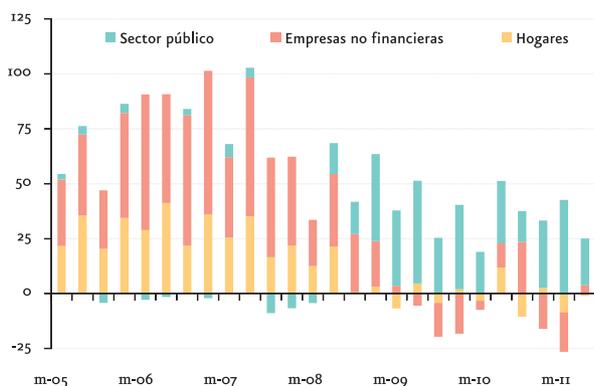


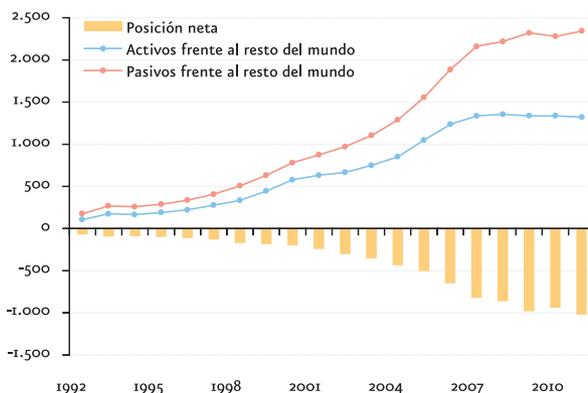
# La posición externa, todavía fuente de vulnerabilidad

Sara Baliña

**Operaciones de endeudamiento bruto (préstamos y valores distintos de acciones) de la economía española**  
(miles de millones de euros)



**Posición de inversión internacional de la economía española**  
(miles de millones de euros)



Fuente: elaboración propia a partir del Banco de España (Cuentas financieras de la economía española).

El caso de las operaciones de inversión fija y ahorro, por un lado, y de las operaciones en activos y pasivos financieros, por otro, siempre ofrece resultados interesantes y que merecen más de un comentario. Aprovechamos la publicación de las *Cuentas financieras* para el segundo trimestre de 2011 para exponer algunos de ellos.

El primero: el endeudamiento bruto de la economía española (excluyendo financieros) sigue encontrando resistencias para abandonar cotas del 290% del PIB. El «desapalancamiento» del sector privado, aunque gradual, comienza a adquirir tendencia, pero su magnitud es insuficiente para neutralizar el deterioro en el ratio de deuda pública, que bordea el 72% del PIB. El segundo: mientras no logremos cerrar la brecha de financiación con el resto del mundo, la deuda externa difícilmente logrará reducirse (continúa por encima del 165% del PIB). Y el tercero: el anclaje del volumen de pasivos con el exterior y la reducción en el valor de nuestros activos limita la mejora de la posición de inversión internacional neta, fuertemente deficitaria (en el 100% del PIB).

Respecto a la posición del sector privado, miremos a los hogares y a las empresas no financieras. En el primer semestre de 2011 y respecto al mismo período de 2010, las familias han reducido de forma significativa sus decisiones de inversión no sólo en activos fijos, sino también, y principalmente, en activos financieros. Aunque las presiones bajistas en renta están limitando su capacidad de ahorro, el acumulado en

trimestres previos supone un factor de soporte para dar recorrido a la amortización de deudas. El desapalancamiento en los primeros meses del año ha sido similar en magnitud al observado en 2009. Sin pulso inversor, hay recorrido para cesiones adicionales. Todo dependerá de que quien pueda repagar su deuda lo haga.

En cuanto a las empresas, el esfuerzo de saneamiento acometido durante la crisis ha sido esencial para entender la reducción a la mitad de los niveles de apelación al ahorro externo del conjunto de la economía. Parte del ajuste ha recaído, y sigue haciéndolo, en las decisiones de inversión en activo material. La otra parte de la ecuación viene explicada por un excedente de explotación creciente, lo que, simplificando, explica el grueso del ahorro bruto de las empresas. Aun sin que se produzca una reactivación de la inversión en la parte final del año, cuesta ver aumentos marginales del excedente de explotación que supongan nuevos incrementos de la capacidad de financiación empresarial.

La segunda derivada pasa por ver el reflejo de este patrón en términos de operaciones financieras. Durante el primer semestre, las empresas han deshecho posiciones en activos financieros, lo que, unido al reducido esfuerzo inversor en activos fijos, permitió que el ahorro neto fuese suficiente para sufragar la inversión agregada. La caída del pasivo se encuadra en este contexto y es clave para permitir que España logre mejorar su posición relativa en la comparativa internacional de endeudamiento bruto empresarial ::