

## 1 RASGOS BÁSICOS

## 1 Rasgos básicos

En este capítulo se presenta un resumen de los rasgos más destacados de la evolución de los datos de la Balanza de Pagos y de la Posición de Inversión Internacional en 2008, así como de las principales novedades relacionadas con la producción y difusión de estas estadísticas, introducidas desde la última publicación de esta monografía.

El agravamiento de la crisis financiera internacional y la generalización de las tendencias contractivas condicionaron la evolución de las transacciones reales y financieras de la economía española con el exterior a lo largo de 2008. Las tensiones en los mercados financieros, presentes desde el verano de 2007, se recrudecieron tras la quiebra de *Lehman Brothers*, a mediados de septiembre, dando paso a una profunda crisis financiera mundial. Desde entonces, la reacción contundente de los bancos centrales y de los gobiernos ha permitido una cierta corrección de la inestabilidad en los mercados financieros internacionales, más visible a partir de los meses de primavera de 2009, aunque la situación está aún lejos de normalizarse y las condiciones de financiación continúan siendo globalmente restrictivas. El impacto de la crisis financiera sobre la actividad real se dejó sentir con mayor intensidad en el cuarto trimestre de 2008, con severas implicaciones sobre los flujos de comercio mundial, que registraron un descenso sin precedentes en los últimos meses de 2008 y en los primeros compases de 2009. Los problemas a nivel global para obtener financiación y la mayor interdependencia entre las economías que se deriva de la internacionalización de las cadenas de producción fueron dos elementos que intensificaron la caída de los flujos comerciales a nivel mundial y posiblemente contribuyeron a la propagación de la recesión.

Al igual que el resto de países desarrollados, la economía española experimentó un brusco ajuste en el segundo semestre de 2008 y finalizó el año en una situación de recesión, con una caída del PIB, en términos de su tasa interanual, del 0,7%, si bien en el conjunto del ejercicio experimentó un crecimiento positivo, del 1,2%. El descenso del PIB se debió a la fuerte contracción del gasto interno, mientras que la contribución del sector exterior al crecimiento del producto fue positiva por primera vez en la última década, aunque ello se debió principalmente al descenso de las compras al exterior. Los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) correspondientes al primer trimestre de 2009 muestran una agudización de la situación recesiva, con una intensa caída del PIB (hasta el -3% interanual) y una significativa aportación positiva al crecimiento de la demanda externa, en un contexto de fuerte retroceso tanto de las exportaciones como de las importaciones de bienes y servicios.

A medida que la economía española fue reduciendo su ritmo de avance, las necesidades de financiación frente al exterior se fueron moderando. Según los datos de la Balanza de Pagos, en 2008 la necesidad de financiación de España se redujo por primera vez desde 2002, hasta situarse en el 9% del PIB, seis décimas por debajo de su valor el ejercicio anterior. La tendencia a la corrección del déficit se acentuó en los meses finales de 2008 y en el primer trimestre de 2009, con descensos interanuales de la necesidad de financiación de 1,5 puntos porcentuales (pp) y 2,6 pp, respectivamente, tanto por la severidad de la contracción de la demanda nacional, que está deprimiendo las compras en el exterior, como por el abaratamiento de la energía, que está permitiendo recortar el déficit energético sustancialmente.

El retroceso de la necesidad de financiación en 2008 reflejó, principalmente, la disminución del déficit por cuenta corriente (de 0,5 pp del PIB, hasta el 9,5% del PIB), mientras que la contribución del superávit de la cuenta de capital fue de solo una décima (véanse cuadro 1.1 y

% del PIB	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
CAPACIDAD (+) / NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN	-3,1	-3,1	-2,2	-2,5	-4,2	-6,5	-8,4	-9,6	-9,0
Cuenta corriente	-4,0	-3,9	-3,3	-3,5	-5,3	-7,4	-9,0	-10,0	-9,5
<i>Mercancías</i>	-6,4	-5,7	-5,0	-5,1	-6,4	-7,5	-8,5	-8,7	-8,0
<i>Servicios</i>	3,3	3,4	3,1	3,0	2,6	2,4	2,3	2,2	2,4
— Turismo y viajes	4,1	4,0	3,5	3,5	3,2	2,9	2,8	2,6	2,6
— Otros servicios	-0,8	-0,6	-0,4	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4	-0,1
<i>Rentas</i>	-1,2	-1,8	-1,7	-1,3	-1,4	-1,9	-2,1	-2,9	-3,1
— De las que: Beneficios reinvertidos	0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,2	0,5	0,5	0,4
<i>Transferencias corrientes</i>	0,3	0,2	0,3	-0,1	0,0	-0,4	-0,7	-0,7	-0,8
Cuenta de capital	0,8	0,8	1,1	1,0	1,0	0,9	0,6	0,4	0,5
CUENTA FINANCIERA (a)	3,1	3,2	2,1	2,3	4,1	6,7	8,7	9,6	8,7
Excluido el Banco de España	4,1	0,6	1,6	2,1	5,8	6,9	11,3	8,3	5,9
<i>Inversiones exteriores directas</i>	-3,2	-0,8	0,9	-0,3	-3,4	-1,5	-6,0	-4,8	-0,7
<i>Inversiones de cartera</i>	-0,2	-2,8	0,6	-3,4	10,2	6,5	20,3	10,0	0,4
<i>Otras inversiones</i>	7,2	4,2	0,7	6,2	-1,0	1,9	-3,2	3,5	7,0
<i>Derivados financieros</i>	0,3	-0,1	-0,7	-0,4	0,0	0,0	0,2	-0,4	-0,7
Banco de España (b)	-1,0	2,6	0,5	0,2	-1,7	-0,2	-2,6	1,4	2,8
ERRORES Y OMISIONES	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	-0,2	-0,4	0,0	0,4

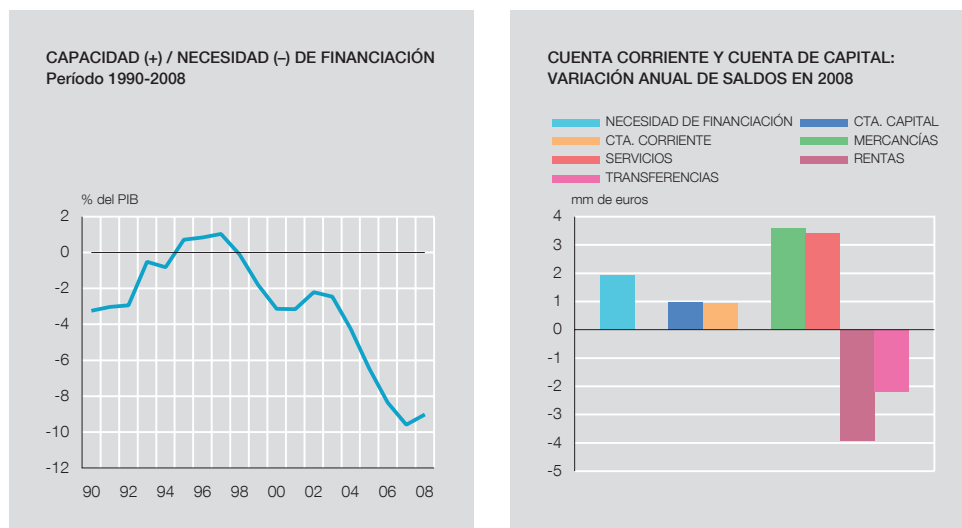
FUENTE: Banco de España.

a. Variación de pasivos menos variación de activos.

b. Un signo negativo (positivo) supone un aumento (disminución) de los activos netos del Banco de España frente al exterior.

gráfico 1.1). La progresiva mejoría del saldo corriente se debió, básicamente, a la notable corrección del desequilibrio comercial a partir del verano y, en menor medida, a la ampliación del superávit de servicios, ya que los déficits de rentas y de transferencias corrientes aumentaron moderadamente.

La mejoría del saldo comercial vino determinada por la reducción del desequilibrio no energético, recorte que ascendió al 25% en el promedio de 2008. En cambio, el déficit energético se amplió casi un 34%, debido al elevado precio que alcanzó el petróleo en el promedio del año, aunque descendió bruscamente a partir del verano (véase recuadro 2.1). A partir de ese momento, el saldo energético contribuyó también a reducir el déficit comercial, situándose en el cuarto trimestre de 2008 un 30% por debajo del observado un año antes. La acusada desaceleración de la demanda final y el descenso en la actividad industrial en España redujeron la demanda de *inputs* importados y de bienes de equipo y de consumo duradero de mayor contenido tecnológico, de forma progresiva a lo largo del año y con especial intensidad en el último trimestre. Ello determinó que, según la información de la CNTR, las importaciones de bienes descendieran en términos reales un 2,7%, frente a un incremento del 4,8% en 2007. Por su parte, las exportaciones reales, que habían mantenido un cierto dinamismo durante la mayor parte del año, disminuyeron bruscamente en el cuarto trimestre, en un contexto de fuerte caída del comercio mundial, con lo que en el conjunto del ejercicio tan solo avanzaron un 0,9% (4,3% en 2007). Esta evolución refleja, fundamentalmente, el debilitamiento de los principales mercados de exportación de España, ya que los indicadores de competitividad-precio mostraron, en general, pérdidas moderadas. Con todo, las cuotas de exportación en términos reales se mantuvieron prácticamente estables en 2008, por tercer año consecutivo, lo que indica el esfuerzo de las empresas españolas por mantener su presencia en los mercados exteriores, a pesar de la creciente competencia procedente de las nuevas economías



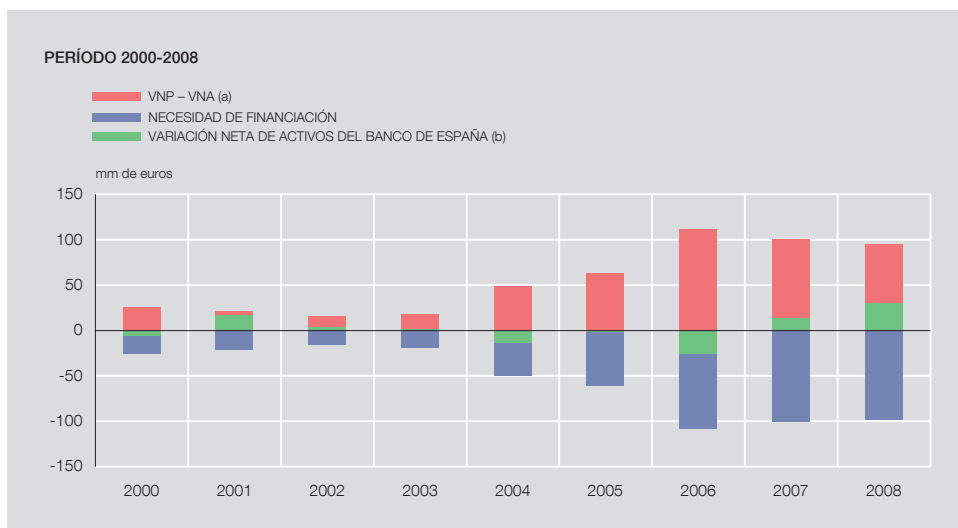
FUENTE: Banco de España.

emergentes (véase recuadro 2.2 para un análisis de las características de las empresas exportadoras). En el primer trimestre de 2009, en el que se agudizó la tendencia contractiva en el comercio mundial, la información disponible de la CNTR mostró un descenso sustancial tanto de las exportaciones como de las importaciones de bienes en términos reales (del 20,5% y del 23,9%, respectivamente), con lo que el déficit comercial nominal se redujo en dicho período casi un 50% interanual.

El incremento del superávit de servicios en 2008 se debió a la reducción del déficit de los servicios no turísticos, ya que el saldo positivo de la balanza turística disminuyó, pues la crisis de confianza afectó muy negativamente a los flujos internacionales de turistas. Como resultado de ello, tanto los ingresos turísticos en términos nominales como, sobre todo, los pagos disminuyeron en el conjunto de 2008 (un -0,4% y un -3,7%, respectivamente). En línea con la intensificación de la recesión económica en el primer trimestre de 2009, estas caídas se han acentuado en los primeros meses de este año. En cuanto a los servicios no turísticos, el mayor crecimiento de los ingresos en relación con el de los pagos (del 8,7% y del 2,5%, respectivamente) permitió reducir el déficit de esta rúbrica significativamente, tendencia que se ha mantenido en la parte transcurrida de 2009. Destacaron la reducción del saldo negativo de los servicios empresariales y de *royalties*, y, en menor medida, la ampliación del superávit por servicios de construcción, mientras que, por el contrario, se deterioraron los déficits de servicios financieros y de transporte.

En 2008 el déficit de la balanza de rentas aumentó, aunque a un ritmo inferior al del año anterior. A esta moderación contribuyeron tanto la ralentización del ritmo de ampliación del endeudamiento frente al exterior de la economía española como la evolución de las rentabilidades de los instrumentos en los que se materializó dicho endeudamiento y de los activos exteriores en manos de los españoles. Por tipos de instrumentos, cabe mencionar la ampliación de los déficits generados por la otra inversión (fundamentalmente, préstamos, depósitos y *repos*) y por la inversión de cartera, que contrarrestaron la significativa mejoría del superávit obtenido en las rentas procedentes de la inversión directa.

Finalmente, el saldo negativo de transferencias corrientes se amplió por el empeoramiento de las transferencias con la UE y por el aumento de los pagos de las AAPP, que fue de magnitud



FUENTE: Banco de España.

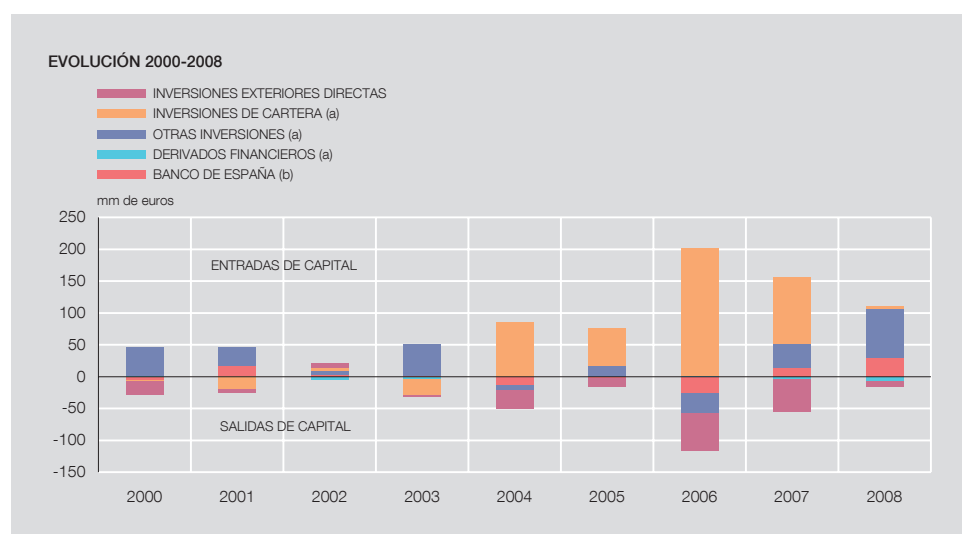
a. Excluido el Banco de España.

b. Un signo negativo (positivo) supone un aumento (disminución) de los activos netos del Banco de España frente al exterior.

superior a la disminución del déficit en concepto de remesas de trabajadores. La balanza de capital, que depende fundamentalmente de las transferencias de capital con la UE, amplió su superávit en una décima del PIB, en contraste con el retroceso acumulado en los tres ejercicios anteriores.

Al igual que las transacciones reales, las operaciones financieras entre España y el resto del mundo estuvieron condicionadas por el desarrollo de la crisis financiera. Así, las transacciones financieras entre España y el exterior generaron en 2008 entradas netas de fondos inferiores a las contabilizadas el año anterior e insuficientes para satisfacer las necesidades de financiación generadas en el conjunto del año (véase gráfico 1.2). En consecuencia, y con mayor intensidad que en 2007, los activos netos del Banco de España frente al resto del mundo disminuyeron —concretamente, en 2,8 pp del PIB—. Este descenso se concentró en los activos netos del Banco de España frente al Eurosistema, reflejando el cambio en la forma en que las instituciones financieras monetarias (IFM) han cubierto sus necesidades de liquidez, como se comenta a continuación.

El agravamiento de la inestabilidad en los mercados financieros internacionales a lo largo de 2008 prolongó la etapa de incertidumbre sobre la situación patrimonial de las entidades financieras, lo que se reflejó en la práctica paralización de los mercados mayoristas de financiación, especialmente de los de titulización de activos, en los que las instituciones financieras españolas habían sido muy dinámicas con anterioridad al inicio de la crisis financiera en agosto de 2007. Bajo estas condiciones, los flujos internacionales de capitales redujeron su importe y los inversores mostraron una mayor preferencia por activos más seguros y más líquidos, y, al mismo tiempo, por activos nacionales (véase recuadro 3.1). En este contexto, las IFM españolas modificaron el peso relativo de los distintos instrumentos financieros utilizados para captar fondos desde el exterior, desde una posición, no obstante, en la que los nuevos recursos necesarios para cubrir la brecha entre el crédito y los depósitos ya se estaban reduciendo. Concretamente, las IFM intensificaron la captación de recursos a través de instrumentos de corto plazo, como préstamos y depósitos, instrumentos del mercado monetario y el recurso al Eurosistema. Por su parte, los inversores institucionales canalizaron recursos del exterior



FUENTE: Banco de España.

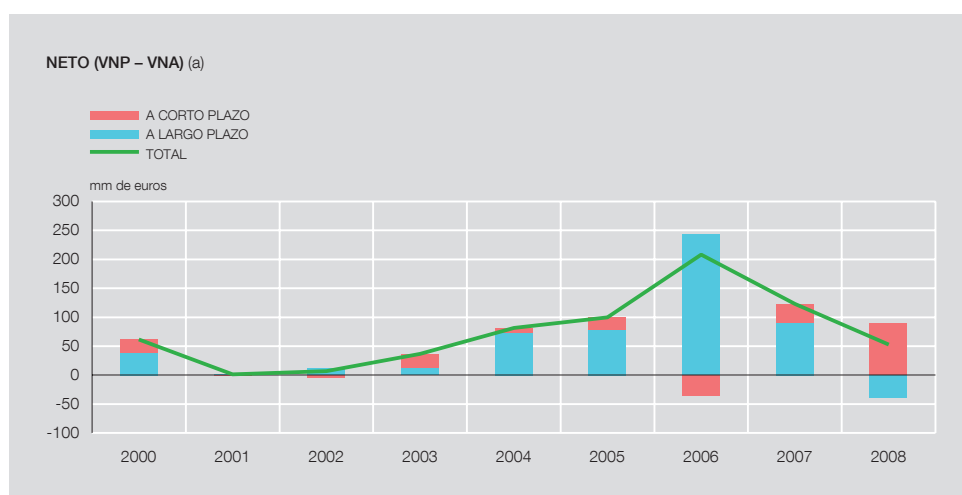
a. Excluido el Banco de España.

b. Un signo negativo (positivo) supone un aumento (disminución) de los activos netos del Banco de España frente al exterior.

mediante ventas de acciones y participaciones en fondos de inversión emitidos por no residentes. En consecuencia, en 2008 las entradas netas de capitales se materializaron preferentemente en forma de otra inversión (fundamentalmente, préstamos, depósitos y *repos*) y, a diferencia de lo sucedido en años anteriores, en mucha menor medida en forma de inversión de cartera (véase gráfico 1.3). Por su parte, las operaciones de inversión directa (IED) y los derivados financieros dieron lugar a salidas de capitales.

El cambio en el tipo de instrumentos a través de los que se captaron fondos del exterior produjo un desplazamiento hacia la financiación a más corto plazo, reflejando la mayor preferencia por activos más líquidos y el colapso de los mercados de bonos corporativos y de titulización. Estas tendencias se habían detectado ya en los meses finales de 2007. En el caso de la inversión de cartera, la captación de recursos se concentró en la renta variable. Las transacciones en renta fija, por su parte, generaron un flujo neto de salida, debido a la reducción del saldo en manos de no residentes de bonos y obligaciones emitidos por residentes, cuyo importe superó las entradas netas canalizadas a través de renta fija a corto plazo (véase gráfico 1.4). Se produjo, asimismo, un descenso muy acusado de activos de titulización en las carteras de los no residentes, en claro contraste con lo ocurrido hasta agosto de 2007. No obstante, este descenso se concentró en los bonos de titulización, pues las entidades continuaron realizando emisiones de cédulas para utilizarlas, como en otros países, como colateral en las subastas del BCE.

Por su parte, la posición deudora neta de la economía española frente al exterior, medida a través de la Posición de Inversión Internacional (PII), continuó aumentando, aunque a un ritmo muy inferior al de años anteriores (por un importe equivalente a 1,2 pp del PIB), hasta alcanzar el 80% del PIB a finales de 2008. Cuando se excluye el Banco de España, dicho porcentaje se eleva al 84,6% del PIB, 1,7 pp menos que en 2007. En un año marcado por la crisis financiera y económica, los precios de los activos financieros (en particular, los de la renta variable) registraron caídas significativas. Estos descensos redujeron el valor de los pasivos exteriores que componen la PII de España en mayor medida que el de los activos, lo que contribuyó a



FUENTE: Banco de España.

a. La renta fija a corto plazo está formada por instrumentos del mercado monetario y otra inversión a corto plazo; la renta fija a largo plazo, por bonos y obligaciones y otra inversión a largo plazo. En todos los casos se excluye el Banco de España.

mejorar la posición deudora neta frente al resto del mundo en 2008 y, por tanto, a contrarrestar parte del incremento derivado de las entradas netas de capital registradas en dicho año (véase el recuadro 4.1 para una comparación internacional). El mayor recurso de las instituciones financieras a la financiación exterior a corto plazo y al Eurosistema, en detrimento de los activos de titulización, se reflejó en un aumento del saldo deudor en forma de otra inversión.

Respecto a las novedades que se describen en la presente edición de esta monografía, en cuanto al sistema de información utilizado para elaborar la Balanza de Pagos y la PII, cabe destacar, en primer lugar, la elevación de 12.500 a 50.000 euros del importe por debajo del cual se exime a los residentes de la obligación de declarar el concepto de las operaciones exteriores. Este cambio, como ya se comentó en ediciones anteriores de esta publicación, ha requerido la búsqueda de fuentes alternativas para estimar el importe de algunas rúbricas en las que se concentra un elevado número de transacciones de cuantía inferior al importe mencionado, tarea en la que se ha continuado avanzando a lo largo de 2008. Asimismo, ha motivado un cambio, a partir de los datos difundidos en abril de 2008, en el calendario de publicación y revisión de la Balanza de Pagos. Finalmente, en septiembre de 2008, y para datos desde diciembre de 2004, se publicaron por primera vez datos del *stock* de acciones y otras participaciones en el capital de la inversión directa de los Otros sectores residentes, calculados a partir de la información contenida en las memorias anuales sobre las inversiones españolas en el exterior y extranjeras en España del Registro de Inversiones del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. La utilización de esta fuente de información, que permite valorar las participaciones en el capital de forma más acorde con los estándares establecidos, ha requerido revisar la serie histórica de las inversiones españolas en el exterior (véase el recuadro 5.1 para una descripción detallada del nuevo procedimiento).