



Artícle Genèric

Vulnerabilitat exterior i efectes de valoració

Contingut disponible en
Anglès Espanyol

Una de les variables macroeconòmiques clau per determinar la vulnerabilitat exterior d'una economia és la seva posició inversora internacional neta (PIIN). Els fluxos d'entrada i sortida de capitals d'una economia, recollits en el compte financer de la balança de pagaments, determinen en gran part l'evolució de la PIIN. No obstant això, els canvis en la valoració dels actius i dels passius, que reflecteixen les variacions del seu preu de mercat en moneda local i l'efecte del tipus de canvi, entre d'altres,¹ també poden exercir un paper important. En aquest Focus, ens centrem a analitzar l'impacte dels efectes de valoració sobre l'evolució de la PIIN espanyola.

Durant els anys previs a la crisi, la PIIN es va deteriorar de forma significativa: va passar de registrar una posició deutora del 31,2% del PIB el 2000 al 91,5% el 2012, una de les més altes del món. Aquest deteriorament respon, sobretot, a

l'evolució del saldo per compte corrent, el dèficit del qual es va incrementar i va assolir el 9,6% del PIB el 2007. De tota manera, gairebé un terç del deteriorament de la PIIN s'explica pels efectes de valoració (vegeu el primer gràfic).²

L'efecte valoració tampoc ha jugat a favor en els últims anys. Malgrat que la balança per compte corrent es troba en superàvit des del 2013, destaca el fet que la posició deutora no hagi donat senyals de millora fins al 2T 2015. I això s'ha d'atribuir, íntegrament, a l'efecte de valoració. Així, les transaccions financeres acumulades en aquest període haurien reduït la posició deutora del 90,0% el 2012 fins al 83,3% del PIB en el 2T 2015, en lloc del 92,6% registrat efectivament (vegeu el segon gràfic). Si analitzem els canvis de valoració de l'actiu i del passiu per instruments, s'observa un augment notable del valor dels passius, en concret, de la inversió en cartera, i un lleuger deteriorament del valor dels actius que els espanyols tenen a l'exterior. Atès que més del 70% dels passius de la inversió en cartera són instruments de deute, la major part públic, el canvi de valor s'explica per la reducció dels tipus d'interès i pel seu impacte sobre el preu dels bons. En particular, la política monetària acomodaticia del BCE ha reduït els costos de finançament dels sectors públic i privat espanyols, de manera que s'han revalorat les carteres d'actius espanyols en mans estrangeres, en especial les de renda fixa, un fet que afecta negativament la PIIN espanyola. A més a més, l'augment de les cotitzacions a la borsa espanyola en aquest període també ha contribuït a incrementar el valor de les accions i dels fons d'inversió dels inversors estrangers.

Tot fa pensar que, l'any vinent, els tipus d'interès es mantindran en nivells similars als actuals, de manera que no s'esperen grans canvis en la valoració dels actius espanyols en mans d'estrangers. En canvi, arran de la recuperació econòmica global, sí que hauríem d'observar una millora de la valoració dels actius estrangers en mans d'espanyols. De cara al 2017, l'aportació de l'efecte valoració a la reducció de la PIIN serà major. Segons les nostres previsions, el BCE començarà a apujar els tipus d'interès al final d'enguany. Per tant, a mesura que ens apropem a aquesta data, els tipus d'interès dels actius a mitjà i llarg termini aniran remuntant, de manera que les carteres de renda fixa perdran valor, la qual cosa desfarà l'efecte valoració negatiu observat en els últims anys. De tota manera, és important recordar que una reducció sostinguda de la vulnerabilitat exterior passa,

ineludiblement, pel manteniment d'un superàvit per compte corrent.

1. Els efectes de valoració també inclouen altres canvis de volum. Vegeu «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de España», Banc d'Espanya, 2014.

2. Amb la finalitat de quantificar la importància dels efectes de valoració, prenem com a punt de partida la PIIN del 2000 i, a partir d'aquest any, acumulem les transaccions financeres per obtenir la PIIN sense efectes de valoració.

