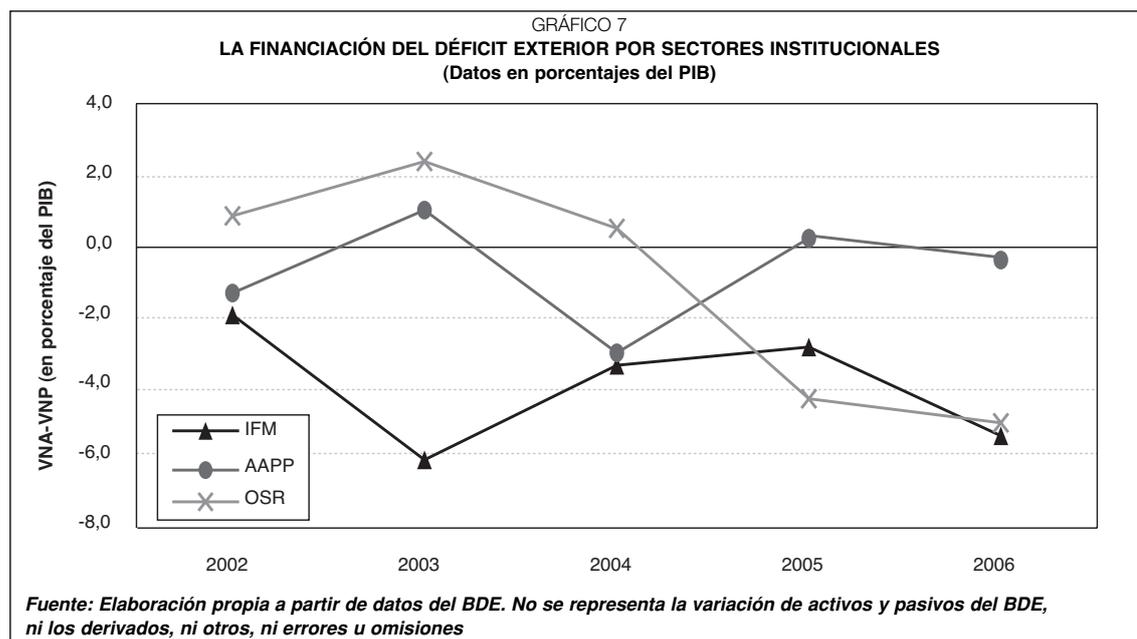
Dado que los pasivos de inversión en cartera se han convertido en la forma fundamental de satisfacer la necesidad de financiación, es aconsejable una mayor desagregación. El Gráfico 6 muestra cómo la captación de pasivos se produce especialmente a través de bonos y obligaciones. Ello es debido, en parte, al fenómeno de la titulización, consistente en la transformación de un activo subyacente no negociable en un título negociable.

Resulta paradójico que teniendo una amplia necesidad de financiación, satisfecha sobre todo con inversión de cartera, España sea emisor neto de acciones no sólo dentro de la IDE sino también dentro de la inversión en cartera, tal y como muestra el Gráfico 6. Es decir, las acciones y la IDE no están siendo una forma de financiación de la economía española sino que son las empresas nacionales las que utilizan estas ví-



EN PORTADA





as para invertir en sus activos exteriores, afianzando su expansión internacional. La posesión de este tipo de activos exteriores permite a las empresas aumentar su calidad crediticia y mejorar sus condiciones de endeudamiento a través de ciertos pasivos.

Por último, los instrumentos del mercado monetario, con un carácter de corto plazo, tienen poco peso aunque se haya producido un incremento de los pasivos en 2006.

De cualquier manera, para entender mejor todo lo comentado hasta ahora en este apartado sobre los instrumentos de financiación de la economía española y, en particular, todo lo respectivo a la influencia de la titulización, es preciso efectuar una desagregación por agentes como la que se hace en el siguiente capítulo.

### 3.2. El recurso de los agentes españoles a la financiación externa

La desagregación de la necesidad de financiación por sectores institucionales también resulta clave para comprender de

forma íntegra la situación actual respecto del exterior. El Gráfico 7 muestra el protagonismo del sector privado en la actualidad, pues a las instituciones financieras monetarias, habituales captadoras de fondos, se han unido más recientemente los otros sectores residentes, que han pasado de tener capacidad de financiación a demandarla desde 2005. Mientras, las Administraciones Públicas han presentado últimamente una inversión neta en activos superior a la entrada neta de pasivos, aprovechándose sobre todo del superávit fiscal en los últimos dos ejercicios. En 2006, por ejemplo, las entradas netas de pasivos menos las salidas netas de activos suponen en torno al 4 por 100 del PIB tanto para IFM como para OSR, mientras que las Administraciones Públicas han acumulado tantos pasivos como activos.

Dado que la inversión en cartera es la forma a través de la cual la economía española ha satisfecho su necesidad de financiación, resulta obvio que las IFM y los OSR han sido los principales sectores institucionales en recurrir a ella. El Gráfico 8 representa esta realidad, destacando el

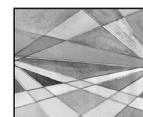
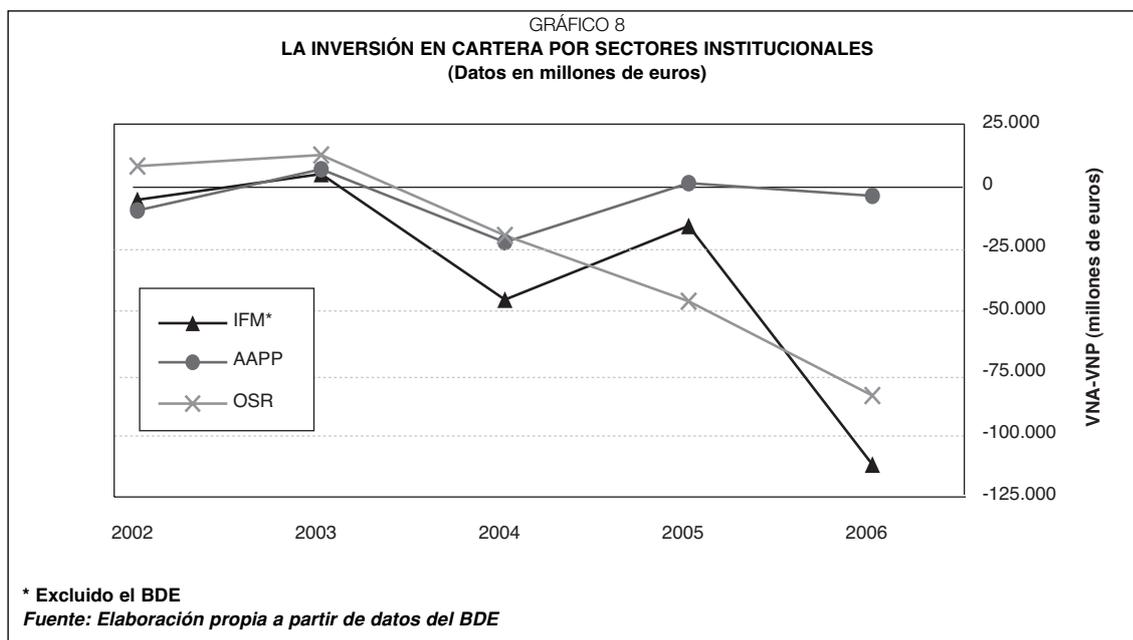


EN PORTADA

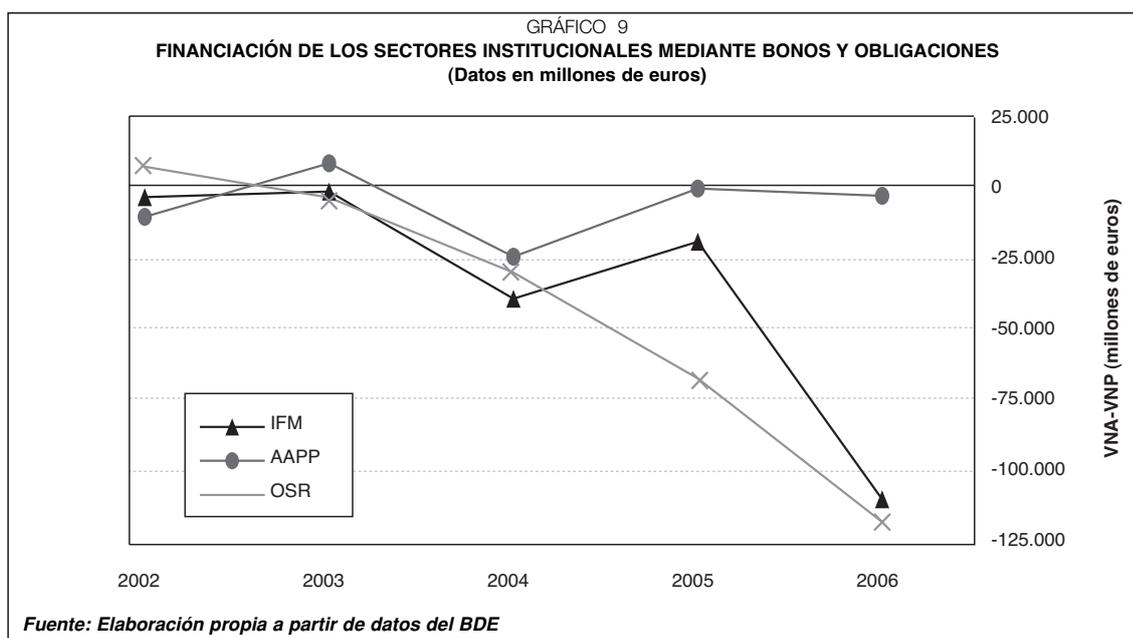
intenso recurso a fondos externos a través de inversión en cartera desde 2004.

Dentro de la inversión en cartera, ya se ha comentado que los bonos y obligaciones constituyen los principales instrumentos de financiación frente al exterior, por lo que de nuevo resulta relevante la desagregación por agentes que nos propone el Gráfico 9. Tradicionalmente, las AAPP eran las principales emisoras de pasivos en

forma de bonos y obligaciones, si bien la coyuntura de superávit presupuestario ha permitido reducir esa vía de endeudamiento. Desde 2004 son las instituciones financieras monetarias y los otros sectores residentes los que se benefician de estos instrumentos para la captación de fondos, especialmente gracias al conocido fenómeno de la titulización de activos, que procedemos a analizar en detalle.



EN PORTADA



Como ya se ha comentado, la titulización consiste en la emisión de títulos vinculados a un activo subyacente. Normalmente, se toman como referencia activos líquidos, constituyendo las hipotecas el ejemplo más claro, que actúan como colateral para así poder emitir pasivos líquidos a un coste moderado.

La emisión de bonos y obligaciones de las IFM se ha producido sobre todo a través de las denominadas «cédulas hipotecarias», que son títulos con la garantía de un crédito hipotecario.

Por su parte, los OSR, tal y como muestra el Gráfico 9, han llevado a cabo un proceso de captación de recursos mediante bonos y obligaciones incluso más intenso que el de las IFM. Dentro de los OSR los agentes más activos han sido las instituciones financieras no monetarias, en algunos casos filiales de IFM. El instrumento más habitual para estos agentes son los bonos de titulización, donde la entidad (llamada originador) emite unos títulos garantizados por un activo (en la mayor parte de los casos un crédito hipotecario aunque también los créditos a Pymes pueden actuar como activos subyacentes). En este caso, sí se transfiere la posibilidad de impago de dicho activo al tenedor del título, por lo que se diversifica el riesgo repartiéndose entre residentes y no residentes.

En definitiva, se ha comprobado en este punto el patrón actual de captación de fondos de la economía española, con un predominio de la inversión en cartera y, dentro de la misma, de los bonos y obligaciones. Los agentes demandantes son las instituciones financieras monetarias y los otros sectores residentes, que utilizan las ventajas de un fenómeno como la titulización para obtener la suficiente liquidez a la hora de mantener el dinamismo inversor. Este hecho responde a la concepción intertemporal de la financiación, pues es

lógico recurrir a fondos externos en un momento expansivo para así aumentar la dotación de capital, incidir positivamente en la productividad y devolver esos fondos recibidos más sus intereses pertinentes más adelante.

En todo caso, aparte de revisar los flujos de entrada y salida de activos y pasivos, disponibles en la cuenta financiera de la balanza de pagos, es aconsejable repasar los datos sobre el *stock* de pasivos y activos acumulados. A ello se procederá en el siguiente apartado mediante los datos de la posición de inversión internacional.

#### 4. La posición de inversión internacional

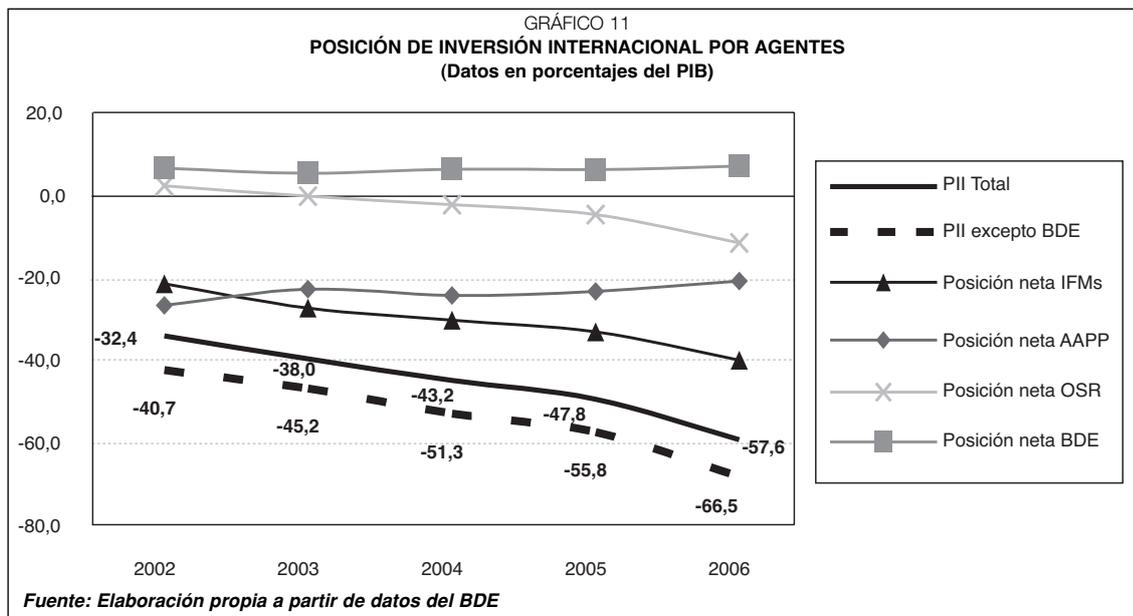
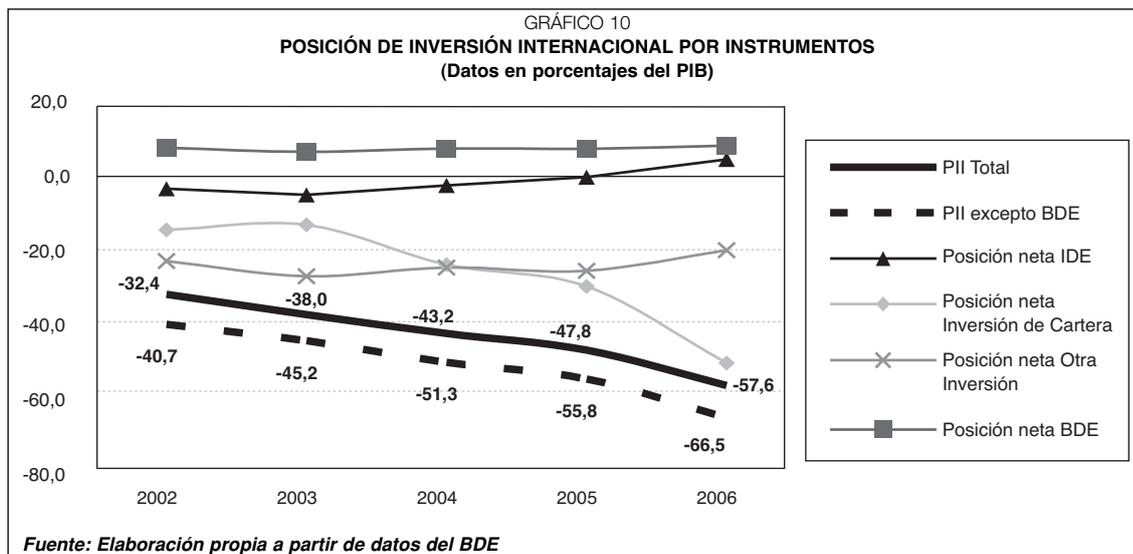
La necesidad de financiación que ha presentado la economía española en los últimos años se traduce en un superávit en la cuenta financiera, esto es, un flujo de entrada neta de pasivos exteriores superior a la acumulación de activos. Ello acarrea un empeoramiento de la posición de inversión internacional, que no mide los flujos anuales (como hace la cuenta financiera) sino el *stock* acumulado de activos y pasivos. No obstante, la posición de inversión internacional no sólo varía por las necesidades de financiación sino también por el cambio en los precios de activos y pasivos y por las alteraciones del tipo de cambio.

Actualmente el saldo deudor de la posición de inversión internacional alcanza el 57,6 por 100 del PIB, un 66,5 por 100 si excluimos a la autoridad monetaria. España se sitúa de esta manera en unos baremos similares a los de otros países como Australia, Nueva Zelanda, Grecia o Portugal.

El Gráfico 10 nos permite también observar como la forma de financiarse de la economía española en los últimos años ha transformado su estructura de activos



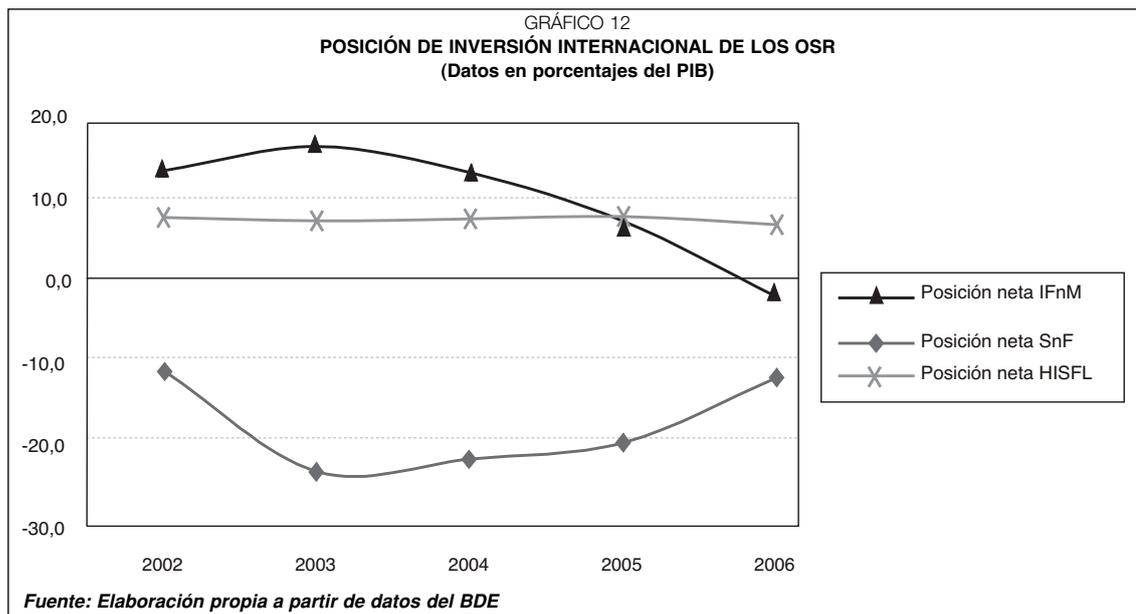
EN PORTADA



EN PORTADA

y pasivos exteriores. El deterioro de la posición de inversión internacional se explica por la acumulación neta de pasivos en inversión de cartera, pues España ha pasado a tener saldo acreedor en IDE (sus activos exteriores superan a sus pasivos frente a no residentes) y su saldo deudor en otra inversión ha mejorado. Esa acumulación de deuda en cartera se ha traducido, como ya se ha comentado a lo largo del artículo, en la emisión de bonos y obligaciones para que sean adquiridos por no residentes.

Por su parte, el Gráfico 11 permite observar cómo la dinámica de los últimos años de acumulación de pasivos y activos por parte de los agentes ha afectado a sus niveles de endeudamiento presente. Obviamente se ha producido una mejoría del saldo deudor de las AAPP, esencialmente por su menor acumulación de pasivos dado que su tenencia de activos aún es muy pequeña. Mientras, las IFM han ampliado notablemente su saldo deficitario y los OSR han pasado de una posición deudora a otra acreedora.



Finalmente, parece procedente una mayor desagregación dentro de los otros sectores residentes (OSR), pues incluyen distintos grupos de agentes como las instituciones financieras no monetarias (IFnM), las sociedades no financieras (SnF) y los hogares e instituciones sin fin de lucro (HISFL). El Gráfico 12 muestra cómo ese cambio en la posición de los OSR desde un saldo acreedor a otro deudor se explica esencialmente por el deterioro en la posición neta de las instituciones financieras no monetarias, pese a que el saldo deudor de las sociedades no financieras mejora y la posición acreedora de hogares e instituciones sin fin de lucro permanece estable.

En esta dinámica por agentes influye la forma de captación de fondos que ha presentado la economía española en los últimos años. Efectivamente, las instituciones financieras no monetarias han recurrido a la emisión de bonos y obligaciones (fundamentalmente bonos de titulización), lo que ha deteriorado su saldo. Por su parte, las empresas no financieras han mejorado su saldo pues han acumulado más activos que pasivos, sobre todo en forma de acciones.

## 5. Conclusiones

La economía española viene presentando un déficit exterior coincidiendo con el periodo de apreciación del euro y de bajos tipos de interés. Ambas realidades son indisolubles en el sentido de que en el pasado no se podían concebir semejantes desequilibrios pues los agentes privados anticipaban una devaluación de la moneda y/o una elevación de los tipos de interés, endureciéndose las condiciones de financiación. Actualmente, España es un prestatario de gran calidad porque se enfrenta a un tipo interés bajo y dispone de una moneda fuerte como el euro (sin riesgos de depreciación brusca), aparte de presentar unas cuentas públicas saneadas.

Un saldo negativo de la cuenta corriente se halla dentro de los parámetros que presentan economías con un nivel de desarrollo parejo al de la economía española (como Australia o Nueva Zelanda). En resumen, el tamaño de los desequilibrios permitidos a los países aumenta en un contexto de globalización económica y financiera donde los fenómenos de innovación financiera (como la titulización) per-



EN PORTADA

miten movilizar un mayor volumen de fondos a un menor coste.

No obstante, el hecho de que el volumen del déficit corriente no sea un problema en sí mismo no implica que sus causas no deban estudiarse y atajarse en la medida de lo posible, solucionando ciertos problemas de competitividad y aumentando el dinamismo exportador de bienes y servicios.

En cualquier caso, al ostentar el sector público capacidad de financiación, el déficit corriente obedece única y exclusivamente a las decisiones del sector privado. Es decir, se trata de agentes que, utilizando con racionalidad la óptica ahorro-inversión, recurren a los fondos que les ofrecen agentes no residentes también racionales, que esperan recuperar el capital prestado más unos intereses. Por tanto, el hecho de que la economía española reciba un gran volumen de capital extranjero no sólo indica que lo necesita para financiar su dinamismo inversor sino también demuestra que los prestamistas confían en la solvencia de los agentes españoles.

Desde el punto de vista de la captación de ahorro externo, el instrumento fundamental ha sido la emisión de bonos y obligaciones por parte de instituciones financieras monetarias y otros sectores residentes (sobre todo instituciones financieras no monetarias). Esta emisión se ha hecho en muchos casos mediante titulización, es decir, con la garantía de otro activo, lo que permite obtener una gran liquidez a un coste asumible si hay confianza en el cobro de ese activo subyacente al cual se liga ese título emitido. Es decir, esa gran cantidad de bonos y obligaciones emitidos implica una elevada confianza de los no residentes en esos títulos y en el sistema crediticio español. De hecho, en ciertos instrumentos como los bonos de titulización (emitidos

normalmente por instituciones financieras no monetarias) el riesgo de ciertos activos se traslada directamente a no residentes.

Resulta sin duda llamativo que las fuentes habituales en el pasado en el proceso de captación de financiación externa, como otra inversión o IDE, se hayan sustituido por inversión de cartera. Ello es producto sin duda de las ventajas de ésta última en términos de coste y liquidez. Aparte, hay que tener en cuenta que el proceso de internacionalización de la empresa española se ha invertido mucho en activos de inversión directa en el exterior, lo que explica que España sea emisor neto de IDE.

En resumen, la economía española tiene un déficit exterior asociado a factores de demanda y de oferta. Entre los primeros, se halla la situación coyuntural de dinamismo inversor incentiva a captar financiación más allá de las fronteras nacionales. Es preciso recordar que el déficit corriente no se debe a una insuficiencia de ahorro sino al exceso de inversión. Así pues, España acomete mayoritariamente inversiones productivas (como muestra el peso creciente de la inversión en equipo) que inciden sobre la productividad y permitirán afrontar el coste de devolución de los pasivos.

Entre los factores de oferta, España aprovecha los fondos que los no residentes ponen a su disposición a un coste moderado debido a la confianza que generan, entre otros, la credibilidad del sistema financiero o la situación saneada de las cuentas públicas. Junto a este fenómeno de acumulación de pasivos, está un proceso de inversión en activos exteriores que es de menor intensidad por la situación actual de necesidad de financiación pero que demuestra la integración de España en el proceso de globalización económica y financiera.



EN PORTADA

## Bibliografía

- [1] BANCO DE ESPAÑA (2005): «Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España. Año 2005».
- [2] BANCO DE ESPAÑA (2006): «Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España. Año 2006».
- [3] BANCO DE ESPAÑA, Departamento de Balanza de Pagos de la Dirección General de Asuntos Internacionales (2005): «El stock de la inversión de cartera en España y la encuesta coordinada del FMI», *Boletín Económico del Banco de España*, junio 2005, pp. 131-147.
- [4] BLANCO, J. y DEL ROSAL, I. (2007): «La relevancia del déficit exterior: un enfoque agregado», *Cuadernos de Información Económica*, núm. 197, pp. 23-35, FUNCAS.
- [5] CABRERO, A., MAZA, L.A., y YANIZ, J. (2007): «Spain's external deficit: how is it financed?», *Economic analysis from the European Commission's Directorate-General for Economic and Financial Affairs*, Volume IV, Issue 7.
- [6] HEATH, A. (2007): «What explains the U.S. net income balance? *BIS Working Paper* n° 223.
- [7] HIGGINS, M., KLITGAARD, T., y TILLE, C. (2005): «The income implications of rising U.S. international liabilities», *Federal Reserve Bank of New York, Current issues in economics and finance*, vol. 11, n° 12.
- [8] MALO DE MOLINA, J. L. (2006): «La financiación del auge de la economía española», *Economistas*, n° 108, pp. 19-26.
- [9] MALO DE MOLINA, J. L. (2007): «Los principales rasgos y experiencias de la integración española en la UEM». *Documentos ocasionales*, n° 0701. Banco de España.
- [10] MAZA, L. A., y DEL RÍO, A. (2006): «La financiación del déficit exterior de la economía española», *Boletín Económico del Banco de España*, marzo 2006, pp. 73-84.



EN PORTADA