

FOCUS · Vulnerabilidad exterior y efectos de valoración

Una de las variables macroeconómicas clave para determinar la vulnerabilidad exterior de una economía es su posición inversora internacional neta (PIIN). Los flujos de entrada y salida de capitales de una economía, recogidos en la cuenta financiera de la balanza de pagos, determinan en gran parte la evolución de la PIIN. Sin embargo, los cambios en la valoración de los activos y los pasivos, que reflejan las variaciones de su precio de mercado en moneda local y el efecto del tipo de cambio, entre otros,¹ también pueden desempeñar un papel importante. En este Focus nos centramos en analizar el impacto de los efectos de valoración sobre la evolución de la PIIN española.

Durante los años previos a la crisis, la PIIN se deterioró de forma significativa: pasó de registrar una posición deudora del 31,2% del PIB en 2000 al 91,5% en 2012, una de las más altas del mundo. Dicho deterioro responde sobre todo a la evolución del saldo por cuenta corriente, cuyo déficit fue acrecentándose hasta alcanzar el 9,6% del PIB en 2007. De todas formas, cerca de un tercio del deterioro de la PIIN se explica por los efectos de valoración (véase el primer gráfico).²

El efecto valoración tampoco ha jugado a favor en los últimos años. Aunque la balanza por cuenta corriente se encuentra en superávit desde 2013, destaca el hecho de que la posición deudora no haya dado señales de mejora hasta el 2T 2015. Y esto se debe atribuir, en su totalidad, a los efectos de valoración. Así, las transacciones financieras acumuladas en este periodo habrían reducido la posición deudora del 90,0% en 2012 hasta el 83,3% del PIB en el 2T 2015, en lugar del 92,6% efectivamente registrado (véase el segundo gráfico). Si analizamos los cambios de valoración del activo y del pasivo por instrumentos, se observa un notable aumento del valor de los pasivos, concretamente, de la inversión en cartera, y un ligero deterioro del valor de los activos que los españoles tienen en el exterior. Dado que más de un 70% de los pasivos de la inversión en cartera son instrumentos de deuda, la mayor parte pública, el cambio de valor se explica por la reducción de los tipos de interés y su impacto en el precio de los bonos. En particular, la política monetaria acomodaticia del BCE ha reducido los costes de financiación de los sectores público y privado españoles, de modo que se han revalorizado las carteras de activos españoles en manos extranjeras, en especial las de renta fija, un hecho que afecta negativamente a la PIIN española. Además, el aumento de las cotizaciones en la bolsa española en este periodo también ha contribuido a incrementar el valor de las acciones y fondos de inversión de los inversores extranjeros.

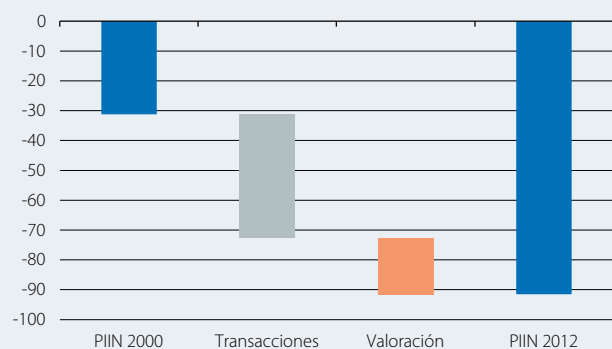
1. Los efectos de valoración también incluyen otros cambios de volumen. Véase «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de España», Banco de España, 2014.

2. Con el fin de cuantificar la importancia de los efectos de valoración, tomamos como punto de partida la PIIN del 2000 y, a partir de ese año, acumulamos las transacciones financieras para obtener la PIIN sin efectos de valoración.

Todo apunta a que, durante el próximo año, los tipos de interés se mantendrán en niveles similares a los actuales, por lo que no se esperan grandes cambios en la valoración de los activos españoles en manos de extranjeros. En cambio, sí que deberíamos observar una mejora de la valoración de los activos extranjeros en manos de españoles al calor de la recuperación económica global. De cara a 2017, la aportación del efecto valoración a la reducción de la PIIN será mayor. Según nuestras previsiones, el BCE empezará a subir los tipos de interés a finales de este año. Por tanto, a medida que nos acerquemos a esta fecha los tipos de interés de los activos a medio y largo plazo irán remon-
tando, con lo que las carteras de renta fija perderán valor, lo que deshará el efecto valoración negativo observado durante los últimos años. De todos modos, es importante recordar que una reducción sostenida de la vulnerabilidad exterior ineludiblemente pasa por el mantenimiento de un superávit por cuenta corriente.

Evolución de la PIIN entre 2000 y 2012

(% del PIB)

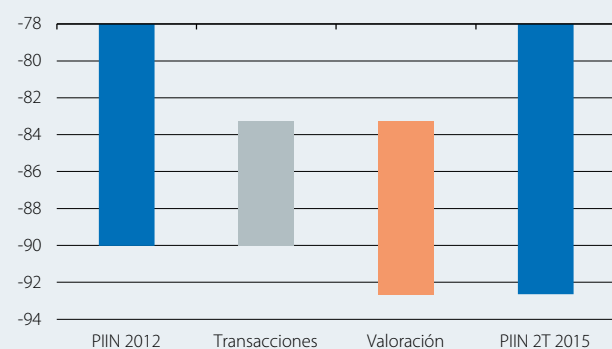


Nota: El cambio en la PIIN se descompone en (1) las transacciones financieras netas acumuladas en la balanza financiera y en (2) el efecto de valoración, que recoge las variaciones del precio de mercado de los activos y pasivos y el efecto del tipo de cambio, entre otros.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España (MBP5).

Evolución de la PIIN entre 2012 y el 2T 2015

(% del PIB)



Nota: El cambio en la PIIN se descompone en (1) las transacciones financieras netas acumuladas en la balanza financiera y en (2) el efecto de valoración, que recoge las variaciones del precio de mercado de los activos y pasivos y el efecto del tipo de cambio, entre otros.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España (MBP6).