

# Observatorio Económico

## España

Madrid, 22 de noviembre de 2011  
Análisis Económico

Unidad de España

Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

Félix Lores  
felix.lores@bbva.com

Virginia Pou  
virginia.pou@bbva.com

## Necesidades y fuentes de financiación de la economía española\*

- **La significativa contracción de la inversión y el aumento del ahorro privado han derivado en un fuerte ajuste de las necesidades de financiación en algunos países europeos y, particularmente, en España**

El ajuste de la inversión se ha centrado fundamentalmente en el sector privado y, sobre todo, en la inversión de los hogares. No obstante, el crecimiento del ahorro privado no ha llegado a compensar totalmente la caída del ahorro público. La reducción de la brecha entre inversión y ahorro ha dado lugar a un proceso de ajuste de las necesidades de financiación en los países europeos, que ha sido más intenso en el caso de España.

- **Este ajuste de las necesidades de financiación españolas, junto con las turbulencias financieras, han modificado las fuentes de financiación de los distintos agentes de la economía**

Durante la crisis, los hogares han utilizado su mayor capacidad de financiación para incrementar sus activos financieros, incentivados por el aumento de la rentabilidad de los depósitos, dejando poco margen en el corto plazo para la cancelación de sus pasivos. Por su parte, las tensiones financieras han hecho que las empresas recurran en mayor medida a financiación entre empresas (préstamos y créditos comerciales), observándose un moderado proceso de desapalancamiento ayudado por la venta de activos financieros. Respecto al sector público, la reciente crisis de deuda soberana está dificultado el acceso de las administraciones públicas a la financiación exterior, observándose una mayor apelación a la financiación procedente de entidades residentes.

- **La crisis ha obligado a las instituciones financieras a buscar fuentes alternativas de financiación**

Mientras que en el periodo previo a la crisis recurrían principalmente al mercado mayorista, actualmente las instituciones financieras atraen el ahorro de las familias y recurren, en mayor medida, a la liquidez del Banco Central Europeo.

- **La crisis ha supuesto una fuerte reducción de la entrada neta de capital extranjero en la economía española, si bien sigue presentando una elevada exposición financiera al exterior**

- **Frente al ajuste de las necesidades de financiación que se está haciendo a corto plazo, de una manera traumática por sus consecuencias sobre la inversión y el empleo, es necesario realizar un desapalancamiento más ordenado mediante los ajustes y reformas necesarios para reabrir los mercados de financiación de largo plazo y aumentar el crecimiento económico**

\* Se agradecen las sugerencias y comentarios de Miguel Cardoso, Macarena Ruesta y Jorge Rodríguez-Vález.

## Una condición de equilibrio para entender la financiación de la economía española

Para analizar de qué manera se financia cualquier economía, resulta conveniente utilizar la siguiente condición de equilibrio:

$$\Delta P + S = \Delta A + I \quad (1)$$

en la que  $\Delta P$  es el aumento de los pasivos financieros,  $S$  el ahorro nacional,  $\Delta A$  el aumento de los activos financieros y, finalmente,  $I$  la inversión nacional. Esta expresión pone de manifiesto que, a nivel agregado, la economía dispone de unos recursos (ahorro y aumento de pasivos financieros) con los que financiar los empleos (inversión y aumento de activos financieros). Esta condición de equilibrio se puede aplicar también a cada uno de los agentes económicos: hogares, empresas, instituciones financieras y sector público.

Denominando mediante minúsculas al cociente de las variables anteriores sobre el PIB, la expresión (1) puede escribirse como:

$$\Delta p + s = \Delta a + i \quad (2)$$

Teniendo en cuenta que el saldo de la balanza por cuenta corriente ( $CC$ ) es igual a la diferencia entre el ahorro ( $S$ ) y la inversión nacional ( $I$ ), a partir de la expresión anterior se obtiene que:

$$cc = \Delta a - \Delta p \quad (3)$$

es decir, el saldo de la balanza por cuenta corriente es igual a la diferencia entre los aumentos de los activos y de los pasivos financieros, en donde todas las variables están en términos relativos al PIB. Así, cuando la balanza por cuenta corriente está en superávit ( $cc > 0$ ) la economía acumula más activos que pasivos ( $\Delta a > \Delta p$ ), por lo que mejora la posición inversora internacional.

Tomando como punto de partida las ecuaciones anteriores, a continuación se analiza la evolución reciente de los distintos agregados económicos, tanto para el conjunto de la economía como para los principales agentes económicos. Este análisis positivo permite obtener algunas conclusiones de carácter normativo.

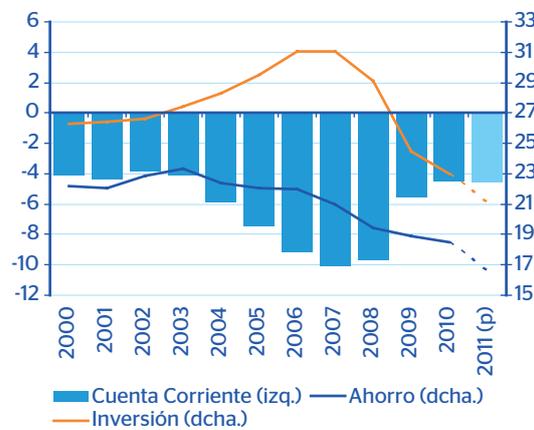
## La importante contracción de la inversión y el aumento del ahorro privado ha dado lugar a un fuerte ajuste de las necesidades de financiación

Durante los cuatro años de la presente crisis, el déficit por cuenta corriente de la economía española ha experimentado un fuerte proceso de ajuste. Mientras que al final de la expansión económica España contaba con un déficit corriente del 10,0% del PIB en 2007, situándose muy por encima del déficit registrado por otros países europeos de su entorno; en 2010, dicho déficit se redujo en algo más de la mitad, hasta el 4,5% del PIB. Este importante ajuste del déficit corriente español (de 5,5pp del PIB) ha sido de los más elevados de los observados en Europa y tan sólo semejante al experimentado en Irlanda (4,9pp). De esta forma, España se ha situado en niveles de déficit similares a los registrados por Italia y Francia, y muy por debajo de Portugal o Grecia, que mantienen niveles todavía muy elevados, en torno al 10% de su PIB (véanse los Gráficos 1 y 2).

Las previsiones para final de 2011 indican que España continuará corrigiendo el desequilibrio exterior aunque a un ritmo posiblemente menor que en los años precedentes, a semejanza del resto de países europeos, salvo en Portugal y Grecia donde el ajuste previsto seguirá siendo considerable.

Gráfico 1

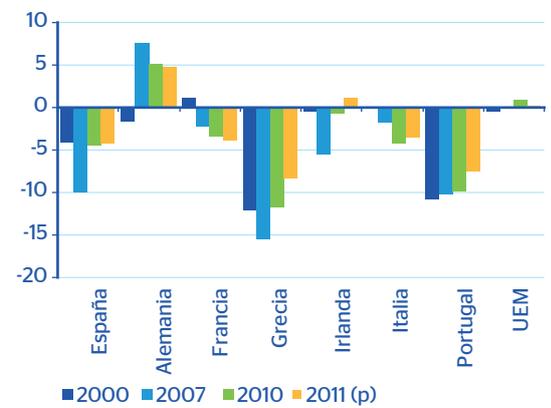
### España: déficit por cuenta corriente (% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 2

### UEM: cuenta corriente (% PIB)

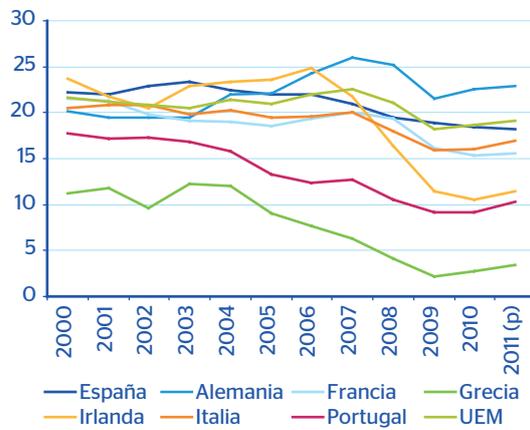


Fuente: BBVA Research a partir de AMECO

Como se ha señalado anteriormente, el saldo de la balanza por cuenta corriente (cc) equivale a la diferencia entre el ahorro (s) y la inversión nacional (i). Utilizando esta equivalencia, el ajuste en la balanza por cuenta corriente española ha venido, principalmente, de la mano de la **fuerte contracción de la tasa de inversión** que ha pasado del 31,0% del PIB en 2007 hasta el 23,0% con que cerró 2010. Esta caída de la tasa de inversión ha estado liderada por el sector privado y, fundamentalmente, por la inversión en vivienda, responsable del 56% de la caída total de la inversión (26,3%). Por su parte, el **ahorro** privado ha aumentado significativamente, aunque no ha llegado a compensar totalmente la fuerte caída del ahorro del sector público, por lo que la tasa de ahorro nacional se ha reducido ligeramente situándose por debajo del 20% del PIB.

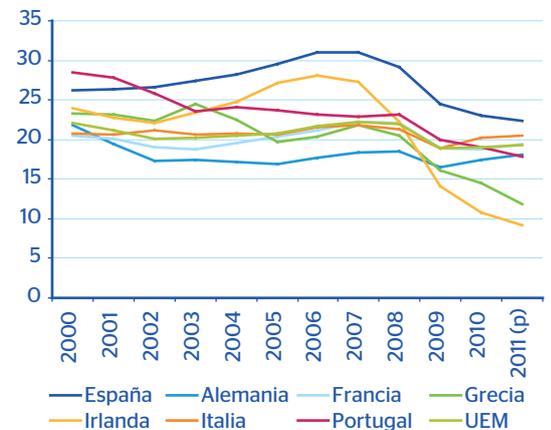
Un comportamiento parecido puede observarse en la tasa de ahorro del resto de países analizados, en los que el crecimiento del ahorro privado tampoco ha podido compensar el deterioro del ahorro público, con lo que la tasa de ahorro ha experimentado un ajuste, entre 2007 y 2010, de más de 10pp del PIB en el caso de Irlanda, o en torno a 4pp en el resto de países, frente a 2,5pp de ajuste del ahorro en España. Por su parte, la tasa de inversión se ha visto reducida igualmente en todos los países por un ajuste generalizado en la inversión del sector privado, salvo en Alemania en el que la inversión se ha mantenido relativamente constante en los últimos dos años. Una mención especial merece el caso de Irlanda, donde la tasa de inversión se ha reducido 16,5pp del PIB en el mismo trienio, hasta situarse en niveles muy por debajo de la medida de la UEM -un 10,8% y un 19,1% del PIB en 2010, respectivamente-. Gran parte de esta caída de la inversión en Irlanda se ha debido, al igual que en España, a la crisis del sector inmobiliario, que ha llevado la inversión residencial irlandesa desde el 8,8% del PIB en 2007 hasta el 3,1% del PIB en 2010. Mientras, en España el ajuste de la inversión en vivienda fue algo menor, de 3,2pp hasta situarse en el 4,3% del PIB a finales de 2010 (Gráficos 3 y 4).

Gráfico 3  
**UEM: ahorro bruto (% PIB)**



Fuente: BBVA Research a partir de AMECO

Gráfico 4  
**UEM: inversión (% PIB)**



Fuente: BBVA Research a partir de AMECO

Así pues, se observa que, en general, se ha producido una reducción del desequilibrio externo entre las economías europeas, al disminuir la brecha entre el ahorro y la inversión nacionales. La creación de la moneda única eliminó la incertidumbre de tipo de cambio entre los países de la UEM, lo que favoreció la libertad de movimiento de capitales y el aumento del comercio entre estos países, con el consiguiente aumento de dependencia a perturbaciones comunes. Como ya habían señalado Feldstein y Horioka (1980), respecto a los efectos de un mayor movimiento de capitales, y Obstfeld y Rogoff (1996), sobre los efectos de una menor importancia relativa de las perturbaciones idiosincráticas, el resultado de la integración monetaria fue el de una importante reducción de la correlación entre las tasas de ahorro y de inversión entre 1999 y 2007, tal y como puede verse en el Gráfico 5. Esta disminución de la correlación ya fue prevista y corroborada por Blanchard y Giavazzi (2002)<sup>1</sup>. En el Gráfico 5 también puede observarse que los años en los que las diferencias en la prima de riesgo entre los países de la eurozona casi se hicieron nulas (con la consiguiente disminución de la desviación típica) son los mismos en los que la correlación entre ahorro e inversión desapareció, situación que ha revertido completamente en los últimos tiempos.

La crisis puso rápidamente de manifiesto que se había ido excesivamente lejos en la financiación (mediante el incremento de los pasivos financieros) de los importantes desequilibrios (brecha ahorro/inversión) en los sectores privado y/o público, generando dudas relevantes sobre la sostenibilidad de la deuda que se había ido acumulando. No obstante, las diferencias en las causas que han estado, en última instancia, detrás del aumento de la deuda externa de algunos países europeos son importantes a la hora de explicar la reacción diferenciada de los mercados a estos endeudamientos. Así, las tensiones financieras han sido menores en España que, por ejemplo, en Grecia o Portugal, entre otras razones, porque el aumento de sus pasivos financieros se utilizó principalmente para financiar el aumento de los activos financieros e inversiones, en lugar de financiar un mayor consumo (menor ahorro). Como resultado de estas incertidumbres y tensiones financieras, el cierre (al menos parcial) de los mercados impidió que los pasivos financieros pudieran seguir aumentando al mismo ritmo que en el pasado, lo que hizo inevitable que se cerrase la brecha entre el ahorro y la inversión, dando lugar a un aumento de la correlación entre las tasas de ambas de ambas variables en los países de la UEM entre 2007 y 2011, como muestra el Gráfico.

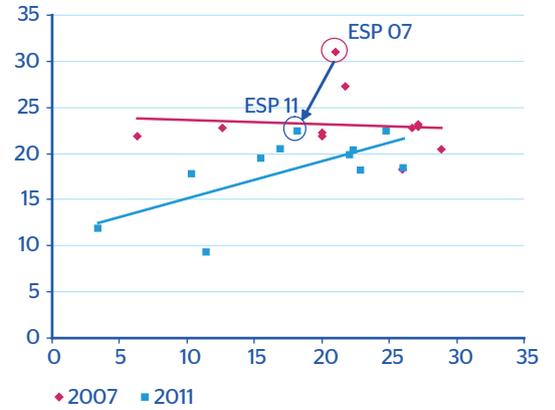
1: Véase M. Feldstein y C. Horioka (1980): "Domestic Saving and International Capital Flows", *Economic Journal*, 90, 314-329, M. Obstfeld y K. Rogoff (1996), *Foundations of International Macroeconomics*, MIT Press, y O. Blanchard y F. Giavazzi (2002), "Current Account Deficits in the Euro Area: the End of the Feldstein-Horioka Puzzle?," *Brookings Papers on Economic Activity*, 147-186.

Gráfico 5  
UEM 12\*: ahorro, inversión y prima de riesgo (irs bono 10 años vs bund)



(\*) Sin Luxemburgo  
Fuente: BBVA Research a partir de AMECO

Gráfico 6  
UEM 12\*: inversión (% PIB)



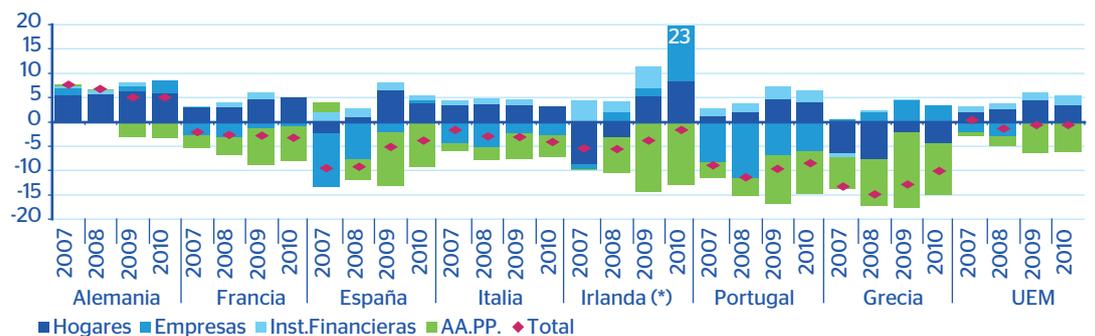
(\*) Sin Luxemburgo  
Fuente: BBVA Research a partir de AMECO

Esta importante corrección de los desequilibrios de la balanza por cuenta corriente durante la crisis ha sido consistente con la necesidad de algunos países de reducir sus necesidades de financiación exterior. Sumando al saldo de la balanza por cuenta corriente (cc) el saldo de la balanza de capital (bk), que ha permanecido relativamente estable a lo largo de los últimos años y en niveles reducidos en todos los países europeos de la muestra, se obtiene la **capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (cnf)** de la economía:

$$cnf = cc + bk \tag{4}$$

En el Gráfico 7 se advierte que en España, Portugal, Grecia e Irlanda se ha producido un ajuste significativo en las necesidades de financiación desde 2008 hasta el presente. No obstante, en este gráfico también se observa que el comportamiento de los distintos agentes durante el proceso de ajuste ha sido bastante divergente en la mayoría de los países. Así, el ajuste en las necesidades de financiación ha venido, en gran medida, de la mano de la mejora de la capacidad de financiación del sector privado (o, en su caso, reducción de sus necesidades), a la que recientemente se ha unido la reducción del déficit de las administraciones públicas como consecuencia de los fuertes programas de ajuste de consolidación fiscal que se pusieron en marcha a lo largo de 2010. La excepción fue Irlanda, cuyo déficit público se elevó hasta el 32,4% del PIB en 2010 debido a creación del NAMA -instrumento a través del cual el gobierno compró activos tóxicos de los bancos irlandeses por un valor aproximado de 20pp del PIB-. Depurando esta operación el déficit público quedaría en el 12,8% del PIB lo que sí supone un ligero ajuste respecto a 2009.

Gráfico 7  
UEM: capacidad (+) o necesidad (-) de financiación por agentes (% PIB)



(\*) AA.PP. 2010 sin NAMA  
Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat y AMECO

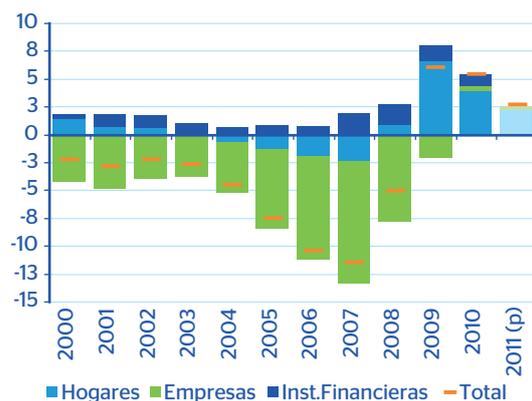
Centrando el análisis en el caso español, hasta 2008 el sector privado fue el mayor responsable de las necesidades de financiación de la economía española (Gráfico 8). Las empresas aprovecharon las favorables condiciones financieras para extender sus proyectos de inversión, del mismo modo que los hogares incrementaron su inversión en vivienda. Por su parte, el aumento de los ingresos públicos derivado de la expansión económica condujo a una mejora del saldo de las administraciones públicas, llegando a cerrar el periodo de expansión registrando capacidad de financiación. No obstante, parte de esta mejora de las cuentas públicas se justifica por la existencia de ingresos extraordinarios asociados a la expansión económica, lo que contribuye a explicar parte del deterioro observado en la recesión (Gráfico 9)<sup>2</sup>.

Sin embargo, desde 2008 el escenario cambió notablemente. La respuesta contracíclica que se dio a la crisis en sus inicios supuso una fuerte caída del ahorro público y, como consecuencia, un deterioro del saldo de las administraciones públicas que llegó a alcanzar un déficit del 11,2% en 2009. La respuesta del sector privado a la crisis fue muy distinta. Tanto hogares como empresas redujeron notablemente su inversión, fundamentalmente los hogares, los cuales ante la crisis del mercado inmobiliario y las dificultades de acceso al endeudamiento, limitaron su demanda de vivienda. Al mismo tiempo, los hogares españoles redujeron su consumo, incrementando su ahorro, que llegó a alcanzar un 18% de su renta bruta disponible en 2009. Este proceso de ajuste ha permitido que el sector privado registre, en conjunto, superávits, convirtiendo a los hogares en el agente doméstico con la mayor capacidad de financiación.

Como ya se ha mencionado anteriormente, las previsiones de 2011 apuntan a una moderación en el ajuste de las necesidades de financiación de la economía española debido a la reducción de la capacidad del sector privado y un mayor déficit al previsto a comienzos de año con el que probablemente cerrará el sector público.

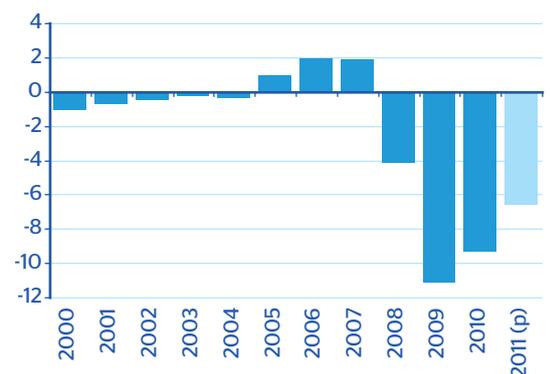
En resumen, durante la crisis el comportamiento del ahorro, inversión y de la balanza por cuenta corriente en España ha estado caracterizado por una **importante reducción de la tasa de inversión, por un aumento del ahorro del sector privado y por una reducción del ahorro público**. Como consecuencia, se ha observado una **disminución tanto del déficit por cuenta corriente como de las necesidades de financiación de la economía**.

Gráfico 8  
España: capacidad / necesidad de financiación del sector privado (% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 9  
España: capacidad / necesidad de financiación del sector público (% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

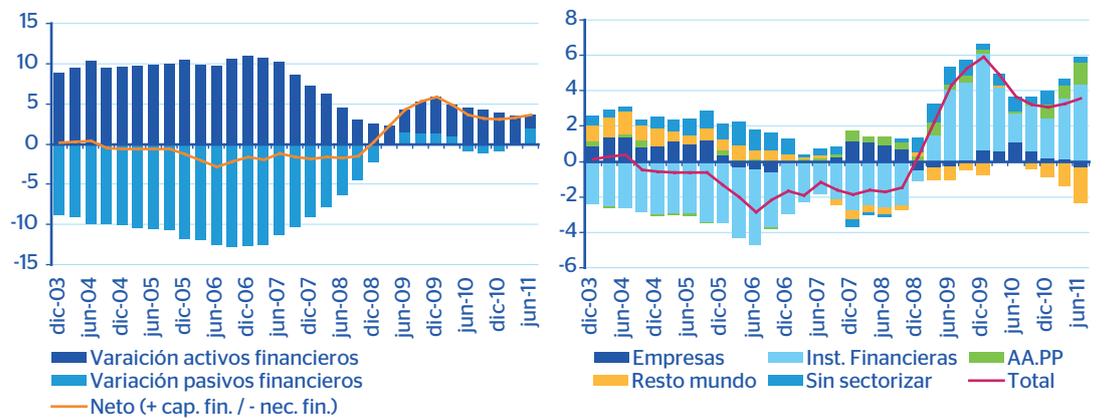
La fuerte crisis de los mercados financieros ha cambiado la estructura de financiación de los agentes españoles, convirtiendo a los hogares en una importante fuente de financiación doméstica de las instituciones financieras.

2: En la revista *Situación España* (Noviembre de 2011) se estima que parte de la reducción de ingresos producida durante la crisis puede considerarse permanente y asociada a la desaparición de esos ingresos extraordinarios.

Este ajuste en las necesidades de financiación de la economía española, así como los cambios en el saldo deficitario, o superavitario, tanto del sector público como del privado han tenido efectos directos en las fuentes de financiación de los distintos agentes de la economía española.

Así, los **hogares** han venido utilizando su capacidad de financiación para incrementar sus activos financieros ( $\Delta a$ ), incentivados por el aumento de la rentabilidad de los depósitos (convirtiéndose así en una de las principales fuentes de financiación doméstica de las instituciones financieras) y, en menor medida, el de la deuda pública (Gráfico 10). Como consecuencia, la capacidad de financiación de los hogares apenas se ha destinado a reducir su stock de pasivos financieros ( $\Delta p$ ), mayoritariamente préstamos bancarios. Si bien es cierto que las nuevas operaciones de pasivos financieros por parte de los hogares se ha reducido drásticamente desde comienzos de 2009 -dada la menor demanda de financiación asociado a la adquisición de vivienda-, no se observa una tendencia clara de desapalancamiento y únicamente, entre 2T09 y 1T10 los hogares redujeron su volumen de endeudamiento (Gráfico 12).

Gráfico 10  
**Hogares: operaciones financieras netas (% PIB)**

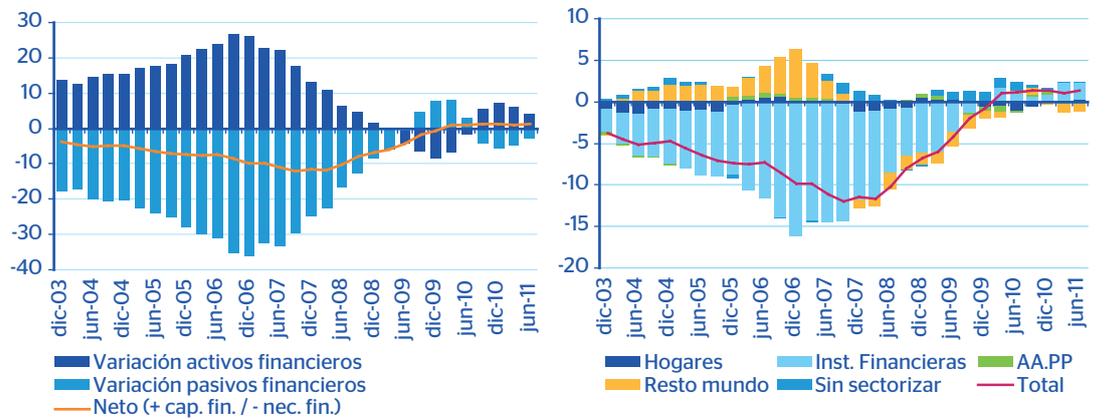


Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Tras un periodo de fuerte crecimiento, asociado a la expansión económica y a las favorables condiciones de financiación, el volumen de las operaciones financieras de las **empresas** se ha visto notablemente reducido desde mediados de 2007 (Gráfico 11). Esta disminución ha afectado fundamentalmente a la financiación bancaria, debido al endurecimiento de las condiciones de financiación y la menor demanda de inversión por parte de las empresas. Igualmente, se observa que en los periodos más severos de la actual crisis, las empresas han recurrido a la venta de activos financieros como fuente de financiación adicional a las fuentes tradicionales.

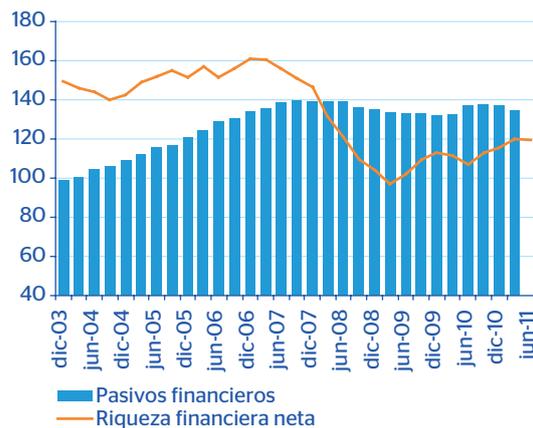
De esto modo, las empresas, pese a mostrar necesidades de financiación, sí llevaron a cabo un proceso de desapalancamiento a principios del año 2008, aunque tras la fuerte reducción de pasivos financieros durante 2009, éstos han vuelto a aumentar (Gráfico 13). En este caso, el desapalancamiento ha sido posible gracias, en cierto modo, a la venta de activos financieros y se ha concentrado principalmente en los pasivos con otras empresas, sobre todo en la cancelación de créditos comerciales.

Gráfico 11  
Empresas: operaciones financieras netas (% PIB)



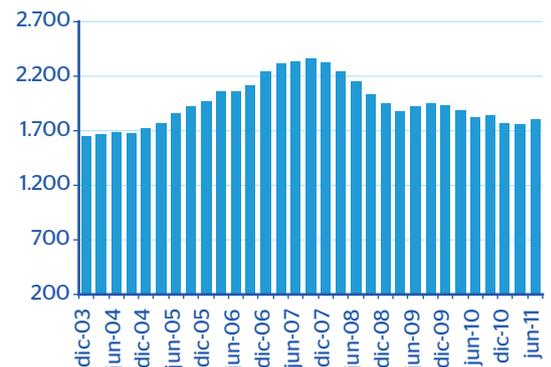
Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 12  
Hogares: desapalancamiento y riqueza financiera (Pasivos financieros en % RBD. Acumulado anual)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 13  
Empresas: desapalancamiento (Pasivos financieros exigibles en % EBE. Acumulado anual)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Como consecuencia de la caída de la inversión y de las tensiones financieras, las **instituciones financieras** han visto reducir el volumen de las nuevas operaciones de préstamos a hogares y empresas. De hecho, ambos agentes han pasado a financiar a las instituciones financieras a través de la apertura de depósitos, sobre todo por parte de los hogares, que han aprovechado el incremento de la rentabilidad de estos instrumentos para canalizar gran parte de su capacidad de financiación.

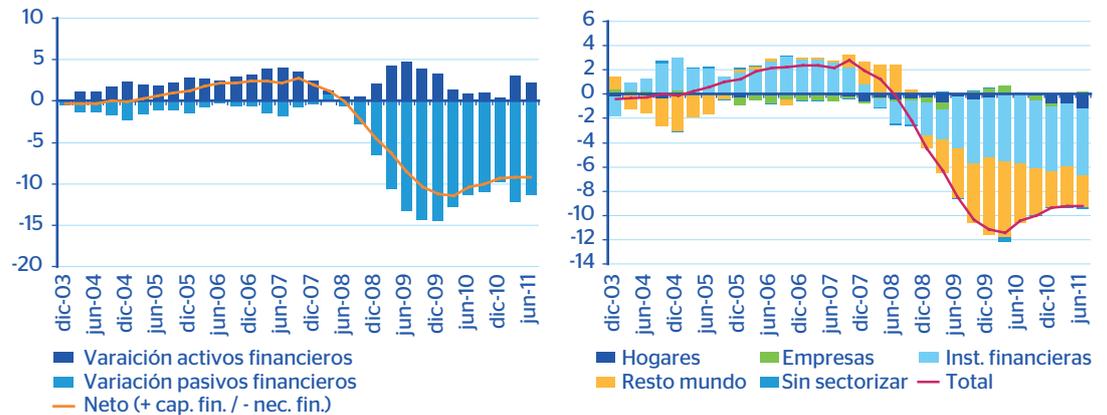
Por el contrario, son ahora las **administraciones públicas** las que recurren en mayor medida a las instituciones financieras para conseguir financiación. Como la financiación por la vía doméstica no ha sido suficiente, una parte importante del déficit público ha tenido que financiarse en el exterior desde el estallido de la crisis (Gráficos 14 y 15). Sin embargo, desde 2010 la crisis de deuda soberana ha dificultado el acceso del sector público a los mercados financieros internacionales. Así, a lo largo de 2011, las administraciones públicas españolas (y fundamentalmente, el Estado) están reduciendo su recurso al exterior, sustituyéndolo por financiación procedente de las instituciones financieras nacionales.

De esta manera, las fuentes de financiación de las **instituciones financieras** también se han visto afectadas. Mientras que en el periodo previo a la crisis recurrían principalmente al mercado mayorista para obtener una financiación abundante, con la crisis este mercado se ha cerrado considerablemente, lo que las ha obligado a buscar fuentes alternativas de financiación,

atrayendo, como se ha mencionado anteriormente, el ahorro precautorio de las familias y recurriendo a la provisión de liquidez mediante la apelación al Banco Central Europeo, que en algunos momentos ha llegado a ser muy importante.

Gráfico 14

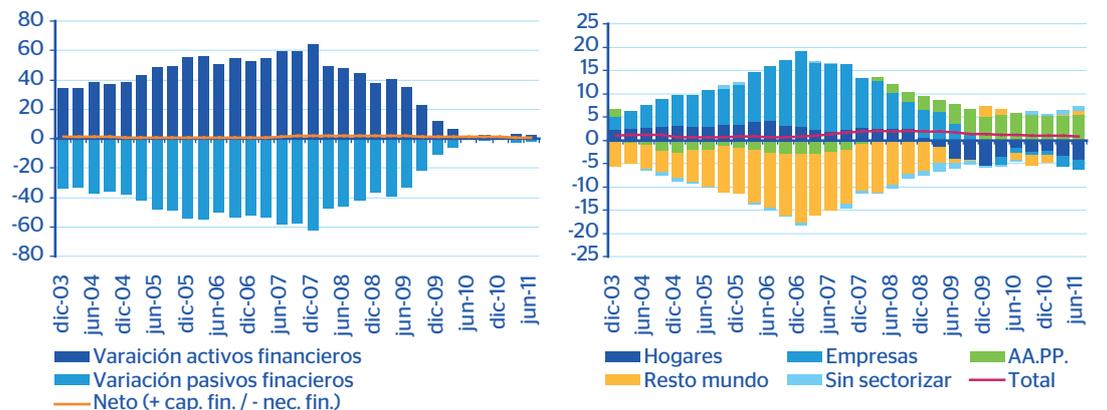
AA.PP.: operaciones financieras netas (% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 15

Instituciones financieras (incluido BdE): operaciones financieras netas (% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

**La crisis ha supuesto una fuerte reducción de la entrada neta de capital extranjero, si bien España mantiene una elevada exposición financiera al exterior**

El fuerte ajuste de las necesidades de financiación españolas junto con las convulsiones que han azotado a los mercados financieros han reducido, hasta prácticamente su desaparición, los flujos financieros de España, y de gran parte de los países europeos, con el resto del mundo.

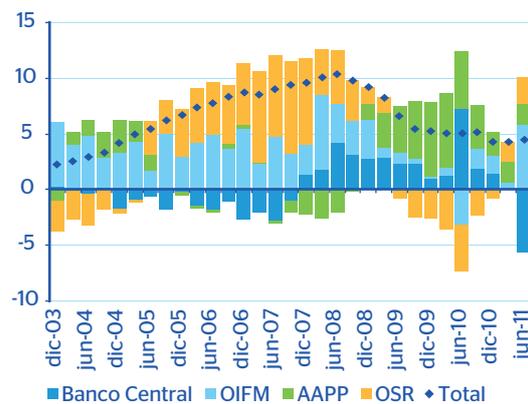
A lo largo de la última etapa de auge de la economía española, las **instituciones financieras monetarias** (OIFM) y los **otros sectores residentes** (OSR)<sup>3</sup> fueron los principales receptores del capital llegado del resto del mundo. Sin embargo, como se observa en el Gráfico 16, en el periodo central de la crisis los OSR, lejos de captar financiación del exterior, pasaron a desinvertir activos extranjeros para contrarrestar la dificultad de acceder a financiación tradicional. De esta forma,

3: En este apartado se utiliza la clasificación y nomenclatura de la Balanza de Pagos que agrupa a los diferentes agentes de la economía en: Banco de España, otras instituciones financieras monetarias (OIFM), que incluyen bancos y cajas, administraciones públicas (AA.PP.) y otros sectores residentes (OSR), que incluyen hogares, empresas y las instituciones financieras no monetarias, entre otros, fondos de inversión, compañías de seguros, fondos de pensiones, etc.

los fondos de inversión desinvertieron sus activos extranjeros para redirigirlos hacia depósitos nacionales, aprovechando la elevada remuneración de los mismos y, así, paliar parte de los problemas de liquidez de las OIFM. Por su parte, desde finales de 2007 el Banco de España se convirtió en deudor con el exterior como consecuencia, principalmente, de una mayor apelación al Banco Central Europeo por parte de las instituciones financieras -vía de financiación que alcanzó su máximo en el verano del pasado año- (véase Gráfico 17). Por otro lado, las administraciones públicas, pese al fuerte incremento de sus necesidades de financiación, han conseguido mantener su posición de receptores de financiación exterior, aunque con una tendencia decreciente en los últimos meses derivada del ajuste en el déficit público y los ataques a la deuda soberana.

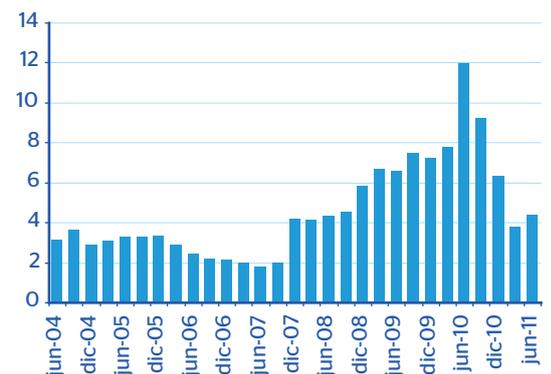
Durante los primeros seis meses del año, la entrada neta de capitales parece haberse estabilizado, apreciándose, además, cambios importantes respecto a la tendencia que venía experimentando. Destaca la entrada a través la adquisición de acciones de los OSR que se explica, fundamentalmente, por la compra de empresas españolas que han llevado a cabo compañías extranjeras. Igualmente, destaca la entrada de capital extranjero en las OIFM, relacionado con el proceso de reestructuración del sistema financiero español. Por su parte, si bien en el primer semestre del año la entrada de capital extranjero al Banco de España se redujo, llegando incluso a registrarse una salida de capital, dada la menor apelación de las OIFM a la liquidez del Banco Central Europeo, los datos conocidos del 3T11 parecen invertir esta tendencia.

Gráfico 16  
**España: entradas netas de capital**  
(Acumulado anual. % PIB)



Nota: Un incremento neto de los pasivos financieros o una disminución de los activos financieros dan lugar a entradas netas de capital, mientras que operaciones de signo contrario darán lugar a salidas netas de capital  
Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 17  
**Banco de España: préstamo neto**  
a las entidades de crédito (% del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

En una comparativa internacional, el Gráfico 18 muestra como las dificultades de los mercados financieros han afectado de forma desigual a los diferentes agentes de los países analizados. De esta forma, Grecia ha sido el único país en el que ni siquiera las administraciones públicas fueron capaces de financiarse en el resto del mundo. El rescate derivado de la inestabilidad de su deuda soberana, obligó a todo los agentes de la economía griega, excepto a su banco central, a deshacer posiciones internacionales para financiarse.

Esta situación de inestabilidad y rescate que hoy comparten Irlanda y Portugal, ha provocado que buena parte de la entrada de capitales del exterior en dichos países se haya realizado a través de sus bancos centrales. Algo semejante ocurre en España y en Italia, donde la tensión de los mercados financieros ha llevado a que sus bancos centrales canalicen una parte importante de los flujos financieros internacionales, registrando una posición deudora con el resto del mundo.

En una situación algo diferente se encuentran Francia y Alemania, donde la exposición a las incertidumbres de los mercados financieros está siendo menor, lo que ha propiciado que la mayor parte de la entrada de capitales se haya producido a través de las OIFM. Asimismo, puede

observarse que en los casos de Irlanda, España e Italia, a pesar de las dificultades de acceso a los mercados internacionales, las OIFM han sido capaces de atraer una parte de las entradas de capital procedentes del exterior.

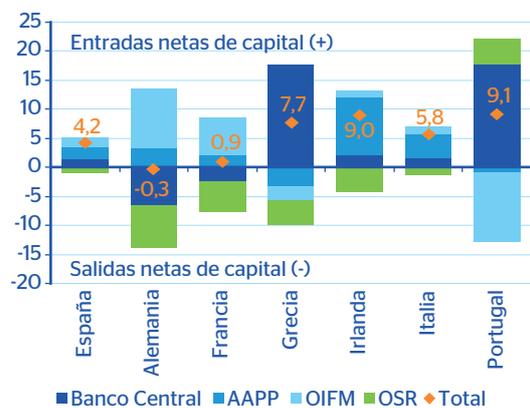
Finalmente, en los OSR de todos los países analizados, salvo en Portugal, se ha producido una salida de capitales hacia el exterior, si bien esta situación responde a causas diferentes según el país. Así, mientras que en Francia y Alemania, la salida de capital de los OSR se debe, en parte, al desarrollo de sus proyectos de inversión en el exterior, en otros países como España esta salida de capitales responde más a un proceso de desapalancamiento con el resto del mundo.

En este contexto, y al contrario que el resto de países de su entorno europeo, el volumen de deuda externa bruta de España se redujo en 2010 en más de 4pp del PIB hasta situarse en el 163% del PIB, a pesar del saldo negativo de la balanza por cuenta corriente. Aunque este proceso de desapalancamiento de España con el exterior se ha observado en casi todos los agentes, han sido las instituciones financieras monetarias las que han contribuido en mayor medida a ello, seguramente obligadas por la escasez de liquidez que está haciendo que no renueven los vencimientos a largo plazo, y sustituyan su financiación vía cámaras de compensación y apelación al BCE, llevando, este último, a incrementar la posición deudora del Banco de España con el exterior.

Este proceso de desapalancamiento con el exterior del sector financiero se observa igualmente en aquellos países donde las turbulencias financieras se han dejado notar especialmente, como Irlanda y Portugal. Por su parte, las administraciones públicas españolas mantuvieron su volumen de deuda con el resto del mundo, a diferencia de Grecia y Portugal donde el sector público se vio obligado a reducir su endeudamiento externo, e Irlanda cuya deuda pública exterior ha crecido notablemente. Así, como puede observarse en el Gráfico 19, el nivel de deuda externa de España alcanzado en 2010 es uno de los más bajos entre los países periféricos, tan solo por encima de Italia, y muy lejos del volumen alcanzado por otros países como Irlanda (1.105,1%) o Portugal (229,6%).

Gráfico 18

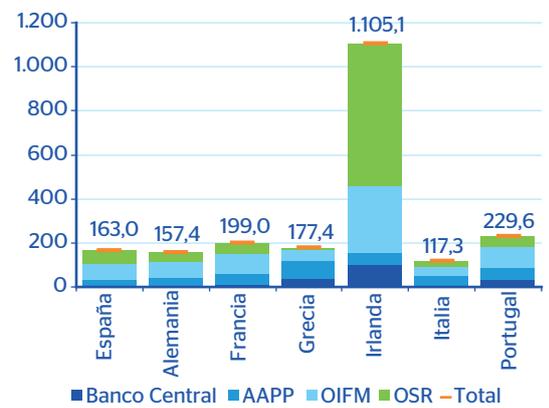
**UEM: entradas netas de capital en 2010 (% PIB)**



Fuente: BBVA Research a partir de HAVER

Gráfico 19

**UEM: deuda externa por agentes en 2010 (% PIB)**



Fuente: BBVA Research a partir de HAVER (BIS)

Sin embargo, para aproximar cuál es la exposición de las economías a los mercados financieros internacionales sería necesario tener en cuenta, junto con la capacidad o necesidad de financiación, la posición inversora internacional (PII), que registra el balance de activos y pasivos financieros frente al exterior<sup>4</sup>. Tradicionalmente, España ha contado con una posición inversora internacional neta deudora y creciente hasta 2009 cuando alcanzó el -91,4% del PIB. Sin embargo, en 2010 se apreció una ligera corrección de la posición deudora (de casi 5pp) debido a una caída

moderada del volumen de pasivos financieros, concentrada, principalmente, en la liquidación de

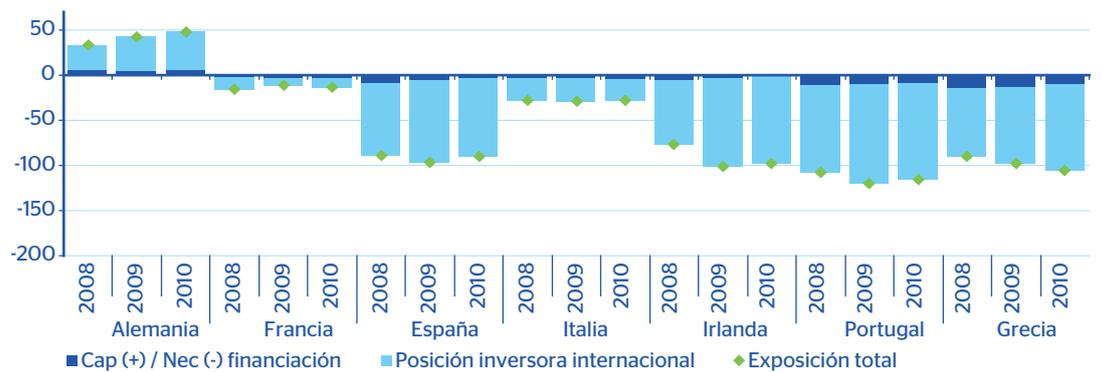
4: Se entiende por posición inversora internacional la diferencia entre el balance de activos financieros y de pasivos financieros.

valores distintos de acciones frente al resto del mundo. Aunque el saldo deudor es importante, éste es inferior al alcanzado por Portugal y Grecia, donde el saldo negativo en 2010 superó en ambos casos el 100% del PIB en ambos casos y al déficit irlandés (-95,7%).

Por otro lado, Francia e Italia también registran una posición inversora internacional neta deudora, aunque, en términos del PIB, es muy inferior a la de los países periféricos. De esta forma, Alemania es el único país de la muestra que cuenta con una posición inversora internacional neta acreedora, que en los últimos tres años no ha dejado de crecer como consecuencia, sobre todo, del incremento de sus activos (Gráfico 20).

Gráfico 20

**UEM: exposición internacional (Capacidad/necesidad de financiación y Posición inversora internacional) (% PIB)**



Fuente: BBVA Research a partir de HAVER

En el Cuadro 1 puede observarse, en el detalle por instrumentos que componen la posición inversora internacional, que la posición deudora de la economía española procede principalmente de los instrumentos de deuda<sup>5</sup> que presentan un saldo neto negativo como, a excepción de Irlanda, ocurre en el resto de países analizados, independientemente del signo de su posición neta. Asimismo, destaca el hecho que en España los instrumentos asociados a la inversión extranjera directa registren un saldo positivo en niveles relativamente elevados, como ocurre en los países no periféricos, como Alemania, Francia e Italia.

En un contexto como el actual de persistencia de la inestabilidad en los mercados internacionales, la elevada exposición financiera con el exterior de la economía española podría revelarse como una debilidad. A finales de 2010, el 75% de los pasivos financieros con el exterior estaban formalizados mediante instrumentos de deuda -que suponían en total un 160,1% del PIB-, y entre ellos, un 35% -en torno al 56% del PIB- eran a corto plazo. Por ello, sería necesario continuar no sólo con el proceso de ajuste de las necesidades de financiación, si no también impulsar el moderado proceso de desapalancamiento con el resto del mundo que parece haberse iniciado a finales de 2010.

5: Que incluyen, entre otras partidas, los valores distintos de acciones, los préstamos, el crédito comercial o los depósitos con el resto del mundo.

Cuadro 1

**Posición inversora internacional: detalle de 2010 (% PIB)**

	Inversión extranjera directa	Acciones y otras participaciones	Instrumentos de deuda	Banco central	Total
<b>Alemania</b>					
Activos	41,9	22,4	173,5	20,7	258,5
Pasivos	17,3	17,8	180,3	0,6	216,0
PII	24,6	4,5	-6,8	20,1	42,5
<b>Francia</b>					
Activos	39,9	26,4	182,2	13,3	261,8
Pasivos	23,3	30,6	211,5	6,4	271,8
PII	16,6	-4,2	-29,3	6,9	-10,0
<b>España</b>					
Activos	43,6	9,0	68,1	7,7	128,3
Pasivos	32,7	17,2	160,1	4,8	214,9
PII	10,9	-8,2	-92,1	2,9	-86,6
<b>Italia</b>					
Activos	22,9	22,0	62,3	11,5	118,6
Pasivos	12,5	9,9	120,3	n.d	142,7
PII	10,4	12,1	-58,1	n.d	-24,1
<b>Irlanda</b>					
Activos	127,4	289,8	1170,7	10,9	1598,8
Pasivos	139,7	675,4	786,3	93,1	1694,5
PII	-12,3	-385,7	384,4	-82,2	-95,7
<b>Portugal</b>					
Activos	24,4	15,5	128,2	21,4	189,5
Pasivos	44,3	27,1	191,3	34,7	297,3
PII	-19,9	-11,6	-63,1	-13,3	-107,8
<b>Grecia</b>					
Activos	12,6	7,8	68,5	8,9	97,8
Pasivos	10,1	5,6	177,4	n.d	193,1
PII	2,5	2,3	-108,9	n.d	-95,3

Fuente: BBVA Research a partir de Haver

**El ajuste de las necesidades de financiación: *credit-crunch* vs. desapalancamiento ordenado**

Como se ha mostrado en las secciones anteriores, la crisis económica ha detenido por completo la dinámica de acumulación de desequilibrios en la financiación de la economía española, dando lugar a un importante ajuste en el crecimiento de los activos y pasivos financieros, en el ahorro y en la inversión. El problema es que este ajuste se está haciendo a corto plazo de una manera traumática por sus consecuencias sobre la inversión y el empleo, en lugar de producirse de manera ordenada y virtuosa.

Durante los últimos años, pero sobre todo en los últimos meses, se observa como los mercados internacionales de financiación a largo plazo se han ido cerrando (parcial o totalmente) para la mayor parte de agentes europeos, tanto privados como públicos. En estos momentos sólo la financiación a corto plazo (a través del BCE o del mercado de *repos*) está razonablemente abierta. El problema es que, aunque esta financiación permite obtener liquidez a corto plazo, difícilmente puede utilizarse para financiar nuevos proyectos de inversión a largo plazo. Además, la refinanciación de los vencimientos de deuda a largo plazo con deuda a corto aumenta considerablemente la incertidumbre sobre las necesidades futuras de liquidez. Adicionalmente,

el ajuste a corto plazo está tratando de aumentar el ahorro nacional, en una situación de importante desahorro del sector público y de disminución de la renta disponible, mediante el aumento de los tipos de interés (efecto sustitución), con el que los agentes económicos públicos y privados compiten entre sí por un recurso escaso. Por la vía de los empleos, el ajuste conlleva una reducción de activos financieros en el exterior, pero, fundamentalmente, una disminución de la inversión nacional, con los consiguientes efectos negativos en términos de destrucción de empleo. En resumen, el desapalancamiento y la reducción de las necesidades de financiación de la economía española se están produciendo de forma especialmente perniciosa para el crecimiento y la creación de empleo, en un contexto de *credit-crunch* que puede intensificarse aún más, tal y como amenazan las tensiones financieras actuales y las elevadas primas de riesgo. En estas circunstancias, resulta particularmente preocupante la financiación de los vencimientos de deuda exterior previstos para 2012 (414 miles de millones de euros) y de las nuevas necesidades netas (27,5 miles de millones de euros).

Frente a esta situación, el objetivo debe ser sentar las bases para poder llevar a cabo el proceso de desapalancamiento y de reducción de las necesidades de financiación de una manera más ordenada, en un contexto de crecimiento y con mercados de financiación a largo plazo abiertos. Para ello es necesario recuperar la confianza de los mercados financieros sobre las economías europea y española, particularmente sobre la solvencia de las administraciones públicas y del sistema bancario. Para evitar el peligro de volver a entrar en una recesión como consecuencia de las restricciones de crédito, se debe sanear de forma completa, definitiva y rápida los balances bancarios, minimizando totalmente el coste para los contribuyentes. Este saneamiento debe realizarse sobre los activos que verdaderamente constituyen un riesgo bancario. Debe ser un saneamiento riguroso, transparente y creíble, y tener como objetivo la reapertura inmediata de los mercados de financiación mayoristas y el acceso a la liquidez necesaria para no estrangular el crecimiento.

El ajuste fiscal de las administraciones públicas españolas debe continuar, no solo para aumentar el ahorro nacional, sino también para despejar las incertidumbres de los mercados financieros internacionales sobre la consecución de los objetivos de estabilidad presupuestaria<sup>6</sup>. Junto a este aumento del ahorro público también es necesario incentivar el ahorro del sector privado. La mejor manera de hacerlo es mediante el crecimiento económico y el aumento de la renta disponible de los hogares y del excedente de explotación de las empresas. El efecto renta que produciría sobre el ahorro nacional el mayor crecimiento económico sería más importante que el efecto sustitución que actualmente se está llevando a cabo a través del aumento de los tipos de interés.

Como se discute en la revista *Situación España* (Noviembre 2011)<sup>7</sup>, para aumentar el crecimiento económico en la situación actual deben llevarse a cabo las reformas estructurales necesarias para crear cuanto antes empleo y para favorecer la reasignación de factores productivos hacia los sectores y empresas con mayor dinamismo. En una economía tan dual como la española, existen innumerables ejemplos de excelencia empresarial a nivel internacional, que están detrás del extraordinario comportamiento de nuestro sector exportador durante los últimos trimestres. Generalizar este comportamiento al resto de empresas y sectores, liberar el enorme potencial de crecimiento de nuestra economía, y eliminar las barreras que impiden una reasignación y un empleo eficiente de recursos, en muchos casos ociosos, son retos urgentes. Y aunque en el actual contexto europeo, alcanzar estos objetivos no es una condición suficiente para asegurar la recuperación económica y la salida a una crisis que dura ya cuatro años, sí que se trata de una condición necesaria que adicionalmente reduciría la percepción de riesgo de la economía española en los mercados internacionales, relajando las tensiones financieras y mejorando las condiciones de financiación en cantidades, plazos y costes.

6: La evidencia empírica (por ejemplo, en Cardoso y Doménech, 2011, en Boscá et al., *The Spanish Economy: A General Equilibrium Perspective*, Palgrave MacMillan) indica que el supuesto de equivalencia ricardiana solo se cumple parcialmente, por lo que el aumento del ahorro público no se vería compensado por una caída del ahorro privado de la misma cuantía.

7: Ver *Situación España* (Noviembre 2011)

**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión**, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

**"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo".**

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

**BBVA Research España:**

Economista Jefe  
**Miguel Cardoso**  
+34 91 374 39 61  
miguel.cardoso@bbva.com

**Mónica Correa**  
+34 91 374 64 01  
monica.correa@bbva.com

**Juan Ramón García**  
+34 91 374 33 39  
juanramon.g@bbva.com

**Félix Lores**  
+34 91 374 01 82  
felix.lores@bbva.com

**Leticia Riva**  
leticia.riva@bbva.com  
+34 91 374 62 66

**Miguel Pérez**  
+34 91 374 75 28  
m.perezvillaseca@bbva.com

**Virginia Pou**  
+34 91 537 77 23  
virginia.pou@bbva.com

**Pep Ruiz**  
+34 91 537 55 67  
ruiz.aguirre@bbva.com

**Camilo Andrés Ulloa**  
+34 91 537 84 73  
camiloandres.ulloa@bbva.com

**BBVA Research**

*Economista Jefe del Grupo*  
**Jorge Sicilia**

*Economías Emergentes:*

**Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**  
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hk  
China

India

**Sumedh Deorukhkar**  
deorukhkar@grupobbva.com

Coordinación Latam

**Joaquín Vial**  
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bbvafrances.com.ar

Chile

**Alejandro Puente**  
apuente@bbva.com

Colombia

**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com.co

Perú

**Hugo Perea**  
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@provincial.com

México

**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Economías Desarrolladas:*

**Rafael Doménech**  
rdomelech@bbva.com

España

**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com

*Sistemas Financieros y Regulación:*

**Santiago Fernández de Lis**  
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**  
arubio@bbva.com

Pensiones

**David Tuesta**  
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

**María Abascal**  
maria.abascal@bbva.com

*Áreas Globales:*

Escenarios Económicos

**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@bbva.com

Escenarios Financieros

**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

**Clara Barrabés**  
clara.barrabes@bbva.com

*Market & Client Strategy:*

**Antonio Pulido**  
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

**Javier Serna**  
Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

**Luis Enrique Rodríguez**  
luisen.rodriguez@grupobbva.com

**Interesados dirigirse a:**

**BBVA Research**  
Paseo Castellana, 81 - 7ª planta  
28046 Madrid (España)  
Tel: +34 91 374 60 00 y 91 537 70 00  
Fax: +34 91 374 30 25  
bbvaresearch@bbva.com  
www.bbvaresearch.com