

# **GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS**

**Curso 2015/2016**

## **ANÁLISIS DEL PERFIL EXTERIOR DE UNA ECONOMÍA. ESTUDIO DE CASO: ESPAÑA, PORTUGAL Y GRECIA.**

Autor/a: David González Ramos

Director/a: Jesús Alasua López

Bilbao, a 8 de febrero de 2017

# ÍNDICE

RESUMEN .....	5
INTRODUCCIÓN .....	6
OBJETO DEL TRABAJO .....	7
ESTRUCTURA DE CONTENIDOS Y METODOLOGÍA .....	8
SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS .....	9
1. DELIMITACION, CONCEPTUALIZACION E INTERPRETACIÓN DE LOS INDICADORES .....	10
1.1. Balanza de pagos. La cuenta financiera .....	10
1.1.1. Definición y Estructura .....	10
1.1.2. Interpretación .....	11
1.2. Posición de inversión internacional neta .....	12
1.2.1. Definición y Estructura .....	12
1.2.2. Interpretación .....	13
1.3. El sexto manual de la Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional.....	13
2. CUENTA FINANCIERA DE LA BANZA DE PAGOS Y POSICION DE INVERSION INTRNACIONAL .	14
2.1 ESPAÑA.....	15
2.1.1 Introducción .....	15
2.1.2 Evolución de la cuenta financiera de la balanza de pagos entre 2000-2014.....	16
2.1.3 Evolución de la posición de inversión internacional neta.....	21
2.2 PORTUGAL.....	29
2.2.1 Introducción .....	29
2.2.2 Evolución de la cuenta financiera de la balanza de pagos entre 2000-2014.....	29
2.2.3 Evolución de la posición de inversión internacional neta.....	34
2.3 GRECIA.....	40
2.3.1 Introducción .....	40
2.3.2 Evolución de la cuenta financiera de la balanza de pagos entre 2000-2014.....	41
2.3.3 Evolución de la posición de inversión internacional neta.....	45
2.4 EVOLUCIÓN DE LA CUENTA FINANCIERA Y PIIN EN LA EUROZONA.....	52
2.4.1 Introducción .....	52
2.4.2 Evolución de la cuenta financiera de la balanza de pagos entre 2000-2014.....	53
2.4.3 Evolución de la posición de inversión internacional neta.....	56
CONCLUSIONES .....	58
ANEXO .....	60
BIBLIOGRAFIA.....	65
FUENTES .....	66

## ÍNDICE DE CUADROS, TABLAS, GRÁFICOS Y FIGURAS

<b>Descripción</b>	<b>Pág.</b>
Grafico 1: Balanza financiera España por categoría funcional 2000-2014 .....	16
Grafico 2: Transacciones Financieras por categorías funcionales .....	17
Grafico 3: PIIN de España 2000-2014 sobre % del PIB .....	21
Grafico 4: Variación PIIN .....	22
Grafico 5: Evolución PIIN por instrumento 2000-2007 .....	25
Grafico 6: Evolución PIIN por instrumento 2008-2014 .....	28
Grafico 7: Balanza financiera Portugal 2000-2014 .....	29
Grafico 8: Balanza financiera Portugal por categoría funcional 2000-2014 .....	31
Grafico 9: PIIN de Portugal 2000-2014 sobre % del PIB .....	34
Grafico 10: Variación PIIN .....	34
Grafico 11: Evolución PIIN por instrumento 2000-2007 .....	37
Grafico 12: Evolución PIIN por instrumento 2008-2014 .....	39
Grafico 13: Balanza financiera Grecia 2000-2014 .....	41
Grafico 14: Balanza financiera Grecia por categoría funcional 2000-2014 .....	43
Grafico 15: PIIN de Grecia 2000-2014 sobre % del PIB .....	45
Grafico 16: Variación PIIN .....	46
Grafico 17: Evolución PIIN por instrumento 2000-2007 .....	49
Grafico 18: Evolución PIIN por instrumento 2008-2014 .....	51
Grafico 19: Evolución balanza financiera eurozona grupo países 1 .....	53
Grafico 20: Evolución balanza financiera eurozona grupo países 2 .....	54
Grafico 21: Evolución PIIN eurozona grupo países 1 .....	56
Grafico 22: Evolución PIIN eurozona grupo países 2 .....	57
Tabla 1: Crecimiento acumulado por categorías funcionales de la PIIN 2000-2007 en España .....	24
Tabla 2: Crecimiento acumulado por categorías funcionales de la PIIN 2008-2014 en España .....	26
Tabla 3: Crecimiento acumulado por categorías funcionales de la PIIN 2000-2007 en Portugal .....	36

Tabla 4: Crecimiento acumulado por categorías funcionales de la PIIN 2008-2014 en Portugal .....	39
Tabla 5: Crecimiento acumulado por categorías funcionales de la PIIN 2000-2007 en Grecia .....	47
Tabla 6: Crecimiento acumulado por categorías funcionales de la PIIN 2008-2014 en Grecia .....	50
Figura 1: Estructura de la Posición de Inversión Internacional .....	12

## **RESUMEN**

El presente trabajo aborda un análisis evolutivo de la situación financiera que han mantenido con el exterior tres economías europeas en particular entre los años 2000 y 2014: España, Portugal y Grecia. Posteriormente, se compara esta evolución con la de otros socios pertenecientes a la zona euro. Para ello, se utilizan dos indicadores que ofrecen una imagen fiel del perfil exterior que desarrolla una economía, la cuenta financiera, que se encuentra recogida en la balanza de pagos, y la posición de inversión internacional neta. Este estudio, ofrece una explicación de cómo varía la posición financiera de los países frente al resto del mundo, cuando los gobiernos aplican diferentes medidas que afectan directamente a la economía, con especial relevancia en el periodo de depresión económica que se ha vivido a nivel mundial en los recientes años.

## **ABSTRACT**

This paper discusses an evolutionary analysis of the financial situation of three European economies between 2000 and 2014: Spain, Portugal and Greece. Subsequently, this evolution is compared with other partners' progress in the euro area. For this purpose, two indicators are used which give a faithful picture of the external profile of an economy, the financial account, which is included in the balance of payments, and the net international investment position. This study provides an explanation of how the financial position of countries varies from the rest of the world, when governments apply different measures that directly affect the economy, with special relevance in the period of economic depression that has been experienced worldwide in recent years.

## INTRODUCCIÓN

La situación financiera que los países mantienen frente al exterior es un tema que incumbe a toda la sociedad a pesar del poco interés que se muestra por conocerla. Cada ciudadano, participa consciente o inconscientemente en la estructura económica de una sociedad, y el conjunto de estas interacciones, provoca que se desarrolle un sistema específico que afecta directamente al modo de vida de la población. La falta de interés en la materia, es en parte, inherente al modo de vida que se desarrolla en nuestro país, y principalmente, consecuencia de la escasa formación financiera que se posee a nivel general. Esto, es algo visible a simple vista y una tarea pendiente, que los gobiernos deben de implementar si de verdad se desea una sociedad más justa, donde cada ciudadano sea consciente de su participación en el desarrollo financiero del país.

Por otra parte, se trata de un tema de gran actualidad. Desde la creación de la Unión Europea en 1993 y en especial, desde la entrada en vigor del euro como moneda única en la zona euro, las interconexiones comerciales de los estados miembro han aumentado exponencialmente hasta el punto de que hoy en día, sería impensable la supervivencia de una economía moderna sin estas relaciones económicas. Adicionalmente, el auge tecnológico ha supuesto una revolución en las transacciones financieras, modernizando la estructura existente y facilitando las relaciones con otros países. Si esto no fuera suficiente, la llegada de la crisis económica en 2007 provocó un colapso en las relaciones exteriores entre países de todo el mundo, lo que hizo necesario que los sectores exteriores de cada país se reorganizaran en torno a esta nueva situación.

En el aspecto personal, la elección de este tema, se debe a mi afición por las finanzas y a las ganas por comprender cuales son los mecanismos que se emplean a la hora de elaborar documentos tan complejos como, la balanza de pagos o la posición de inversión internacional.

## **OBJETO DEL TRABAJO**

Con la elección de este trabajo, pretendo dar respuesta a una cuestión de actualidad y de interés personal como es la realidad que vive España en sus relaciones financieras con el exterior, para poder establecer una imagen de la situación en la que se encuentra y cuál ha sido la evolución que ha obedecido. Además, también resulta de interés, conocer esta realidad en el seno europeo, investigando los diferentes estados que lo componen y evaluando las principales diferencias que muestran.

Para lograr este objetivo, es necesario comprender como funcionan los indicadores que ayudan a establecer la imagen del perfil exterior de una economía, en este caso, la cuenta financiera de la balanza de pagos y la Posición de Inversión Internacional Neta. La elaboración de estos documentos es una tarea ardua y compleja, por lo que su análisis resulta complicado. Por lo tanto, otro objetivo de este trabajo es la comprensión de la balanza financiera y la PIIN para poder dar respuesta a la pregunta principal que he planteado en el primer párrafo.

Por último y como objetivo más personal, con la realización de este trabajo pretendo adquirir un conocimiento general sobre los diversos temas financieros que influyen directamente en las economías modernas.

## **ESTRUCTURA DE CONTENIDOS Y METODOLOGÍA**

Respecto a la metodología, el método de trabajo que ha permitido obtener la información para realizar este trabajo se basa en las fuentes indirectas o secundarias, puesto que han sido previamente publicadas por otros autores. Tanto la página web del Fondo Monetario Internacional (FMI) como su sexto Manual sobre la Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional (MBP6) han sido las principales fuentes de información para la realización de este estudio.

A continuación, se desarrolla la estructura de contenido del trabajo.

Primero, para dar respuesta a la principal pregunta que se intenta responder con este trabajo (Conocer la realidad en la situación financiera con el exterior de varios países europeos) es necesario delimitar unos indicadores que nos puedan acercar a una conclusión sobre esta cuestión. En este caso, se han elegido la cuenta financiera de la balanza de pagos y la Posición de Inversión Internacional Neta como indicadores que ayuden a proyectar una imagen sobre el perfil exterior de las economías española, portuguesa y griega.

Una vez establecidos los indicadores que nos ayudarán a llegar a una conclusión sobre nuestra cuestión, se ha procedido a la recogida de datos sobre estos indicadores. La fuente de información de estos datos es el Balance of Payments Statistics (BOP), herramienta que provee el Fondo Monetario Internacional, puesto que es la encargada de la elaboración del Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional. Para este trabajo, se ha seguido la sexta edición de este manual (MBP6) que es la más actual y con la que actualmente los países elaboran estos indicadores.

Tras la extracción de datos, se confeccionaron los gráficos de un modo que pudieran mostrar unos datos más acordes a la realidad. Para lograr esto, algunos de los gráficos se han convertido para que la balanza financiera y la PIIN aparezcan en términos de PIB, ya que el FMI provee datos absolutos sobre estos indicadores.

Con los gráficos ya preparados para su análisis, se ha procedido a comentarlos y a extraer de ellos las conclusiones que pudieran ofrecer. Por último, se han reunido todas las conclusiones extraídas para establecer una imagen del perfil financiero exterior que tienen tanto España, Portugal y Grecia y se ha establecido una comparación con los principales países de la zona euro.



## **SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS**

BDE	Banco de España
BDP	Banco de Portugal
BOG	Bank of Greece
BOP	Balance of Payments Statistics
BP	Balanza de Pagos
ECB/BCE	European Central Bank/Banco Central Europeo
IFM/FMI	International Monetary Fund/Fondo Monetario Internacional
MBP6	Sexto Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional
PIB	Producto Interior Bruto
PII	Posición de Inversión Internacional
PIIN	Posición de Inversión Internacional Neta
VNA	Variación Neta de Activos
VNP	Variación Neta de Pasivos

## 1. DELIMITACION, CONCEPTUALIZACION E INTERPRETACIÓN DE LOS INDICADORES

Para poder analizar el sector exterior de una economía, es conveniente establecer una serie de indicadores que reflejen los movimientos de los flujos de capital entre las economías. Para ello, existen dos indicadores esenciales que permiten disponer de una información detallada de la situación financiera de una economía, la cuenta financiera de la balanza de pagos y la posición de inversión internacional neta.

### 1.1. Balanza de pagos. La cuenta financiera

La balanza de pagos es un documento donde se recogen las transacciones que realiza un país con el resto del mundo durante un periodo determinado de tiempo, generalmente un año.

Se puede desglosar la balanza de pagos en tres grandes sub-balanzas:

- Balanza por cuenta corriente.  
En esta balanza se recogen todas las transacciones realizadas con bienes y servicios y rentas entre el país y el resto del mundo.
- Balanza de capital  
Esta balanza engloba todas las transacciones que tienen como objeto la financiación de bienes de inversión.
- Balanza financiera  
La cuenta financiera agrupa los flujos financieros entre residentes de un país y el resto del mundo.

A continuación, se estudia con más detalle la balanza financiera puesto que es la sub-balanza que nos ayuda a proyectar una imagen nítida de la situación exterior de un país.

#### 1.1.1. Definición y Estructura

Como bien indica el Sexto Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional, *“En la cuenta financiera se registran las transacciones relativas a los activos y pasivos financieros que tienen lugar entre residentes y no residentes.”*<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional. (2009). 6th ed. [ebook] Washington DC: FMI, p.161. Available at: <https://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/bop/2007/bopman6s.pdf> [Accessed 1 Sep. 2016].

El saldo final de la cuenta financiera es la diferencia entre la variación neta de activos frente al exterior y la variación neta de pasivos frente al exterior.

$$\text{Saldo final} = \text{VNA} - \text{VNP}$$

La estructura de la cuenta financiera queda dividida en cinco partidas que son las siguientes:

- **Inversión directa:** Se considera como directa una inversión, cuando esta tiene como objetivo, el control de una empresa o la voluntad de ejercer una influencia significativa sobre esta. Es preciso matizar, que para que se considere que un inversionista ejerce una influencia significativa sobre una determinada empresa, es preciso que controle el 10% o más de los votos de la sociedad.
- **Inversión de cartera:** Se considera inversión en cartera a las transacciones y posiciones de títulos de deuda o participaciones en capital distintos a los incluidos en la inversión directa.
- **Derivados financieros<sup>2</sup> y OCAE<sup>3</sup>:** Son instrumentos financieros cuyo valor está vinculado al precio de otro activo, el activo subyacente. Estos contratos se pueden negociar en los mercados financieros asumiéndose los riesgos específicos del activo subyacente.
- **Otra inversión:** En esta categoría se incluyen todas las posiciones y transacciones no incluidas en la inversión directa, inversión de cartera, derivados financieros y activos de reservas.
- **Activos de reservas:** Son activos externos en moneda extranjera que están disponibles de inmediato para ser utilizados por las autoridades monetarias con diversos fines como la financiación de la balanza de pagos, intervenir en el tipo de cambio u otros fines relacionados.

### 1.1.2. Interpretación

Una vez definida la cuenta financiera y ya conocida la composición de sus principales elementos, es preciso aclarar la interpretación de los resultados que arroja este documento. Como ya se ha mostrado antes, el saldo final de la cuenta financiera será la diferencia entre la variación neta de activos y pasivos.

---

<sup>2</sup> Distintos de reservas

<sup>3</sup> OCAE: Opciones de compra de acciones por parte de empleados

Por lo tanto, un signo positivo en la balanza por cuenta financiera, indica una posición acreedora del país, siendo proveedor de financiación al resto de países, esto es debido a que la variación neta de los activos es superior a la variación neta de los pasivos.

En caso contrario, si el signo de la balanza financiera es negativo, refleja una posición deudora del país, que es captador de financiación, debido a que la variación neta de sus pasivos es superior a la de los activos.

## 1.2. Posición de inversión internacional neta

La posición de inversión internacional neta (PIIN) está estrechamente relacionada con la cuenta financiera de la balanza de pagos.

### 1.2.1. Definición y Estructura

La PIIN es una cuenta estadística que muestra la diferencia entre los activos y pasivos financieros externos de una economía en un momento determinado de tiempo. A diferencia de la cuenta financiera de la balanza de pagos, que es un variable flujo, la PIIN es una variable stock, puesto que nos revela la posición neta deudora o acreedora de una economía frente al exterior en un momento determinado de tiempo.

La PIIN final estará determinada por las variaciones que se produzcan en la cuenta financiera de la balanza de pagos y otras variaciones que se produzcan en los activos y pasivos. Estas variaciones en los activos y pasivos que no se encuentran incluidas en la cuenta financiera de la balanza de pagos son variaciones de posición debidas a otras variaciones de volumen, variaciones en el tipo de cambio u otras variaciones de precios.

Por lo tanto, la estructura de la PIIN quedaría de la siguiente manera:

*Figura 1: Estructura de la Posición de Inversión Internacional*



*Fuente: Banco de España*

### 1.2.2. Interpretación

La PIIN indica la situación financiera de un país, pudiendo ser un país con una posición acreedora o deudora. Una PIIN positiva, indica que las inversiones por parte de residentes de una economía supera las inversiones de no residentes en la economía en cuestión. Una PIIN negativa indica lo contrario, que una economía está recibiendo más capitales del exterior de los que esta invierte en el extranjero, es decir, la deuda externa neta de la economía.

### 1.3. El sexto manual de la Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional

En este capítulo, se recogen las principales características del sexto Manual de la Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional (MBP6) elaborado por el FMI. Es importante conocer los principios que rigen este manual ya que los indicadores están elaborados en base a este documento.

Esta primera edición del MBP6 se implantó de forma coordinada en la Unión Europea en 2014, sin embargo, el mes de aplicación varía dependiendo de qué país se trate.

#### España

España se incorporó en elaboración de la BP y de PII según el MPB6 en octubre de 2014. Los datos calculados desde las nuevas fuentes que recoge el MBP6 se inician en diciembre de 2012 para la PII y en 2013 para la BP. Para los años anteriores, es aceptado que los datos sean convertidos al nuevo manual desde las estadísticas previamente calculadas en el MBP5.

#### Grecia

Grecia elabora la BP y la PII siguiendo el nuevo manual desde diciembre de 2014, sin embargo, solo tiene convertidos datos de acorde al MBP6 hasta 2009, para ejercicios anteriores, los datos se presentan siguiendo el MBP5.

#### Portugal

Para el caso portugués, la implementación del MBP6 comenzó en octubre de 2014. Al igual que España, tiene toda la serie histórica anterior reconvertida de acuerdo al MBP6.

Para la elaboración de la cuenta financiera de la BP como la PIIN, se han utilizado datos extraídos directamente de la Balance of Payments Statistics (BOP) del FMI, por lo tanto, la moneda utilizada es el dólar estadounidense.

Un cambio muy relevante y a tener en cuenta a la hora de analizar los indicadores, es el cambio de signo que se ha producido en el nuevo manual. En previos manuales, los saldos netos de la cuenta financiera y la PII se calculaban como la VNP menos la VNA (VNP-VNA). En este nuevo manual se calcula, al contrario, el saldo neto se obtiene tras restar la VNP a la VNA (VNA-VNP). Esto supone, que un signo positivo en el saldo resultante sea una salida neta de fondos, mientras que un signo negativo resultaría de una entrada neta de fondos.

## **2. CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS Y POSICION DE INVERSION INTRNACIONAL**

En esta sección del trabajo se presentan los principales rasgos de la Balanza Financiera y de la Posición de Inversión Internacional Neta de España, Grecia y Portugal, así como sus evoluciones desde el comienzo del nuevo siglo.

Antes de comenzar con el análisis, la elección de estos países, se debe a que poseen bastantes similitudes en el ámbito financiero y resulta de gran utilidad observar la evolución en el tiempo de sus indicadores en base a las diferentes políticas que se aplican en cada país. Es lógico que cada país tome sus propias decisiones en materia económica, lo que lleva a cada economía a desarrollar un perfil exterior que podrá divergir o no con el de sus socios. En este caso, las tres economías objeto de análisis comenzaban el año 2000, con un perfil financiero exterior muy similar. A lo largo de este estudio, se podrá observar si al final del periodo este perfil ha cambiado o no.

En cuanto al periodo seleccionado (2000-2014), se trata de un periodo sumamente interesante. En él, podemos encontrar múltiples acontecimientos que provocaran grandes transformaciones en las economías de todo el mundo, como la introducción del euro como moneda oficial en 2002, el constante aumento del barril de petróleo hasta alcanzar límites insospechados, la crisis económica mundial o la crisis de deuda soberana en la zona euro.

## 2.1 ESPAÑA

### 2.1.1 Introducción

El comienzo del nuevo siglo, al igual que los anteriores años, vino determinado por el gran dinamismo económico de la época, que resultó en un gran aumento de los flujos comerciales entre España y el resto del mundo. Esto fue debido al proceso desregulador y liberalizador de la economía que llevó a cabo el gobierno popular de José María Aznar desde el año 1996, sumado a la progresiva integración de la economía española en la comunidad europea<sup>4</sup>. Los sucesivos años estuvieron marcados por una incertidumbre en lo referente a lo macroeconómico, sumado a la inestabilidad geopolítica provocada por la guerra de Irak y a un continuo aumento del precio del barril de petróleo ([Ver anexo A](#)) que provocó que las relaciones comerciales europeas vivieran un periodo de bajo crecimiento.

Ya en 2004, se vislumbraban atisbos de un mayor crecimiento en los movimientos de capitales entre los miembros de la zona Euro, que se consolidaron en los posteriores años debido a unas buenas perspectivas de crecimiento para Europa y un mayor crecimiento de los beneficios empresariales. Fue 2004, el año en el que empieza a reflejarse, claramente, el aumento del desequilibrio en la balanza por cuenta corriente española, debido al mareante ascenso de las importaciones y al menor aumento en el crecimiento de las exportaciones, este desequilibrio ascendió rápidamente hasta el estallido de la crisis mundial iniciada en los Estados Unidos de América en el año 2007 y propagada mundialmente al resto de países.

A partir de este momento, se produce una grave depresión en prácticamente todas las economías desarrolladas afectando sustancialmente las relaciones en los flujos de capital. Se elevó la inestabilidad, se perdió todo tipo de confianza y el acceso al crédito quedó muy restringido. Esto provocó que las inversiones de los estados se redujeran a la mínima expresión, lo que hizo disminuir enormemente las necesidades de financiación de las economías.

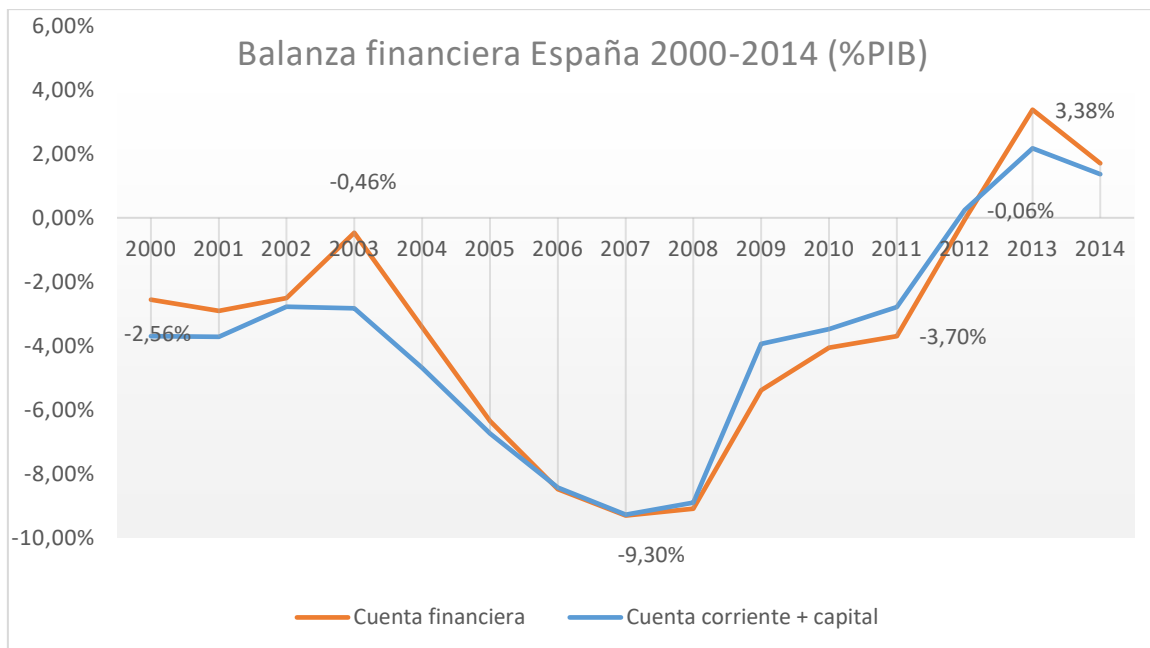
En los posteriores años, aparecieron otros factores desestabilizantes, como la crisis del euro a partir de 2010, donde varios países de la zona euro tuvieron que ser rescatados y obligo a los estados miembros a cuestionarse el devenir de la comunidad europea. Estos factores imposibilitaron la recuperación de los flujos internacionales entre España y el resto del mundo hasta comienzos del año 2013, año en el que se comienza a apreciar una mayor confianza en la zona euro y un aumento de las transacciones internacionales.

---

<sup>4</sup> La gestión económica en la primera legislatura del gobierno Aznar. El Espejo de Rajoy. (2017). 1st ed. [ebook] Available at: [https://soypublica.files.wordpress.com/2012/08/privatizaciones\\_aznar.pdf](https://soypublica.files.wordpress.com/2012/08/privatizaciones_aznar.pdf) [Accessed 6 Feb. 2017].

## 2.1.2 Evolución de la cuenta financiera de la balanza de pagos entre 2000-2014

Grafico 1: Balanza financiera España por categoría funcional 2000-2014



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI  
a) Excluidas reservas y partidas similares

De los quince periodos que corresponden a este análisis, en trece ocasiones (2000-2012) la balanza financiera mostró un signo negativo, por tan solo dos positivos (2013 y 2014). Esto, nos acerca a la conclusión de que España, tiende a ser un país netamente deudor, necesita de la financiación de otros países para atender sus operaciones corrientes.

Del 2000 al 2002 se produjo un periodo de cierta estabilidad en los flujos financieros con el exterior, donde las entradas netas de capital rondaron el 2,5% del PIB. Para entender por qué se necesitaron de estas entradas de capital, es preciso aclarar que fue para financiar el déficit que generó la balanza comercial, donde las importaciones superaban claramente las exportaciones.

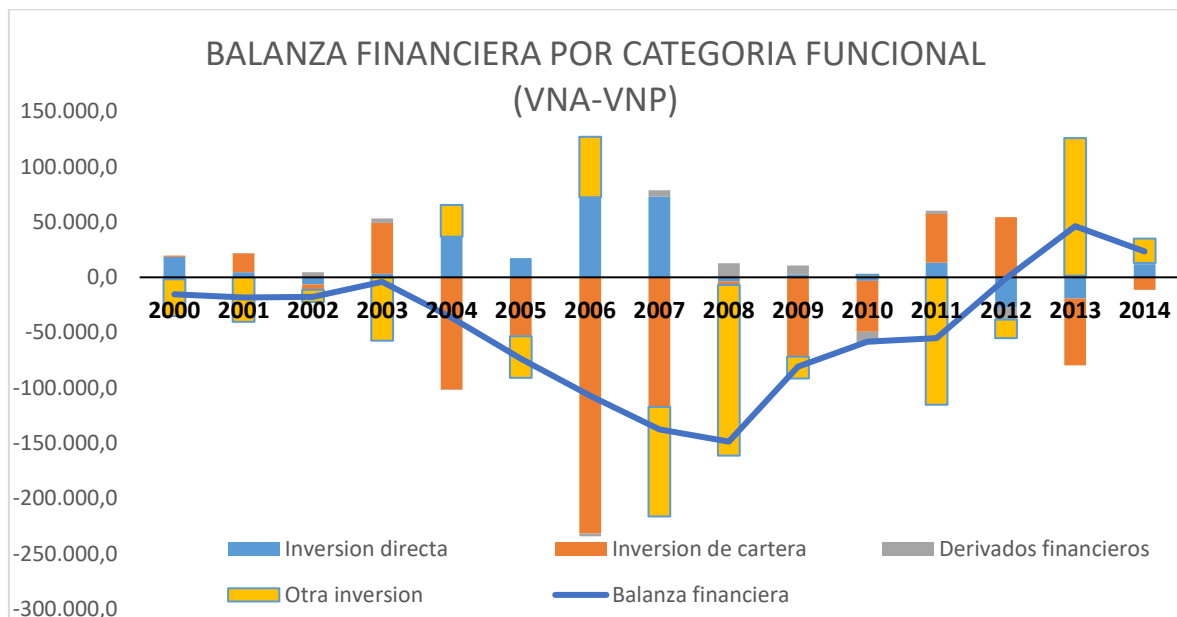
En 2003, se produjo un déficit en la balanza comercial un 33,58% superior respecto a 2002 debido principalmente a las mayores importaciones de bienes y servicios, se importó un 25% más que en 2002. A pesar de esto, la financiación solicitada al exterior disminuyó, siendo las entradas de capital un 0,46% del PIB. Esta diferencia fue financiada con cargo a reservas por un importe de unos 15.000 millones de dólares. Pero es a partir del 2004 cuando comienza el progresivo deterioro en la balanza por cuenta corriente española, debido al progresivo aumento en las importaciones, un 61,9% entre el 2004 y el 2008, mientras que las exportaciones crecieron a menor



ritmo, un 53,22% en este periodo. Esto provocó que, en el año 2008, se registrara el mayor déficit por cuenta corriente en la historia de España con 152.545 millones de dólares, más de 9% sobre el PIB nacional. Para financiar este déficit se pidieron prestados 148.691 millones de dólares. Destaca el significativo descenso de las inversiones por parte de españoles en el extranjero, así como las inversiones en cartera se tornaron en valores negativos.

En los años sucesivos, el déficit por cuenta corriente tendió a reducirse paulatinamente con las consiguientes reducciones en las necesidades de financiación, hasta llegar al año 2013 donde por primera vez en el siglo XXI, el reino de España, conseguía un superávit en su balanza por cuenta corriente de 20.713 millones de dólares debido principalmente al buen desempeño de la balanza de servicios (+63.227 millones de dólares) y a pesar de una balanza comercial flojeante (-18.939 millones de dólares). Todo esto sumado a los 9.017 millones de superávit en la cuenta de capital, permitió que el Estado Español formara parte del grupo de países con capacidad de financiación para el año 2013, 46.250 millones (3,38% del PIB). En 2014, se mantuvo la tónica del 2013 aunque tendieron a reducirse las cifras conseguidas en ese año.

Grafico 2: Transacciones Financieras por categorías funcionales



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI

a) Excluidas reservas y partidas similares

VNA (Inversiones de España en el exterior) - VNP (Inversiones del exterior en España)

También resulta de gran utilidad el análisis de las variaciones de las transacciones financieras por categorías funcionales. Como ya se ha indicado, esta clasificación se divide en cuatro apartados bien diferenciados, la inversión directa, la inversión de cartera, los derivados financieros y opciones de compra de acciones por parte de empleados y, por último, otra inversión.

Los primeros años del nuevo siglo, vinieron determinados por unos flujos financieros netos con el exterior en progresivo aumento debido a la creciente internacionalización de nuestra economía. En el año 2000, se produjeron salidas netas de capital en el apartado de inversión directa por valor de 18.583 millones de dólares debido a las laxas condiciones de financiación que permitieron a las empresas financiar cómodamente estas inversiones en el exterior, especialmente en la zona euro donde se estaba produciendo una integración tanto económica como monetaria de los países integrantes<sup>5</sup>. En contraste, el apartado *Otra Inversión* reflejó entradas netas de capital por valor de 33.187 millones, compuestas esencialmente de préstamos y depósitos adquiridos en mercados exteriores. Por otro lado, las variaciones en las inversiones en cartera y en derivados financieros no fue especialmente significativa.

En los años siguientes, se produjo una ralentización de la economía a nivel global. Tanto en 2001, 2002 y 2003 las adquisiciones de acciones y participaciones extranjeras mantuvo un volumen estable en torno a los 33.000 millones, un 43% menos que el año anterior. Sin embargo, las compras de estos activos por parte de extranjeros variaron considerablemente reflejando tanto en 2001 como en 2003 unas salidas de capital en materia de inversión directa de 4.724 millones y 3.151 millones respectivamente, en contraste con las entradas de capital en 2002 por valor de 6.333 millones. Por otra parte, destacar que en 2003 salieron 46.215 millones en la categoría de inversión en cartera, correspondientes principalmente a las inversiones de los residentes en títulos de renta variable especialmente en la segunda mitad del año. Respecto a los préstamos y repos, se mantuvo la tendencia de mayores inversiones en nuestro país comparado con las inversiones de españoles en el exterior.

Ya en el 2004, se consolidó la recuperación de los movimientos de capital a escala global iniciada el pasado ejercicio. Esto, quedó bien reflejado en la cuenta financiera de nuestro país donde las inversiones directas nacionales se duplicaron respecto a 2003 resultando salidas netas de capital de 36.892 millones (3,45% del PIB), esta tendencia continuó en el tiempo hasta que las salidas netas alcanzaron en 2006 y 2007 en torno a un 5% del PIB. Pero la mayor variación en los flujos de capital de estos años se produjo en las inversiones en cartera. Debido al gran atractivo que las firmas españolas adquirieron, las adquisiciones de títulos de renta variable por los extranjeros

---

<sup>5</sup> Balanza de Pagos y posición de inversión internacional de España 2000. (2001). 1st ed. [ebook] Madrid: Banco de España, p.65. Available at: <http://www.bde.es> [Accessed 19 Nov. 2016].

alcanzó la cifra de 243.890 millones en 2006 contrastando con los 12.000 millones que los residentes habían invertido en el exterior en esta categoría. Esto hace una suma de 231.729 millones de dólares que entraron en nuestro país, un 18,33% de nuestro producto interior bruto en aquella fecha. Sin embargo, mientras la mayor parte del capital que atraía nuestro país procedía de los títulos de renta variable, las inversiones nacionales apostaban por inversión directa y otra inversión, como podría ser prestamos, depósitos o repos.

Ya en el 2007, la economía española se vio afectada por la creciente inestabilidad surgida en los Estados Unidos de América debido a la creciente morosidad en los créditos hipotecarios de alto riesgo. Este hecho, provocó una creciente incertidumbre en todo el mundo afectando seriamente a los mercados monetarios y de capitales. Destacar que mientras la inversión directa siguió en el mismo nivel que en el 2006 (5% del PIB), la inversión de cartera se redujo un 50% hasta alcanzar los 117.197 millones de dólares en entradas de capital (8% del PIB). En la categoría de Otra inversión se produjeron entradas netas de capital por valor de 99.224 millones por los 54.713 millones de dólares que habían salido en 2006 de España.

Pero es en 2008, cuando se produce el agravamiento de la gran crisis internacional iniciada en EEUU y se generalizan las medidas contractivas impuestas por los diferentes gobiernos de todo el mundo, lo que provoca grandes cambios en las balanzas financieras de los principales países, entre ellos España. La variable más afectada fue de nuevo la inversión en cartera, donde se produjeron desinversiones por valor en torno a los 30.000 millones de dólares, tanto las inversiones realizadas en el extranjero por parte de residentes como las inversiones que los extranjeros realizaron en nuestro país, lo que provocó que el saldo neto de esta categoría fuera tan solo 3.164 millones a favor de los extranjeros, un insignificante 0,19% del PIB. Cabe destacar que la demanda de fondos del exterior se cubrió en 2008, básicamente, mediante entradas de capital en forma de otra inversión (prestamos, depósitos y repos)<sup>6</sup>, un 9,43% del PIB provino de este tipo de financiación. Por otra parte, en este año, cobraron protagonismo los derivados financieros y las opciones de compra por parte de empleados dando lugar a salidas netas de capital por valor de 12.610 millones, el valor más alto de toda la serie contemplada.

En 2009 se produce un claro cambio en la forma de financiación del estado, mientras en 2008 la principal fuente de ingresos habían sido los depósitos, préstamos y repos, en 2009 la inversión en cartera fue la vía elegida para financiarse al recibir 71.788 millones (4,79% del PIB), también cabe resaltar que las necesidades de financiación en los años duros de la crisis se redujeron enormemente, debido al duro ajuste en los

---

<sup>6</sup> Balanza de Pagos y posición de inversión internacional de España 2008. (2009). 1st ed. [ebook] Madrid: Banco de España, p.57. Available at: <http://www.bde.es> [Accessed 14 Nov. 2016].

gastos del estado<sup>7</sup>. También es curiosa la evolución de la inversión directa, mientras en 2007 los activos que poseía la economía española (inversiones de residentes en el exterior) alcanzaban los 146.651 millones (9,91% del PIB), en 2009 los activos apenas alcanzaban los 15.895 millones (1% del PIB).

En 2010 las necesidades de financiación siguieron reduciéndose y se cubrieron principalmente mediante inversión en cartera, especialmente títulos de renta fija y mediante derivados financieros. Sin embargo, en este periodo la categoría otra inversión tuvo escasa influencia en la financiación al igual que la inversión directa.

En 2011 la necesidad de financiación siguió reduciéndose, esto fue producto del entorno inestable que había provocado la crisis de deuda soberana en la eurozona. En este periodo de incertidumbre, vuelve a tomar protagonismo la financiación vía prestamos, depósitos y repos que suponen entradas de capital extranjero por valor de 115.394 millones, mientras que en la inversión de cartera se vuelven a producir salidas de capital por valor de 44.000 millones, hecho que no se producía desde 2003.

En 2012, la inversión de cartera se situó en niveles similares a los de 2011, con un aumento del 23%, una cifra no muy elevada si tenemos en cuenta la gran volatilidad en esta modalidad. También destaca en este ejercicio las desinversiones producidas por los residentes que alcanzaron los 2.517 millones de dólares en concepto de inversión directa. De nuevo en la categoría de otra inversión se redujeron las entradas netas de capital a tan solo 16.954 millones, un 85% menos que el ejercicio pasado.

Ya en el 2013 se puede hablar de cierta recuperación en los flujos financieros internacionales, una buena muestra de ello fue la recuperación de la inversión exterior directa que alcanzó los 25.942 millones en comparación con las desinversiones del 2012. A pesar de esto, el pasivo fue mayor que el activo en esta categoría, lo que produjo entradas de capital por valor de 19.156 millones. Especialmente relevante es el volumen de entradas en este año con la forma de otra inversión, 124.374 millones debidos a las desinversiones tanto de residentes como de no residentes, pero siendo claramente superiores la de estos últimos.

Por último, 2014 se presentó como un año de consolidación de la recuperación iniciada en 2013. Los saldos de las categorías de la balanza financiera no variaron en grandes proporciones. Mientras las salidas producidas de la inversión directa se compensaron casi totalmente con las entradas netas de capital de la inversión de

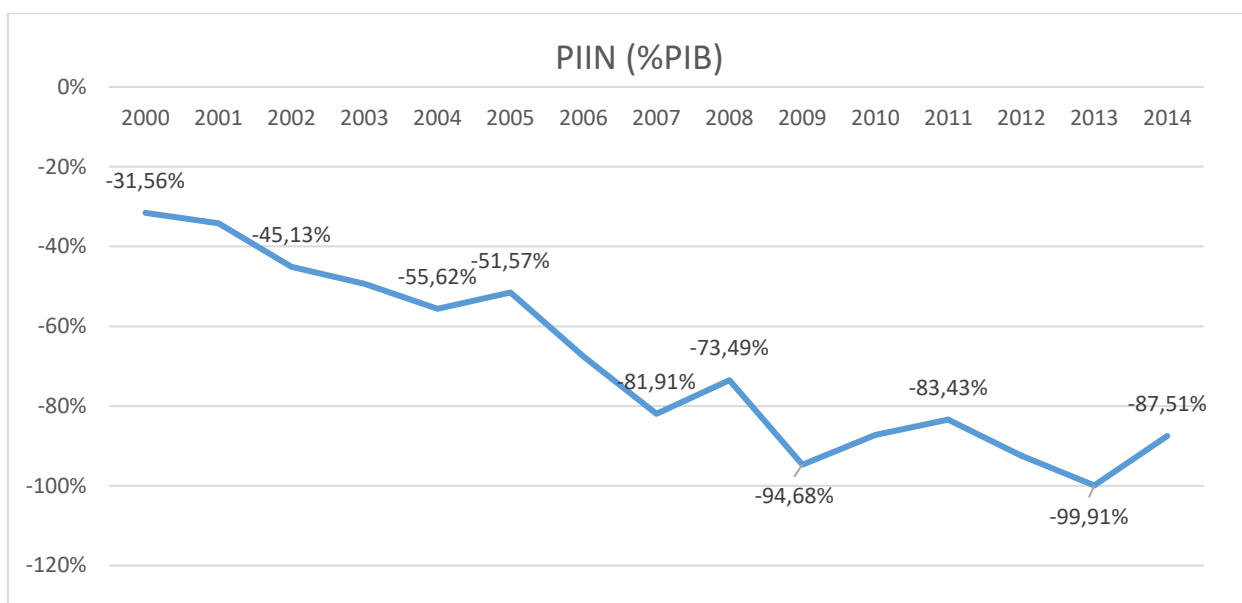
---

<sup>7</sup> Para más información: Balanza de Pagos y posición de inversión internacional de España 2009. (2010). 1st ed. [ebook] Madrid: Banco de España, pp.43-63. Available at: <http://www.bde.es> [Accessed 7 Dec. 2016].

cartera, la única categoría que varió levemente fue la categoría de otra inversión donde se produjeron entradas de capital por valor de 21.808 millones.

### 2.1.3 Evolución de la posición de inversión internacional neta

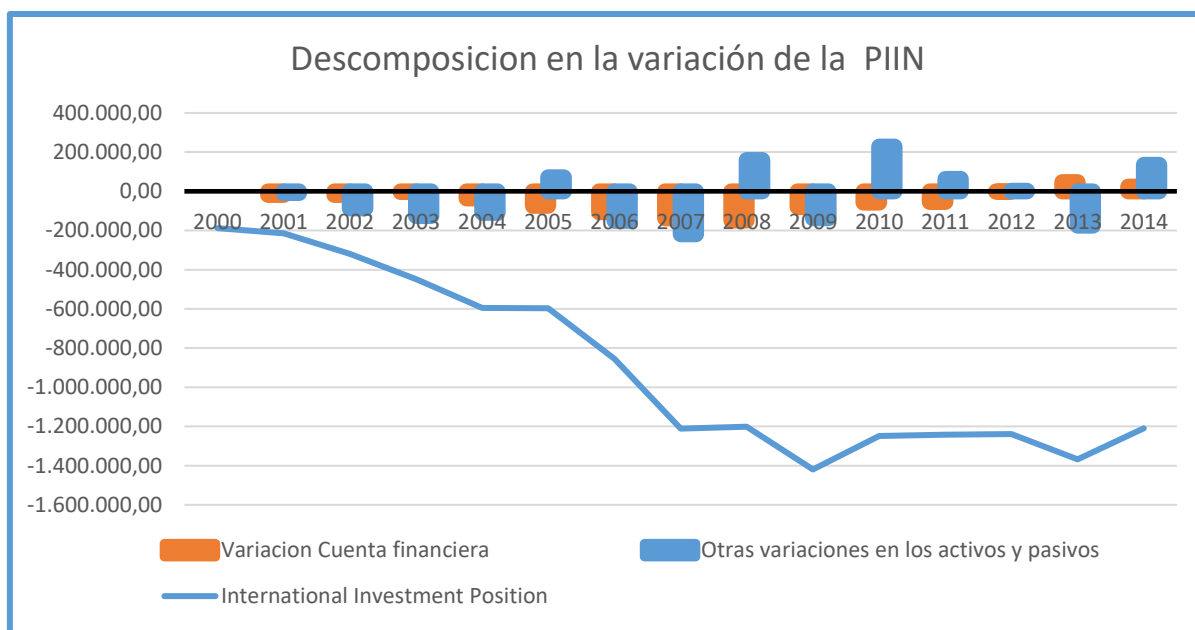
Grafico 3: PIIN de España 2000-2014 sobre % del PIB



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI

Como se puede observar en el gráfico 3, España mantiene una posición neta deudora para todos los años analizados frente al exterior medida a través de la PIIN, es decir, los activos que poseen los residentes españoles en el exterior, son inferiores a las obligaciones que estos soportan. Esta posición deudora ha sufrido un progresivo deterioro desde el año 2000, cuando representaba un 31,56% del PIB hasta situarse en el 87,51% del PIB a finales de 2014. Esto nos da una idea del continuo endeudamiento de los residentes frente al exterior en el transcurso de estos años.

Grafico 4: Variación PIIN



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI

Descomponiendo las variaciones que ha sufrido la PIIN en este periodo, se puede apreciar que las variaciones en la cuenta financiera han tenido un peso relativamente pequeño en comparación con las diferentes variaciones que se produjeron en otros activos y pasivos.

Hasta el 2004, las entradas netas de capital que se produjeron en nuestro país fueron poco significativas (no llegaron al 3% del PIB). Esto provocó que la PIIN variara impulsada mayormente por otras variaciones en los activos y pasivos. Dentro de las otras variaciones en los activos y pasivos, sabemos que se encuentra el efecto que provoca el tipo de cambio. Una buena razón que explica el deterioro de la PIIN hasta el 2004 es la apreciación del euro frente a las divisas más importantes ([Ver Anexo B](#)), lo que provocó una revalorización de los pasivos que los acreedores no residentes mantenían en España. En los siguientes años, las variaciones en la cuenta financiera alcanzaron una mayor importancia a la hora de desplazar la PIIN. En 2005, 2006, 2007 y 2008 las variaciones de la balanza de pagos y en concreto, la balanza financiera, fueron creciendo hasta alcanzar el 6,3%, 8,5%, 9,3% y 9 % del PIB respectivamente. Estas entradas netas de capital se sumaron a otras variaciones en el precio de los activos y pasivos y al efecto divisa para aumentar el saldo deudor de la PIIN. Para el 2009 y 2010, la influencia de la balanza financiera volvía a decaer (entradas netas de capital por valor del 5,4% y 4% del PIB) y el principal causante de la variación en la PIIN volvían a ser las otras variaciones en activos y pasivos. Desde el 2011 al 2014 la PIIN apenas aumentó o disminuyó su saldo deudor y las variaciones que sufrió se debieron

principalmente a un “efecto de valoración globalmente negativo<sup>8</sup>” en contraposición con las salidas de capital que se registraron en estos últimos años.

Para analizar y entender de una manera más eficaz la evolución de la PIIN de España se ha de separar el periodo analizado en dos lapsos de tiempo bien diferenciados. Por un lado, el primero periodo corresponde a la fase de bonanza económica que vivió España entre el comienzo del siglo XXI y el año 2007, mientras que el segundo periodo comprende desde el estallido de la gran crisis financiera hasta el final de año 2014.

### **Primer periodo: Los años de bonanza económica (2000-2007)**

El comienzo del nuevo siglo comenzó marcado por un optimismo a nivel global donde la economía española mostraba signos claramente expansivos, la actividad comercial crecía ininterrumpidamente y los flujos de capitales aumentaban entre los países miembros de la unión europea. Una buena señal del buen desempeño de nuestra economía es el crecimiento del PIB, que paso de ser 595.402 millones de dólares en el 2000 hasta alcanzar los 1,479 billones de dólares en el 2007, un crecimiento acumulado del 148%. A pesar de esto, la posición neta deudora española creció en este periodo un 544,8%, desde los 187.925 millones de dólares que debían los residentes españoles en el 2000, un 31,56% del PIB, hasta situarse en 1,211 billones de dólares, un 81,91% del PIB. Este gran aumento de la posición neta deudora de la economía española viene determinado por dos factores.

Por un lado, las transacciones financieras producidas entre los residentes españoles con el resto del mundo que quedan recogidas en la cuenta financiera de la balanza de pagos, que como hemos visto generaron necesidad de financiación en todos los años, desde el 2000 hasta el 2007, lo que naturalmente hizo aumentar la posición deudora de España.

Además, por otro lado, también afecta a la PIIN la cuenta de otras variaciones en los activos y pasivos financieros<sup>9</sup>, de esta cuenta cabe resaltar el efecto divisa que

---

<sup>8</sup> Balanza de Pagos y posición de inversión internacional de España 2013. (2014). 1st ed. [ebook] Madrid: Banco de España Available at: <http://www.bde.es> [Accesed: 06 Feb 2017]

<sup>9</sup> De acuerdo con los estándares estadísticos internacionales, la PII valora los activos financieros y pasivos exteriores a los precios de mercado y tipos de cambio vigentes al final del período de referencia. Por consiguiente, la variación de los precios, expresados en moneda nacional, de los instrumentos que componen la PII tiene un impacto directo sobre la evolución del saldo acreedor o deudor frente al exterior. De ahí que la variación de la PII entre dos momentos del tiempo venga determinada no solo por las transacciones financieras entre los residentes de una economía y el resto del mundo, que reflejan la necesidad o capacidad de financiación de la nación en dicho período, sino también por los cambios de valor que experimentan los instrumentos financieros que componen el *stock* de activos financieros y pasivos (lo que se denomina *efecto de valoración*).

deterioró más la posición deudora española, pues el euro se revalorizó fuertemente frente a las principales divisas ([Ver anexo B](#)) en el periodo 2000-2007 lo que provocó que los activos españoles en manos de los extranjeros se revalorizaran fuertemente aumentando así la posición deudora de los residentes españoles.

Analizando las categorías funcionales que componen la PIIN, se observa el crecimiento continuo de todas las categorías. Este crecimiento fue mayor en los pasivos, ya que como se ha comentado, el saldo deudor neto de la economía española creció fuertemente en estos años.

*Tabla 1: Crecimiento acumulado por categorías funcionales de la PIIN 2000-2007*

<b>Millones de dólares</b>	<b>2000</b>	<b>2007</b>	<b>Crecimiento acumulado %</b>
<b>Activos</b>			
- Inversión Directa	135.272,6	660.968,2	388,62%
- Inversión en cartera	180.221,3	740.042,7	310,63%
- Derivados financieros <sup>10</sup>	-	-	-
- Otra Inversión	197.413,9	566.338,1	186,88%
<b>Pasivos</b>			
- Inversión Directa	162.427,2	664.769,1	309,27%
- Inversión en cartera	289.067,4	1.600.084,2	453,53%
- Derivados financieros	-	-	-
- Otra Inversión	284.915,5	905.561,9	217,84%

Respecto a las inversiones de los residentes en el exterior (Activos), la rúbrica que más creció fue la inversión directa, con un crecimiento acumulado en el periodo 2000-2007 de 388,62%, seguido de la inversión en cartera que creció un 310,63% y por último la otra inversión que creció un 186,88%.

Al igual que los activos, los pasivos (inversiones del exterior en España) crecieron fuertemente, la categoría más destacada fue la inversión en cartera que aumentó un 453,53%, seguido de la inversión directa que aumentó un 309,27% y por último la otra inversión que creció un 217,84%.

Ahora bien, lo realmente significativo es analizar la variación del saldo neto de cada categoría funcional como muestra el grafico 5. Se observa claramente como las variaciones en las diferentes categorías tienen un impacto débil hasta 2005, donde todas las rubricas aumentan ligeramente su saldo deudor ([Ver Anexo C](#)), haciendo aumentar moderadamente el saldo deudor neto de la PIIN hasta alcanzar los 596.756 millones de dólares en términos absolutos, un 51,57% del PIB.

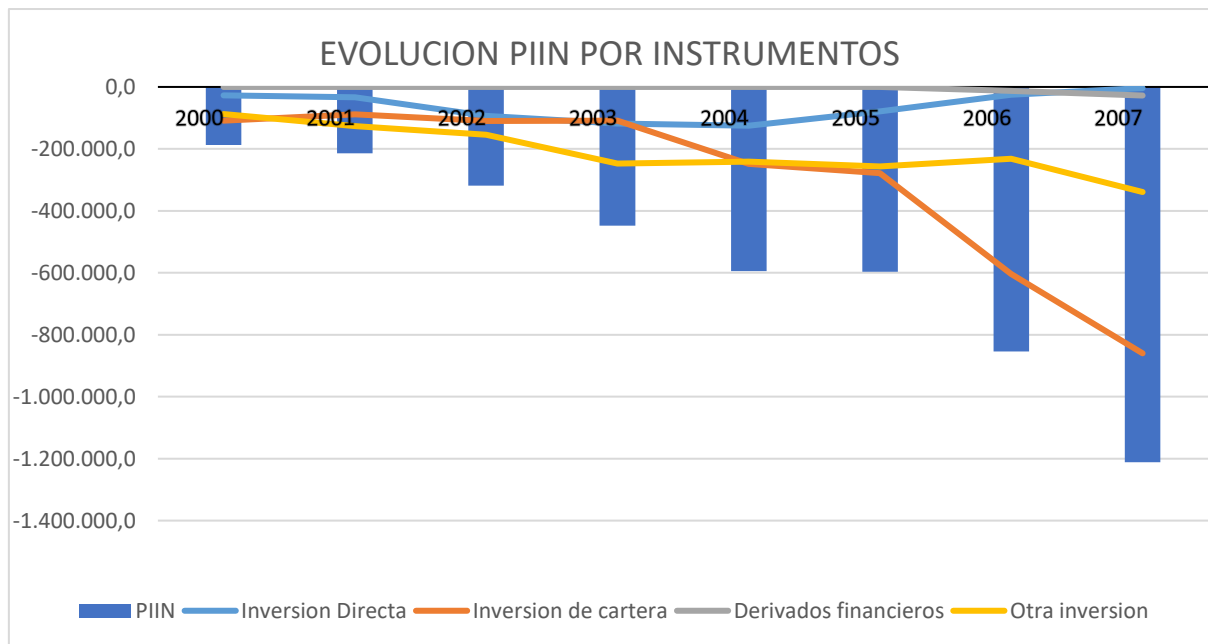
<sup>10</sup> Los derivados financieros, debido a su difícil valoración, se incluyeron por primera vez como parte de la PIIN en 2006 en consonancia con el quinto manual elaborado por el FMI, por lo que no hay datos anteriores.



Pero es partir de este año, cuando se produce un brusco aumento en la PIIN debido esencialmente a la variable de inversión en cartera, que conviene analizar detenidamente. En 2005 la inversión en cartera de residentes en el exterior era de 581.153 millones, cifra que aumenta a 666.658,1 millones en 2006 y a 740.042,7 millones en 2007, un aumento moderado. Sin embargo, la fuerte variación en el neto de esta rúbrica viene dado por el gran aumento de las inversiones en cartera de los extranjeros en la renta variable española<sup>11</sup>.

En 2005 esta cifra alcanzaba los 859.272 millones que aumento en 2006 a 1,27 billones y en 2007 a 1,6 billones. A modo de resumen, los activos de renta variable aumentaron un 27,34% por un 86,21% que aumentaron los pasivos. Esta gran diferencia explica el fuerte aumento del saldo deudor de la PIIN de España en los años 2006 y 2007.

Grafico 5: Evolución PIIN por instrumento 2000-2007



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI

<sup>11</sup> Balanza de Pagos y posición de inversión internacional de España 2007. (2008). 1st ed. [ebook] Madrid, pp 76-83: Banco de España Available at: <http://www.bde.es> [Accesed: 06 Feb 2017]

## Segundo periodo: Estallido crisis económica mundial y años posteriores (2008-2014)

Tras el estallido de la crisis de las hipotecas suprime en los EEUU a finales de 2007, todo el sistema económico estadounidense se contagi6, lo que llevo al comienzo de una gran crisis económica a nivel mundial, donde España se vio fuertemente afectada. Esta crisis afect6 duramente a la poblaci6n espa6ola a partir del 2008 que es cuando se empieza a notar los efectos del estallido de la crisis. En España, destac6 el pinchazo de la burbuja inmobiliaria que se había formado durante los años anteriores y que llev6 a los inmuebles a cotizar a unos precios desorbitados<sup>12</sup>. Todo esto, se puede observar en la PIIN que ahora analizaremos.

Un buen indicador de la intensidad de esta crisis es la evoluci6n del PIB, mientras que en el 2008 la cifra del PIB alcanzaba los 1,634 billones de d6lares, m6ximo hist6rico, en 2009 se había reducido un 8,31% hasta casi alcanzar 1,5 billones. Esta tendencia destructiva de valor continu6 hasta que en 2014 el PIB espa6ol era de 1,381 billones, un 15,51% menos que antes de la llegada de la crisis. Como consecuencia de esta depresi6n, la posici6n neta deudora del estado espa6ol sigui6 aumentando a pesar de que las necesidades de financiaci6n cayeron abruptamente. Para resolver esta compleja situaci6n, las autoridades monetarias, tras el p6nico inicial, reaccionaron bajando los tipos de inter6s ([Ver Anexo D](#)) e inyectando grandes sumas de liquidez a la economía, lo que se tradujo en una cierta normalizaci6n de los mercados financieros internacionales.

Desglosando las rúbricas que componen la PIIN, de un simple vistazo, se puede observar como en este periodo, todas las categorías acumularon un crecimiento negativo a excepci6n de las inversiones que los extranjeros poseen en España.

Tabla 2: Crecimiento acumulado por categorías funcionales de la PIIN 2008-2014

Millones de d6lares	2008	2014	Crecimiento acumulado %
Activos			
- Inversi6n Directa	667.510,7	658.038,6	-1,42%
- Inversi6n en cartera	585.036,4	500.047,7	-14,53%
- Derivados financieros	150.690,9	145.989,5	-3,12%
- Otra Inversi6n	544.731,4	476.769,8	-12,48%
Pasivos			
- Inversi6n Directa	665.718,0	715.306,4	7,45%
- Inversi6n en cartera	1.333.186,1	1.231.052,5	-7,66%
- Derivados financieros	158.691,2	149.136,4	-6,02%
- Otra Inversi6n	1.012.207,6	944.553,0	-6,68%

<sup>12</sup> Arellano, M. and Bentolila, S. (2009). *La burbuja inmobiliaria: causas y responsables*. 1st ed. [ebook] CEMFI. Available at: <http://www.cemfi.es/~arellano/burbuja-inmobiliaria.pdf> [Accessed 6 Feb. 2017].

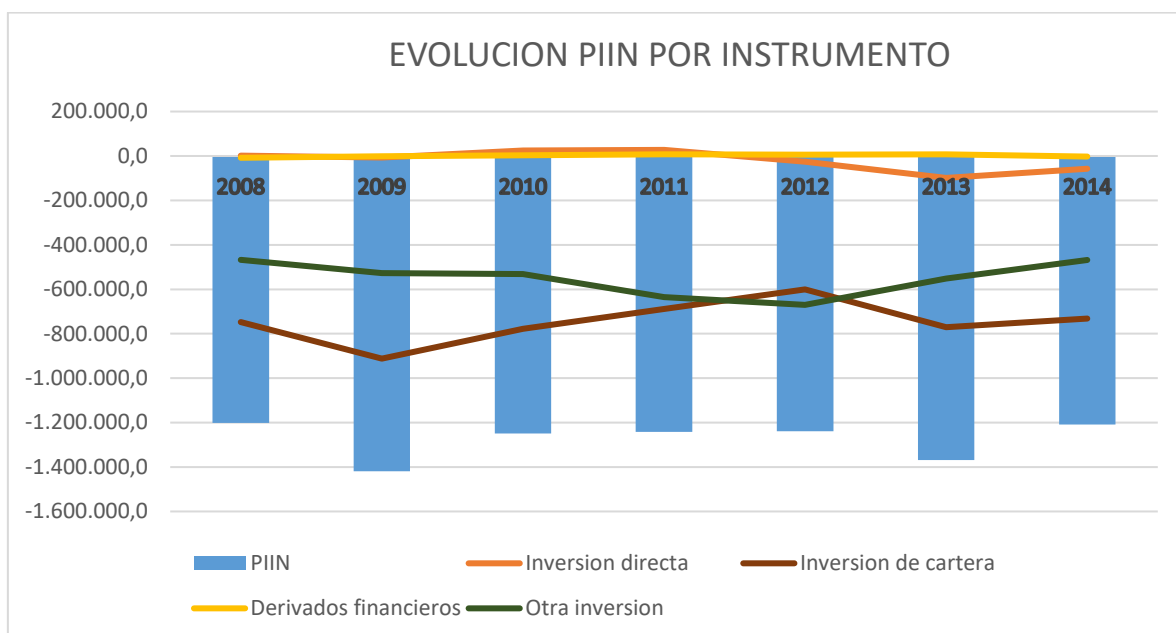
Por un lado, para las inversiones de residentes en el exterior (Activos), las cuatro categorías registran un crecimiento negativo, con especial relevancia en la inversión en cartera, que se resintió un 14,53% en este periodo, esto fue así, debido al gran shock que sufrieron los mercados de valores de los diferentes países de todo el mundo en 2008, lo que originó un mercado bajista que duraría hasta 2009 ([Ver Anexo E](#)). Esto minó la confianza en la renta variable, lo que hizo que esta categoría de inversión se resintiera ostensiblemente.

Por otro lado, las inversiones del exterior en España también vieron como sus niveles se reducían en este periodo a excepción de la inversión directa, que aumentó un 7,45%, esto se explica debido a que el gran shock financiero hundió los precios de los activos españoles, lo que los hizo atractivos a ojos de inversores externos que habían sufrido menos las consecuencias de la crisis, y encontraron en ciertos activos españoles unos precios de saldo difíciles de rechazar.

Analizando las variaciones del saldo neto resultantes en este periodo, se puede concluir que fueron dos las variables que más incidieron en los movimientos habidos en la PIIN, estas dos variables fueron la inversión en cartera y la otra inversión. ([Ver Anexo C](#)). Tanto la inversión en cartera como la otra inversión, mostraron un saldo deudor todos los años analizados. El saldo deudor de la inversión en cartera osciló entre los 600.000 y 900.000 millones en este periodo, mientras que el saldo deudor de la otra inversión osciló entre los 400.000 millones y 700.000 millones. Sin embargo, tanto la inversión directa como los derivados financieros, variaron entre saldo deudor y acreedor dependiendo del año.

Mientras en el primer periodo, el aumento del saldo neto deudor de la PIIN fue una constante, en este periodo su comportamiento fue más irregular. Mientras que en el periodo 2000-2007 la PIIN se incrementó un 544,86% en términos absolutos, (respecto al PIB, paso de representar un 31,56% en el 2000 a un 81,91% en 2007), en el periodo 2008-2014 la PIIN incremento su saldo deudor tan solo un 0,6% en términos absolutos, (respecto al PIB, el aumento es mayor debido a la contracción del PIB en estos años, en 2008 la PIIN representaba un 73,49% para en 2014 representar un 87,51%).

Grafico 6: Evolución PIIN por instrumento 2008-2014



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI

Como conclusión, es conveniente establecer un resumen de la situación financiera que proyectaba España en dicho periodo. España, se caracteriza por ser una economía con una balanza comercial estructuralmente deficitaria, lo que provoca que la cuenta corriente de la balanza de pagos dependa excesivamente de la coyuntura económica. La tendencia indica que las operaciones habidas en la cuenta corriente española suelen producir déficit, lo que hace necesario de la financiación de otros países para atender a estas operaciones. Las diferentes etapas por las que ha discurrido nuestro país, han propiciado épocas de mayores necesidades de financiación (2004-2008) y otras en las que estas necesidades se redujeron considerablemente, principalmente debido a las sucesivas crisis que azotaron al país (2008-2014). Además de los diferentes cambios en los volúmenes de financiación solicitados, también se han producidos cambios significativos en la forma de financiación, siendo la crisis económica el principal causante de este cambio de estructura. Por último, se puede afirmar que, la continua necesidad de financiación externa, ha provocado la acumulación de un saldo deudor que no ha dejado de crecer desde el comienzo del siglo.

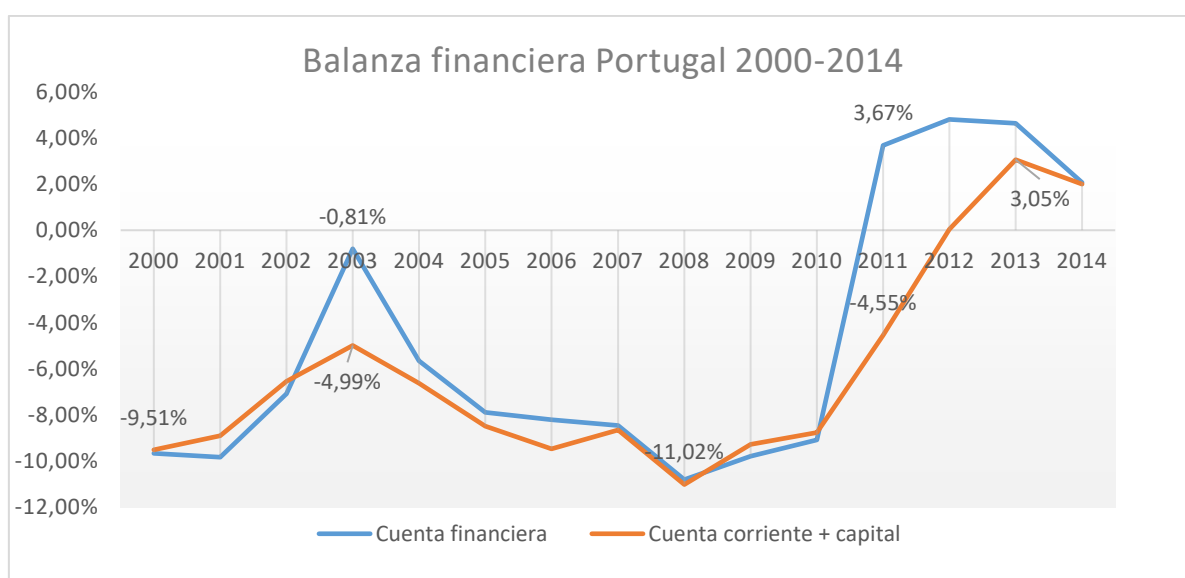
## 2.2 PORTUGAL

### 2.2.1 Introducción

Portugal, al igual que sus socios europeos, experimentaba un comienzo de siglo caracterizado por el crecimiento económico y una inflación que presionaba al alza debido al continuo aumento en el precio del crudo. Sin embargo, la economía portuguesa contaba con numerosas deficiencias estructurales, como su deficiente modelo productivo, lo que hacía que las empresas portuguesas fueran poco competitivas en el mercado, sumado a un euro en continuo apreciamiento, provocaba que el país portugués fuera uno con las menores tasas de crecimiento en la zona euro. También se ha de tener en cuenta el continuo deterioro de la balanza comercial, mientras las exportaciones perdían cuota de mercado debido a un euro sobrevalorado, las importaciones crecían a un ritmo desmesurado. Todo esto estalló irremediabilmente con el comienzo de la crisis económica en el 2007 y provocó graves consecuencias en la economía portuguesa. Hubo grandes pérdidas en términos de poder adquisitivo para los ciudadanos portugueses e incluso el país tuvo que ser rescatado por el FMI y la comisión europea. A partir de aquí, comienza una época de austeridad con grandes ajustes en las cuentas del país. Tras el paso de varios años, la crisis aún se sigue notando en Portugal. Todo esto tuvo sus consecuencias en la BP y la PII del país que veremos a continuación con más detalle.

### 2.2.2 Evolución de la cuenta financiera de la balanza de pagos entre 2000-2014

Grafico 7: Balanza financiera Portugal 2000-2014



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI<sup>13</sup>

<sup>13</sup> Normalmente, la necesidad/capacidad de financiación (Cuenta corriente + capital) coinciden aproximadamente con el saldo de la cuenta financiera, ya que es este saldo el que financia estas operaciones corrientes. Sin embargo, para años como el 2011 o 2012, el saldo de la cuenta financiera

#### a) Excluidas reservas y partidas similares

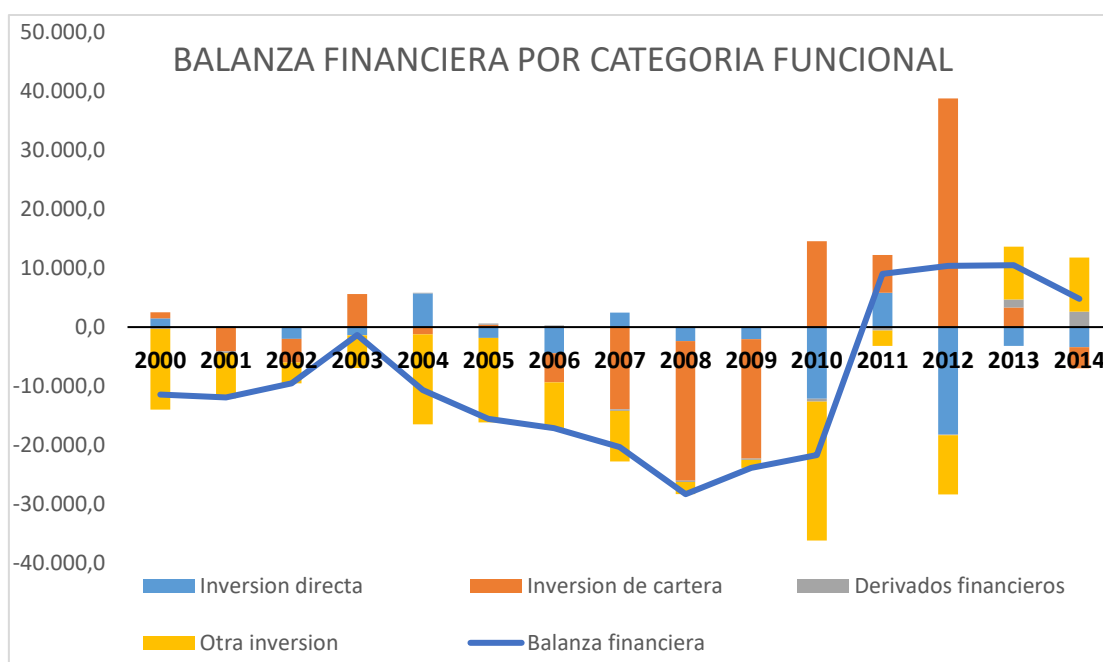
Al igual que España, Portugal ha tendido a ser un país netamente deudor desde el año 2000, a excepción de los últimos años donde la balanza comercial y de servicios tiende a mejorar en los países periféricos europeos. De los catorce ejercicios analizados, en los once primeros, Portugal necesitó financiación externa para cubrir sus necesidades de cuenta corriente y capital, mientras que, en 2012, 2013 y 2014 se obtuvo capacidad de financiación.

Los primeros años del siglo XXI vinieron marcados por las elevadas necesidades de financiación que precisaba la economía portuguesa, en torno al 10% del PIB tanto en 2000 como en 2001. Para el 2002 se aprecia una ligera mejoría en el agregado de la cuenta corriente y capital que se acaba confirmando en el 2003, lo que lleva a que las necesidades de financiación se reduzcan a la mitad, al 5% del PIB. Sin embargo, las entradas de capital de ese año sumaron 1.335 millones de dólares, apenas un 0,80% del PIB, por lo que el importe restante, 6.445,3 millones, se cargó a reservas. En los años sucesivos, el déficit comercial siguió en aumento debido a unas importaciones al alza, mientras que las exportaciones crecían lentamente, esto supuso un progresivo deterioro de la balanza por cuenta corriente con el consiguiente aumento en las necesidades de financiación. Es en el 2008, en plena crisis financiera, cuando se precisan de unas mayores entradas de capital, 28.305 millones, cerca de un 11% del PIB nacional, destinadas a financiar el agujero de 31.944 millones provocado por la cuenta corriente. A partir de este momento, las necesidades de financiación irán disminuyendo año tras año, esencialmente debido a la notable mejoría que experimenta la balanza comercial, disminuyendo su déficit progresivamente. Cabe destacar que, en el año 2010, las entradas de capital en la economía portuguesa representaban el 9% del PIB, pero para el año 2010, la situación se revertía completamente, convirtiéndose el país en acreedor neto, con unas salidas de capital por valor de 8.991 millones, un 3,67% del PIB. Por último, en 2012, 2013 y 2014 se mantiene la tendencia donde los flujos financieros salen al exterior y que oscilan entre el 2% y el 4% del PIB.

---

fue muy inferior a las necesidades reales de financiación, esto es así, debido a que esta diferencia fue financiada con una serie de créditos provenientes del FMI que no se incluyen en la cuenta financiera.

Grafico 8: Balanza financiera Portugal por categoría funcional 2000-2014



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI  
 b) Excluidas reservas y partidas similares

Para un análisis más exhaustivo de las variaciones producidas en la cuenta financiera, es conveniente separar las diferentes categorías que la componen.

Desde el año 2000, la economía portuguesa, como otras muchas economías europeas, se vio beneficiada de la creciente interconexión entre los flujos financieros de los estados miembros de la zona euro. Destaca la categoría de otra inversión, donde se produjeron entradas netas de capital por valor de 13.633 millones de dólares, un 11,52% del PIB luso. En esta categoría se incluyen principalmente préstamos y repos de tanto instituciones no financieras y financieras, así como de particulares<sup>14</sup>. Al igual que en el año 2000, en los años 2001 y 2002 los préstamos fueron la principal vía de financiación de la economía portuguesa<sup>15</sup>, aunque fueron perdiendo peso paulatinamente en beneficio de la inversión en cartera, ya que en el 2000 se producían salidas de capital por valor de 1.021 millones, un 0,86% del PIB, mientras que para el 2002 se producían entradas netas de capital en esta categoría de 4.000 millones, un 3% del PIB.

<sup>14</sup> Annual Report 2000. (2001). 1st ed. [ebook] Lisboa: Banco de Portugal, p.181-185. Available at: <http://www.bportugal.pt> [Accessed 23 Oct. 2016].

<sup>15</sup> Annual Report 2001. (2002). 1st ed. [ebook] Lisboa: Banco de Portugal, p.152. Available at: <http://www.bportugal.pt> [Accessed 23 Oct. 2016].

Annual Report 2002. (2003). 1st ed. [ebook] Lisboa: Banco de Portugal, p.154. Available at: <http://www.bportugal.pt> [Accessed 23 Oct. 2016].

Como se puede observar en el gráfico 7, en el año 2003, el saldo deudor de la cuenta financiera se redujo considerablemente debido a la reducción del déficit externo que llevó a cabo el sector privado, ya que el gasto de la administración gubernamental en este año no se redujo<sup>16</sup>. Destacan las inversiones en cartera de los portugueses en el exterior, 21.470 millones, que superaron ampliamente las inversiones extranjeras en la economía portuguesa, 15.885 millones, lo que dio como resultado, salidas netas de capital por valor de 5.584 millones, 3,39% del PIB.

En 2004, volvieron a aumentar las necesidades de financiación, particularmente las del sector privado<sup>17</sup>, lo que hizo aumentar el saldo deudor en la cuenta financiera hasta los 10.691 millones, 5,65% del PIB. De nuevo, las entradas netas en la categoría de otra inversión era la culpable de este aumento, debido al creciente número de depósitos en el sistema bancario portugués por parte de instituciones no bancarias extranjeras<sup>18</sup>. Como contraposición, cabe destacar que en la inversión directa se alcanzaron salidas netas de capital por valor de 5.714 millones, 3% del PIB, el valor más alto hasta la fecha. En 2005, la situación se presentaba muy parecida al 2004, siendo la otra inversión la mayor partida en el pasivo de la economía portuguesa. El único cambio relevante fue el tremendo descenso en las inversiones directas portuguesas en el exterior, que pasaron de 8.211 millones en 2004, a 2.621 millones en 2005.

En los sucesivos años, la posición deudora de Portugal siguió deteriorándose hasta 2008 donde se alcanzan unas necesidades de financiación de 28.304 millones, 10,8% del PIB, record histórico para la economía portuguesa, que nunca había estado tan endeudada como en este año. A partir del 2006, empieza a cobrar protagonismo la rúbrica inversión en cartera, y ya para 2007 las entradas netas de capital en esta categoría representaban un 5,8% del PIB, que aumentó hasta el 9% en 2008. Esto dejó en un segundo plano la categoría de otra inversión que en 2008 y 2009 apenas tuvo relevancia en el sistema de financiación portugués ya que las variaciones entre el activo y el pasivo fueron insignificantes. Esta sustitución en la forma principal de financiación, pasando de la categoría de otra inversión a la inversión en cartera estuvo motivada por la forma de financiación de las instituciones financieras portuguesas. Hasta la fecha, la vía principal de financiación de estas instituciones, como hemos visto, se asociaba con la obtención de préstamos de otras entidades financieras. Pero a partir de 2007 se facilita la emisión de títulos de deuda respaldados por hipotecas<sup>19</sup> lo que

---

<sup>16</sup> Annual Report 2003. (2004). 1st ed. [ebook] Lisboa: Banco de Portugal, p.189. Available at: <http://www.bportugal.pt> [Accessed 2 Nov. 2016].

<sup>17</sup> Annual Report 2003. (2004). 1st ed. [ebook] Lisboa: Banco de Portugal, p.124. Available at: <http://www.bportugal.pt> [Accessed 2 Nov. 2016].

<sup>18</sup> Annual Report 2003. (2004). 1st ed. [ebook] Lisboa: Banco de Portugal, p.126. Available at: <http://www.bportugal.pt> [Accessed 2 Nov. 2016].

<sup>19</sup> Annual Report 2007. (2008). 1st ed. [ebook] Lisboa: Banco de Portugal, pp.157, Nota 1. Available at: <http://www.bportugal.pt> [Accessed 18 Nov. 2016].



reduce sensiblemente el coste de financiación para estas entidades, lo que hace que este producto se haga muy popular.

2009 se presenta como un año muy similar al anterior con un leve descenso en las entradas de capital en la inversión en cartera. Es en 2010 cuando se produce un gran cambio en la forma de financiación de las entidades portuguesas y de toda la zona euro, debido a la paralización de los mercados soberanos de deuda europeos y al consecuente aumento de las restricciones al crédito<sup>20</sup>. Este fenómeno afectó principalmente a las inversiones de cartera de no residentes en Portugal, que sumaron desinversiones por valor de 10.658 millones, cifra que ascendió a 39.870 millones en 2011 y a 51.916 millones en 2012. De ahí las salidas de capital tan pronunciadas en estos años. Por ejemplo, en 2012, las inversiones de cartera sumaron salidas netas de capital por valor de 38.722 millones, 17,9% del PIB, máximo histórico desde que existen registros estadísticos.

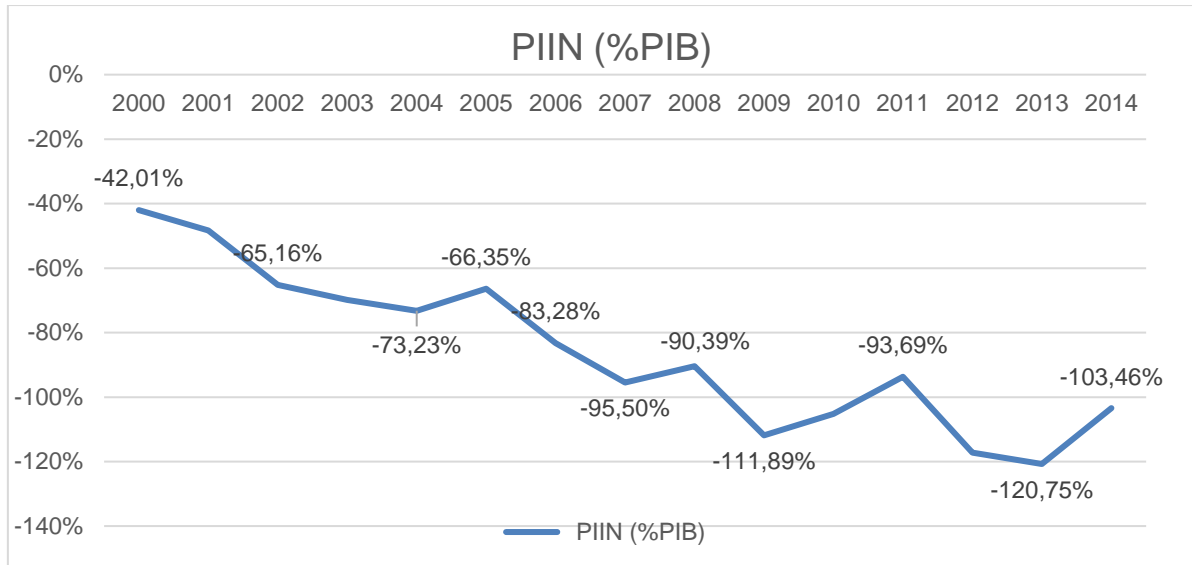
Los buenos datos que presentó la cuenta corriente tanto en 2013 como en 2014, sumado, a los también positivos datos, que aportó la cuenta de capital, hizo posible que la cuenta financiera reflejara salidas netas de capital de 10.481 millones en 2013 y 4.761 millones en 2014. De estos dos años, destacan las salidas de capital en la rúbrica de otra inversión, variable que históricamente a acumulados entradas netas de capital. Por otro lado, las variaciones tanto en inversión directa como en inversión en cartera fueron menores y no afectaron significativamente a la cuenta financiera. Por último, en 2014 tuvieron cierta relevancia los derivados financieros al acumular salidas netas de capital por valor de 2.604 millones, 1,13% del PIB.

---

<sup>20</sup> Arce, O. (2017). *LA FINANCIACIÓN BANCARIA EN ESPAÑA: EL IMPACTO DE LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA*. 1st ed. [ebook] Available at: [http://www.fef.es/new/publicaciones/.../733\\_3b76f01710a6b6259ecc3fa9d6b2d7e2.html](http://www.fef.es/new/publicaciones/.../733_3b76f01710a6b6259ecc3fa9d6b2d7e2.html) [Accessed 19 Nov. 2016].

### 2.2.3 Evolución de la posición de inversión internacional neta

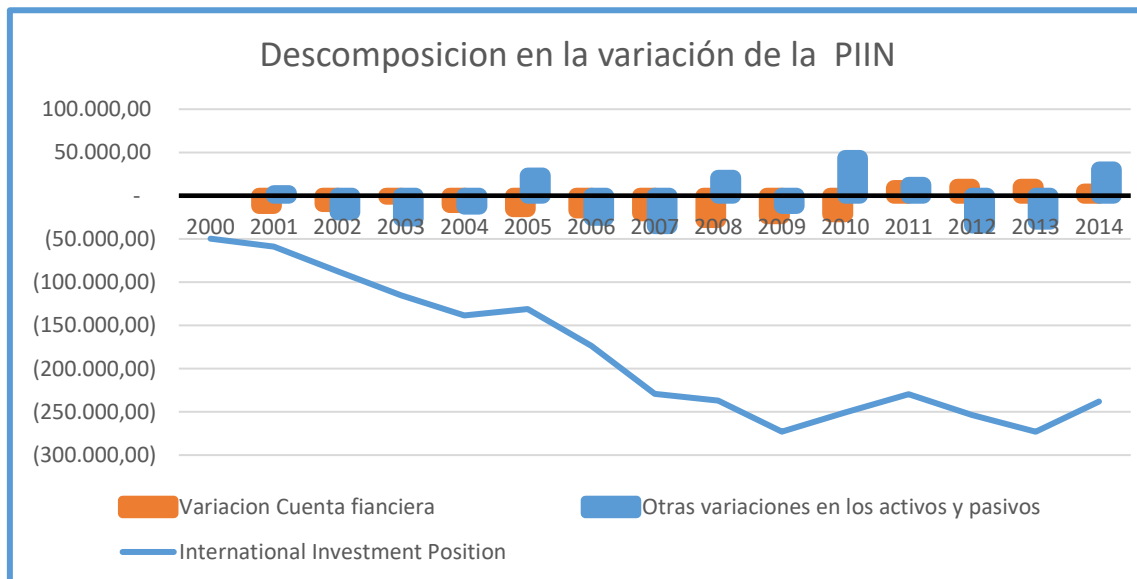
Grafico 9: PIIN de Portugal 2000-2014 sobre % del PIB



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI

Al igual que hemos visto para el caso de España, la economía portuguesa mantiene una posición deudora neta con el exterior, que es cuantificable a través de la PIIN como se observa en el grafico 8. El deterioro de esta posición deudora ha sido progresivo a lo largo del siglo XXI, siendo en el año 2000 un 42% del PIB, hasta acabar 2014 siendo un 103%. Para visualizar más nítidamente las causas de este deterioro, también se separa el periodo analizado en 2 (igual que para el caso de España), un primer periodo que abarca el 2000-2007 y un segundo periodo desde el 2008 hasta el 2014.

Grafico 10: Variación PIIN



Al igual que para el caso español, la PIIN portuguesa osciló en este periodo principalmente a causa de otras variaciones en los activos y pasivos. La variación de la cuenta financiera tuvo un impacto limitado en el saldo de la PIIN.

La evolución de la cuenta financiera portuguesa se asimila mucho a la de su homóloga la española. Hasta el 2004, la PIIN se vio movida principalmente por la apreciación del euro, que revalorizó los pasivos portugueses, provocando un mayor saldo deudor que soportar los residentes. A partir de 2005, la cuenta financiera incide más en los movimientos de la PIIN. Por ejemplo, en 2008 la variación de la cuenta financiera representó un 380% del total de la variación de la PIIN, mientras que la cuenta de otras variaciones actuó en sentido contrario haciendo disminuir el saldo deudor. En 2009, ambas rubricas aumentaron su saldo deudor, por eso, este año se produce un gran aumento en el saldo deudor de la PIIN. En el 2010, la cuenta de otras variaciones muestra un gran superávit, hasta los 43.520 millones, lo que hizo que el saldo deudor disminuyera considerablemente ese año, hasta los 250.851 millones. A partir del 2011, la cuenta financiera empezó a reflejar salidas netas de capital debido a la continua mejor económica que se producía a nivel global. Esto, podría haber ayudado a la reducción en el endeudamiento, pero la cuenta de otras variaciones actuó de nuevo en sentido contrario, haciendo aumentar el saldo deudor. Por último, en 2014, ambas partidas reflejaron el cambio de tendencia de la economía y provocaron una importante reducción en el saldo deudor de la PIIN.

### **Primer periodo: Los años de bonanza económica (2000-2007)**

El año 2000 comenzaba para el país portugués como para el resto de países europeos, con un crecimiento económico robusto<sup>21</sup> y una inflación creciente debido al aumento en el precio del barril de petróleo ([Anexo A](#)). El PIB nominal portugués creció un 102,93% entre 2000 y 2007, buena muestra del auge económico de la época. Sin embargo, en este periodo, el deterioro de la posición neta deudora fue muy acentuado, pasando de acumular un saldo deudor de 49.717,14 millones, 42% del PIB, en 2000, hasta alcanzar los 229.371,23 millones, 95,5% del PIB, en 2007. Las necesidades de financiación que ha ido recogiendo la balanza financiera a lo largo de estos años, en gran medida estas necesidades de financiación se corresponden a una balanza comercial con un déficit creciente, explican en buena parte el aumento del saldo deudor de la PIIN en estos años sumado a la cuenta de otras variaciones en los activos y pasivos como ya se ha comentado previamente.

---

<sup>21</sup> El PIB en la zona euro crecía un 3,7% en el primer semestre del 2000.

Desglosando la PIIN según las diferentes categorías funcionales que la componen, el crecimiento de cada categoría queda de la siguiente manera:

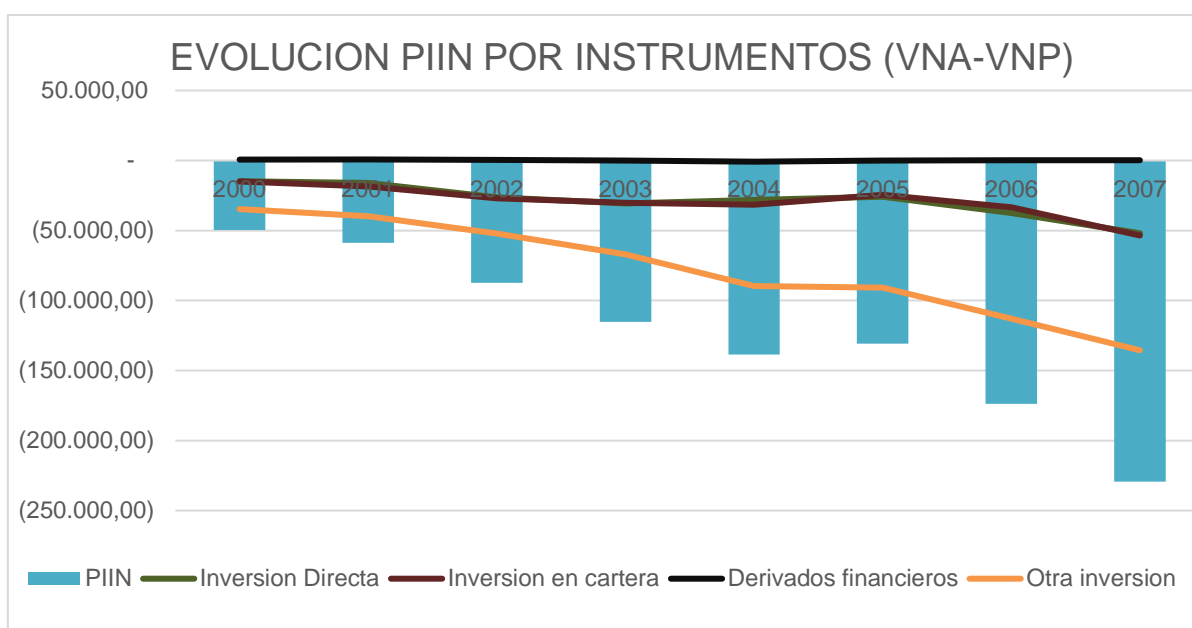
*Tabla 3: Crecimiento acumulado por categorías funcionales de la PIIN 2000-2007*

<b>Millones de dólares</b>	<b>2000</b>	<b>2007</b>	<b>Crecimiento acumulado %</b>
<b>Activos</b>			
- Inversión Directa	<b>24.300</b>	<b>79.748</b>	<b>228,18%</b>
- Inversión en cartera	<b>40.661</b>	<b>190.591</b>	<b>368,72%</b>
- Derivados financieros	<b>535</b>	<b>120</b>	<b>-77,44%</b>
- Otra Inversión	<b>68.197</b>	<b>180.034</b>	<b>164%</b>
<b>Pasivos</b>			
- Inversión Directa	<b>39.106</b>	<b>131.704</b>	<b>236,79%</b>
- Inversión en cartera	<b>55.626</b>	<b>244.140</b>	<b>338,87%</b>
- Derivados financieros	-	-	-
- Otra Inversión	<b>102.900</b>	<b>315.568</b>	<b>206,67%</b>

Todas las partidas tanto de activo como de pasivo crecieron en este periodo a excepción de los derivados financieros, que, con un volumen insignificante, decrecieron.

Las inversiones de residentes en el extranjero (Activo) aumentaron notablemente, especialmente las inversiones en cartera que acumularon un crecimiento de 368,72%. Como segunda categoría con mayor crecimiento se encuentra la inversión directa, con un aumento del 228,18% y, por último, la Otra inversión también creció un 164%. Respecto a las inversiones de no residentes en Portugal, todas las rubricas aumentaron en el mismo orden que para las inversiones de residentes en el extranjero, siendo la inversión en cartera la que más crecimiento acumuló, un 337,87%, seguido de la inversión directa, un 236,79% y, por último, la Otra inversión, un 206,67%.

Gráfico 11: Evolución PIIN por instrumento 2000-2007



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI

Como se puede observar en el gráfico 11, la variable que más incidió en el aumento del saldo neto deudor de la economía portuguesa a lo largo de estos años es la Otra inversión, esto es así debido a la facilidad de crédito de la que se disponía en aquella época, tanto el sector público como el privado se endeudaron fuertemente durante estos años.

La variación neta en la categoría de Otra inversión producía un saldo deudor de 34.703 millones en el 2000, un 29,32% del PIB. Para el 2007, este saldo deudor, ya ascendía a 135.533 millones, un 56% del PIB. Esto nos ofrece una imagen del tremendo deterioro de la posición de inversión internacional neta de Portugal.

Tanto la inversión directa como la inversión en cartera contribuyeron al aumento del saldo deudor de la PIIN, pero en menor medida. Ambas rubricas siguieron caminos muy parejos. En el año 2000, el saldo deudor de ambas variables representaba alrededor del 12,5% del PIB y para el año 2007 en torno a un 22%.

### **Segundo periodo: Estallido crisis económica mundial y años posteriores (2008-2014)**

Al igual que los demás países europeos, Portugal se vio azotada fuertemente por la crisis financiera. Portugal contaba con una estructura productiva poco eficiente y anticuada lo que le impedía ser competitivo<sup>22</sup>. Además, el gobierno portugués promovió el sobregasto lo que condujo a un endeudamiento muy elevado, solo

<sup>22</sup> Annual Report 2008. (2009). 1st ed. [ebook] Lisboa: Banco de Portugal, p.3. Available at: <http://www.bportugal.pt> [Accessed 8 Jan 2017].

superado por Grecia. Todos estos problemas se unieron a la falta de liquidez, fenómeno que afectaba al mundo entero, y que al final desembocó en la necesaria petición de un rescate al FMI y al Mecanismo Europeo de Estabilidad financiera para satisfacer las necesidades de liquidez del país<sup>23</sup>. El PIB portugués descendió bruscamente a consecuencia de esta crisis, pasando de 262.007 millones de dólares en 2008 a 230.116 millones en el 2014.

En contraste con el periodo 2000-2007 donde la posición neta deudora de Portugal aumentó un 361% en términos absolutos, en el periodo 2008-2014 la posición neta deudora aumento tan solo un 0,54% en términos absolutos. Sin embargo, como hemos podido observar en el grafico 10, la PIIN se deterioró en este segundo periodo debido a la contracción del PIB, es decir, la posición neta deudora de Portugal en este segundo periodo si empeoró en términos de PIB.

Por categorías funcionales, todas las rubricas mostraron crecimientos mucho menores a los del primer periodo, incluso en algunas se observaron crecimientos negativos.

Por el lado de las inversiones de residentes en el exterior (Activo), decrecieron todas las variables a excepción de la inversión directa, que creció un 17,21%. Esto es debido a la propia naturaleza de la inversión directa, que la hace poseer menos volatilidad que otras variables, como la inversión en cartera, los derivados financieros o la otra inversión, que dependen más de los ciclos económicos que mueven los mercados y se vieron más sacudidas en este periodo de incertidumbre.

Por el lado del pasivo, los inversores internacionales redujeron su exposición al mercado de renta variables portugués, haciendo decaer la inversión en cartera un 31,89%. Por último, tanto la inversión exterior directa, como la otra inversión, crecieron de forma moderada.

---

<sup>23</sup> Sobre el rescate en Portugal: Wanna, J., Lindquist, E. and Vries, J. (2015). *The global financial crisis and its budget impacts in OECD nations*. 1st ed. Cheltenham: Edward Elgar, Capitulo 9.

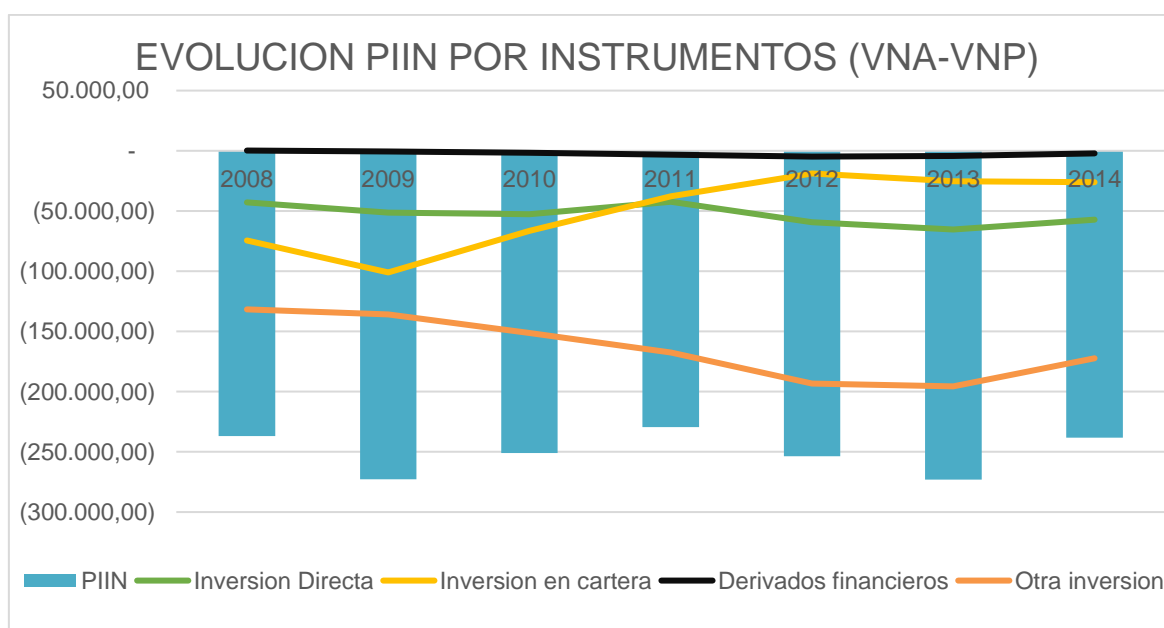
Tabla 4: Crecimiento acumulado por categorías funcionales de la PIIN 2008-2014

Millones de dólares	2008	2014	Crecimiento acumulado %
<b>Activos</b>			
- Inversión Directa	75.746	88.781	17,21%
- Inversión en cartera	176.346	144.905	-17,83%
- Derivados financieros	226	-2.196	-1.068%
- Otra Inversión	158.397	145.095	-8,4%
<b>Pasivos</b>			
- Inversión Directa	118.487	145.972	23,2%
- Inversión en cartera	250.917	170.891	-31,89%
- Derivados financieros	-	-	-
- Otra Inversión	290.076	317.424	9,43%

Como se puede observar en el grafico 12, la variable que más contribuyó al aumento de la posición neta deudora de la economía portuguesa fue la otra inversión, como venía siendo tiempo atrás. Tanto es así, que, en el año 2012, el saldo deudor neto en esta rúbrica alcanzó 193.396 millones de dólares, un 89% del PIB.

La inversión en cartera mostró un fuerte saldo deudor en 2008 y 2009, hasta llegar a alcanzar en este último año, un 41% del PIB, pero este saldo deudor fue decreciendo en los siguientes años con la recuperación de los mercados bursátiles a nivel global. Más estable fue la variación en el saldo deudor de la inversión directa, que rondó en torno al 20% del PIB, llegando al pico del 28,9% en el 2013.

Grafico 12: Evolución PIIN por instrumento 2008-2014



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI

Al igual que otros países europeos, para Portugal, la situación entre el primer y el segundo periodo cambia rotundamente. En el primer periodo, la PIIN aumenta notablemente tanto en términos absolutos como en términos de PIB, debido al buen desempeño de la economía, pero con un excesivo endeudamiento, sin embargo, en el segundo periodo, la PIIN sigue deteriorándose en términos de PIB, debido a la contracción de este, aunque en términos absolutos el saldo deudor no aumente, o incluso disminuya para algún ejercicio.

Como se ha podido deducir en toda esta sección, Portugal presenta una situación financiera bastante similar a la de España. El déficit estructural que presenta su cuenta corriente es incluso superior al español, lo que convierte a la economía portuguesa en una de las economías más endeudadas del continente. A pesar de las similitudes con el caso español, la situación portuguesa es más preocupante con un saldo deudor en la PIIN que supera ampliamente el 100% del PIB, es decir, todos los recursos generados por la economía portuguesa en un año, no servirían para amortizar por completo su deuda. También es oportuno mencionar, que Portugal, necesitó de un rescate propiciado por el FMI y la comisión europea en plena crisis económica y que superada esta, tanto la cuenta financiera de la balanza de pagos como la PIIN empiezan a mostrar signos de mejoría.

## 2.3 GRECIA

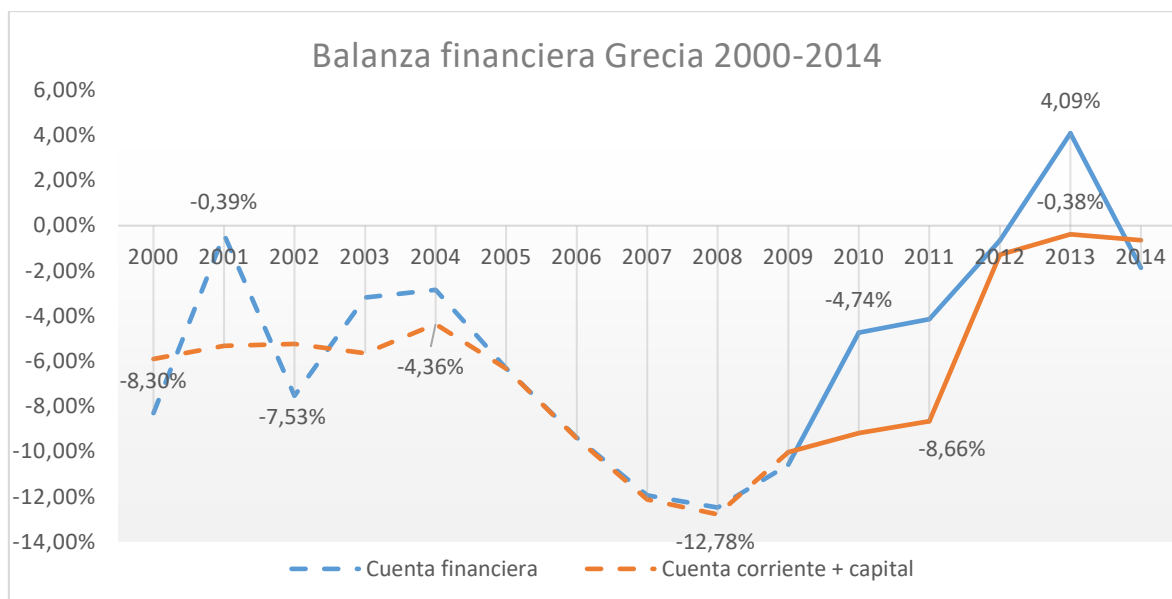
### 2.3.1 Introducción

Grecia era un país en continuo crecimiento allá por el año 2000. La tendencia global de crecimiento económico beneficiaba al país heleno y su PIB crecía robustamente. Pero el problema griego era muy similar al portugués. Su baja competitividad y su ineficiente estructura productiva era la realidad, por lo que este crecimiento tan solo era un oasis en medio del desierto. Al igual que muchos de los países miembros de la zona euro, los primeros años del nuevo siglo se caracterizaron por un continuo crecimiento en las importaciones de bienes gracias a un euro fuerte, mientras que los países menos competitivos veían como sus exportaciones perdían cuota de mercado. La llegada de la crisis económica fue especialmente dura en Grecia, incluso más que en Portugal o España. La gran deuda que amasaba el país hacia el pago de interés una tarea inverosímil y fueron necesarias quitas de deudas para aliviar al país. Aun así, el gobierno necesitó hasta tres rescates para que el país no se sumiese en default. A día de hoy, el problema persiste en la sociedad griega y parece difícil encontrar una solución con la difícil postura tomada por el gobierno del presidente Alexis Tsipras de no hacer los ajustes necesarios exigidos por la comisión europea.



## 2.3.2 Evolución de la cuenta financiera de la balanza de pagos entre 2000-2014

Grafico 13: Balanza financiera Grecia 2000-2014



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI<sup>24</sup>

a) Excluidas reservas y partidas similares

b) Desde 2009 se muestran los datos de acuerdo con el MBP6, para datos anteriores se presentan conforme al MBP5 en línea discontinua.

Grecia, al igual que los países del sur de Europa, es un país netamente deudor puesto que necesita del apoyo exterior para financiar sus actividades corrientes. Esto queda bien reflejado en la balanza de pagos. La economía griega, presentó déficit en la cuenta corriente todos los años analizados, sin embargo, no todos los años el saldo de la cuenta financiera fue negativo.

La economía helena parte de un sistema deficitario en la balanza comercial, con déficits que han rondado en estos años el 15% del PIB, con picos del 18% como en 2008. Esto es compensado en parte por la balanza de servicios, que presentó todos los años superávit. Aun así, el saldo final de la cuenta corriente griega ha sido históricamente negativo, mostrando constantes variaciones según la coyuntura económica de la época.

<sup>24</sup> Normalmente, la necesidad/capacidad de financiación (Cuenta corriente + capital) coinciden aproximadamente con el saldo de la cuenta financiera, ya que es este saldo el que financia estas operaciones corrientes. Sin embargo, para años como el 2010, 2011 o 2013 el saldo de la cuenta financiera fue muy inferior a las necesidades reales de financiación, esto es así, debido a que esta diferencia fue financiada con una serie de créditos provenientes del FMI que no se incluyen en la cuenta financiera.

En el periodo que nos toca, la suma de la cuenta corriente y la de capital mostraban necesidades de financiación todos los años sin excepción. En el año 2000, las necesidades de financiación alcanzaban el 8,3% del PIB, cifra que fue disminuyendo paulatinamente hasta el 2004, cuando estas necesidades fueron del 4,36% del PIB. A partir de este momento, con el encarecimiento del barril de petróleo ([Ver anexo A](#)) como principal causante, las necesidades de financiación se dispararon hasta llegar en 2008 a casi el 13% del PIB. A partir de este momento, el descenso de la actividad económica debido a la crisis, un descenso considerable en la factura del petróleo y un fuerte ajuste de las importaciones<sup>25</sup> provocó unas menores necesidades de capital, que alcanzaban el 8,66% del PIB en 2011.

Pero el verdadero descenso en el déficit de la cuenta corriente vino en el año 2012 provocado esencialmente por dos factores<sup>26</sup>, a) la reducción en el pago de interés de deuda pública<sup>27</sup> y b) el descenso en la importación de bienes de consumo, bienes de intermediación y bienes de capital. Mientras las importaciones cayeron un 18,61%, las exportaciones se mantuvieron en niveles del año anterior. Las necesidades de financiación pasaron del 8,66% del PIB en 2011 a tan solo el 1,29% del PIB en 2012. Tanto en 2013 como en 2014 las necesidades de financiación se mantuvieron en torno al 0,5% del PIB.

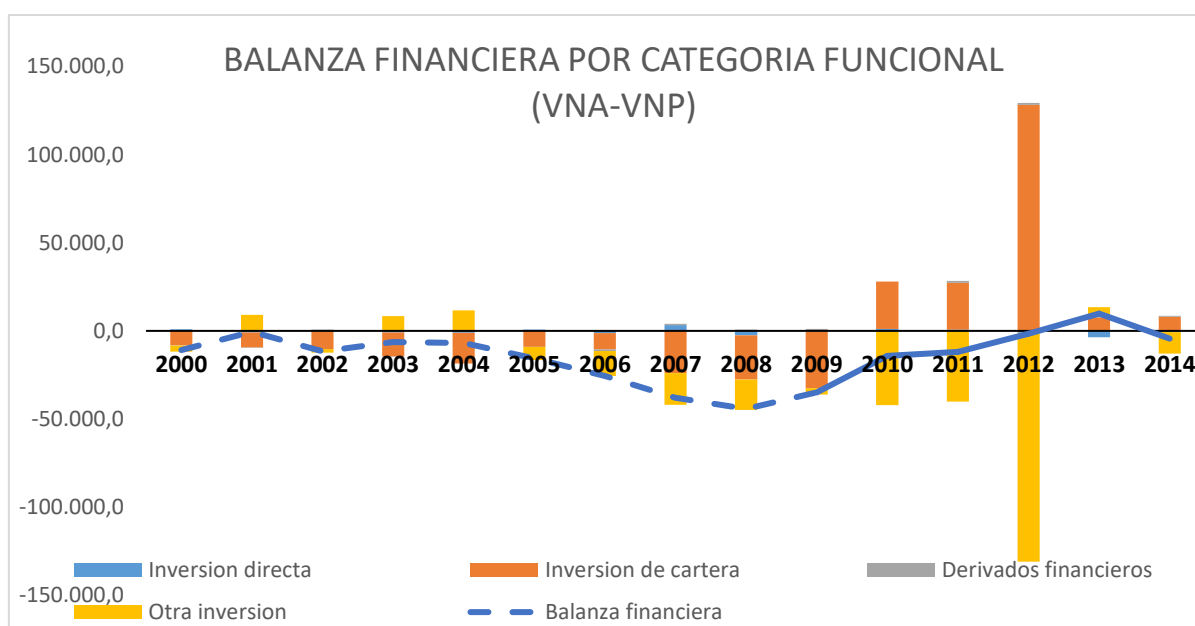
---

<sup>25</sup> Annual Report 2009. (2010). 1st ed. [ebook  
] Athens, pp.114,115. Available at: <http://www.bankofgreece.gr> [Accessed 16 Jan. 2017].

<sup>26</sup> Annual Report 2012. (2013). 1st ed. [ebook] Athens, pp.95,96. Available at:  
<http://www.bankofgreece.gr> [Accessed 16 Jan. 2017].

<sup>27</sup> El débito de la renta primaria que es donde se recoge el pago de interés, descendió en 2012 en 9.631 millones ([Ver anexo F](#))

Grafico 14: Balanza financiera Grecia por categoría funcional 2000-2014



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI

- a) Excluidas reservas y partidas similares
- b) Desde 2009 se muestran los datos de acuerdo con el MBP6, para datos anteriores se presentan conforme al MBP5 en línea discontinua.

El análisis de los flujos de capital que componen la balanza financiera, desglosado por categoría funcional, muestran una idea clara de cuáles fueron las principales partidas que provocaron las variaciones de la cuenta financiera. Como se observa en el gráfico 12, la inversión directa en el país heleno ha sido siempre una variable con muy poca influencia, especialmente la inversión extranjera directa, debido a la poca capacidad de atracción de capital que ha tenido la economía griega. Buena muestra de ello, es que las inversiones de no residentes en la economía griega en este apartado, nunca han supuesto más del 2% del PIB. Además, la inversión directa de residentes en el exterior no superó nunca el 1,7% del PIB, y la media para el periodo 2000-2014 fue de 0,4% del PIB, mientras que la media en la zona euro para el periodo 2000-2014 fue del 3,8%. Es preciso decir que no existe un patrón común para la inversión directa, ya que se alternaron salidas netas de capital en los años 2000,2002,2005,2007,2010 o 2011 como entradas netas de capital en los restantes. Por lo tanto, las variables de inversión en cartera y otra inversión fueron las que más movimientos de capital registraron.

Respecto a la inversión en cartera, se observa un patrón claro, puesto que desde el 2000, hasta el 2009, en esta rúbrica, se produjeron entradas netas de capital, que fueron en aumento desde el 2000, 8.077 millones (6,19% del PIB) hasta llegar en 2009 a los 32.229 millones (9,77% del PIB). Estas entradas de capital provinieron de la compra de bonos y letras del tesoro griego por parte de no residentes. A partir de 2009, la situación cambia completamente. El 21 de abril de 2010, la Troika tiene que

rescatar al país con un préstamo de 110.000 millones de euros para sacar así al país del default soberano<sup>28</sup>. Ante el temor a este default, se produce una desinversión masiva en las letras y bonos del tesoro griego. Mientras en 2009 las compras de no residentes en esta categoría alcanzaron los 43.144 millones de dólares, para 2010 las desinversiones sumaban 43.932 millones, un 14,67% del PIB. En 2011, tras el recrudescimiento de la recesión y ante la dificultad para adoptar las medidas acordadas con la Troika, Grecia tuvo que recibir un segundo rescate valorado en 130.000 millones de euros. Este año, se vuelven a producir salidas netas de capital en la inversión en cartera, por valor de 26.574 millones, 9% del PIB. Pero es en 2012, cuando ratificado el rescate e inyectado el dinero en la economía, los flujos en la inversión en cartera se disparan. La inversión por parte de residentes en el extranjero se dispara, la cifra alcanza los 74.000 millones de dólares, 30% del PIB (En 2011 se habían producido en esta categoría desinversiones por valor de 6.845 millones, 2,38% del PIB). Sin duda esto fue posible gracias al dinero del rescate. Por otra parte, los no residentes siguieron acumulando desinversiones en bonos y letras del tesoro griego que alcanzaron los 54.284 millones, 22,1% del PIB. Todo esto, dio como resultado, unas salidas netas de capital por valor de 128.314 millones en referencia a la inversión en cartera, un 52,23% del PIB. En 2013 y 2014 los flujos de capital volvieron a niveles normales, produciéndose entradas de capital que rondaron el 3% del PIB en ambos años.

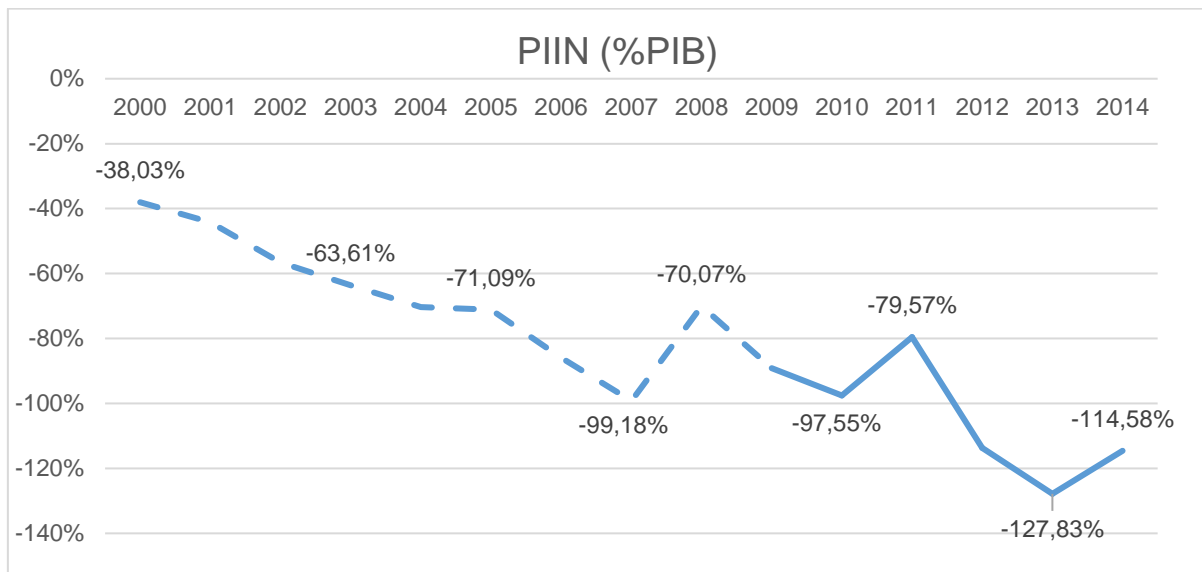
En cuanto a la categoría otra inversión, Grecia ha sido y es, un país que necesita de la financiación de otros países, por lo que es común, que el saldo de la categoría de otra inversión suela ser deudor, salvo en excepciones como en los años 2001, 2003, 2004 o 2013 cuando se produjeron salidas netas de capital en esta rúbrica. Destacan los flujos habidos en los años relativos a los rescates, 2010, 2011 y 2012. Tanto en 2010 como en 2011, las inversiones de residentes en el exterior fueron prácticamente inexistentes, mientras que las inversiones de los no residentes en Grecia, principalmente los acreedores, que proporcionaron el dinero del rescate, fueron de entorno al 15% del PIB en ambos años. Todo esto, acumuló entradas netas de capital en esta categoría por valor del 14% del PIB en ambos ejercicios. Para el 2012, por el lado del activo, se produjeron desinversiones de 23.000 millones, 9,4% del PIB, mientras que, en el pasivo, las entradas de capital sumaron casi 107.000 millones, un 44% de PIB. El saldo neto total para el 2012 en la categoría de otra inversión fue de -130.023 millones, 53% del PIB.

---

<sup>28</sup> Wikipedia. (2016). *Crisis de la deuda soberana en Grecia*. [online] Available at: [https://es.wikipedia.org/wiki/Crisis\\_de\\_la\\_deuda\\_soberana\\_en\\_Grecia#Primer\\_programa\\_de\\_rescate](https://es.wikipedia.org/wiki/Crisis_de_la_deuda_soberana_en_Grecia#Primer_programa_de_rescate) [Accessed 17 Jan. 2017].

### 2.3.3 Evolución de la posición de inversión internacional neta

Grafico 15: PIIN de Grecia 2000-2014 sobre % del PIB

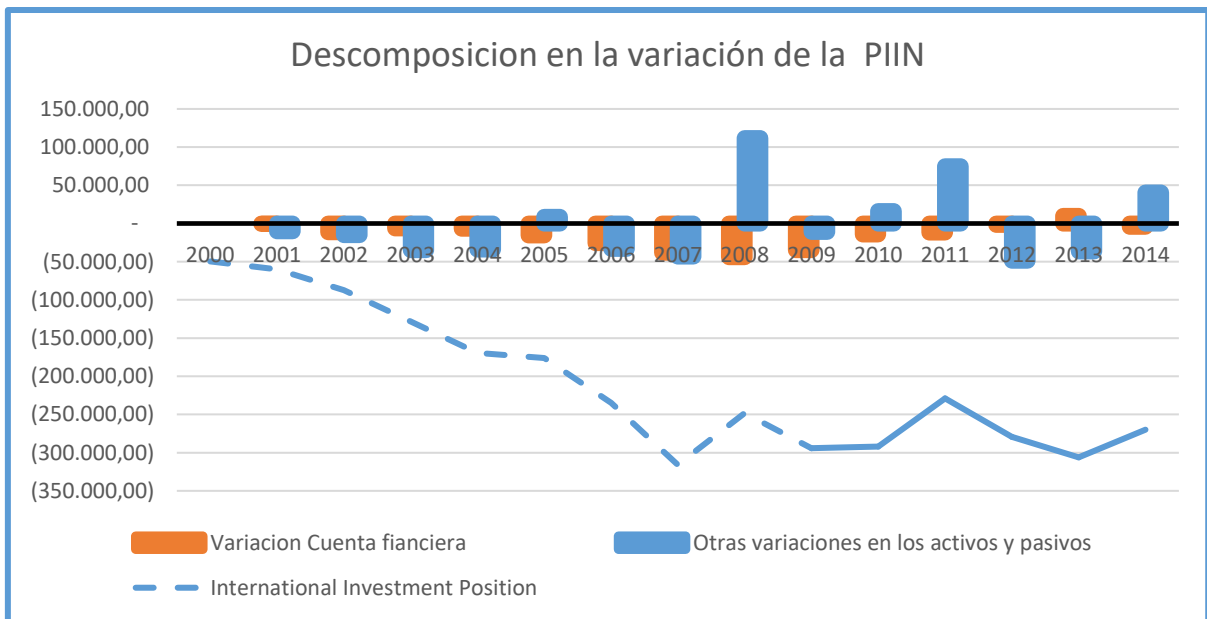


Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI

a) Desde 2009 se muestran los datos de acuerdo con el MBP6, para datos anteriores se presentan conforme al MBP5 en línea discontinua.

Desde año 2000, Grecia, mantiene una posición neta deudora con el exterior, que se ha ido deteriorando con el transcurso de los años hasta alcanzar un 114,58% del PIB en 2014. Al igual que el resto de países europeos, la PIIN griega aumentó considerablemente su saldo deudor entre 2000-2007, mientras que desde el 2008 hasta el 2014 el ritmo de endeudamiento fue menor.

Grafico 16: Variación PIIN



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI

- a) Desde 2009 se muestran los datos de acuerdo con el MBP6, para datos anteriores se presentan conforme al MBP5 en línea discontinua.

La estructura que descompone la evolución en las variaciones habidas en la PIIN griega es muy similar a la española o la portuguesa. Hasta 2004, el motivo del continuo aumento en el saldo deudor de la PIIN es el mismo que afectó a toda la eurozona, la apreciación del euro, sumado a entradas netas de capital en la cuenta financiera de la balanza de pagos. A esta tendencia, se sumó el deterioro de la balanza comercial a partir de 2005, lo que provocó que las entradas netas de capital hasta 2009 se multiplicaran, haciendo aumentar considerablemente el saldo deudor de la PIIN. Destaca en el 2008, la notable disminución de la deuda debido a que la cuenta de otras variaciones en activos y pasivos acumuló un saldo positivo de 111.771 millones, mientras que la cuenta financiera actuó en sentido puesto, contabilizando entradas netas de capital por valor de 44.243 millones. Esta gran revalorización en la cuenta de otros activos y pasivos se debe al crash que sufrió la bolsa de valores griega, disminuyendo la valoración de las inversiones directas y en cartera de los no residentes.<sup>29</sup> En 2011, se repitió este fenómeno, con una nueva caída pronunciada en los mercados de valores, lo que provocó de nuevo, otro pico en la revalorización de la cuenta de otros activos y pasivos, lo que llevó a la PIIN a disminuir su saldo deudor nuevamente. En los siguientes años, el deterioro del saldo deudor fue leve y principalmente provocado por variaciones de precio en los activos y pasivos.

<sup>29</sup> Annual Report 2008. (2009). 1st ed. [ebook] Athens, p. 131. Available at: <http://www.bankofgreece.gr> [Accessed 16 Jan. 2017].

### **Primer periodo: Los años de bonanza económica (2000-2007)**

Comenzaba el año 2000 y la economía helena crecía a un ritmo saludable. Los flujos financieros aumentaban entre los países miembros, lo que permitía a Grecia crecer más que la media de UE. Este crecimiento solo se verá mermado por la escalada del precio del crudo durante estos siete años. Aun así, el PIB griego creció en términos absolutos un 144% entre el 2000 y el 2007.

Al igual que crecía el PIB, la PIIN se deterioraba a grandes pasos, lo que provocaba que la deuda griega con el exterior aumentara. En el 2000, la deuda externa bruta era de 49.631 millones de dólares, un 38% del PIB, mientras que en el 2007 ya alcanzaba los 315.890 millones, 99% del PIB.

Un examen más exhaustivo de la PIIN, revela cuales fueron las principales rúbricas que hicieron que la deuda griega aumentara tantos en estos años.

*Tabla 5: Crecimiento acumulado por categorías funcionales de la PIIN 2000-2007*

<b>Millones de dólares</b>	<b>2000</b>	<b>2007</b>	<b>Crecimiento acumulado %</b>
<b>Activos</b>			
- Inversión Directa	5.851,9	31.650,2	440%
- Inversión en cartera	3.847,6	127.848	3.222%
- Derivados financieros	12,1	740,5	6.021%
- Otra Inversión	35.226	115.879	228%
<b>Pasivos</b>			
- Inversión Directa	12.479,9	53.220,8	326,45%
- Inversión en cartera	57.293,7	348.059,1	507,5%
- Derivados financieros	-	-	-
- Otra Inversión	37.051,6	194.388,1	424,64%

Como se puede observar en la tabla 5, todas las categorías funcionales experimentaron crecimiento en sus flujos tanto en el activo como en el pasivo.

Dentro de las inversiones de residentes en el exterior (Activo), destaca el gran crecimiento de la inversión en cartera, con un crecimiento del 3.222%. Además, en el año 2000, la inversión en cartera era la tercera opción como inversión por detrás de la inversión directa y de la otra inversión, sin embargo, para el 2007, esta, ya era la primera opción, con un valor de 127.848 millones de dólares. Este gran incremento de

la inversión en cartera es debido al creciente número de letras y bonos extranjeros que los residentes griegos empezaban a acumular, sin embargo, la compra de acciones extranjeras por residentes no alcanzó tal dimensión y apenas influyó en la variación del activo<sup>30</sup>. La inversión directa, que al igual que la inversión en cartera, partían con volumen muy reducido en el año 2000, tuvo un crecimiento más moderado, pero nada despreciable del 440%. Dentro de la inversión directa, destacan las adquisiciones de empresas en países balcánicos y las adquisiciones que efectuaron algunos bancos como el National Bank of Greece<sup>31</sup>. Los derivados financieros, comenzaban el 2000 con un volumen insignificante de 12 millones de dólares, cifra que aumentó hasta los 740 en 2007, debido a la penetración de estos instrumentos en la operativa financiera de los grandes bancos. Por último, la otra inversión, partía como la rúbrica con más volumen, por lo que su crecimiento fue el menor de todos, 228%, principalmente estos fondos fueron destinados a depósitos y repos.

Por otra parte, las inversiones de los no residentes en Grecia (Pasivos) también aumentaron considerablemente, especialmente la Otra inversión y la inversión en cartera, que fueron las principales causantes del aumento de la PIIN en este periodo, con crecimientos del 424% y 507% respectivamente. La inversión en cartera se centró en la compra de bonos y letras del tesoro griego, así como la adquisición de acciones en empresas nacionales.

Por último, la inversión exterior directa, alcanzó un volumen importante, 53.220 millones, gracias a los esfuerzos del gobierno heleno por atraer capital extranjero.

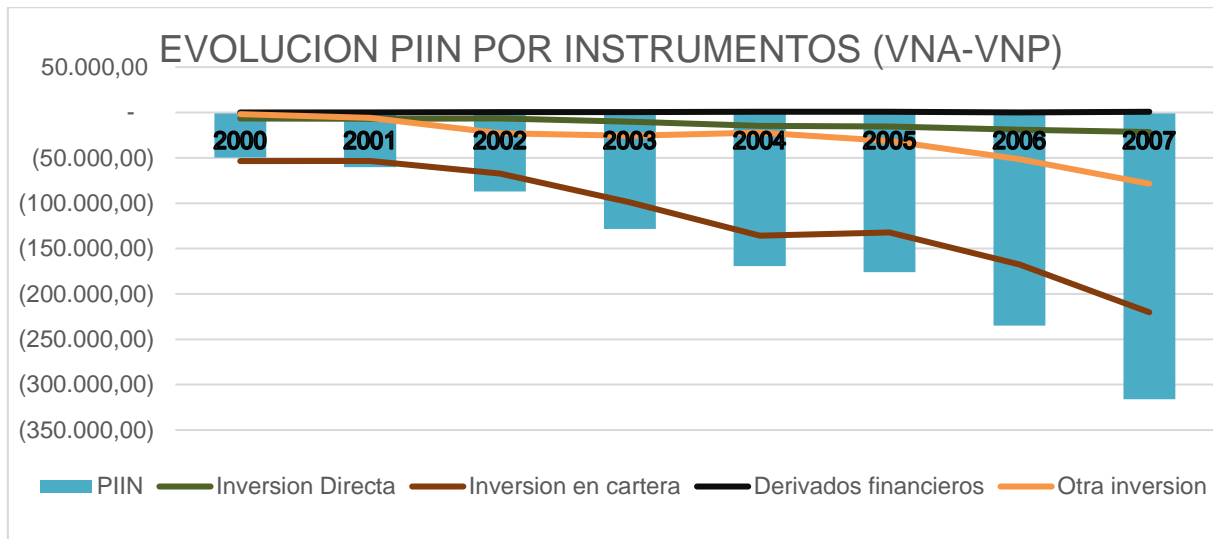
---

<sup>30</sup> Annual Report 2007. (2008). 1st ed. [ebook] Athens, pp.126. Available at: <http://www.bankofgreece.gr> [Accessed 20 Jan. 2017].

<sup>31</sup> Annual Report 2007. (2008). 1st ed. [ebook] Athens, pp.130. Available at: <http://www.bankofgreece.gr> [Accessed 20 Jan. 2017].



Grafico 17: Evolución PIIN por instrumento 2000-2007



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI

a) Los datos de este gráfico se presentan elaborados de acuerdo con el MBP5

En cuanto saldos netos se refiere, como se ha comentado, la inversión en cartera fue la variable que más incidió a la hora de aumentar la posición neta deudora de la economía griega, seguido de la Otra inversión. Por el año 2000, el saldo neto deudor acumulado de la inversión en cartera alcanzaba los 53.446 millones, un 41% del PIB, mientras que para el 2007, el saldo neto deudor llegaba a los 220.210 millones, un 69% del PIB. Esto nos acerca a la conclusión de que la inversión en cartera fue la forma de financiación preferida por los residentes. En cuanto a la otra inversión, su incidencia fue menor, pero también tuvo un aumento destacable. En el 2000, el saldo neto deudor llegaba a los 1.824 millones, 1,4% del PIB, sin embargo, para el 2007, este importe ascendía a 78.508 millones, casi el 25% del PIB nacional. En cuanto a la inversión directa, el saldo neto deudor se mantuvo estable en términos de PIB, En el 2000, el saldo deudor de la inversión directa alcanzaba el 5% del PIB, y para 2007 se mantenía en el 6,77%. Por último, los derivados financieros no contribuyeron en el deterioro de la PIIN ya que todos los años mostraron un saldo neto acreedor, aunque este fuera poco significativo.

### **Segundo periodo: Estallido crisis económica mundial y años posteriores (2008-2014)**

Tras el estallido de la crisis allá por el 2008, los problemas que atravesaba la economía se agravaron considerablemente. Todos estos problemas se recrudecieron con la crisis y pusieron al país en jaque. La baja competitividad de la economía griega sumado al exuberante gasto público por parte de la administración, hizo del país un hervidero tras los primeros síntomas de recesión. Grecia, fue uno de los países que más acusó la crisis, buena prueba de ellos son la contracción de su PIB en estos años. Mientras en el

2008, el valor de la economía helena sumaba 354.460 millones, para el 2014 la cifra tan solo alcanzaba los 235.574 millones, un 33,5% menos. Sin duda son datos alarmantes que muestran los problemas estructurales que padece el país.

Respecto a la PIIN, el incremento del saldo deudor en este periodo no fue muy elevado en términos absolutos. En el 2008 el saldo deudor de la PIIN llegaba a los 248.362 millones, y para el 2014 aumentaba hasta los 269.922 millones, un crecimiento del 8%. Sin embargo, en términos de PIB, la cifra se dispara debido a la gran contracción del PIB. Mientras que en 2008 el saldo deudor alcanzaba el 70% del PIB, para 2014 este saldo ya llegaba al 114% del PIB.

*Tabla 6: Crecimiento acumulado por categorías funcionales de la PIIN 2008-2014*

Millones de dólares	2008	2014	Crecimiento acumulado %
<b>Activos</b>			
Inversión Directa	<b>39.584,1</b>	<b>34.491,4</b>	<b>-12,87%</b>
Inversión en cartera	<b>122.198,2</b>	<b>141.519,1</b>	<b>15,81%</b>
Derivados financieros	<b>1.349,9</b>	<b>4.798,1</b>	<b>255,43%</b>
Otra Inversión	<b>153.690,8</b>	<b>92.262,2</b>	<b>-39,97%</b>
<b>Pasivos</b>			
Inversión Directa	<b>40.470,6</b>	<b>26.535,4</b>	<b>-34,43%</b>
Inversión en cartera	<b>290.836,1</b>	<b>68.822,5</b>	<b>-76,34%</b>
Derivados financieros	-	-	-
Otra Inversión	<b>237.378,9</b>	<b>453.847,5</b>	<b>91,19%</b>

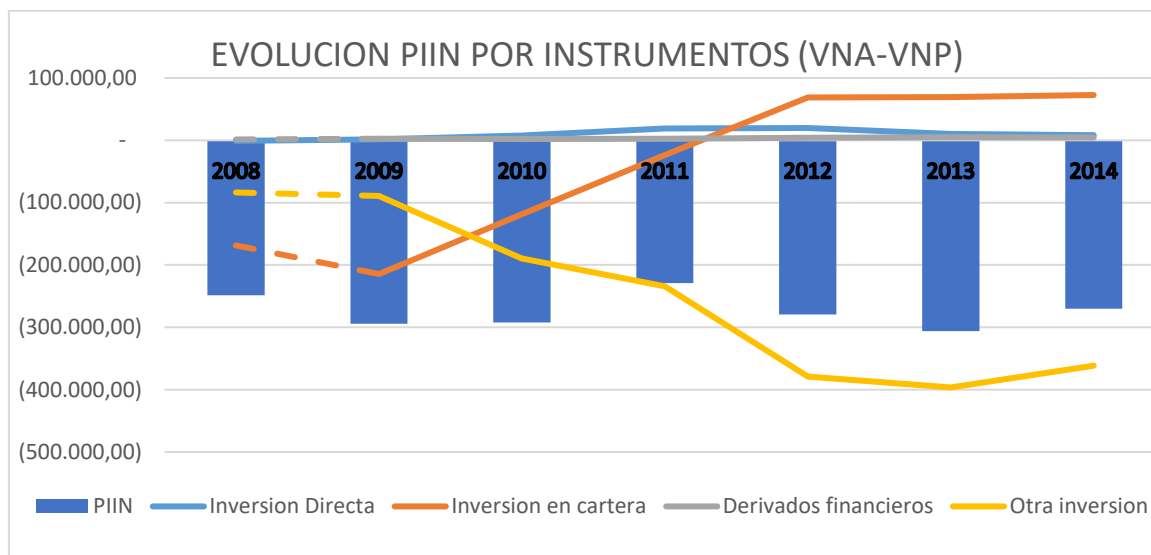
Por categorías, dentro de las inversiones de residentes en el exterior (Activos), se observa un decrecimiento claro tanto en la inversión directa como en la Otra inversión debido indudablemente a la crisis financiera. Sin embargo, el crecimiento en la rúbrica de inversión en cartera puede resultar engañosa, puesto que este crecimiento no se debe al buen comportamiento de esta variable, sino a la compra masiva de bonos y letras del tesoro extranjeras por parte de residentes con la financiación procedente de la Troika<sup>32</sup>. De hecho, hasta 2011 el crecimiento de esta categoría es negativo, acumulaba un decremento del 33%.

En cuanto a las inversiones de no residentes en Grecia, destaca el crecimiento en la Otra inversión. Este crecimiento se debió a la financiación otorgada por la Troika en

<sup>32</sup> Annual Report 2011. (2012). 1st ed. [ebook] Athens, pp.130. Available at: <http://www.bankofgreece.gr> [Accessed 28 Jan. 2017].

forma de préstamo al país griego en el año 2012<sup>33</sup>. Por otra parte, tanto la inversión directa como la inversión en cartera redujeron ostensiblemente sus niveles debido a la debilidad de la economía griega, que provocó la desconfianza de los inversores internacionales con la consiguiente fuga de capitales.

Grafico 18: Evolución PIIN por instrumento 2008-2014



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI

- a) Desde 2009 se muestran los datos de acuerdo con el MBP6, para datos anteriores se presentan conforme al MBP5 en línea discontinua.

Observado el gráfico 18, se observa nítidamente las dos variables que influyeron en el desarrollo de la PIIN en este periodo, la Otra inversión y la inversión en cartera, mientras que tanto la inversión directa y los derivados financieros apenas provocaron variaciones en la PIIN. Sin duda, estas variables, se vieron fuertemente condicionadas por los sucesivos rescates financieros que se otorgaron al país a partir del 2010.

La inversión en cartera comenzaba el 2008 con un saldo deudor por valor de 168.637 millones, un 67,9% del PIB, cifra que se iría reduciendo con la llegada de fondos procedentes del rescate que utilizaban los residentes para la compra de bonos y letras del tesoro en el exterior. En el 2012, con el segundo programa de rescate, el saldo de esta categoría se convirtió en acreedor por valor de 68.578 millones, casi un 25% del PIB, cifra que se mantendría estable los dos siguientes años. La otra inversión, siguió el camino opuesto a la inversión en cartera, el saldo deudor aumentó a medida que se

<sup>33</sup> Información sobre el segundo rescate a Grecia: Katsikas, D. (2017). *La crisis económica griega del 2012*. 1st ed. [ebook] Observatorio de Crisis de la Fundación Helénica para la Política Europea y Exterior. Available at: [http://www.cidob.org/content/.../1/.../197-202\\_ARTICULO\\_DIMITRIS%20KATSIKAS.pdf](http://www.cidob.org/content/.../1/.../197-202_ARTICULO_DIMITRIS%20KATSIKAS.pdf) [Accessed 1 Feb. 2017].

sucedían los programas de rescate debido al mayor endeudamiento de la economía griega, por eso, a partir de 2010 el saldo deudor aumenta en gran cantidad. Si en 2008 el saldo neto deudor de la Otra inversión representaba el 23,6% del PIB, en 2014 este porcentaje aumentaba hasta el 153,5% del PIB.

Tras analizar la situación financiera griega en estos catorce años, se pueden obtener varias conclusiones con cierta firmeza. Al igual que España y Portugal, se trata de un país captador de financiación debido a su deficitaria cuenta corriente, pero el déficit de su balanza corriente es mayor que el de estos países<sup>34</sup>. Esto es en parte provocado por la baja productividad de su tejido empresarial.

El continuo aumento de la deuda desde el año 2000, tanto pública como privada, ha alcanzado cotas insostenibles. El saldo deudor de la PIIN ha llegado a alcanzar casi el 130% del PIB, niveles en los que los montantes por intereses a pagar empiezan a ser desorbitados y se necesitan de quitas de deuda para que el país siga en funcionamiento. Todo esto, provocó la pérdida de confianza de los inversores internacionales y la consiguiente fuga de capitales, lo que no hizo más que recrudecer la crisis.

## 2.4 EVOLUCIÓN DE LA CUENTA FINANCIERA Y PIIN EN LA EUROZONA

### 2.4.1 Introducción

La zona euro agrupa a todos los países que han adoptado el euro como moneda oficial, sin embargo, esto, no significa que no existan diferencias significativas entre los países miembros que la componen. La balanza de pagos y la posición de inversión internacional varían mucho en función del país que se analice. Por un lado, se encuentran los estados que tienden a generar superávit en su cuenta corriente como es el caso de Alemania o Bélgica, lo que les permite acumular fondos que sirven de financiación para otros países. Por otro lado, se encuentran los países que tienden a ser deficitarios en su cuenta corriente como es el caso de España, Grecia, Portugal o Italia y necesitan de la financiación de otros estados para cubrir este déficit. Esto, provoca que las balanzas de pagos de estos dos grupos de países sean completamente opuestas.

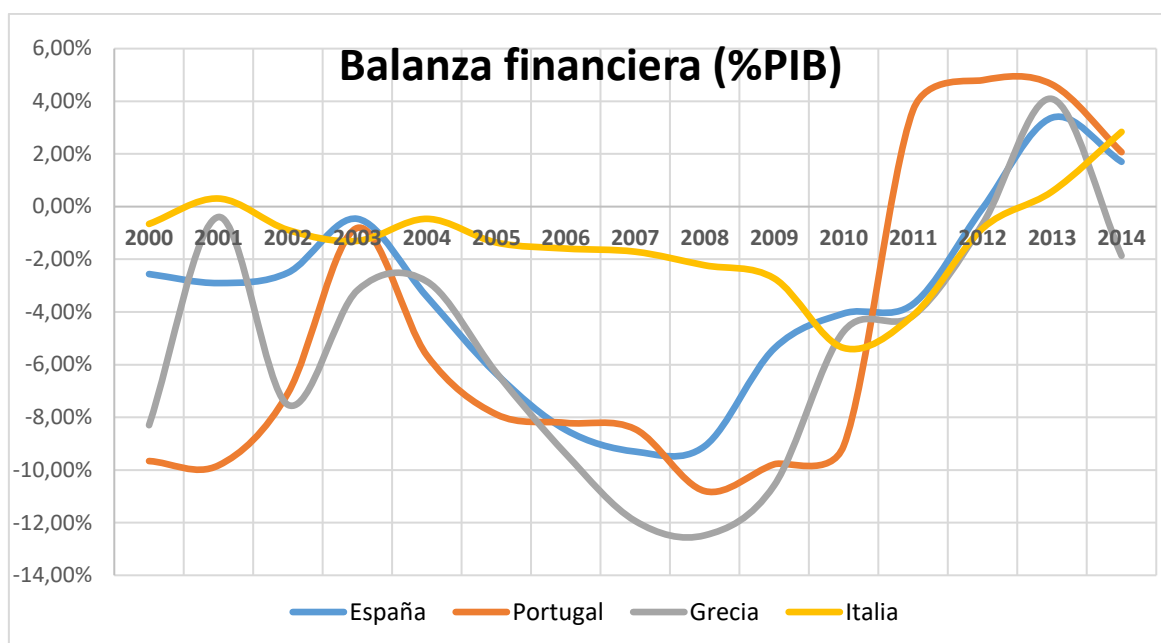
Para analizar más detalladamente tanto la balanza financiera como la PIIN, se ha dividido en dos grupos diferentes de países. En el grupo 1 se encuentran los países deudores, y en el segundo los acreedores.

---

<sup>34</sup> En 2008 las necesidades de financiación alcanzaron a representar el 12,5% del PIB, mientras que en España y Portugal nunca superaron el 10%.

## 2.4.2 Evolución de la cuenta financiera de la balanza de pagos entre 2000-2014

Grafico 19: Evolución balanza financiera eurozona grupo países 1



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI

a) Excluidas reservas y partidas similares

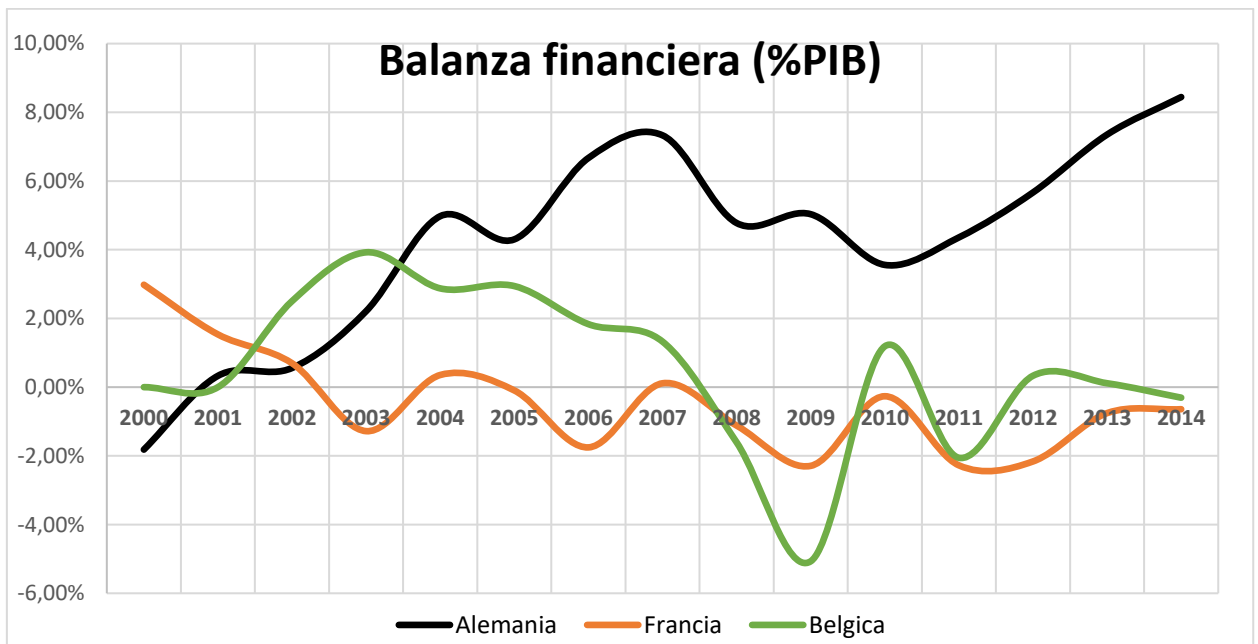
En el grupo de países deudores, tanto España, Portugal y Grecia han seguido un recorrido muy similar en los últimos años, con entradas netas de capital en la balanza financiera que fueron en aumento a partir del 2004, a consecuencia del mayor endeudamiento de los estados miembro que pretendían financiar sus proyectos de inversión en esta época de bonanza económica, y que alcanzo máximos entre el 2007-2008, tras el estallido de la crisis económica internacional. A partir de este momento, fueron necesarios contundentes ajustes en el gasto por parte de los países, lo que llevo a recortar fuertemente estas partidas a través de políticas de austeridad. Por ello, tras el primer impacto que causó la crisis, las necesidades de financiación se redujeron enormemente en los siguientes años, haciendo disminuir las entradas de capital necesarias para financiar la economía. Con todo esto, para el año 2013, tras una recuperación lenta y agónica, los tres países presentaban superávit en la cuenta financiera, tendencia que se mantuvo en 2014, con la excepción del caso griego, que volvió a incurrir en un déficit provocado por una nueva recesión en su economía debido a la inestabilidad política que adolecía<sup>35</sup>.

Para el caso italiano, las salidas netas de capital de la balanza financiera siempre han sido mucho más moderadas que la de estos países, sin nunca llegar a superar el 6% del

<sup>35</sup> Es.wikipedia.org. (2017). *Crisis de la deuda soberana en Grecia*. [online] Available at: [https://es.wikipedia.org/wiki/Crisis\\_de\\_la\\_deuda\\_soberana\\_en\\_Grecia#Evoluci.C3.B3n\\_de\\_la\\_situaci.C3.B3n\\_econ.C3.B3mica\\_hasta\\_2014](https://es.wikipedia.org/wiki/Crisis_de_la_deuda_soberana_en_Grecia#Evoluci.C3.B3n_de_la_situaci.C3.B3n_econ.C3.B3mica_hasta_2014) [Accessed 5 Feb. 2017].

PIB, debido a las menores necesidades de financiación que ha requerido. Esto es así puesto que la balanza comercial italiana está mucho más compensada que la de España, Grecia o Portugal. Hasta el 2005, su balanza comercial mostro superávit todos los ejercicios, sin embargo, la cuenta de la renta primaria era muy deficitaria, lo que provocaba el déficit final en la cuenta corriente del país italiano. La deuda pública italiana se encontraba principalmente en inversores domésticos, lo que explica la mayor resistencia en los primeros años de la crisis<sup>36</sup>. Pero en 2010, tras un empeoramiento general de todas las rubricas de la balanza de pagos, el déficit en la balanza financiera alcanzó el 5,37%, superando al de Grecia o España, que tras haber notado antes la repercusión de la crisis financiera, aplicaron medidas oportunas para atajar este problema. A partir de este año, la cuenta corriente Italiana mejoro ostensiblemente hasta llegar a 2014 como el país con mayor superávit en su balanza financiera, un 2,84% sobre el PIB.

Grafico 20: Evolución balanza financiera eurozona grupo países 2



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI

a) Excluidas reservas y partidas similares

Por otro lado, se encuentran países como Alemania, donde la cuenta financiera de la balanza de pagos contabiliza salidas netas de capital prácticamente en todos los ejercicios, debido al superávit que genera en su cuenta corriente, y que le permite financiar a otros países. Otros países que comúnmente registran salidas netas de capital son Francia y Bélgica, sin embargo, no con la misma consistencia que el país alemán.

<sup>36</sup> Es.wikipedia.org. (2017). *Crisis del euro*. [online] Available at: [https://es.wikipedia.org/wiki/Crisis\\_del\\_euro#Italia](https://es.wikipedia.org/wiki/Crisis_del_euro#Italia) [Accessed 6 Feb. 2017].

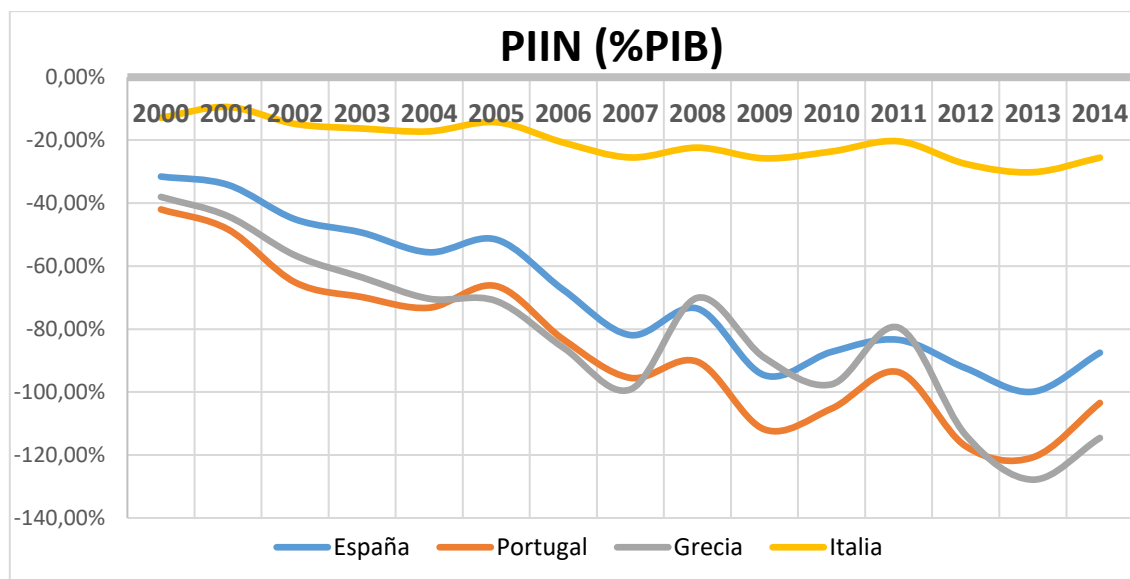
La tendencia de la balanza alemana es completamente opuesta a la de los países deudores como España. Mientras el grupo de países deudores veía como necesitaban de mayores entradas de capital en el periodo 2004-2008, Alemania era la encargada de financiar estas necesidades, lo que llevaba a unas mayores salidas de capital. A partir del 2008, tras el comienzo de la crisis, las necesidades de financiación de todos los países deudores se contrajeron ampliamente y, en consecuencia, los países prestamistas como Alemania, redujeron sus salidas de capital ajustándose a las menores entradas de capital que precisaban estos países del primer grupo que se ha analizado. Pero a partir de 2010, la balanza comercial alemana recupero el dinamismo perdido durante los primeros años de la crisis, y las salidas de capital volvieron a crecer ininterrumpidamente hasta el 2014, cuando alcanzaron un 8,45% del PIB, máximo de todo el periodo analizado.

Los casos de Bélgica y Francia son distintos al alemán, aunque también son países que históricamente se les puede catalogar como proveedores de financiación, en los últimos tiempos su cuenta financiera se ha mostrado muy variable, en especial en el caso belga. La balanza comercial belga, se mostró robusta hasta el 2003, lo que permitió al país acumular superávits en la balanza financiera de hasta un 4% del PIB, sin embargo, esta tendencia cambió a partir del 2004, y agravándose con el comienzo de la crisis. Así, para el año 2009, el déficit en la balanza comercial alcanzaba el 5% del PIB. En los siguientes años, la balanza financiera oscilaría entre las salidas y entradas de capital influida por la complicada coyuntura económica que se vivía en aquella época.

Para el caso francés, la situación ha empeorado considerablemente desde el 2000. En este primer año del siglo, Francia aún mantenía una posición financiera exterior envidiable, que le permitían otorgar salidas netas de capital por valor del 3% de su PIB. Sin embargo, a partir de aquí, su cuenta corriente sufrió un continuo deterioro que se refleja en la montaña rusa que dibuja su cuenta financiera hasta el 2014. Ciertamente es que los déficits que ha presentado su balanza financiera siempre han estado muy controlados (no han superado el 2,3% del PIB), pero sí que una política muy distinta a la alemana, ha llevado al país galo a una pérdida de competitividad frente a Alemania, un país comparable desde comienzos de siglo.

### 2.4.3 Evolución de la posición de inversión internacional neta

Grafico 21: Evolución PIIN eurozona grupo países 1



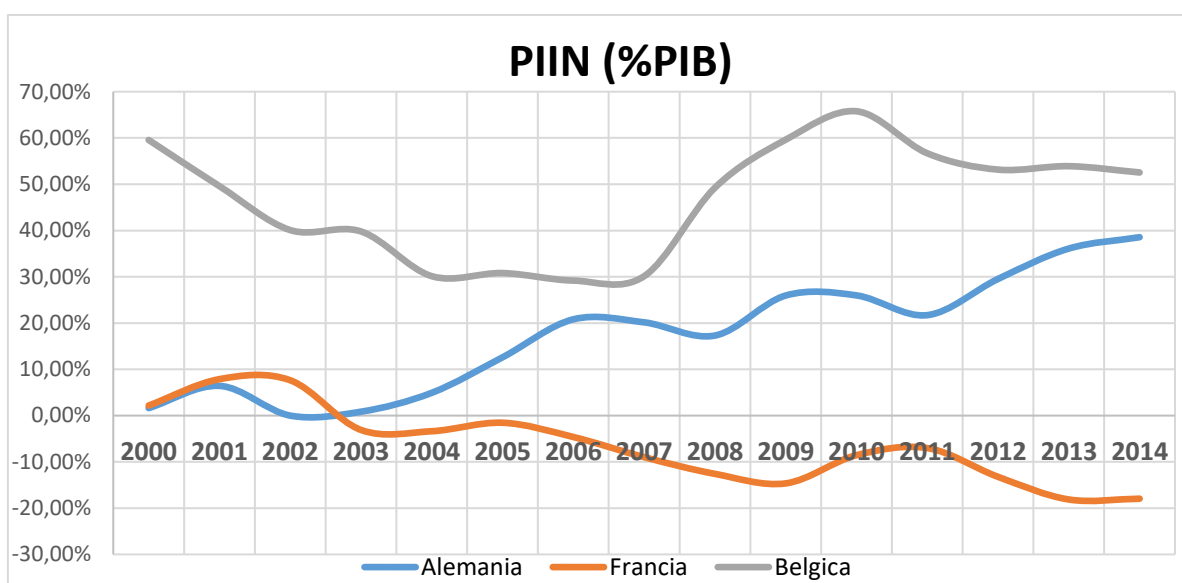
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI

El saldo deudor que España, Grecia y Portugal mantienen frente al exterior medido a través de la PIIN, ha seguido un recorrido muy similar en las últimas décadas, en gran parte debido al similar desarrollo de las balanzas de pagos de estos países. Se observa el progresivo deterioro de la posición deudora de estos países con el paso de los años, hasta llegar a valores cercanos al 100% del PIB. En el periodo 2000-2007, el incremento del saldo deudor estuvo motivado por el aumento nominal de la deuda, tanto pública como privada. Sin embargo, en el periodo 2008-2014, el deterioro de la PIIN se debió a las contracciones que sufrieron estos países en su PIB, a pesar de unas necesidades de financiación mucho menores y, por consiguiente, un endeudamiento mucho menor.

En cuanto a Italia, al igual que la balanza financiera ha necesitado de entradas de capital inferiores que la de estos países, la PIIN ha acumulado un saldo deudor no tan elevado como España, Grecia o Portugal. La tendencia en la PIIN italiana es muy constante, sin grandes oscilaciones. Una de las principales razones de esto, y que ya se ha mencionado previamente, es que la mayor parte de la deuda del país, está en manos de residentes, lo que la hace menos susceptible de la coyuntura económica y de las especulaciones de los inversores internacionales.



Grafico 22: Evolución PIIN eurozona grupo países 2



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI

Por último, en este grupo de países, Alemania y Francia partían en una posición similar en el año 2000, con una PIIN cercana al 0% del PIB, mientras que el saldo acreedor que Bélgica mantenía frente al exterior, rondaba el 60% de su PIB. Desde este punto, cada país tomaba un camino diferente. Alemania, a través de una política basada en las exportaciones<sup>37</sup>, veía cómo iba aumentando su PIIN progresivamente hasta alcanzar casi el 40% del PIB en 2014, máximo de toda la serie analizada. Sin embargo, el camino que tomaba Bélgica era completamente el opuesto. Mientras que la cuenta corriente alemana no dejaba de crecer en este periodo, la belga disminuía ostensiblemente <sup>38</sup> y así, para el año 2007, la PIIN de ambos países estaba casi a la par. Debido al gran saldo acreedor que tenían acumulado ambos países antes de la crisis, pudieron financiar a otras economías en peor situación, lo que les permitió aumentar cuantiosamente este saldo acreedor, en especial Bélgica, que entre 2007 y 2010 aumento en más de un 30% este saldo acreedor en la PIIN. Por otra parte, Francia, que como se ha expuesto previamente, comenzaba el siglo con una PIIN muy similar a la alemana, en torno al 0% del PIB, vio como el deterioro de su cuenta corriente<sup>39</sup>, traía como consecuencia el convertirse en un país netamente deudor con una PIIN que alcanzó casi el 18% del PIB en el 2014.

La gran variabilidad en las posiciones exteriores de los diferentes países europeos, viene determinada por las diferentes políticas aplicadas en los distintos países, sumado

<sup>37</sup> Las exportaciones de bienes alemanas crecieron un 186% entre el 2000 y el 2014.

<sup>38</sup> Mientras que la cuenta corriente alemana creció un 961% en este periodo, la belga decreció más de un 110%.

<sup>39</sup> La cuenta corriente francesa paso de tener un superávit de 16.000 millones de dólares en 2000, a acumular un déficit de 27.000 millones en 2014.

a la complejidad de aplicar estas mismas, en un periodo de tanta incertidumbre como fue la crisis financiera iniciada en 2007. Como resultado, se observan abundantes diferencias tanto en las balanzas financieras, como en las PIIN de los países que componen este análisis.

## CONCLUSIONES

Comprender la situación financiera de una economía no es tarea sencilla, en ella influyen multitud de factores, por lo que resulta inverosímil que una misma persona sea capaz de analizar el impacto de cada factor. Como esto no es posible, se puede analizar el perfil exterior de una economía estableciendo una serie de indicadores que reflejen como se ha comportado esta economía en cuestión con el exterior. En este estudio, se han utilizado dos indicadores que aproximan la realidad exterior de una economía de una manera precisa, estos son la balanza financiera, que se encuentra recogida en la balanza de pagos, y la Posición de Inversión Internacional (PIIN). A través del análisis de la evolución de estos dos indicadores, se ha obtenido una imagen de la situación de las economías objeto de análisis en el periodo establecido.

España se caracteriza por ser un país deficitario en su cuenta corriente. Necesita de la financiación de otras economías para afrontar sus operaciones corrientes. Esto ha sido una constante desde el año 2000.

Estas necesidades de financiación han sido cubiertas mayoritariamente mediante entradas de capitales en forma de Otra inversión e inversión en cartera, mientras que los derivados financieros y la inversión exterior directa prácticamente no tuvieron relevancia en la financiación del país. Sin embargo, la inversión directa tuvo un papel relevante en cuanto a la financiación de otras economías, puesto que, en los años previos a la crisis, se produjeron importantes salidas de capital en esta rúbrica.

El efecto negativo que ha resultado de las variaciones en los precios de activos y pasivos, sumado a las continuas entradas netas de capital, han provocado que la PIIN acumule un saldo deudor muy abultado, triplicando el existente en el año 2000. Este gran aumento de deuda se concentró principalmente en los años previos a la crisis y tras el estallido de esta, el endeudamiento ha comenzado a disminuir progresivamente.

Portugal, también ha necesitado de la financiación externa para cubrir el déficit generado por su cuenta corriente en este periodo.

La demanda de fondos externos fue cubierta prácticamente en su totalidad mediante entradas de capital en la forma de Otra inversión, exceptuando 2007, 2008 y 2009, años en los que casi la totalidad de los fondos fueron captados mediante la Inversión en cartera. La inversión directa contribuyó significativamente a la financiación en los años 2010 y 2012, pero siempre en un segundo plano.

La deuda externa lusa fue creciendo hasta el año 2009, auspiciada por el buen clima económico existente, sumado a la facilidad en el crédito, sin embargo, la crisis económica obligó a reducir este endeudamiento y a recortar el saldo deudor de todas las rubricas que componen la PIIN.

De los tres países analizados, Grecia cuenta con el mayor déficit por cuenta corriente, por lo que ha necesitado de grandes volúmenes de financiación externa para cubrir este déficit.

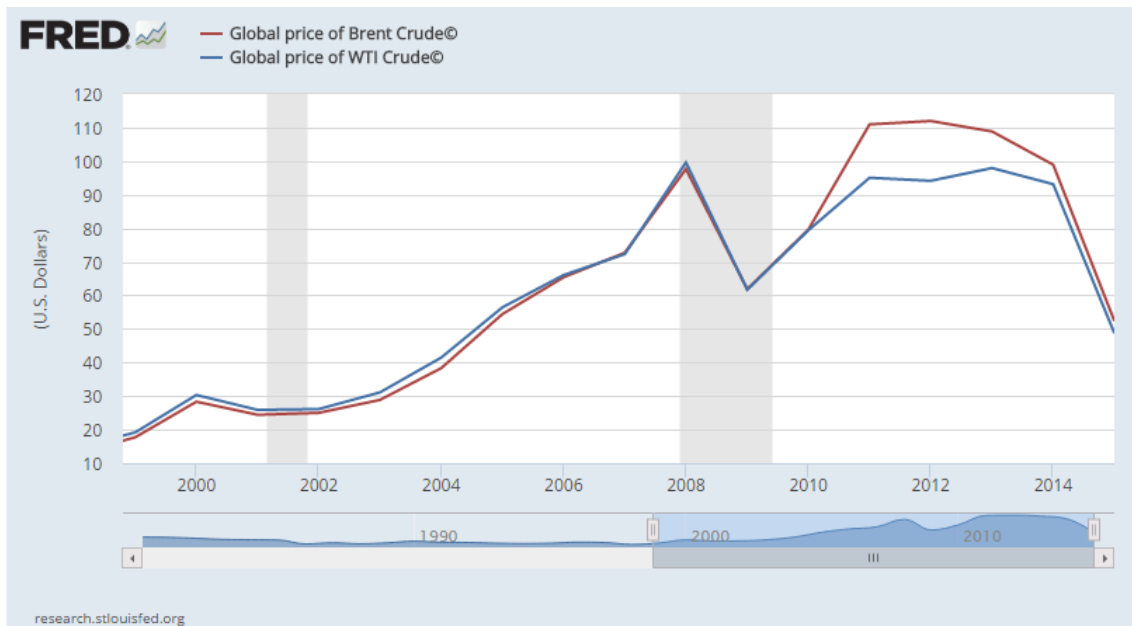
En cuanto a las variables que financiaron la economía griega, se encuentran la Inversión en cartera y en un segundo plano, la Otra inversión. La Otra inversión cobra relevancia tan solo en los años en los que se produjeron rescates al país. Respecto a la inversión directa, los volúmenes fueron muy reducidos, al igual que los derivados financieros.

La continua demanda de fondos externos a lo largo del periodo, sumado a la influencia negativa que ejerció la cuenta de otras variaciones en el activo y pasivo, especialmente en el periodo pre crisis, han provocado que Grecia sea la economía más endeudada de Europa, a pesar de que, en los últimos años, el saldo deudor de todas las partidas que componen la PIIN, han dejado de aumentar.

En el conjunto de la eurozona, se observan dos grupos diferentes de países. Por un lado, se encuentran los países deudores, como por ejemplo España, donde las continuas necesidades de financiación requeridas, han provocado que el saldo deudor de su PIIN aumente considerablemente desde el año 2000. Por otro lado, están los países netamente acreedores, como Alemania, que su superávit en la cuenta financiera a lo largo de todo el periodo, ha permitido aumentar cuantiosamente el saldo acreedor de su PIIN.

## ANEXO

### ANEXO A: Evolución precio petróleo



Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis

### ANEXO B: Evolución euro frente a principales divisas 2000-2014



## EUR/JPY



## EUR/GBP



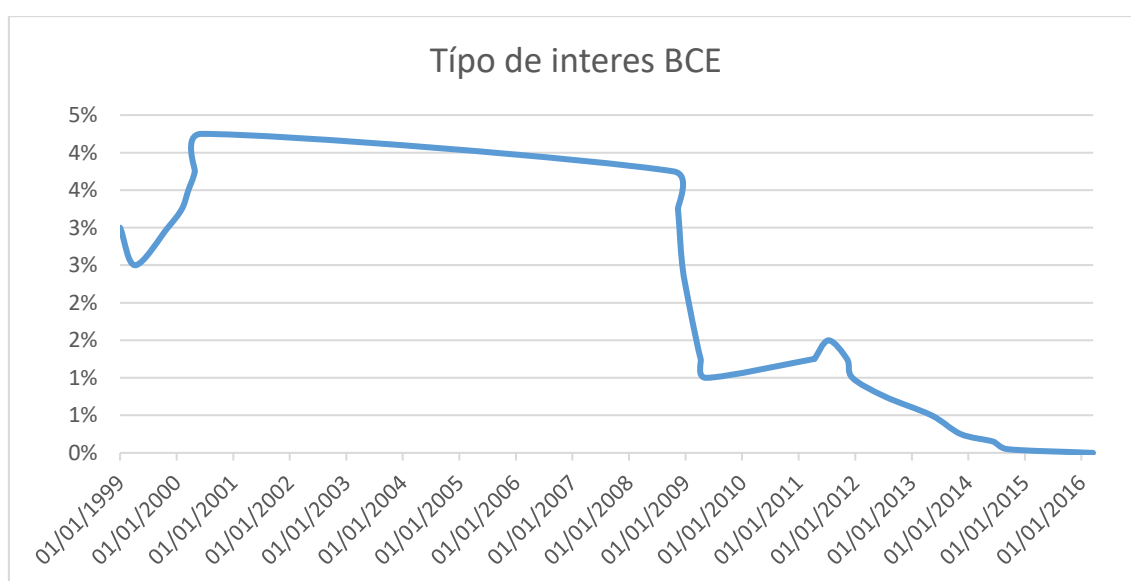
## Anexo C: Saldos categorías funcionales PIIN

Entre 2000 y 2005 todas las categorías aumentaron su saldo deudor.

VNA-VNP	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Inversión directa	-27.154,6	-33.673,3	-93.516,8	-118.631,4	-125.177,8	-79.111,9	-25.459,0	-3.800,9
Inversión de cartera	- 108.846,1	-88.507,3	-110.287,7	-108.646,5	-248.405,9	-278.118,8	- 603.694,0	-860.041,5
Derivados financieros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-12.637,1	-27.741,3
Otra inversión	-87.501,7	- 126.177,4	-154.735,8	-247.400,7	-241.090,7	-256.752,1	- 231.701,7	-339.223,8

VNA-VNP	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Inversión directa	1.792,7	-6.447,0	24.894,5	27.553,6	-25.178,1	-98.693,9	-57.267,9
Inversión de cartera	- 748.149,7	-912.072,6	-778.152,1	-688.071,2	-600.524,9	-771.210,6	-731.004,8
Derivados financieros	-8.000,4	-1.511,7	3.550,0	7.517,7	6.492,8	7.183,7	-3.146,9
Otra inversión	- 467.476,3	-527.500,3	-531.223,2	-635.484,4	-670.084,6	-551.560,6	-467.783,2

## Anexo D: Los tipos de interés del BCE



Fuente: <http://www.datosmacro.com>

## Anexo E: Mercado bajista bolsa de valores 2008-2009 en diferentes países

### Mercado Estadounidense



### Mercado Europeo



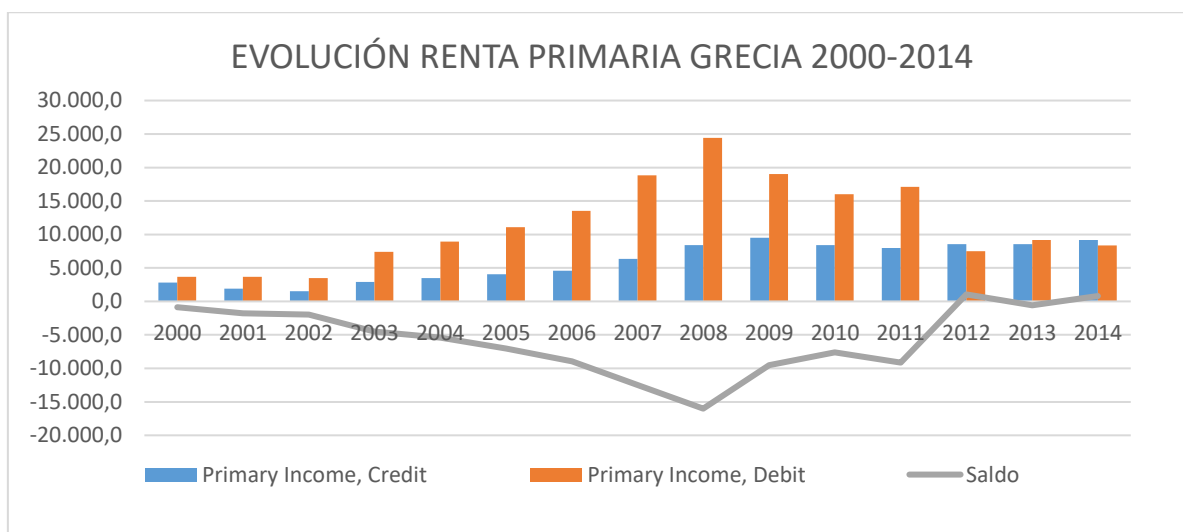
### Mercado japonés



## Anexo F: Renta Primaria Grecia

Renta primaria	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Credito	2.807,2	1.885,0	1.531,5	2.911,0	3.495,1	4.071,6	4.566,1	6.344,6
Debito	3.692,1	3.652,0	3.487,8	7.413,5	8.919,7	11.101,5	13.524,0	18.813,7
Saldo	-884,9	-1.767,0	-1.956,3	-4.502,5	-5.424,6	-7.030,0	-8.957,9	-12.469,1

Renta primaria	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Credito	8.427,0	9.502,1	8.398,8	7.972,5	8.533,0	8.567,5	9.192,5
Debito	24.442,3	19.004,4	16.026,5	17.115,4	7.484,3	9.166,5	8.377,2
Saldo	-16.015,3	-9.502,4	-7.627,7	-9.142,9	1.048,6	-599,1	815,3





## BIBLIOGRAFIA

### Libros, libros electronicos y documentos PDF

Arce, O. (2017). *La financiación bancaria en España: El impacto de la crisis de deuda soberana* (1st ed.). Retrieved from [http://www.fef.es/new/publicaciones/.../733\\_3b76f01710a6b6259ecc3fa9d6b2d7e2.html](http://www.fef.es/new/publicaciones/.../733_3b76f01710a6b6259ecc3fa9d6b2d7e2.html)

Arellano, M. & Bentolila, S. (2009). *La burbuja inmobiliaria: causas y responsables* (1st ed.). CEMFI. Retrieved from <http://www.cemfi.es/~arellano/burbuja-inmobiliaria.pdf>

Katsikas, D. (2017). *La crisis económica griega del 2012* (1st ed.). Observatorio de Crisis de la Fundación Helénica para la Política Europea y Exterior. Retrieved from [http://www.cidob.org/content/.../1/.../197-202\\_ARTICULO\\_DIMITRIS%20KATSIKAS.pdf](http://www.cidob.org/content/.../1/.../197-202_ARTICULO_DIMITRIS%20KATSIKAS.pdf)

*La gestión económica en la primera legislatura del gobierno Aznar. El Espejo de Rajoy.* (2017) (1st ed.). Retrieved from [https://soypublica.files.wordpress.com/2012/08/privatizaciones\\_aznar.pdf](https://soypublica.files.wordpress.com/2012/08/privatizaciones_aznar.pdf)

Wanna, J., Lindquist, E., & Vries, J. (2015). *The global financial crisis and its budget impacts in OECD nations* (1st ed.). Cheltenham: Edwar Elgar.

### Informes gubernamentales

*Annual Report 2000.* (2001) (1st ed.). Lisboa. Retrieved from <http://www.bportugal.pt>

*Annual Report 2001.* (2002) (1st ed.). Lisboa. Retrieved from <http://www.bportugal.pt>

*Annual Report 2002.* (2003) (1st ed.). Lisboa. Retrieved from <http://www.bportugal.pt>

*Annual Report 2003.* (2004) (1st ed.). Lisboa. Retrieved from <http://www.bportugal.pt>

*Annual Report 2007.* (2008) (1st ed.). Lisboa. Retrieved from <http://www.bportugal.pt>

*Annual Report 2008.* (2009) (1st ed.). Lisboa. Retrieved from <http://www.bportugal.pt>

*Annual Report 2014.* (2015) (1st ed.). Lisboa. Retrieved from <http://www.bportugal.pt>

*Annual Report 2007.* (2008) (1st ed.). Athens. Retrieved from <http://www.bankofgreece.gr>

*Annual Report 2008.* (2009) (1st ed.). Athens. Retrieved from <http://www.bankofgreece.gr>

*Annual Report 2009.* (2010) (1st ed.). Athens. Retrieved from <http://www.bankofgreece.gr>

*Annual Report 2011.* (2012) (1st ed.). Athens. Retrieved from <http://www.bankofgreece.gr>

*Annual Report 2012.* (2013) (1st ed.). Athens. Retrieved from <http://www.bankofgreece.gr>

*Balanza de Pagos y posición de inversión internacional de España 2000.* (2001) (1st ed.). Madrid. Retrieved from <http://www.bde.es>

*Balanza de Pagos y posición de inversión internacional de España 2007.* (2008) (1st ed.). Madrid. Retrieved from <http://www.bde.es>

*Balanza de Pagos y posición de inversión internacional de España 2008.* (2009) (1st ed.). Madrid. Retrieved from <http://www.bde.es>

*Balanza de Pagos y posición de inversión internacional de España 2009.* (2010) (1st ed.). Madrid. Retrieved from <http://www.bde.es>

*Balanza de Pagos y posición de inversión internacional de España 2013.* (2014) (1st ed.). Madrid. Retrieved from <http://www.bde.es>

*Balanza de Pagos y posición de inversión internacional de España 2014.* (2015) (1st ed.). Madrid. Retrieved from <http://www.bde.es>

*Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional.* (2009) (6th ed.). Washington DC. Retrieved from <https://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/bop/2007/bopman6s.pdf>

### Páginas web

*Crisis de la deuda soberana en Grecia.* (2017). *Es.wikipedia.org*. Retrieved 8 February 2017, from [https://es.wikipedia.org/wiki/Crisis\\_de\\_la\\_deuda\\_soberana\\_en\\_Grecia#Evoluci.C3.B3n\\_de\\_la\\_situaci.C3.B3n\\_econ.C3.B3mica\\_hasta\\_2014](https://es.wikipedia.org/wiki/Crisis_de_la_deuda_soberana_en_Grecia#Evoluci.C3.B3n_de_la_situaci.C3.B3n_econ.C3.B3mica_hasta_2014)

*Crisis del euro.* (2017). *Es.wikipedia.org*. Retrieved 8 February 2017, from [https://es.wikipedia.org/wiki/Crisis\\_del\\_euro#Italia](https://es.wikipedia.org/wiki/Crisis_del_euro#Italia)

## FUENTES

[FMI] [www.imf.org](http://www.imf.org)

[BDE] [www.bde.es](http://www.bde.es)

[BDP] <https://www.bportugal.pt/>

[BOG] [www.bankofgreece.gr](http://www.bankofgreece.gr)

[ECB] <https://www.ecb.europa.eu/>

[Stock Charts] <https://stockcharts.com/>

[Federal Reserve of St Louis] <https://www.stlouisfed.org/>