

LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL (PII) DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA: TENDENCIAS, ANÁLISIS Y EVALUACIÓN

Oscar Arce

Director General Adjunto de Economía e Investigación

DG de Economía y Estadística

I Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF de la Economía Española

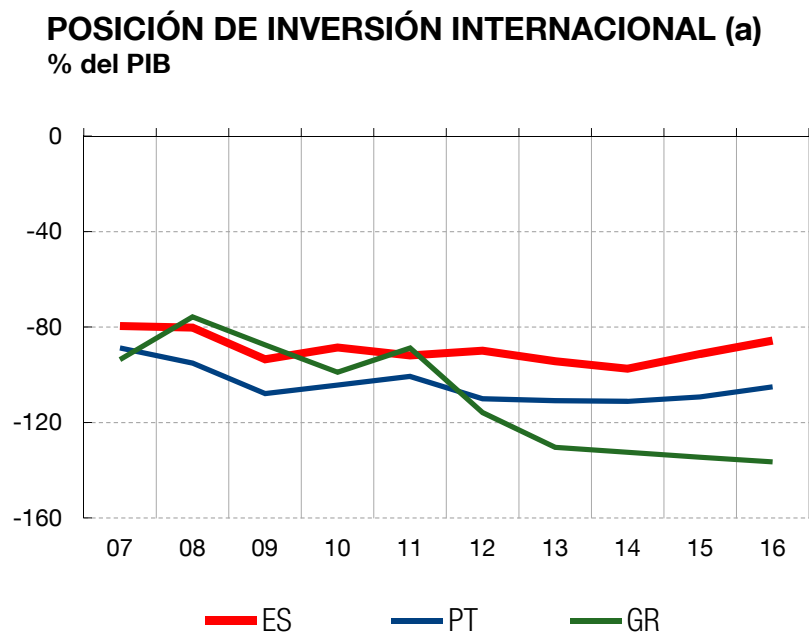
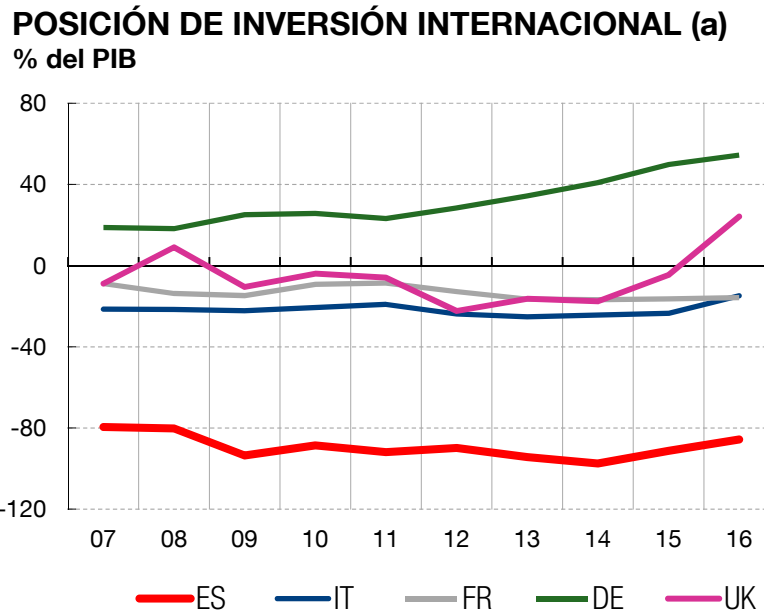
8 junio de 2017, Banco de España

Hoja de ruta

- **La evolución histórica de la posición de inversión internacional (PII)**
 - ¿cómo se llega a la situación actual?
- **PII y vulnerabilidad financiera:**
 - ¿cómo se está reflejando la recuperación económica en la PII y en el grado de vulnerabilidad que representa para la economía española?
- **Perspectivas y retos futuros**
 - ¿qué tipo de ajuste externo cabe esperar a futuro?
- **Reflexiones finales y cuestiones para la discusión**

La economía española presenta una elevada posición deudora internacional ...

La PIIN deudora es muy superior a la de otras economías comparables de la UEM (FR, IT).



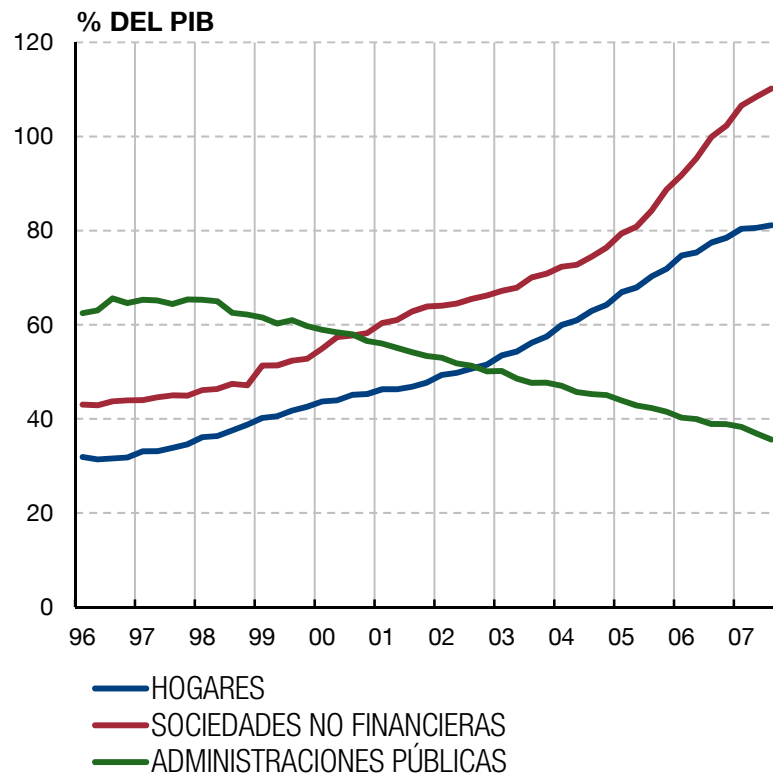
FUENTE: FMI, Banco Mundial, OCDE, BIS y fuentes nacionales.

a. ES: España; DE: Alemania; FR: Francia; IT: Italia; PT: Portugal; GR: Grecia; UK: Reino Unido.

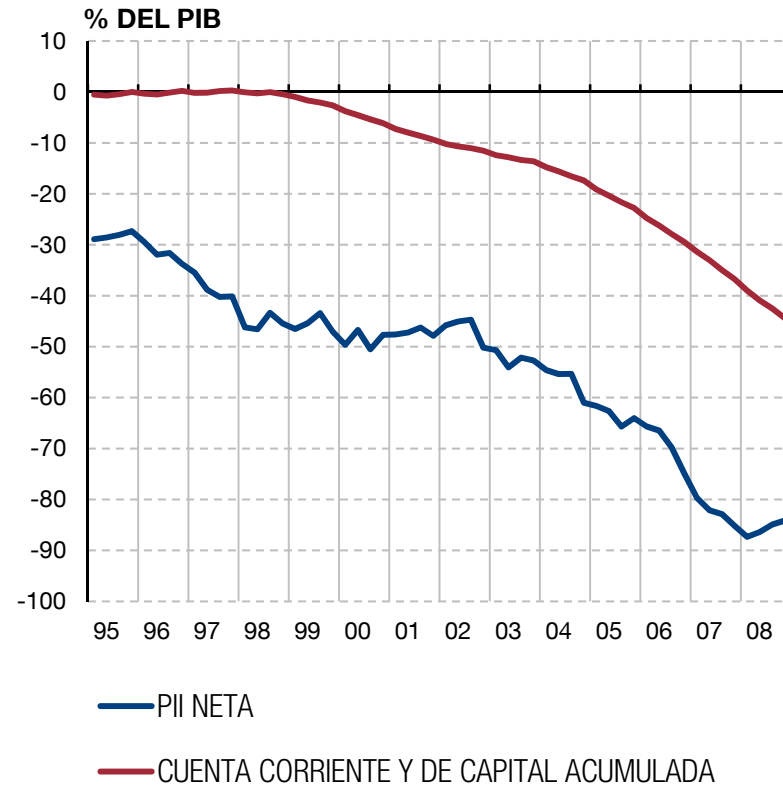
...que es el resultado del sobreendeudamiento privado anterior a la crisis...

El fuerte endeudamiento privado se reflejó entonces en déficits por cuenta corriente muy persistentes y cuantiosos.

RATIOS DE ENDUDAMIENTO



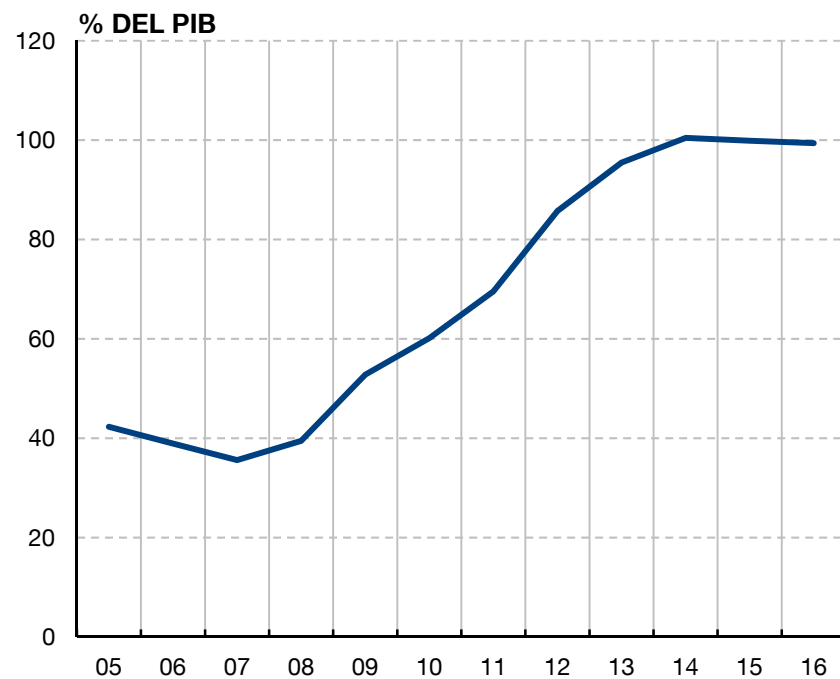
PII Y NECESIDAD/CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN



FUENTE: Banco de España, INE

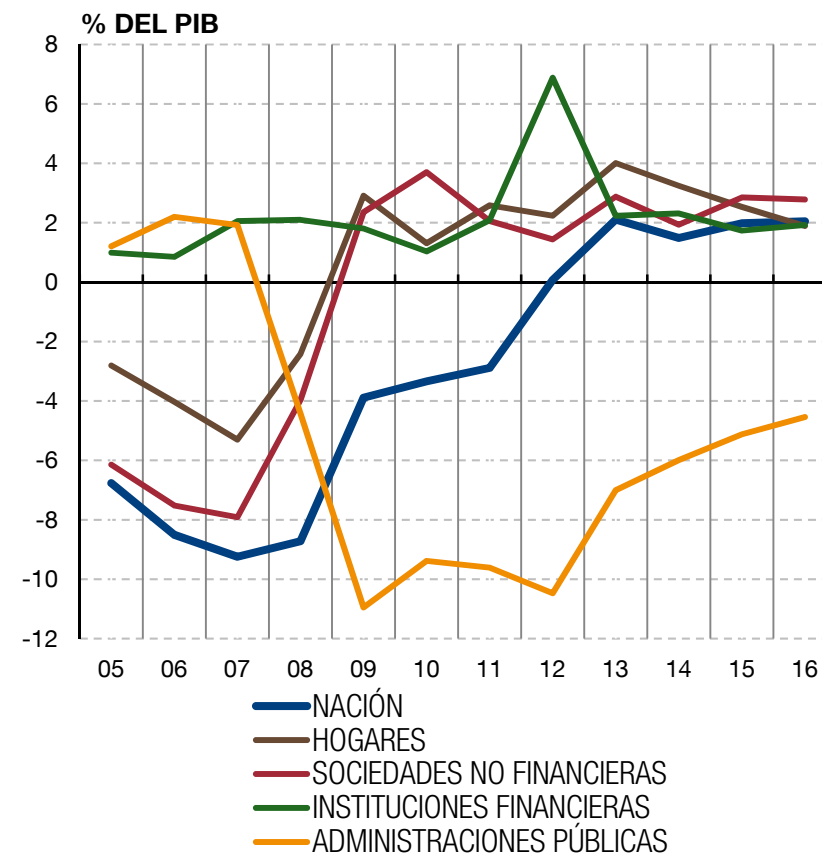
...y, posteriormente, del desequilibrio fiscal motivado por la crisis.

DEUDA PÚBLICA



FUENTE: Banco de España, INE

CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN

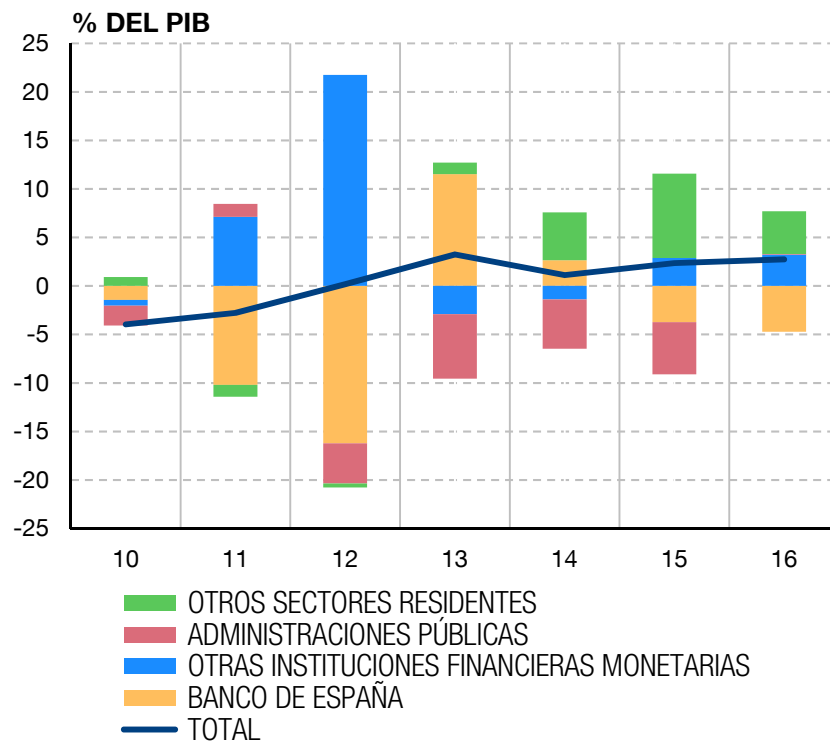


Evolución reciente de las transacciones y la PIIN (I)

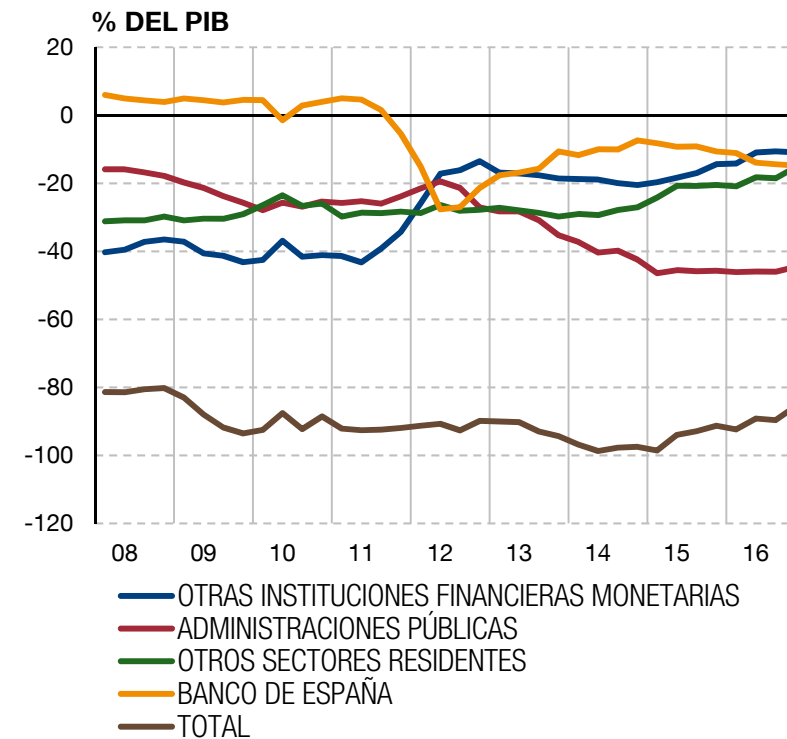
- Tres aspectos dominan la evolución reciente de la PIIN:

1. El papel del Eurosistema tras 2011-2012
2. La dinámica de desapalancamiento (*endeudamiento*) del sector privado (*público*)
3. Los efectos valoración.

TRANSACCIONES FINANCIERAS NETAS (VNA – VNP)



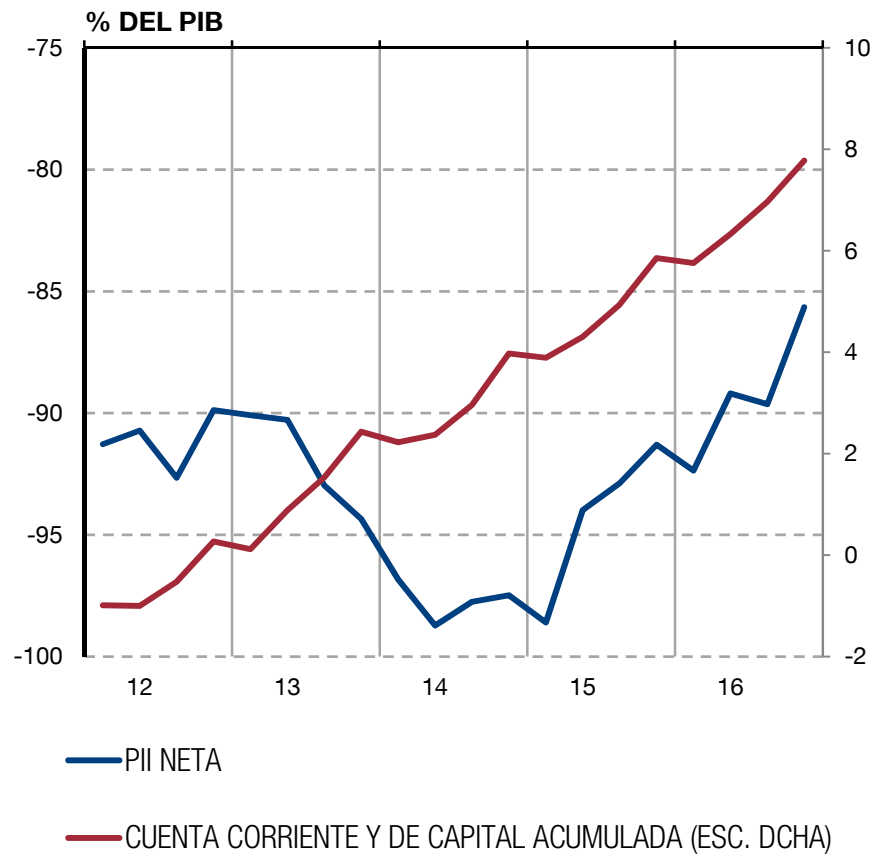
PII NETA. DESGLOSE SECTORIAL



FUENTE: Banco de España, INE

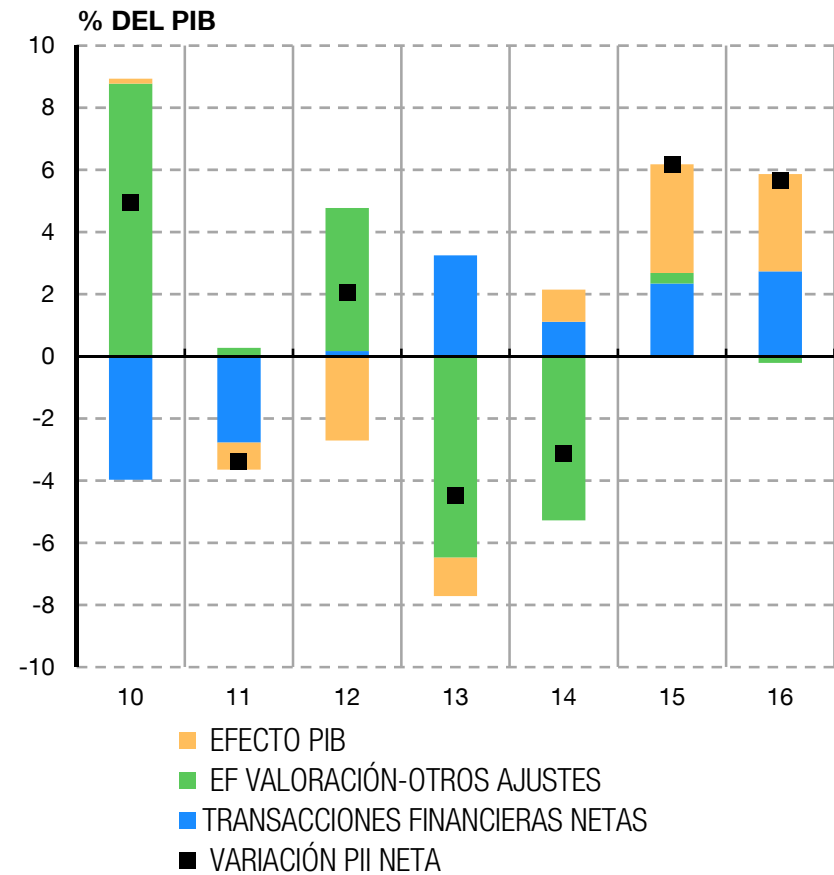
Evolución reciente de las transacciones y la PIIN (II)

PII Y NECESIDAD/CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN



FUENTE: Banco de España, INE

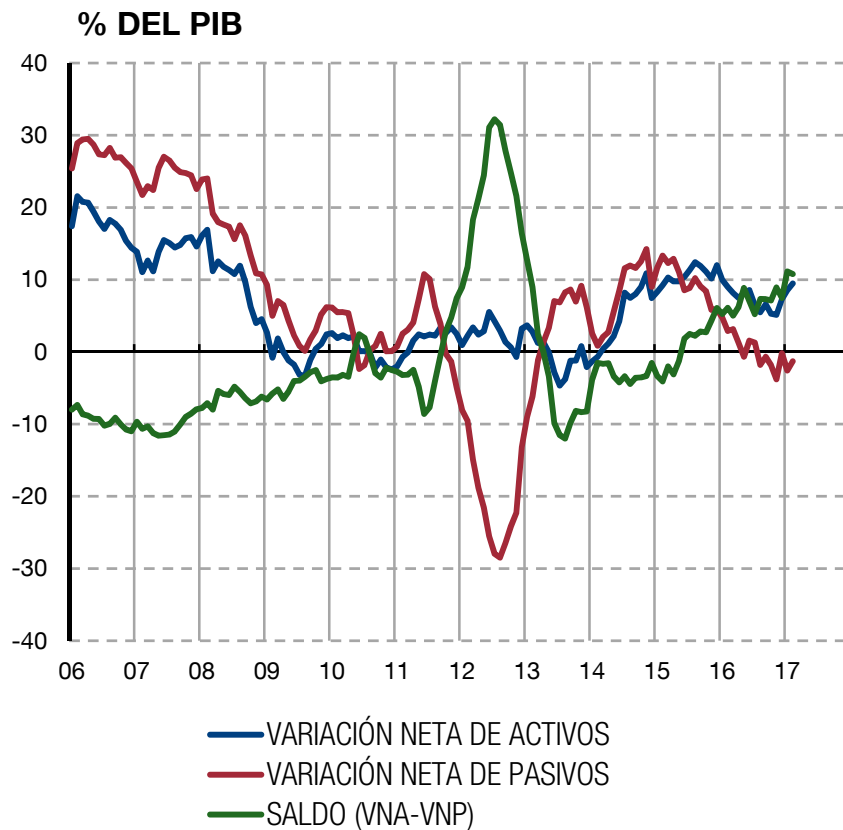
DETERMINANTES DE LA PII NETA



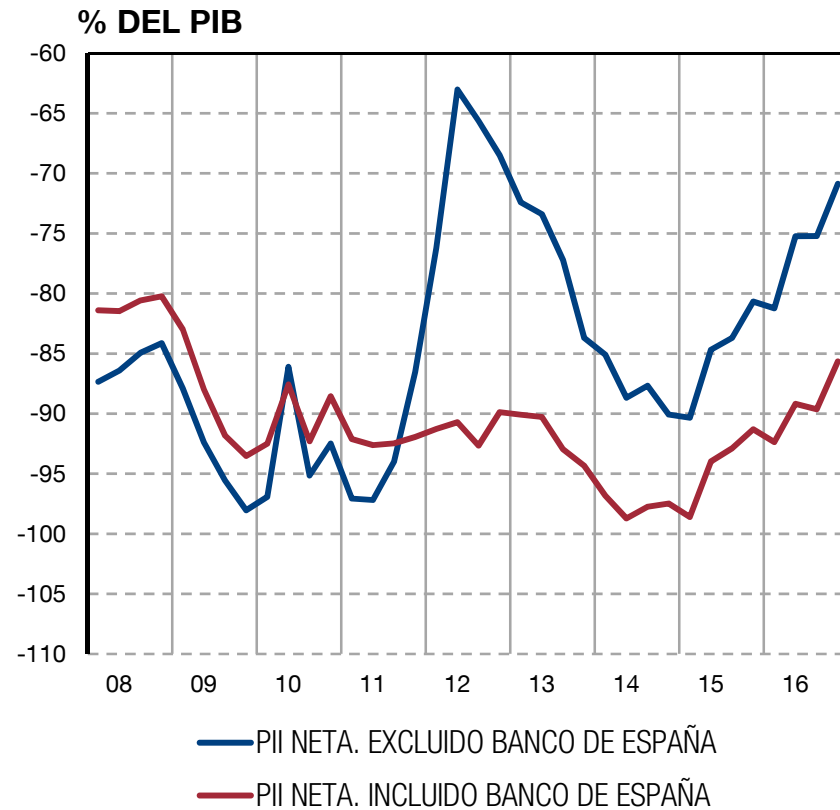
El riesgo de una PII deudora elevada

- Una PII elevada supone un elemento de vulnerabilidad para el conjunto de la economía: el “sudden stop” de 2012

CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS
(Excluido BdE)



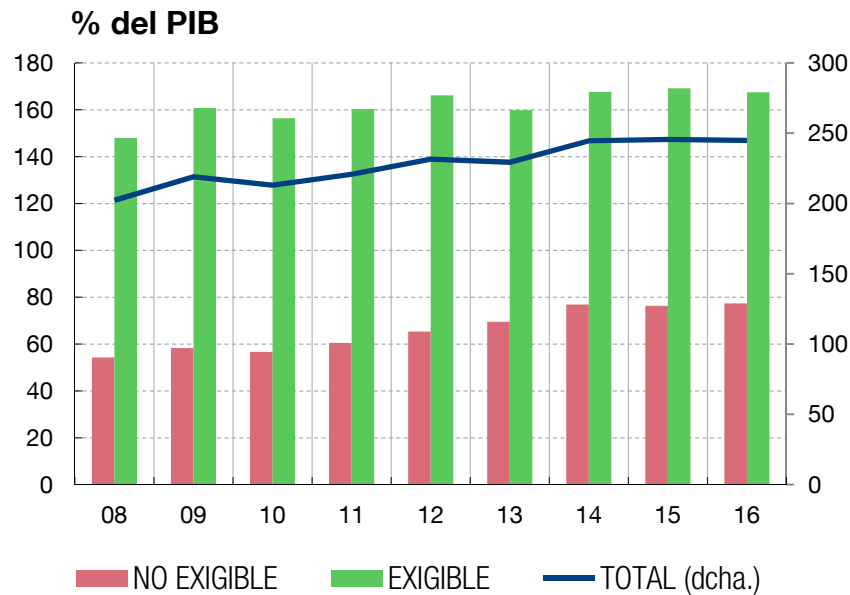
PII NETA. DESGLOSE SECTORIAL



El riesgo de una PII elevada: Algunos factores relevantes (I)

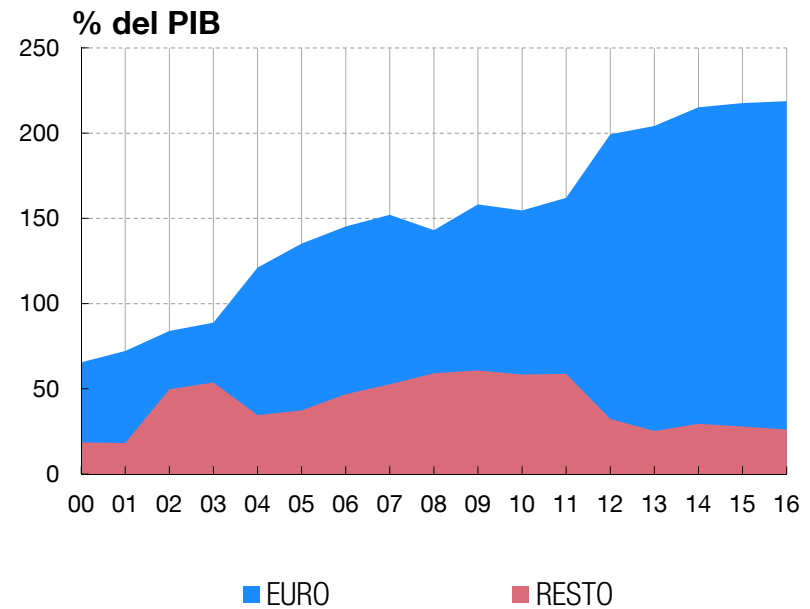
- Recientemente se aprecia un incremento del peso relativo de los pasivos exteriores no exigibles (capital y derivados financieros)...
- ...si bien la exposición total no ha decrecido.
- La mayoría de los pasivos externos están denominados en euros.

PASIVOS EXTERIORES. EXIGIBLES Y NO EXIGIBLES



FUENTE: Banco de España.

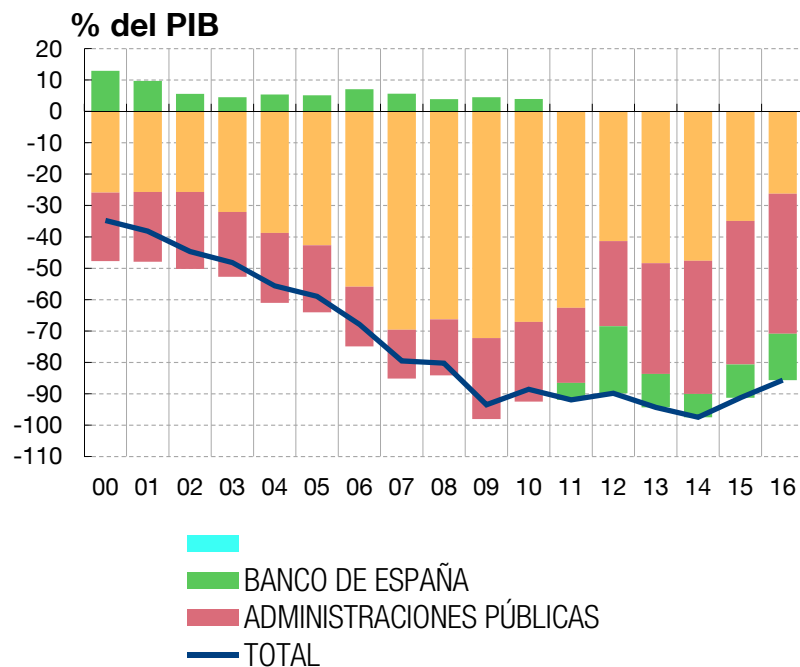
PASIVOS EXTERIORES POR MONEDA



El riesgo de una PII elevada: Algunos factores relevantes (II)

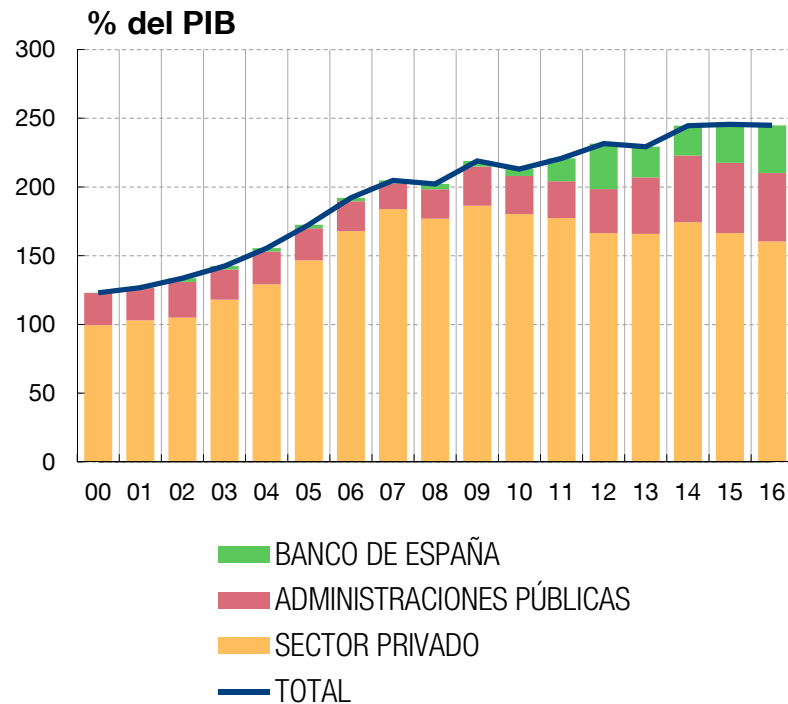
- Los pasivos de los agentes institucionales (AA.PP. y BdE) han ganado peso en los últimos años

PII NETA. COMPOSICIÓN POR SECTORES INSTITUCIONALES



FUENTE: Banco de España

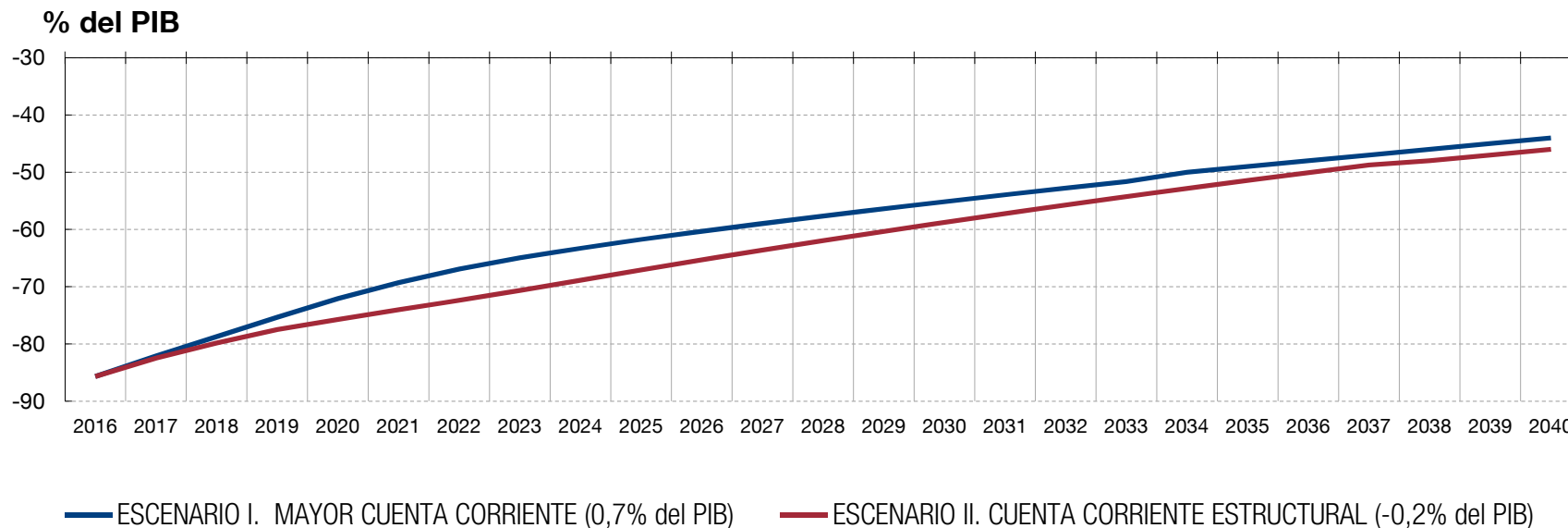
COMPOSICIÓN DE LOS PASIVOS EXTERIORES POR SECTORES



Perspectivas de medio-largo plazo (I): Referencias generales

- Reducir la PII neta hasta niveles equiparables a los de otros países de nuestro entorno requiere mantener un superávit por cuenta corriente de modo persistente

SENDAS A LARGO PLAZO DE LA PII NETA (a)



ESCENARIO 1: CALIBRADO PARA ALCANZAR EL 60% DEL PIB EN 2025

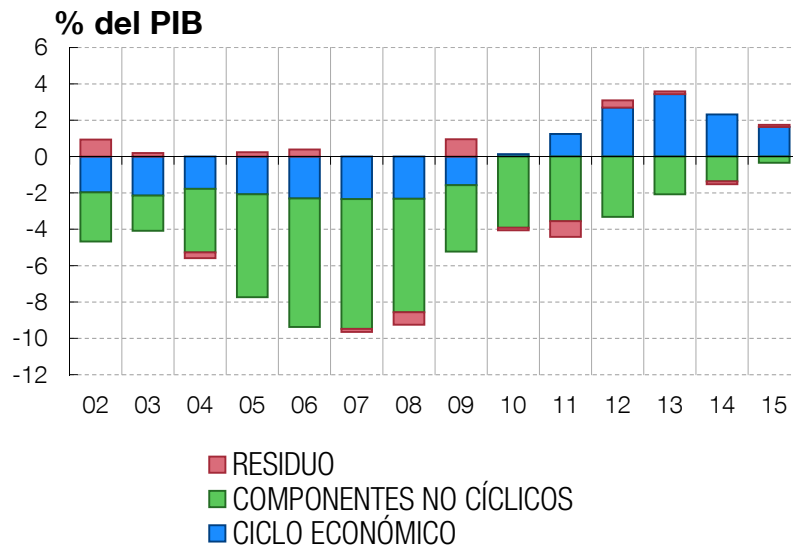
ESCENARIO 2: CALIBRADO DE ACUERDO A LA ÚLTIMA ESTIMACIÓN DEL SALDO ESTRUCTURAL DE LA CUENTA CORRIENTE (-0,2 %, 2015)

RESTO DE SUPUESTOS: EN AMBOS CASOS, LOS SUPUESTOS DE MEDIO PLAZO DE CRECIMIENTO REAL DEL PIB, DEL DEFLACTOR Y DE NIVELES DE LOS TIPOS DE INTERÉS NOMINALES SON LOS MISMOS (1,3%, 1,8% Y 3,2%, RESPECTIVAMENTE)

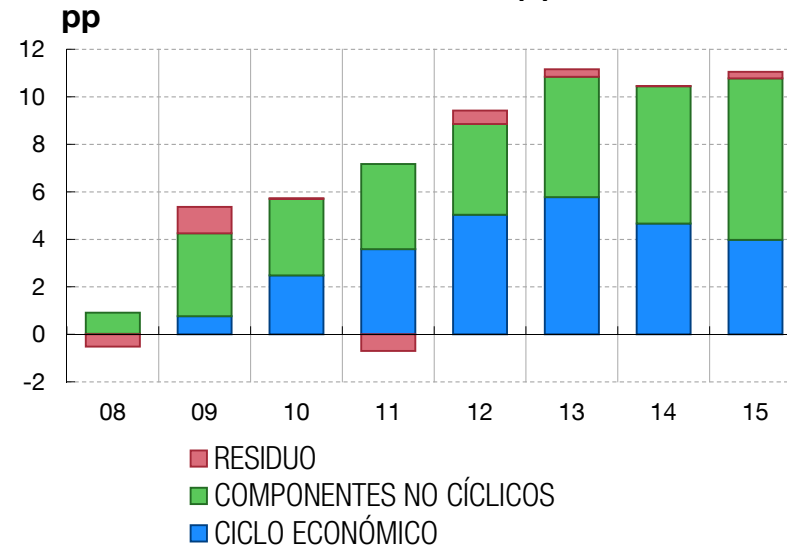
Perspectivas de medio-largo plazo (II): El ajuste estructural de la cuenta corriente

- En torno al 60% de la mejora de la cuenta corriente entre 2008 y 2015 se debe a factores no cíclicos (Informe Anual BdE 2016):
 - Petróleo, competitividad, menor crecimiento, envejecimiento, (posteriormente) ajuste fiscal.

DESCOMPOSICIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (a)



EL AJUSTE ACUMULADO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE 2008-2015 (b)



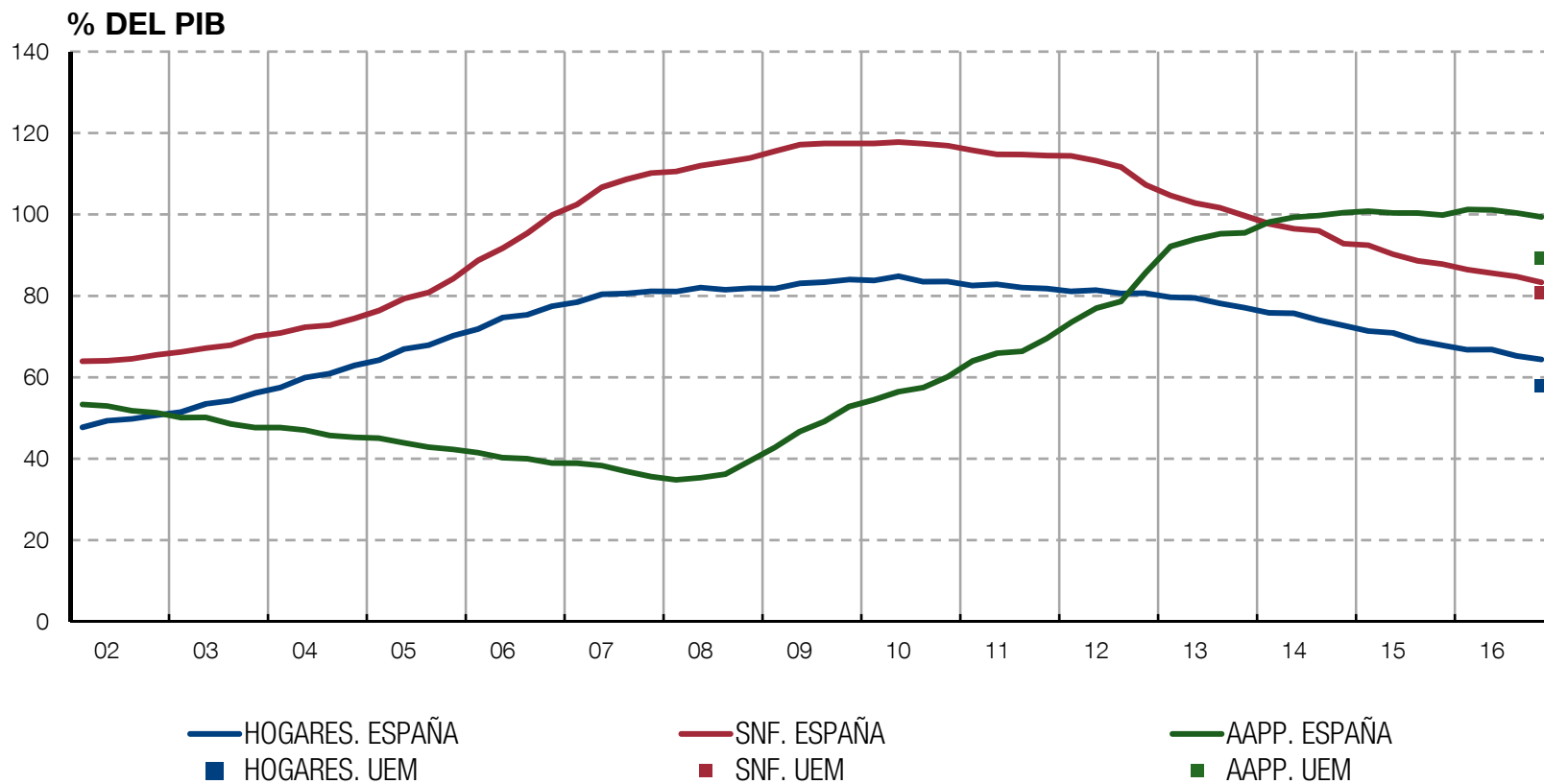
FUENTE: Moral-Benito y Viani (2017) "An anatomy of the Spanish current account adjustment: the role of permanent and transitory factors", documento de trabajo del Banco de España de próxima publicación.

a. Factores no cíclicos: los costes laborales unitarios y el coste de financiación (competitividad), la calidad institucional aproximada por la encuesta *International Country Risk Guide*, el envejecimiento de la población (demografía), el saldo fiscal ajustado de ciclo, el precio del petróleo y la dependencia energética (petróleo), el crecimiento del crédito privado, y las previsiones de crecimiento del PIB a medio plazo.

Perspectivas de largo plazo (III): El ajuste de las necesidades de financiación de los sectores residentes

- A medio plazo, cabe esperar que la mayor parte del ajuste pendiente de las necesidades de financiación externas se concentre en el sector público

RATIOS DE ENDUDAMIENTO



Conclusiones

- **La elevada PII deudora es todavía uno de los legados más visibles del anterior ciclo expansivo (deuda privada) y de la crisis (deuda pública).**
- **Recientemente, se han producido ajustes significativos en la composición de la PII, cuyo análisis es necesario para su correcta interpretación.**
- **La elevada dependencia financiera del exterior sigue representado un elemento de vulnerabilidad.**
- **A medio plazo, es necesario preservar las condiciones necesarias para mantener saldos externos positivos de manera recurrente y reconducir la PII hacia niveles más “confortables”.**
- **Desde la perspectiva de las necesidades financieras, el mayor ajuste pendiente se concentra en las AA.PP.**

Cuestiones para la discusión

- Sobre el nivel de la PII:

- Desde 2008, ha habido cambios importantes en la arquitectura y operativa institucional de la UEM (reforzamiento vigilancia macroeconómica, macroprudencial, unión bancaria, políticas del BCE...)
- ¿Hacia una UEM más segura y mejor preparada para explotar los beneficios y limitar los costes de niveles elevados de financiación transfronteriza?
- Reducir riesgos: Limitar PIIN o afrontar fricciones que generan fragmentación financiera?

- Sobre el ritmo de ajuste de la PII:

- Ajuste rápido vs gradualismo

- Sobre las palancas de ajuste:

- Políticas estructurales pro-competitividad, política fiscal, la dimensión institucional europea....