

EL STOCK DE LA INVERSIÓN DE CARTERA DE ESPAÑA Y LA ENCUESTA COORDINADA  
DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

## El stock de la inversión de cartera de España y la Encuesta Coordinada del Fondo Monetario Internacional

Este artículo ha sido elaborado por el Departamento de Balanza de Pagos, de la Dirección General de Asuntos Internacionales.

### Introducción

A lo largo de las últimas décadas, la evolución de las economías y de los mercados financieros ha estado condicionada por la creciente globalización. En este contexto, caracterizado por la progresiva liberalización de los flujos de capital y por los procesos de integración económica y monetaria, se ha producido un aumento significativo del volumen de recursos movilizados y, simultáneamente, una diversificación de las operaciones y de los instrumentos empleados para financiarlas. Las inversiones materializadas en instrumentos negociables que cotizan en mercados organizados —inversiones de cartera en la terminología de la Balanza de Pagos— han desempeñado un importante papel en el incremento de la financiación transfronteriza, por lo que disponer de una información fiable y precisa de estos flujos internacionales de capital y de los saldos correspondientes se ha convertido en una necesidad crucial. De hecho, esta es una de las áreas en las que la información disponible y los esfuerzos para incrementar su calidad han sido mayores en los últimos años, dentro de las estadísticas de Balanza de Pagos.

Uno de los principales impulsos en este ámbito consistió en la puesta en marcha por el Fondo Monetario Internacional de la denominada Encuesta Coordinada de Inversión de Cartera en el año 1997. Esta encuesta, consecuencia de las conclusiones del denominado Informe Godeaux, pretendía, entre otros fines, reducir las asimetrías que dicho Informe había puesto de manifiesto al calcular las inversiones de cartera mundiales. Pero, independientemente de su contribución a este objetivo y, por tanto, a incrementar la calidad de los datos disponibles, la mayor aportación de la Encuesta consiste en ser la única forma fiable de obtener una información esencial, como es la desagregación geográfica de los saldos mantenidos por inversores no residentes en valores emitidos por los residentes de una economía, es decir, de los pasivos exteriores de inversión de cartera de una economía.

España ha participado en la Encuesta Coordinada de Inversión de Cartera desde la primera edición de 1997, que adquirió carácter anual a partir de 2001. El análisis de los datos de España en la Encuesta, es decir, de las posiciones exteriores de inversión de cartera, pone de manifiesto el proceso de internacionalización que han experimentado las carteras de activos financieros de los sectores residentes, el predominio de las inversiones en valores de renta fija y la concentración en las tenencias de valores emitidos por residentes de la zona del euro. Respecto a los pasivos de Inversión de Cartera de la economía española, la Encuesta es el único medio, como se ha indicado anteriormente, de realizar una asignación geográfica según el país de residencia del acreedor final. Este desglose también confirma la importancia de los países de la zona del euro como tenedores finales de valores emitidos por residentes en España.

El artículo se organiza como sigue. En la primera sección se resumen los antecedentes y los objetivos de la Encuesta Coordinada de Inversión de Cartera. En la segunda sección se analiza la información contenida en la Encuesta para España, referida a las inversiones de los residentes en valores negociables emitidos por no residentes, desglosadas por instrumentos, países emisores y sectores inversores. Las inversiones de los no residentes en valores emitidos por residentes en España se analizan en la tercera sección, que contiene una desagregación tanto por instrumentos como por países de residencia de los inversores finales. Finalmente, se presentan las principales conclusiones.

mm de dólares					
	1986	1987	1988	1989	Media 86-89
CUENTA CORRIENTE (a)	-27,1	-10,2	0,8	-9,5	-11,5
CUENTA FINANCIERA (b)	3,0	8,4	31,7	25,5	17,0
Inversión directa	3,3	-9,9	-13,6	1,3	-4,7
Inversión de cartera	7,1	11,2	-5,6	40,0	13,2
Otra inversión	-9,1	7,6	51,0	-18,4	7,8
Activos de reserva	1,7	-0,5	—	2,4	0,9

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

a. Un signo positivo indica un exceso de ingresos sobre pagos.

b. Un signo positivo indica un exceso de entradas de capitales (pasivos) sobre salidas (activos).

**La Encuesta Coordinada de Inversión de Cartera: antecedentes, avances y temas pendientes**

ANTECEDENTES

A finales de los años ochenta, el conocido Informe Esteva<sup>1</sup> puso de manifiesto que, a pesar de que el saldo de la cuenta corriente mundial (total de créditos y débitos de todas las economías) debería estar teóricamente equilibrado, los pagos mundiales superaban a los ingresos en una cuantía importante. Posteriormente, el Informe Godeaux<sup>2</sup> reveló que este problema se extendía también a las estadísticas sobre flujos de capital y que existía una discrepancia positiva en el saldo de la cuenta financiera mundial, es decir, que el valor agregado de los flujos de entrada de capitales (pasivos) era superior al valor de los correspondientes flujos de salida (activos).

El Informe Godeaux analizó la discrepancia existente para cada uno de los componentes de la cuenta financiera (los resultados se presentan en el cuadro 1) y concluyó que los errores de medición en la inversión de cartera eran una de las causas principales de esta discrepancia, por lo que entre sus recomendaciones incluyó la de realizar una encuesta internacional de inversión de cartera. Siguiendo esta recomendación, el Fondo Monetario Internacional (FMI) promovió la realización de una Encuesta Coordinada de Inversión de Cartera (*Coordinated Portfolio Investment Survey*, CPIS, en terminología inglesa), en la que, para garantizar una reducción de la diferencia detectada, resultaba imprescindible que todos los participantes aplicaran una metodología común.

PRIMERAS EXPERIENCIAS: LAS  
CPIS 1997 Y 2001

La primera CPIS se llevó a cabo en el año 1998, con datos referidos a 31 de diciembre de 1997 (CPIS 1997). En ella participaron 29 países, que representaban el 70% del total de los activos mundiales de inversión de cartera y que facilitaron el valor, a precios de mercado, de su *stock* de activos de inversión de cartera referido a 31 de diciembre de 1997<sup>3</sup>, desglosados geográficamente, teniendo en cuenta el país de residencia del emisor de los valores, y por instrumentos, distinguiendo entre valores de participación en el capital (acciones y participaciones en instituciones de inversión colectiva, fundamentalmente) y valores de deuda a largo plazo.

Esta información se complementó con la obtenida a partir de otras dos encuestas: una dirigida a Bancos Centrales sobre la distribución geográfica de los valores que formaban parte de sus activos de reserva, y otra sobre la distribución geográfica de valores en poder de organismos internacionales. Además, el FMI utilizó datos de tenencias de valores de

1. International Monetary Fund (1987). 2. International Monetary Fund (1992). 3. La CPIS excluye las tenencias de valores que deben ser clasificados como inversión directa.

**POSICIÓN DE INVERSIÓN DE CARTERA MUNDIAL**  
**Resultados de las CPIS 1997, 2001 y 2002**

CUADRO 2

	Activos	Pasivos	Pasivos menos activos	
			Importe	% sobre pasivos
1997	7.664	9.339	1.675	17,9
2001	12.837	14.867	2.030	13,7
2002	14.426	16.387	1.961	12,0

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

deuda de las entidades bancarias, proporcionados por el Banco de Pagos Internacionales (BPI), para estimar el *stock* de algunos de los países relevantes que no participaron en la encuesta.

Si bien la CPIS 1997 no logró eliminar la asimetría entre activos y pasivos de inversión de cartera mundiales, que siguió siendo elevada (1.675 miles de millones de dólares, el 18% del total de los pasivos), sí consiguió identificar sus posibles causas y promovió una mayor armonización en la producción de las estadísticas de inversión de cartera. La persistencia de la discrepancia entre el total de activos y pasivos mundiales se atribuyó a la falta de participación de algunos grandes inversores (entre ellos, Alemania, Suiza, Luxemburgo y la mayoría de los centros financieros extraterritoriales o centros *offshore*), a las dificultades para estimar las inversiones de los hogares, especialmente cuando se realizan a través de entidades financieras no residentes, y a los problemas de identificación de determinadas operaciones con valores (*repos*, simultáneas y préstamos de valores<sup>4</sup>). Respecto al avance armonizador, la primera edición de la CPIS, además de poner de manifiesto la posibilidad de abordar con éxito un proyecto internacional de esta envergadura, contribuyó a difundir prácticas estadísticas óptimas en el diseño de encuestas y su implantación. Los avances logrados con la CPIS de 1997 y las cuestiones pendientes de resolver animaron al FMI a impulsar la realización de una segunda CPIS, referida a 31 de diciembre de 2001, que constituiría el inicio de una serie de encuestas regulares de periodicidad anual.

Las sucesivas ediciones de la CPIS introdujeron ciertas modificaciones metodológicas con respecto a la inicial<sup>5</sup>, pero, sobre todo, incrementaron su cobertura. En la edición de 2002 participaron 67, incluyendo los grandes inversores que no participaron en la anterior CPIS y algunas economías con centros financieros internacionales.

Pese a estos avances, no se ha conseguido eliminar (aunque sí reducir en términos relativos) la discrepancia en el saldo de la inversión de cartera mundial (véase cuadro 2). Conseguir mayores avances requerirá, probablemente, continuar ampliando la cobertura y resolver algunos de los problemas metodológicos asociados a las tenencias de los hogares y a las operaciones dobles con valores a los que se ha aludido anteriormente.

4. Según la metodología de Balanza de Pagos y de la CPIS, la adquisición/entrega de valores en operaciones dobles (*repos*, simultáneas y préstamos de valores) no debe incluirse como inversión de cartera, sino dentro de Otras Inversiones. Por tanto, los saldos de valores adquiridos mediante estas operaciones no deben registrarse en la CPIS. 5. Además de incluir los datos de instrumentos del mercado monetario, que no se contemplaron en 1997, las ediciones sucesivas han contenido, como datos voluntarios, entre otros, el desglose de las tenencias de activos en función del sector residente tenedor de los valores y por monedas.

En el ámbito de la producción estadística, la CPIS ha supuesto un notable incremento de la información disponible sobre inversión de cartera, así como de su calidad. Esta mejora se concreta, fundamentalmente, en la generalización de procedimientos de recogida de información valor a valor, el uso de bases de datos con información detallada de las características de cada valor y el impulso de proyectos multinacionales paralelos a la CPIS, como los de construcción de bases de datos centralizadas de valores. La combinación de estos tres factores permite, en general, obtener una información más detallada, fiable y homogénea.

No obstante, pese a que estos beneficios son notables, la mayor aportación de la CPIS consiste en ser la única forma de obtener información fiable sobre el país de residencia de los inversores no residentes que tienen en su poder valores emitidos por los residentes en una economía, es decir, de los pasivos de inversión de cartera. Todos los sistemas de información existentes son ineficaces para obtener este detalle y solo pueden proporcionar el desglose geográfico atendiendo a la residencia de los intermediarios financieros a través de los que se canalizan dichas inversiones (es decir, la primera contrapartida conocida, pero no el inversor final que tiene los valores en su poder). En la práctica, la única forma de obtener esta información es a partir del desglose geográfico de los datos de los países inversores, y para que esta información sea utilizable se requiere que todos ellos, o al menos una mayoría significativa, difundan esta información elaborada con una metodología armonizada, con periodicidad regular y referida a momentos uniformes. En resumen, la CPIS, que cumple con estos requisitos, es actualmente la única fuente de información fiable para desglosar geográficamente los saldos de los pasivos de inversión de cartera de las diferentes economías.

Teniendo en cuenta esta aportación fundamental y el resto de la información que se difunde en el ámbito de la CPIS, podemos decir que esta encuesta permite, gracias a la difusión de los datos geográficos de activos y pasivos de inversión de cartera, valorar el grado de dependencia y la vulnerabilidad de un país o sector a determinadas áreas o países (riesgo de contagio de crisis de otros países, riesgo de *default* o de impago de la deuda externa por parte de los países deudores, etc.). Además, al incluir una clasificación por sectores de los inversores, la CPIS permite sopesar de forma más adecuada este tipo de riesgos. Adicionalmente, la desagregación por monedas hace posible evaluar la exposición al riesgo de una economía ante la aparición de crisis cambiarias. Por su parte, la estructura por instrumentos de los saldos de inversión de cartera es un indicador de la capacidad de un país para atraer financiación más o menos estable y, al mismo tiempo, permite valorar la probabilidad de impago (*default*) de un país concreto o el riesgo de tipos de interés.

#### PARTICIPACIÓN DE ESPAÑA EN LA CPIS

España ha participado en todas las ediciones de la CPIS. Esta participación se ha realizado de forma coordinada entre el Ministerio de Economía y Hacienda y el Banco de España. En las ediciones de 1997 y 2001, se remitió la información proporcionada por el Registro de Inversiones Exteriores<sup>6</sup> y, desde la siguiente edición, el Banco de España ha venido cumplimen-

6. El Ministerio de Economía y Hacienda elaboraba la CPIS a partir de información agregada, no valor a valor, disponible en el Registro de Inversiones Exteriores (en la actualidad, dependiente del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio). Este registro contiene, entre otros, datos de posiciones activas y pasivas en valores negociables de España frente al resto del mundo, clasificados en participaciones en el capital, valores representativos de empréstitos y participaciones en fondos de inversión. Los datos se obtenían en base a las declaraciones de las entidades residentes depositarias de los valores y de los titulares de la inversión, en el caso de valores depositados en entidades no residentes. Este registro presentaba, no obstante, algunas limitaciones para su uso como fuente de información de la CPIS. En cuanto a la cobertura del Registro, este no incluía los valores españoles denominados en divisas emitidos en mercados extranjeros y en poder de no residentes. Respecto a la asignación geográfica, el desglose geográfico de los activos se realizaba en función del país donde se emitían los valores, independientemente de la residencia del emisor.

Millones de euros

	2001			2002		
	ESPAÑA	FMI	DIFERENCIA	ESPAÑA	FMI	DIFERENCIA
Valores de participación en el capital	161.643	128.223	33.420	116.990	94.595	22.394
Valores de deuda	121.055	185.973	-64.918	240.890	210.815	30.075
<i>A largo plazo</i>	120.762	180.288	-59.526	236.099	206.597	29.501
<i>A corto plazo</i>	293	5.685	-5.392	4.791	4.218	573
TOTAL	282.698	314.196	-31.498	357.879	305.410	52.469

FUENTES: Banco de España y Fondo Monetario Internacional.

a. Los datos del FMI se corresponden con los de los activos comunicados en la CPIS por cada país acreedor frente a España.

tando la encuesta, la última referida a 31 de diciembre de 2003, utilizando un nuevo sistema de información<sup>7</sup>.

El uso de este nuevo sistema de información en la elaboración de los datos de la CPIS referidos a España, a partir de 2002, introdujo una ruptura con los datos facilitados en las ediciones anteriores de la encuesta, 1997 y 2001. Las principales diferencias entre los datos anteriores y posteriores a la encuesta referida a 2002 se deben a: la mejora de la cobertura, principalmente la de los valores españoles depositados en intermediarios no residentes con cuentas en depositarias centrales de valores residentes y la de los valores emitidos por residentes en el exterior; la identificación expresa de las operaciones *repo* para su exclusión de los datos de la CPIS; y la mejor identificación del país de residencia del emisor de los valores, gracias a la utilización de una base de datos de valores elaborada por el BPI. Finalmente, conviene mencionar que, desde 2002, los datos de España en la CPIS son coherentes con los de la Posición de Inversión Internacional y la Deuda Externa de España, que también elabora y difunde el Banco de España.

Los avances metodológicos introducidos con este nuevo sistema han supuesto una mejora en la calidad de los datos de *stock* de inversión de cartera elaborados por el Banco de España y, especialmente, en la de los pasivos, tal como se pone de manifiesto en el cuadro 3. En dicho cuadro se compara el *stock* de pasivos de inversión de cartera de España en las CPIS 2001 y 2002, con el obtenido por el FMI mediante la agregación de los saldos de activos frente a España del resto de países participantes en la CPIS. Dado que la cobertura de la CPIS no es total, como se ha indicado anteriormente, el valor de los saldos pasivos de la aportación española a la encuesta debería ser mayor que el obtenido mediante la agregación de los datos de los países acreedores de España que participan en la encuesta, lo que se cumple en el caso de 2002, pero no en el de 2001.

7. La descripción del sistema de información utilizado por el Banco de España para obtener los datos de saldos de Inversiones de Cartera de la encuesta y de la Posición de Inversión Internacional escapa del ámbito de este artículo, pero a modo de resumen puede decirse que sus principales características son: (i) la obtención de datos desglosados valor a valor, es decir, para todos los saldos y operaciones se identifica el valor en el que se materializan, (ii) la obtención de datos de los intermediarios financieros residentes — depositarios y liquidadores en los mercados de valores — y de los inversores finales residentes cuando no utilizan los servicios de dichos intermediarios residentes en sus operaciones, y (iii) la integración de la información para operaciones (flujos) y saldos (*stocks*). En el diseño de este sistema se ha intentado, además, resolver algunos de los problemas metodológicos mencionados anteriormente (las operaciones *repo*) y permitir el empleo de bases de datos centralizadas de valores que favorezcan una mayor armonización con los datos obtenidos por otros países de la UE. En este sentido, el BCE, en colaboración con los países de la UE, está trabajando en un ambicioso proyecto de elaboración de una base centralizada de valores, conocida por su nombre inglés, Centralised Securities Data Base (CSDB). Para una descripción más detallada, véanse Duce (2002) y Banco de España (2004).

Millones de euros	IMPORTE				% SOBRE EL TOTAL			
	1997	2001	2002	2003	1997	2001	2002	2003
	Valores de participación en el capital	20.339	66.604	50.710	66.039	n.d.	33,9	19,6
Valores de deuda	n.d.	129.859	208.551	260.331	n.d.	66,1	80,4	79,8
<i>A largo plazo</i>	<i>22.585</i>	<i>117.321</i>	<i>201.962</i>	<i>249.507</i>	<i>n.d.</i>	<i>59,7</i>	<i>77,9</i>	<i>76,4</i>
<i>A corto plazo (b)</i>	<i>n.d.</i>	<i>12.538</i>	<i>6.589</i>	<i>10.824</i>	<i>n.d.</i>	<i>6,4</i>	<i>2,5</i>	<i>3,3</i>
TOTAL	n.d.	196.463	259.261	326.370	n.d.	100,0	100,0	100,0

FUENTE: Banco de España.

a. Excluido el Banco de España.

b. En la CPIS 1997 esta categoría era voluntaria y no se proporcionó este desglose.

### **El stock de inversiones de cartera de España en el exterior**

En este epígrafe se realiza un análisis descriptivo de los datos del *stock* de activos exteriores de inversión de cartera de España (inversiones de España en el exterior) según la contribución española a la CPIS, con una atención especial a los datos relativos a los años 2002 y 2003, período en el que dicha contribución ha sido elaborada por el Banco de España. En este análisis, dado que la CPIS no incluye un desglose geográfico de los activos de inversión de cartera en poder de la Autoridad Monetaria, se ha preferido eliminar de los análisis dichos activos.

### INSTRUMENTOS EN LOS QUE INVIERTEN LOS RESIDENTES

Según los datos de la CPIS 2003 (véase cuadro 4), las tenencias de valores negociables emitidos por no residentes en manos de residentes, excluido el Banco de España, ascendieron a 326.370 millones de euros en diciembre de 2003, de los cuales 66.039 millones correspondían a valores de participación en el capital (20,2% del total), 249.507 millones a valores de deuda a largo plazo (76,4%) y 10.824 millones a valores de deuda a corto plazo (3,3%). Todas las categorías de activos crecieron de forma notable en 2003, en especial los de deuda a corto plazo y los de participación en el capital, cuyos importes habían experimentado descensos en 2002, debido al aumento de las adquisiciones de estos tipos de instrumentos, que, en el caso de la renta variable, estuvo apoyado por la recuperación del precio de las acciones en los mercados bursátiles.

La comparación de estos datos con las tenencias totales de activos de inversión de cartera de la economía española<sup>8</sup>, es decir, incluyendo tanto la cartera exterior como la doméstica, pone de manifiesto el intenso proceso de internacionalización de nuestra economía en los últimos años. Según los datos de la CPIS 1997, los activos exteriores tenían un peso del 6,5% en ese total<sup>9</sup>. A finales de la década de los noventa, el valor de las tenencias de activos exteriores de inversión de cartera experimentó un crecimiento espectacular, muy superior al de los activos domésticos, multiplicándose por cinco en el período 1997-2001. Como resultado de ello, según los datos de la CPIS 2001, la cartera exterior alcanzó un peso del 19,7% en dicho año. Este crecimiento, aunque se moderó entre 2001 y 2003, continuó siendo significativo (en torno a un 30% anual en media), permitiendo que la proporción de activos exteriores en la

8. Se ha tratado de aproximar los activos totales de inversión de cartera considerando los epígrafes «Valores distintos de acciones», «Acciones cotizadas» y «Participaciones en fondos de inversión» del cuadro II.6.a (Economía Nacional. Balance Financiero) de las *Cuentas Financieras de la Economía Española*, Banco de España (2005). No obstante, la partida «Acciones cotizadas» incluye una parte que se correspondería con activos de inversión directa que no ha podido aislarse. 9. Todas las comparaciones con 1997 se realizan excluyendo los valores de deuda a corto plazo, que no se incluyeron en la CPIS 1997, pero sí en las ediciones siguientes, al ser una categoría voluntaria en la primera edición.

cartera total se elevara hasta el 28,5% al final del período analizado. Por tanto, si bien se mantiene un sesgo nacional en la composición de la cartera de valores negociables del conjunto de la economía española, este ha tendido a moderarse en los últimos años.

La internacionalización de las carteras comentada en el párrafo anterior ha venido acompañada de un incremento del peso de los valores de deuda a largo plazo, que pasó del 59,7% en 2001, al 76,4% en 2003 (véase cuadro 4). Paralelamente, la renta variable disminuyó su peso en el total, desde el 33,9%, hasta el 20,2%, en el mismo período. Este desplazamiento se hace más evidente si analizamos la relación renta variable/renta fija a largo plazo desde 1997. En dicho período, esta ratio tenía un valor del 90,1%, indicando que ambos instrumentos tenían un peso similar en la cartera exterior, mientras que, en 2003, la ratio se redujo hasta el 26,5%.

Existen multitud de posibles causas de este doble desplazamiento, hacia el exterior y hacia valores de renta fija, de las inversiones en valores de los residentes españoles, ligadas a factores de tipo tanto estructural como coyuntural. Entre los primeros, cabe mencionar la aparición del euro, que ha tenido un efecto muy importante sobre la proyección exterior de la cartera de los residentes al posibilitar la diversificación del riesgo de crédito (ligado al emisor) sin tener que soportar el riesgo de tipo de cambio, y las reformas legislativas que han impulsado la inversión en instituciones de inversión colectiva, que, en épocas de incertidumbre en los mercados, han colocado una elevada proporción de sus carteras en activos de menor riesgo. Por su parte, los factores transitorios podrían haber tenido una influencia mayor en la preferencia por los valores de renta fija. Entre ellos, cabe mencionar la aparición de sucesivos episodios de crisis financieras en los países en desarrollo (Asia, Rusia y Latinoamérica) desde finales de los años noventa, que se extendieron al conjunto de los mercados financieros internacionales, el estallido de la burbuja bursátil y, más recientemente, la incertidumbre geopolítica surgida tras los ataques terroristas del 11-S. Estos acontecimientos habrían provocado un aumento de la aversión al riesgo de los agentes, ralentizando el proceso de recomposición de sus carteras hacia activos de renta variable tras la última crisis bursátil en relación con otras crisis anteriores<sup>10</sup>. En este contexto, la proporción de los valores de renta fija ha aumentado, no solo por el propio desplazamiento hacia inversiones más seguras (efecto cantidad), sino también por el efecto de la caída de los precios de los activos de renta variable (efecto precio).

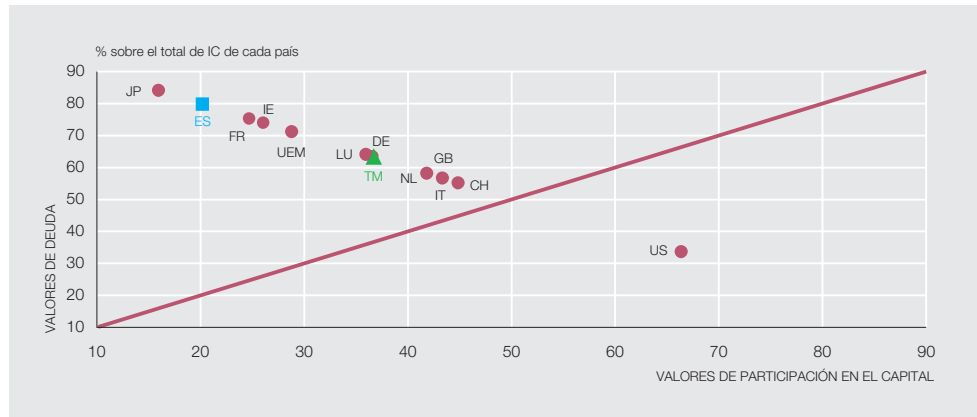
Es importante señalar que la evolución de la composición de la inversión de cartera exterior de España ha sido diferente de la total (agregando las carteras interior y exterior). En efecto, durante el período 2001-2003, los valores representativos del capital y los de deuda han mantenido un peso similar en la cartera agregada (52% y 48%, respectivamente), estructura bien distinta de la de la cartera exterior, que, como se señaló anteriormente, ha aumentado su sesgo hacia los valores de renta fija, desde el 66,1% en 2001, a un 79,8% en 2003. Como factores explicativos de este comportamiento asimétrico pueden apuntarse la existencia de mayores costes de información asociados a la inversión exterior en valores de renta variable, con mayor volatilidad que los de renta fija, y la insuficiente oferta de valores en los mercados de deuda españoles, que solo en los últimos años han experimentado un fuerte proceso de crecimiento, derivado, en parte, del auge de la titulización de activos.

Por último, si se comparan estos datos con los del resto de países, se observa que la economía española también muestra una mayor preferencia por los valores de renta fija (véase

---

10. Véase BCE (2004).





FUENTES: Banco de España y FMI

a. Estados Unidos (US), Japón (JP), Reino Unido (UK), Luxemburgo (LU), Alemania (DE), Francia (FR), Italia (IT), Holanda (NL), Irlanda (IE), Suiza (CH), España (ES), UEM y Total Mundial (TM).

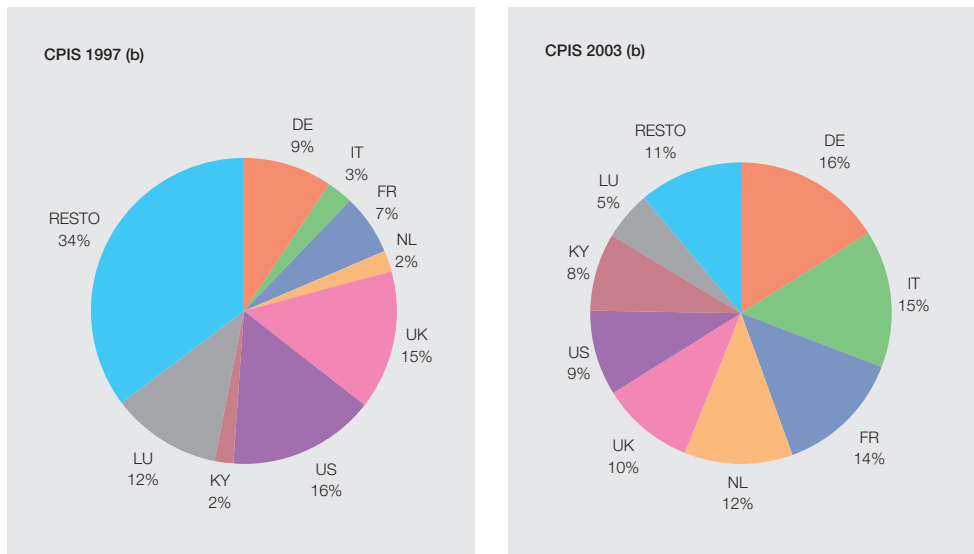
gráfico 1), si bien la cartera exterior mundial está igualmente sesgada hacia este tipo de valores. Según los últimos datos de la CPIS de 2002, los activos exteriores mundiales de inversión de cartera se materializan en un 34,2% en valores de renta variable, frente al 65,8% en valores de deuda. Por países individuales, la composición de la cartera exterior presenta cierta dispersión, aunque, de igual modo, el peso de la deuda es superior en la mayoría de las economías analizadas. Los casos más extremos son el de Estados Unidos, con un 67% de su cartera materializada en valores de participación en el capital, en contraste con Japón, donde estos valores solo representan el 19% del total. En la media se situarían países como Alemania, Holanda e Italia, mientras que la composición de la cartera exterior de Francia sería muy similar a la de España.

PAÍSES EN LOS QUE INVIERTEN  
LOS RESIDENTES

Por lo que se refiere a su distribución geográfica, el *stock* de inversión de cartera de España en el exterior, referido a diciembre de 2003, presenta una elevada concentración, ya que, de los cerca de ochenta países emisores de valores en poder de residentes, tan solo diez acumulan prácticamente el 90% del total. La UEM —principalmente Alemania, Italia, Francia, y los Países Bajos, que figuran en los primeros puestos de la lista— acumula el 66,3% del total. Por su parte, el Reino Unido tiene un peso equivalente al de Estados Unidos (9%) y al de las Islas Caimán (8%). Si se comparan estos datos con los de 1997<sup>11</sup>, se observa un intenso desplazamiento hacia los valores emitidos por residentes en la zona del euro, ya que, en dicho año, el conjunto de los países que actualmente integran la UEM solo representaba el 36,2% del total, frente al 66,3% en 2003.

Por tanto, la internacionalización de las carteras a la que se hacía referencia en el apartado anterior ha estado dirigida, fundamentalmente, hacia la zona del euro. Otros países europeos muestran un patrón similar, a excepción de Luxemburgo, Irlanda y los Países Bajos, que dirigen un porcentaje elevado de sus inversiones hacia Estados Unidos. Así, por ejemplo, en 2002, Francia incrementó hasta el 58,9% el peso sobre el total de sus activos de inversión de cartera frente a países de la UEM, que era solo del 43% en 1997; en el caso de Italia, este porcentaje se situaba en el 61% en 2002, muy alejado del 31% del año 1997; fi-

11. Recuérdese que la CPIS 1997 no incluía las tenencias de valores de deuda a corto plazo.



FUENTE: Banco de España.

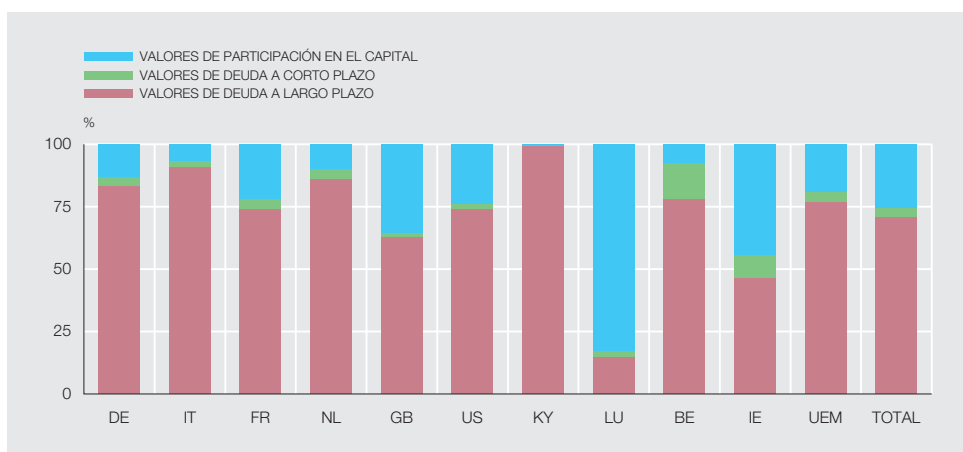
- a. Estados Unidos (US), Islas Caimán (KY), Reino Unido (UK), Luxemburgo (LU), Alemania (DE), Francia (FR), Italia (IT) y Holanda (NL).  
b. Incluye solo los valores de participación en el capital y de deuda a largo plazo.

nalmente, en Alemania, el peso de la UEM era del 65% en 2002 (Alemania no participó en la CPIS 1997).

Estos datos parecen indicar que la reducción del sesgo nacional de las carteras que favoreció la creación de la moneda común habría producido también una mayor concentración geográfica de los activos exteriores en torno a la zona del euro, tratando de diversificar el riesgo de crédito, al invertir en una zona de cierta estabilidad económica, sin tener que soportar el riesgo del tipo de cambio. El hecho de que la mayor parte de los activos exteriores de inversión de cartera de España estén emitidos en economías desarrolladas y, más concretamente, en la zona del euro determina que su exposición al riesgo sea moderada, especialmente al riesgo de tipo de cambio y al riesgo de impago. Esta elevada concentración podría explicarse adecuadamente a través de un modelo de gravedad, en el que el tamaño del mercado y la proximidad geográfica (como *proxy* de los costes de información) explicarían adecuadamente el nivel de inversión exterior<sup>12</sup>.

Tal como se observa en el gráfico 3, a finales de 2003, la mayor parte de los activos de inversión de cartera de España frente a los países de la zona del euro estaban materializados en valores de renta fija a largo plazo (en torno al 77%). La renta variable tenía una importancia reducida, excepción hecha de Luxemburgo (83% del total), debido, fundamentalmente, al elevado peso de las posiciones en fondos de inversión emitidos en dicho país, Irlanda (44%), que sería un caso similar a Luxemburgo, y Francia (22%). En el caso del Reino Unido, el peso de las inversiones en valores de participación en el capital también fue relevante (35%), mientras que con Estados Unidos este porcentaje se reducía hasta el 24%. Finalmente, cabe mencionar que, por lo que respecta a las Islas Caimán, los activos de España estaban materializados, fundamentalmente, en participaciones preferentes emitidas por fi-

12. Véanse Faruqee, Li y Yan (2004), y Portes y Rey (1999).



FUENTE: Banco de España.

a. Alemania (DE), Italia (IT), Francia (FR), Holanda (NL), Reino Unido (GB), Estados Unidos (US), Islas Caimán (KY), Luxemburgo (LU), Bélgica (BE) e Irlanda (IE).

liales de empresas españolas constituidas en dicho país, que se clasifican como valores de renta fija<sup>13</sup>.

Finalmente, resulta interesante analizar en qué medida la distribución geográfica de las inversiones de cartera españolas en el exterior guarda alguna relación con la importancia relativa de los mercados de dichos países<sup>14</sup>. Para ello, en el cuadro 5 se presenta, desglosado por países, el *stock* de inversión exterior de cartera de España, la UEM y el conjunto de los países participantes en la CPIS, referidos a 2002, y, en la última fila, el peso que los mercados de renta variable y de renta fija de los países o áreas consideradas tienen en el mercado mundial.

En el caso de la renta variable, según datos de capitalización bursátil referidos a 31 de diciembre de 2003<sup>15</sup>, Estados Unidos es el principal mercado mundial, con un peso del 44% sobre el total, seguido de la zona del euro (16%), Japón (10%) y Reino Unido (8%). Sin embargo, Estados Unidos solo tiene un peso del 26,6% en la cartera exterior del conjunto de los participantes en la CPIS 2002, porcentaje que se reduce hasta el 21,1% en la cartera exterior del conjunto de los países de la UEM y al 11% en el caso de España. Los principales destinos de las inversiones en valores de participación en el capital de la economía española son los países pertenecientes a la UEM (63%), al igual que ocurre en el conjunto de la zona del euro (50%), mientras que, en el total de participantes en la CPIS, este porcentaje es del

**13.** Aunque la nueva normativa española sobre estos valores llevará, con toda probabilidad, a que las nuevas emisiones de estos instrumentos se realicen en el futuro en España, las emisiones realizadas con anterioridad siguen teniendo un peso significativo en la inversión de cartera. En 2003 se aprobó la nueva Ley sobre los Movimientos de Capitales y las Transacciones Económicas con el Exterior y sobre Medidas de Prevención del Blanqueo de Capitales (Ley 14/2003), según la cual, para que las participaciones preferentes puedan formar parte de los recursos propios de las entidades de crédito, deben ser emitidas en España o en un territorio de la Unión Europea que no tenga la consideración de paraíso fiscal. **14.** Según el modelo de valoración de activos internacionales ICAPM, la cartera exterior de un inversor se distribuiría geográficamente entre valores de renta fija y variable en función del peso que tienen, en el total mundial, los mercados de los países en los que invierte. Es decir, que si el mercado bursátil de EEUU representó a finales de 2003 un 44% de la capitalización bursátil mundial, el peso que la renta variable americana tendría en la cartera de renta variable total de un país sería de un 44%, según el modelo ICAPM. **15.** Fuente: Bloomberg. Los datos de capitalización bursátil son calculados por Bloomberg sobre la base de los valores para los que posee información en cada país y se calculan multiplicando el número de acciones en circulación por el precio de cada acción, valorados en dólares.

PAÍS INVERSOR	PAÍS RECEPTOR							
	UEM		ESTADOS UNIDOS		REINO UNIDO		JAPÓN	
	RV	RF	RV	RF	RV	RF	RV	RF
España	63,0	67,0	11,0	9,0	22,0	8,0	1,5	0,2
UEM	50,0	61,0	21,1	14,7	11,5	5,8	3,4	1,0
CPIS	34,7	43,3	26,6	28,1	16,0	8,1	6,9	2,6
<b>PRO MEMORIA:</b>								
<i>Peso de cada mercado en el total mundial (c)</i>	<i>16,0</i>	<i>20,0</i>	<i>44,0</i>	<i>44,0</i>	<i>8,0</i>	<i>5,0</i>	<i>10,0</i>	<i>15,0</i>

FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Bloomberg, BPI y Banco de España.

a. Peso del país receptor en la cartera de renta variable/renta fija del país inversor.

b. UEM: suma de las posiciones individuales de cada país integrante de la UEM. CPIS: suma de las posiciones individuales de cada país participante en la CPIS.

c. Según la capitalización bursátil de los mercados de renta variable (RV) y de renta fija (RF).

34,7%. Este último dato está muy influido por el elevado peso de las posiciones bilaterales entre los países de la UEM. De hecho, si solo se consideran los países que no forman parte de la zona del euro, el peso de la UEM en la cartera exterior de estos países se reduciría hasta el 26,3%, aunque seguiría siendo superior a su peso relativo en el mercado mundial de renta variable.

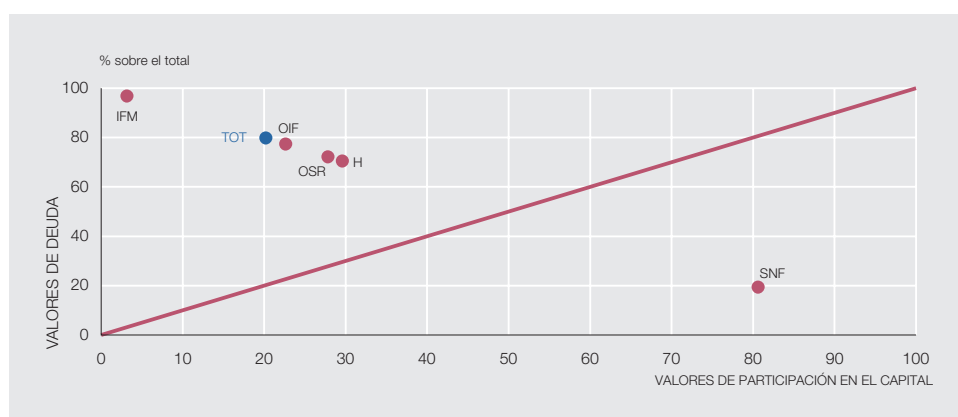
Por lo que se refiere a los valores de deuda, los principales emisores, agregando las emisiones domésticas y en mercados internacionales<sup>16</sup>, son Estados Unidos (44%), seguido de la zona del euro (20%), Japón (15%) y el Reino Unido (5%). No obstante, al igual que en el caso anterior, los valores estadounidenses tienen un peso menor en la cartera exterior del conjunto de los países participantes en la CPIS 2002 (28,1%), debido a la importancia de las inversiones bilaterales entre los países de la UEM (61% del total de su cartera), muy superior al peso de las mantenidas por estos países frente a Estados Unidos (14,7%). También en este caso, la cartera española presentaba una preferencia mayor por la UEM (67%) que por el resto, seguida de Islas Caimán (10%), Estados Unidos (9%) y Reino Unido (8%).

Parece claro, por tanto, que los inversores no distribuyen sus participaciones en el exterior de acuerdo al tamaño de los respectivos mercados. En concreto, en el caso de España y, en general, de todos los países de la unión monetaria, la posición frente al conjunto de los países de la UEM tiene un peso muy superior al que le correspondería según la relevancia de esta área en los mercados mundiales.

**PRINCIPALES SECTORES QUE  
 INVIERTEN EN EL EXTERIOR**

En diciembre de 2003, los Otros sectores residentes (OSR, que incluyen, fundamentalmente, a las instituciones financieras no monetarias, las sociedades no financieras y los hogares) eran el principal sector inversor en el exterior, acumulando el 69,1% del total de activos de inversión de cartera de España, con un importe de 225.67 millones de euros. El peso de este sector fue algo inferior al del año anterior (71,7%), ya que el valor de los activos de las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) creció de forma más intensa (37,4% anual) que el de los activos de los OSR (21,4%), hasta acumular un valor de 100.693 millones en 2003. Dentro de los

<sup>16</sup>. Según el valor de los saldos vivos de estas emisiones a diciembre de 2003. Bank of International Settlements (2004).



FUENTES: Banco de España y FMI.

a. TOT (Todos los sectores). IFM (Instituciones Financieras Monetarias). OSR (Otros sectores residentes). OIF (Instituciones financieras no monetarias). SNF (Sociedades no financieras). H (Hogares).

OSR, las instituciones financieras no monetarias<sup>17</sup> —especialmente, los fondos de inversión mobiliaria residentes— eran las que mantenían el mayor volumen de activos exteriores (55,4% del total de IC), mientras que el sector no financiero tenía una importancia mucho menor (13,8%).

Las instituciones financieras no monetarias fueron el sector con menor sesgo nacional en su cartera, ya que sus activos exteriores representaban el 55% del total de sus inversiones de cartera, frente al 34% de las IFM y el 8% del sector no financiero. Debe tenerse en cuenta que el sector no financiero y, en especial, los hogares mantienen una parte importante de su ahorro financiero materializado en participaciones en fondos de inversión residentes con vocación internacional, por lo que, aunque de una forma indirecta, las inversiones de cartera del sector no financiero tendrían una orientación exterior mucho mayor que la reflejada en el dato de la CPIS.

En cuanto a la composición de las carteras de los distintos sectores por instrumentos (véase gráfico 4), en 2003 las IFM mantenían una posición mayoritaria en valores de deuda a largo plazo (89,6%), principalmente emitidos en países de la UEM, con una participación mínima de los valores de participación en el capital. Esta composición es cualitativamente similar a la de su inversión de cartera global (es decir, incluyendo los valores emitidos por residentes y por no residentes). Por su parte, la cartera de las otras instituciones financieras estaba menos concentrada por instrumentos que la de las IFM (77,3% en renta fija y 22,7% en renta variable), al igual que ocurre con su cartera interior, especialmente debido a las tenencias de activos exteriores de los fondos de pensiones y fondos de inversión residentes, ya que las empresas de seguros mantenían la práctica totalidad de su cartera en forma de valores de deuda a largo plazo. Sin embargo, por países, estas instituciones presentaban, al igual que las IFM, una preferencia por los valores emitidos por residentes en la UEM (70,1% de su cartera), que es mayor en el caso de la renta fija (72%) que en de la renta variable (63,1%).

Por último, el sector no financiero mantenía una cartera mucho más diversificada, con el 48,8% en instrumentos de renta variable y el 51,2% en renta fija. No obstante, el comportamiento de

17. Instituciones de inversión colectiva (excepto las consideradas como IFM) y otros intermediarios financieros, empresas de seguros, fondos de pensiones y auxiliares financieros.

Millones de euros	IMPORTE				% SOBRE EL TOTAL			
	1997	2001	2002	2003	1997	2001	2002	2003
	Valores de participación en el capital	60.251	161.643	116.990	147.890	56,3	57,2	32,7
Valores de deuda	46.800	121.055	240.890	264.295	43,7	42,8	67,3	64,1
<i>A largo plazo</i>	45.032	120.762	236.099	257.211	42,1	42,7	66,0	62,4
<i>A corto plazo</i>	1.769	293	4.791	7.083	1,7	0,1	1,3	1,7
TOTAL	107.051	282.698	357.879	412.185	100,0	100,0	100,0	100,0

FUENTES: Banco de España y Ministerio de Economía y Hacienda.

los hogares fue muy diferente al de las sociedades no financieras. Mientras que en los primeros la deuda tenía un peso mayoritario (70,4%), principalmente la emitida en Islas Caimán, en las sociedades este porcentaje era del 19%, con un peso importante del Reino Unido. En consecuencia, las tenencias de activos de renta variable de los hogares representaban el 29,6% de su cartera, frente al 80,7% de las sociedades no financieras, y, en ambos casos, el peso de los valores emitidos en la UEM era mayoritario. Teniendo en cuenta este mayor porcentaje de su cartera exterior materializado en valores de renta variable, el sector no financiero, en especial, las sociedades, parece relativamente más sensible a las variaciones del precio de los activos, si bien el peso de estos activos en el total de su cartera es reducido.

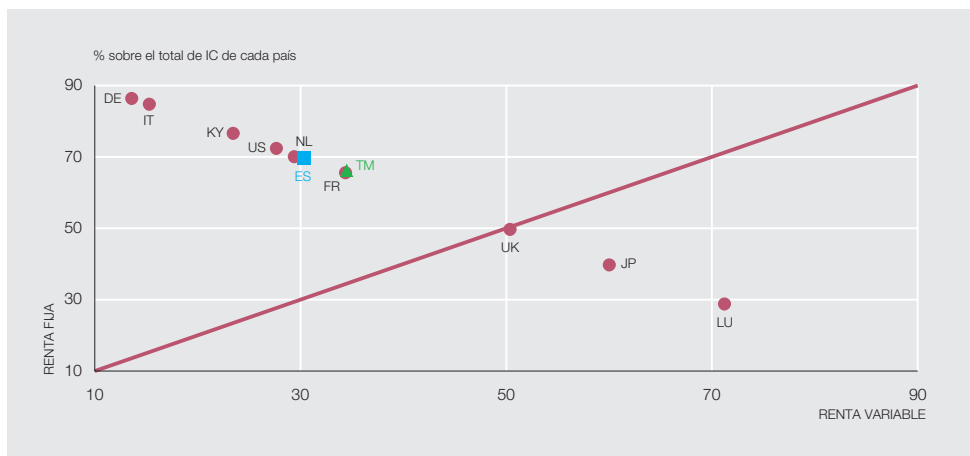
### **El stock de inversiones de cartera del exterior en España**

En este epígrafe se realiza un análisis descriptivo de los datos del *stock* de pasivos exteriores de inversión de cartera de España (inversiones del exterior en España), atendiendo a su desglose tanto por instrumentos como geográfico. Es importante señalar que, gracias a la información proporcionada por la CPIS, esta es la primera vez que se analiza la desagregación geográfica de las inversiones de cartera de no residentes en España atendiendo al país del inversor final, que es la única relevante para el análisis.

#### INSTRUMENTOS EN LOS QUE INVIERTEN LOS NO RESIDENTES

En diciembre de 2003, las tenencias de valores españoles por no residentes ascendieron a 412.185 millones de euros, de los cuales 147.890 millones correspondían a valores de participación en el capital (36% del total), 257.211 millones a deuda a largo plazo (62%) y 7.083 millones a deuda a corto plazo (2%). Todas las categorías de activos crecieron de forma notable con respecto a 2002, destacando el aumento de los valores de deuda a corto plazo (47,8% anual) y de renta variable (26,4%), cuyo importe experimentó un descenso en 2002, con respecto al dato de 2001, debido, fundamentalmente, a las variaciones que los precios de estos activos financieros experimentaron en dichos años.

Al igual que ocurriera con el *stock* de activos de inversión de cartera, en los últimos años se ha producido un crecimiento espectacular del *stock* de pasivos de España, como consecuencia del intenso proceso de internacionalización de la economía española y del desarrollo de los mercados financieros domésticos. Así, España se ha convertido en uno de los principales receptores de inversión de cartera del mundo (según la CPIS 2002, se situó en la décima posición). Las tenencias de valores emitidos por residentes en poder de no residentes se triplicaron en el período 1997-2001, para ralentizar su crecimiento a una tasa media anual del 23% entre 2001 y 2003. Al mismo tiempo, de forma paralela a lo que se ha comentado en el caso de los activos, se ha producido un desplazamiento hacia los valores de deuda, especialmente los emitidos a largo plazo, que en el año 2003 representaban el 62,4% del total, frente al 42,7% en 2001. El fuerte desarrollo de los mercados españoles de renta fija, especialmente



FUENTES: Banco de España y FMI.

a. US (Estados Unidos), JP (Japón), UK (Reino Unido), LU (Luxemburgo), DE (Alemania), FR (Francia), IT (Italia), NL (Holanda), IE (Irlanda), CH (Suiza), ES (España) y TM (Total Mundial).

en el caso de la deuda corporativa y de titulación de activos, en el que los no residentes han participado activamente, se ha reflejado por tanto en la estructura de los pasivos exteriores de inversión de cartera, a lo que también ha contribuido la evolución negativa de los mercados bursátiles en los últimos años.

Es interesante tener en cuenta que la composición de los pasivos exteriores de inversión de cartera ha evolucionado de forma diferente a la de los valores totales emitidos por los residentes españoles<sup>18</sup>. En efecto, durante el período 1997-2003, la estructura de los pasivos totales ha permanecido estable, representado la renta variable en torno al 52% del total, frente al 48% de la renta fija. Por tanto, la financiación exterior de los residentes materializada en valores negociables presenta un claro sesgo hacia la renta fija con respecto a la financiación doméstica.

Por último, si comparamos estos datos con los de la CPIS para el total mundial referidos al año 2002 (véase gráfico 5), puede observarse que el peso de los valores de renta variable es similar en la economía española al que tienen en el total mundial (33% y 34%, respectivamente) y, por lo tanto, también el de la renta fija. Los casos más extremos son Luxemburgo (con un 71% de su cartera en valores de participación en el capital), Japón (60%) y el Reino Unido (50%). En la media se situarían países como Estados Unidos y Francia, mientras que los pasivos exteriores de Alemania e Italia presentan un sesgo muy importante hacia los valores de renta fija (86% y 85%, respectivamente). No obstante, en el caso de los valores de deuda, los emitidos a corto plazo representan un porcentaje muy inferior en la economía española (2% del total de la renta fija, frente al 14% de media en el resto del mundo). Existen también casos extremos, como el Reino Unido (34%) y Estados Unidos (20%), mientras que, en los principales países de la UEM, la deuda a corto plazo tenía un peso inferior a la media, pero superior a España: 13% en Francia, 10% en Alemania y Holanda, y 4% en Italia.

<sup>18</sup>. Se ha tratado de aproximar los pasivos totales de inversión de cartera de la economía considerando los epígrafes «Valores distintos de acciones», «Acciones cotizadas» y «Participaciones en fondos de inversión» del cuadro II.6.a (Economía Nacional. Balance Financiero) de las *Cuentas Financieras de la Economía Española*, Banco de España (2005).

## Desglose geográfico y por instrumentos, y comparación con los datos de la CPIS. Año 2002

Millones de euros

	VALORES PART. CAPITAL		VALORES DEUDA		TOTAL		PESO SOBRE TOTAL (%)	
	PCC (a)	IF (b)	PCC	IF	PCC	IF	PCC	IF
Francia	12.183	12.436	18.577	45.120	30.760	57.556	8,6	18,8
Alemania	8.479	8.749	17.887	38.029	26.365	46.778	7,4	15,3
Estados Unidos	28.817	26.562	6.482	8.197	35.299	34.759	9,9	11,4
Holanda	4.539	7.085	7.492	20.056	12.030	27.141	3,4	8,9
Reino Unido	37.458	11.784	91.035	12.923	128.492	24.707	35,9	8,1
Luxemburgo	9.945	6.930	60.643	15.470	70.588	22.400	19,7	7,3
Irlanda	429	2.612	2.025	15.754	2.454	18.366	0,7	6,0
Bélgica	2.624	2.202	6.251	13.485	8.875	15.687	2,5	5,1
Japón	141	2.672	362	12.647	503	15.319	0,1	5,0
Italia	1.492	3.532	2.442	7.652	3.934	11.184	1,1	3,7
Suiza	5.295	1.731	1.419	2.086	6.713	3.817	1,9	1,2
Territorios no asignados	-256	0	25.181	0	24.925	0	7,0	0,0
Resto	5.845	8.299	1.097	19.396	6.942	27.695	1,9	9,1
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>116.990</b>	<b>94.595</b>	<b>240.890</b>	<b>210.815</b>	<b>357.879</b>	<b>305.410</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

FUENTES: Banco de España y Fondo Monetario Internacional.

a. PCC: asignación geográfica de los pasivos según el principio de la primera contrapartida conocida.

b. IF: asignación geográfica, según el inversor final, a partir del stock de activos de los países acreedores.

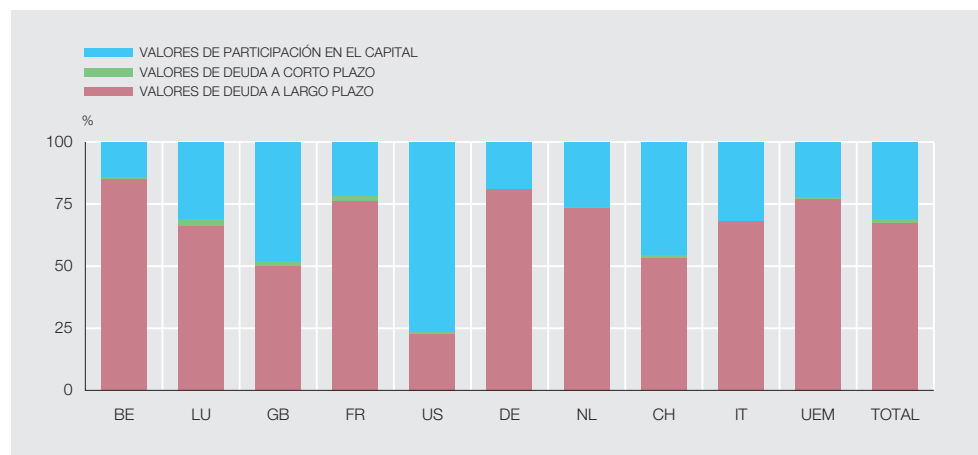
PRINCIPALES PAÍSES QUE  
INVIERTEN EN ESPAÑA

Una distribución geográfica útil del stock de los pasivos de inversión de cartera debe realizarse teniendo en cuenta el país de residencia del inversor último, es decir, aquel que tiene la propiedad real de los valores. Sin embargo, como se ha indicado anteriormente, la cadena de intermediarios que se interpone entre el emisor y el inversor final hace que este último resulte, en la práctica, imposible de identificar en los sistemas de información habituales. Por ello, el desglose geográfico de estos pasivos suele realizarse teniendo en cuenta el país de la primera contrapartida conocida, que habitualmente coincide con el de un intermediario financiero. Adicionalmente, en algunos casos, como en el de las emisiones internacionales de valores, incluso se desconoce el país de residencia de este primer intermediario, por lo que la asignación geográfica queda indeterminada (véase cuadro 7). La CPIS, en este sentido, permite apreciar la magnitud de este problema, al posibilitar la comparación de los datos de los pasivos del país A asignados al país B, con los datos que el país B asigna en sus activos al país A. Además, lo que es mucho más importante, la elevada cobertura que ha alcanzado esta encuesta la convierte en el único medio fiable de estimar la distribución geográfica de las inversiones del exterior en una economía, de acuerdo con el inversor final.

En el cuadro 7 se incluye la asignación geográfica de los pasivos de inversión de cartera de España obtenida de acuerdo con la primera contrapartida conocida (PCC), es decir, la comunicada por el Banco de España, y la obtenida agregando los datos de activos de los países inversores en España según la CPIS<sup>19</sup>, que refleja el país de residencia del inversor final (IF). Según esta última clasificación, única relevante para el análisis de los resultados, en 2002, el mayor inversor en valores negociables españoles fue Francia, con un 19% del total, seguido de

19. Los datos se refieren a la CPIS 2002, y se pueden consultar en la dirección de Internet: <http://www.imf.org/external/np/sta/pi/CPIS.htm>. Cabe señalar que en estos datos no se incluyen los pasivos de cartera de España que constituyen activos de reserva para otros países, dado que la distribución geográfica de los mismos es confidencial. No obstante, esto no modificaría la distribución geográfica porcentual obtenida de los datos declarados por otros países, ya que solo el 2,2% de los pasivos de España corresponde a activos de reserva de otros países.





FUENTE: FMI.

a. Datos calculados por el FMI derivados de la CPIS según el desglose geográfico de los activos del país acreedor. Bélgica (BE), Luxemburgo (LU), Reino Unido (GB), Francia (FR), Estados Unidos (US), Alemania (DE), Holanda (NL), Suiza (CH) e Italia (IT).

Alemania (15%) y Estados Unidos (11%). Estos pesos contrastan con los obtenidos de acuerdo con la PCC, que otorgaba los primeros lugares al Reino Unido (36%) y a Luxemburgo (20%), en coherencia con sus papeles de centros financieros internacionales y de plazas de localización de importantes intermediarios financieros especializados en la depositaria de valores.

A continuación se analiza el desglose geográfico del *stock* de pasivos de España conforme a los datos de activos de los países inversores según la CPIS, únicos significativos, como se ha indicado.

La característica más destacada del *stock* de inversión de cartera del exterior en España es su elevado grado de concentración. De los cincuenta países acreedores en 2002, los diez primeros acumulaban un 90% del total. Los países pertenecientes a la zona del euro fueron los mayores inversores, con un peso del 68%, destacando Francia y Alemania. En cuanto a los países no pertenecientes a la UEM, los pasivos se concentraron frente a Estados Unidos, Reino Unido y Japón, con un 12%, 8% y 5% del total, respectivamente.

Los inversores residentes en la UEM concentraban sus inversiones de cartera en España en valores de deuda a largo plazo (77%), mientras que, en el caso de los inversores no residentes en la zona del euro, el peso de la renta variable fue superior (51%). Entre estos últimos destaca Estados Unidos, que, en diciembre de 2002, mantenía el 76% de sus inversiones de cartera en España materializado en valores de participación en el capital. Los mayores inversores en valores españoles de deuda fueron Francia (21% del total), Alemania (18%) y Holanda (10%); mientras que, en renta variable, los primeros puestos los ocuparon Estados Unidos (28%), Francia (13%) y Reino Unido (12%).

## Conclusiones

El intenso desarrollo de los mercados financieros internacionales en las últimas décadas y, en concreto, de los mercados de valores negociables ha provocado la aparición de importantes problemas de medición de los flujos de financiación internacionales y la necesidad de adaptar los sistemas de información de las estadísticas exteriores a este nuevo contexto. En este escenario, la CPIS se ha convertido en un importante instrumento para impulsar estos cambios y, además, constituye el único modo de estimar la composición geográfica de los inversores finales (acreedores) en valores negociables en las distintas economías.

Según los datos de *stock* de inversiones de cartera de España en el exterior elaborados en el ámbito de la CPIS, desde el año 1997 se ha producido un proceso de apertura financiera de nuestra economía caracterizado por su intenso crecimiento, que ha reducido el sesgo nacional en este tipo de inversiones. Este aumento ha venido acompañado de un desplazamiento en la composición de las inversiones hacia valores de deuda a largo plazo, principalmente hacia los emitidos en la zona del euro. Por sectores, los mayores inversores son las instituciones financieras, en especial las instituciones de inversión colectiva y, en menor medida, las IFM. El sector no financiero tiene una importancia mucho menor, si bien mantiene una cartera más diversificada entre valores de deuda y de participación en el capital, frente a la alta concentración en valores de deuda que se registra en las inversiones de las empresas financieras. En todos los casos, se mantiene un porcentaje elevado de la cartera exterior en activos emitidos en la zona del euro, mayor en las IFM que en el resto.

Este comportamiento difiere, en parte, del que se produce en los principales países de nuestro entorno. En efecto, aunque los países pertenecientes a la zona del euro materializan de forma mayoritaria sus activos de inversión de cartera en valores de renta fija a largo plazo, lo hacen en un porcentaje menor al de España y, consiguientemente, la renta variable y la deuda a corto plazo tienen un peso mayor. Por su parte, la concentración de las inversiones en valores emitidos por residentes en la zona del euro es más intensa en el caso español.

Finalmente, por lo que se refiere al *stock* de inversión de cartera del exterior en España, también se ha observado un crecimiento notable de su importe, multiplicándose por cuatro en el período 1997-2003. Al igual que en el caso de los activos, las inversiones de cartera en España han tendido a concentrarse en valores de deuda a largo plazo, como consecuencia del fuerte desarrollo de este mercado en España y de la desfavorable evolución de los mercados de renta variable. Por lo que se refiere al desglose geográfico, la CPIS es la única fuente de información que permite realizar una distribución adecuada de los pasivos según el acreedor final, la única relevante, a partir de la información facilitada por los países inversores en la encuesta. Precisamente, en este artículo se analiza, por primera vez en el caso de España, este desglose geográfico, que permite concluir que son los residentes en otros países de la UME los principales inversores en valores negociables emitidos por residentes en España. Además, existe una mayor concentración de las inversiones procedentes de la UEM en los valores de deuda, frente a una mayor importancia de los inversores no residentes en la zona del euro en los valores de renta variable.

20.6.2005.

## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO CENTRAL EUROPEO (2004). «Aversión al riesgo y evolución de los agregados monetarios», *Boletín Mensual*, diciembre.
- BANCO DE ESPAÑA (2004). *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España, 2003*, pp. 122 y 123.
- BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2004). *BIS Quarterly Review*, diciembre.
- DUCE, M. (2002). «La metodología de la Balanza de pagos para el estudio de las inversiones exteriores», *Información Comercial Española, Revista de Economía*, n.º 798, marzo.
- FARUQEE, H., S. LI e I. YAN (2004). *The determinants of international portfolio holdings and home bias*, IMF Working Paper WP/04/34.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (1987). *Report on the world current account discrepancy*, septiembre.
- (1992). *Report on the measurement of international capital flows*, septiembre.
- PORTES, R., y H. REY (1999). *The determinants of cross-border equity flows*, CEPR Discussion Paper DP2225.