

La elevada incertidumbre que caracterizó el contexto internacional durante la primera mitad de 2003 y la debilidad de las principales economías de la UEM, a lo que se sumó, posiblemente, el aumento de la competencia de terceros países, también condicionaron la evolución de los ingresos por turismo y viajes. El crecimiento de estos ingresos fue muy moderado en 2003 (en términos reales, según la Contabilidad Nacional, se mantuvieron estancados), especialmente si se considera la debilidad que los caracterizó en el ejercicio anterior. La disminución consiguiente, en términos del PIB, del superávit de la balanza de servicios, que se situó en el nivel más bajo desde 1997, el 3,7%, también contribuyó al deterioro del saldo por cuenta corriente.

Por el contrario, la balanza de rentas tuvo un comportamiento más positivo, al reducirse su déficit hasta el 1,4% del PIB, como resultado de la mejora del saldo de los Otros Sectores Residentes. La disminución del déficit de rentas fue posible gracias al dinamismo de los ingresos de las inversiones directas, como consecuencia, entre otros condicionantes, de la mejoría del contexto económico internacional a lo largo del año, en particular en Latinoamérica, uno de los principales destinos de las inversiones directas de España en el exterior. La situación económica en esta zona presentó algunos indicios de mejora en 2003, destacando la recuperación mostrada por Argentina con respecto a la situación del año precedente. La mejora de la balanza de rentas se compensó con el deterioro del superávit de transferencias corrientes, que se redujo hasta el 0,05% del PIB, por el incremento de las contribuciones de España al presupuesto de la Unión Europea y por el de los pagos por remesas de emigrantes, en línea con el fuerte crecimiento experimentado en los últimos años. Finalmente, el superávit de la balanza de capital, que depende en la práctica de las transferencias de capital con la UE, aumentó cerca de una décima de PIB, hasta el 1,2%.

La necesidad de financiación de la economía española, a la que se sumaron fuertes salidas netas de inversión de cartera (que alcanzaron el 4,1% del PIB), se cubrió, fundamentalmente, con entradas de capital en forma de otra inversión (préstamos, depósitos y *repos*, fundamentalmente), que se concentraron en el sector de instituciones financieras monetarias excluido el Banco de España (IFM) y tuvieron el importe más elevado de los últimos cuatro años (el 6,4% del PIB). Por su parte, tanto la inversión directa como los flujos totales correspondientes al Banco de España registraron saldos netos de entrada muy reducidos.

En general, la evolución de los flujos de capital de la economía española con el exterior reflejó la mejoría gradual del entorno económico y de los mercados financieros internacionales, así como el comportamiento positivo de la economía española en 2003. El buen tono de los mercados financieros se reflejó en la recuperación de las bolsas mundiales en el segundo semestre y en la holgura de las condiciones de financiación, con los tipos de interés y las primas de riesgo en niveles reducidos, a pesar del deterioro de las cuentas públicas en algunos de los países desarrollados, en particular en Estados Unidos. En este contexto, el tipo de cambio del euro mantuvo la tendencia apreciatoria frente al dólar.

Los flujos de inversión directa continuaron disminuyendo, en línea con lo observado desde el año 2000, muy condicionados por la difícil situación económica y financiera por la que atravesaron los países latinoamericanos durante los últimos ejercicios —en el caso de la inversión en el exterior— y por la debilidad económica de los países de la zona del euro —en el caso de la inversión del exterior—. La caída de la inversión directa fue más intensa que la del conjunto de la UEM. No obstante, a pesar de la reducción observada en términos anuales, la inversión directa de España en el exterior fue significativamente superior en el segundo semestre de 2003, respecto al primer semestre, en consonancia con la evolución del entorno internacional y de los beneficios empresariales. Este comportamiento no se observó en la inversión directa

del exterior en España, probablemente afectada por el crecimiento más débil de la zona del euro. En este sentido, podría esperarse, en línea con las últimas previsiones de los organismos internacionales sobre la inversión directa mundial, una recuperación, teniendo en cuenta el proceso de saneamiento acometido por las empresas españolas y la mejora de la situación económica y financiera global, tanto en el área de América Latina como en la zona del euro.

Los flujos de inversión de cartera registraron fuertes aumentos, prácticamente en todos los instrumentos. En la primera mitad del ejercicio, estas inversiones se materializaron, fundamentalmente, en títulos de renta fija. Conforme se disiparon las incertidumbres sobre la recuperación internacional, en el contexto de recuperación de las bolsas mundiales y de bajos tipos de interés mencionado, cada vez fueron más relevantes las operaciones con títulos de renta variable, especialmente en el caso de las inversiones de España en el exterior, que repuntaron con fuerza en la segunda mitad de 2003, después de registrar un comportamiento muy negativo en los dos años anteriores. En el caso de las inversiones del exterior en España, la fuerte desinversión efectuada por los no residentes en títulos de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas (AAPP) —condicionada por la mejora de la situación financiera del sector público— contrastó con las elevadas entradas de capital por compras de títulos de renta fija privada, en un entorno de importante desarrollo de este mercado, especialmente del de titulación de activos.

Las fuertes entradas netas en concepto de otras inversiones reflejaron, en gran medida, la captación de depósitos, por las IFM españolas, de otras entidades de crédito de la zona del euro, en un entorno de reducidos tipos de interés y de ausencia de restricciones de liquidez en este mercado interbancario. Sin embargo, fueron los depósitos bancarios constituidos por no residentes en la UEM los que experimentaron un mayor avance, aunque su peso relativo fue menor.

La mayor necesidad de financiación exterior de España se reflejó también en la ampliación de la posición neta deudora, que ascendió, excluido el Banco de España, al 46,5% del PIB en 2003 (41,9% en 2002). A ello también contribuyeron la apreciación del euro y la tendencia al alza de los mercados bursátiles, dada la composición por monedas e instrumentos de los activos y pasivos frente al exterior. El aumento de los pasivos (depósitos y renta fija, fundamentalmente) de las IFM explica la mayor parte del incremento de la posición deudora neta española. También contribuyó a este aumento el descenso de la posición acreedora neta de los Otros Sectores Residentes, en este caso debido, básicamente, al efecto de la revalorización de los índices bursátiles y a las compras, por parte de no residentes, de renta fija emitida por dicho sector, en gran parte bonos de titulación. Por el contrario, por primera vez desde 1994, se redujo la posición deudora neta de las Administraciones Públicas, en un contexto de mejoría de la situación financiera del sector público. Por su parte, el saldo de los activos netos de la autoridad monetaria descendió ligeramente, como resultado, de la disminución de sus activos frente al Eurosistema. En cuanto a los instrumentos, la mayor parte del aumento de la posición deudora neta se concentró en la otra inversión y, en menor medida, en la inversión directa, que en 2002 recuperó su tradicional posición deudora neta, tras dos años con posiciones acreedoras. Por el contrario, la inversión de cartera redujo su posición deudora neta, en línea con la tendencia iniciada en 1999, lo que compensó parcialmente la evolución de las rúbricas anteriores.

Respecto a las novedades que se presentan en el capítulo metodológico de esta publicación, cabe resaltar que, en los datos de la PII que se analizan en esta monografía, se incorporan los resultados de una nueva fuente de información para estimar la rúbrica de Inversión de cartera. La nueva fuente permite un mejor cumplimiento de los requisitos metodológicos vigentes,

siendo de especial importancia la valoración a precios de mercado de los *stocks*. La incorporación de los datos obtenidos con este nuevo sistema a la PII ha obligado a revisar la serie histórica de la rúbrica de acciones y participaciones en fondos de inversión de los Otros Sectores Residentes. Por otro lado, en 2003 se ha comenzado a utilizar información del Registro de Inversiones, de la Dirección General de Comercio e Inversiones, del Ministerio de Economía (a partir de 2004, dependiente del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio), para garantizar la inclusión en la Balanza de Pagos de determinadas operaciones de difícil obtención con el sistema de información habitual. En la mayor parte de los casos, estas operaciones corresponden a las Empresas de tenencia de valores extranjeros (ETVE) españolas, que vienen siendo utilizadas por grupos multinacionales no residentes, en los últimos años, para centralizar la tenencia de sus inversiones exteriores en terceros países. Con el objeto de permitir un análisis económico adecuado de los flujos de inversión directa, en esta monografía se presentan desglosadas las operaciones correspondientes a las ETVE en 2002 y 2003. También se ofrecen, por primera vez, un detalle de las operaciones de inversión directa por sectores de actividad económica y un desglose geográfico, que distingue, a su vez, las operaciones de las ETVE.

II LAS BALANZAS POR CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL EN EL AÑO 2003

II Las balanzas por cuenta corriente y de capital en el año 2003

II.1 Introducción

En el ejercicio de 2003, la economía española mantuvo una senda de crecimiento gradual, en línea con la mejoría del entorno externo, que, a pesar de la atonía de la zona del euro, se extendió, con diversa intensidad, a las principales áreas económicas. La recuperación global estuvo liderada por Estados Unidos y Asia (cuyos PIB crecieron un 3,1% y un 7% anual, respectivamente), mientras que, en un contexto de notable apreciación del euro (en promedio, un 19,7% frente al dólar), en la UEM, el crecimiento del PIB se desaceleró hasta el 0,4%, y solo hubo indicios de una recuperación paulatina de la actividad en la segunda mitad del ejercicio. El tono expansivo de las políticas económicas contribuyó a impulsar el crecimiento mundial, en un entorno caracterizado por la ausencia de presiones inflacionistas. Asimismo, a lo largo del año, se moderó la elevada incertidumbre que caracterizó a la primera mitad de 2003, estrechamente vinculada con el conflicto de Irak. Todo ello propició un repunte del comercio internacional, que, no obstante, no alcanzó el dinamismo de la segunda mitad de la década de los noventa. En España, se asistió a una moderada expansión de la actividad (el PIB creció un 2,4%), al tiempo que el diferencial de inflación positivo con la UEM se moderó en tres décimas y se situó en el 1,0%. El crecimiento se apoyó, por décimo año consecutivo, en la fortaleza de la demanda interna, con una modesta recuperación de la inversión en equipo (el 1,9%), que se desaceleró, no obstante, en el tramo final de 2003. Por el contrario, la aportación de la demanda externa fue, de nuevo, negativa (-1,0%). A ello contribuyó la apreciación de la moneda europea en términos nominales efectivos (en promedio del 11,3% frente a los países desarrollados).

Este entorno condicionó la evolución de los flujos por cuenta corriente y de capital de la economía española con el exterior en 2003, a cuyo análisis se dedica el presente capítulo. La expansión de la formación bruta de capital y la estabilidad del ahorro nacional bruto elevaron la necesidad de financiación de la economía española frente al resto del mundo en 2003. Según la Balanza de Pagos, esta ascendió a 12.605 millones de euros, un 32,0% por encima de la registrada en 2002. Este incremento fue fruto de la ampliación del déficit por cuenta corriente, que superó el avance del superávit de la cuenta de capital. De esta forma, en términos de PIB, la necesidad de financiación se situó en el 1,6%, frente al 1,3% de 2002. No obstante, la necesidad de financiación en porcentaje del PIB permaneció, en 2003, por debajo de los niveles alcanzados en 2000 y 2001.

En 2003, el déficit por cuenta corriente se amplió cerca de cuatro décimas del PIB con respecto al de 2002 y se situó en el 2,8% del PIB, el mismo nivel que alcanzó en 2001. Por su parte, el superávit de la cuenta de capital aumentó un 16,4%, de manera que pasó del 1,1% del PIB en 2002 al 1,2% en 2003, el máximo de la última década. El incremento del déficit por cuenta corriente reflejó, en primer término, la reducción del superávit de transferencias corrientes, así como el deterioro del desequilibrio comercial, que aumentó una décima y se situó en el -5,1% del PIB, de manera que se interrumpió la corrección que se había iniciado en 2001. En menor medida, también contribuyó a incrementar el déficit corriente la moderada reducción del superávit de servicios (3,7% del PIB), hasta el nivel más bajo desde 1997. La causa principal de este descenso fue la disminución del saldo positivo de los servicios turísticos en porcentaje del PIB, que cayó una décima respecto a 2002 y alcanzó el 4,0%, claramente por debajo de los valores de años anteriores (véanse cuadro II.1 y gráfico II.1).

La evolución del déficit de mercancías obedeció, básicamente, a la ampliación del desequilibrio comercial en términos reales. El ritmo de avance de las importaciones en términos reales,

Tasas de variación

	MEDIA 1992-1999	2000	2001	2002	2003	2003			
						I TR	II TR	III TR	IV TR
Ingresos (exportaciones)	14,6	19,2	4,5	3,0	4,0	2,3	5,1	4,5	4,0
Pagos (importaciones)	12,4	22,0	2,6	1,3	5,1	3,4	4,1	8,5	4,5

FUENTE: Banco de España.

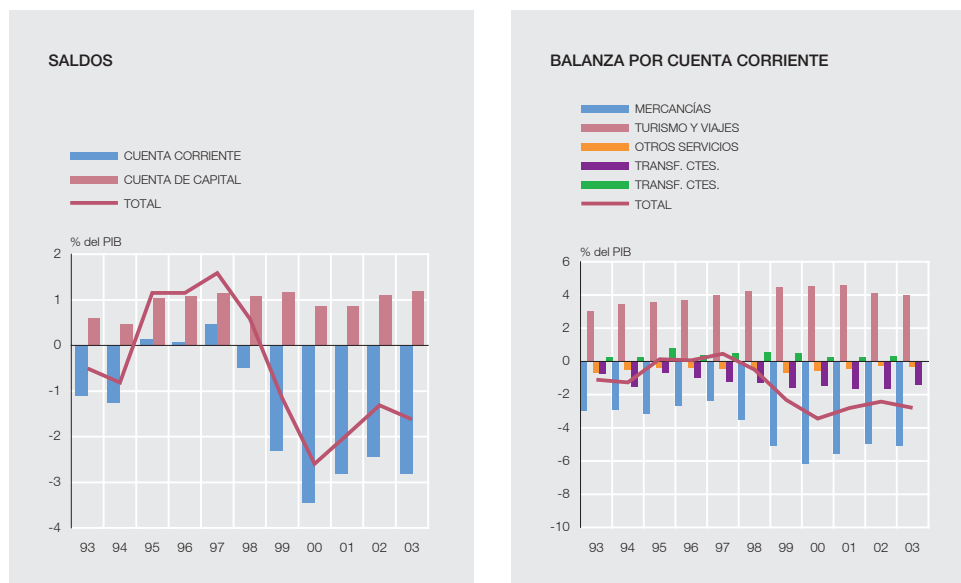
impulsado por la demanda interna española y la fortaleza de la moneda europea, fue más intenso que el de las exportaciones. No obstante, las exportaciones evolucionaron favorablemente, teniendo en cuenta que existieron importantes factores adversos, como la notable apreciación del euro y el moderado crecimiento de los mercados de exportación de la economía española. De hecho, según las primeras estimaciones del comercio internacional en 2003, las cuotas de las exportaciones españolas en los mercados mundiales y en la zona del euro se elevaron ligeramente, en un contexto caracterizado por el deterioro de la posición competitiva de la economía española. La quinta ampliación de la UE incrementará, previsiblemente, las presiones competitivas a las que se enfrenta nuestra industria exportadora, a la vista de las significativas ventajas comparativas que disfrutaban los nuevos países miembros de la Unión, en términos de costes y de localización. No obstante, también supone nuevas oportunidades para el comercio exterior español, lo que, unido al probable crecimiento de la economía internacional y, en particular, a la recuperación de la zona del euro conforme transcurra 2004, podría contribuir a una evolución favorable del comercio exterior español, si bien dicha evolución podría estar condicionada por las pérdidas de competitividad acumuladas por la economía española.

II.2 La balanza por cuenta corriente

II.2.1 BALANZA DE MERCANCÍAS

De acuerdo con los datos de Balanza de Pagos, en el año 2003, el déficit de la balanza de mercancías se incrementó sensiblemente en términos nominales (un 9,4%), hasta 37.843 millones de euros (el 5,1% del PIB). De esta manera, se interrumpió la suave corrección del desequilibrio comercial que había tenido lugar en los dos ejercicios anteriores. Como se aprecia en el cuadro II.1, el deterioro del saldo comercial en términos nominales fue provocado porque el dinamismo de las importaciones (del 5,1%) superó al de las exportaciones (4,0%). Hay que señalar que la desaceleración de las compras de bienes en términos nominales, registrada en el último trimestre de 2003, permitió una moderación del déficit comercial nominal a final de año. Por su parte, los flujos comerciales, en términos reales y según la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), tuvieron un crecimiento más elevado en el conjunto de 2003, afectado por el comportamiento de los precios de exportación e importación. La recuperación de las exportaciones, que crecieron un 5,7% en términos reales en 2003 (1,2% en 2002), sorprendió positivamente, dada la debilidad de la zona del euro, la apreciación de la moneda europea y el diferencial de inflación acumulado frente a sus principales socios comerciales. A este dinamismo exportador contribuyó el aumento de las ventas destinadas a los países no pertenecientes a la UEM. Por su parte, las importaciones avanzaron un 7,8% en términos reales (1,5% en 2002), impulsadas por la demanda final y la apreciación del euro. La tasa de cobertura de las exportaciones¹ disminuyó nueve décimas respecto a 2002, hasta situarse en el 78,8%, si bien permaneció por encima de los niveles alcanzados en los años 2001 y 2000. Por su parte, la ratio de penetración de las importaciones de bienes en términos

1. Definida como la ratio entre las exportaciones y las importaciones de mercancías de acuerdo con la Balanza de Pagos.



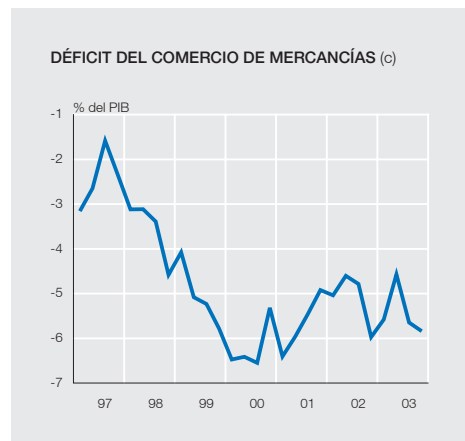
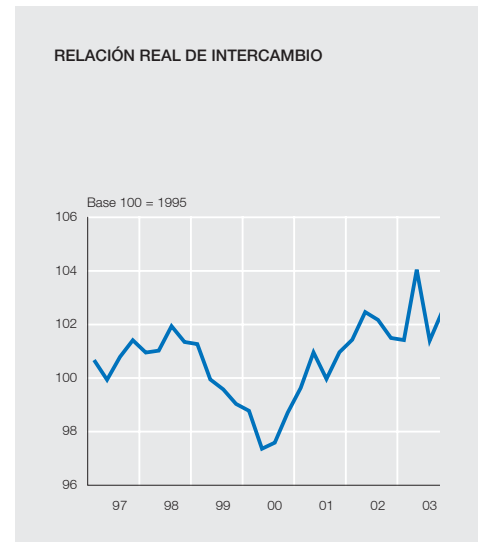
FUENTE: Banco de España.

reales² interrumpió su estancamiento y se incrementó hasta el 21,3% del PIB, como consecuencia del abaratamiento de las importaciones de bienes y del crecimiento de la demanda final.

La evolución de los flujos reales estuvo marcada, en términos interanuales, al igual que en el caso de los nominales, por la sensible desaceleración registrada en la segunda mitad de año, después de un primer semestre caracterizado por una significativa recuperación. Esta moderación del crecimiento del comercio exterior reflejó, parcialmente, el repunte de los flujos comerciales que había tenido lugar en el tramo final de 2002, tras la fuerte debilidad experimentada en la primera mitad de dicho año. Por el lado de las importaciones, en el cuarto trimestre de 2003, también se añadió la desaceleración de la demanda final, más intensa en el caso de la formación bruta de capital, cuya tasa de crecimiento se moderó hasta el 1,5%, arrastrada por los bienes de equipo. Las exportaciones, si bien redujeron sus tasas de crecimiento en el segundo semestre, mantuvieron un cierto dinamismo, en un entorno caracterizado por la recuperación económica internacional y a pesar de la apreciación acumulada del euro.

La apreciación del euro se reflejó en la evolución de los precios de exportación e importación de bienes. Según la CNTR, tras los descensos experimentados en 2002, el deflactor de las exportaciones se mantuvo estable, mientras que el de las importaciones moderó su ritmo de caída hasta el -0,3% en 2003. Con ello, se produjo un modesto avance de la relación real de intercambio, de menos de medio punto porcentual, sostenido por los repuntes que tuvieron lugar en el segundo y cuarto trimestre (véase gráfico II.2). A pesar de la contención de los precios de exportación, en un contexto de notable apreciación del euro, los márgenes de explotación de las empresas exportadoras se contrajeron considerablemente, lo que se sumó a la acumulada durante los últimos ejercicios. Por su parte, la corrección de los precios de importación reflejó la intensa apreciación del euro en 2003, que solo se trasladó parcialmente a los precios de los bienes importados. Así, la evolución de la moneda europea se tradujo en una caída de los precios en euros de las materias primas no energéticas y del crudo, a pesar de su ascenso en dólares.

2. Definida como la ratio entre el volumen de las importaciones de bienes según la CNTR y el PIB real.



FUENTE: Banco de España.

- a. Datos ajustados de estacionalidad.
b. Tasas variación interanual.
c. En términos nominales.

Como en ediciones anteriores de este informe, el análisis detallado de la evolución y de la estructura de las transacciones de bienes³ se realiza a partir de las cifras publicadas por el Departamento de Aduanas, que constituyen la fuente primaria de información para la elaboración de la balanza de mercancías de la Balanza de Pagos y de la CNTR. Su evolución en términos nominales, desagregada por grupos de productos y áreas geográficas, se muestra en el cuadro II.2. El cuadro II.3 resume el comportamiento de las exportaciones e importaciones en términos de volumen y de precios, aproximados por los índices de valor unitario (IVU), elaborados por la Subdirección General de Previsión y Coyuntura del Ministerio de Economía. Finalmente, el cuadro II.4 presenta su estructura porcentual en términos nominales por áreas geográficas y grupos de productos.

El análisis de dichos datos en términos nominales muestra que el comercio exterior español experimentó una sensible recuperación en 2003, en la que destacaron las ventas de bienes

³ En el apéndice I de esta publicación se recogen las series históricas del comercio exterior español, durante el período 1992-2003, según las cifras del Departamento de Aduanas, desglosadas por grupos de productos y áreas geográficas, con mayor detalle que el que se emplea en este capítulo.

Tasas de variación nominal

	TOTAL			BIENES DE CONSUMO			BIENES DE CAPITAL			BIENES INTERMEDIOS NO ENERGÉTICOS			BIENES INTERMEDIOS ENERGÉTICOS		
	Ø 90-91	2002	2003 (a)	Ø 90-91	2002	2003 (a)	Ø 90-91	2002	2003 (a)	Ø 90-91	2002	2003 (a)	Ø 90-91	2002	2003 (a)
EXPORTACIONES:															
TOTAL	12,9	2,7	5,4	14,0	3,6	5,6	12,2	0,3	6,3	12,8	2,2	3,4	12,7	-3,0	40,8
OCDE	12,8	2,9	5,6	13,5	3,4	5,9	12,5	-1,3	5,4	12,5	3,1	3,8	14,7	-1,0	53,0
UE	13,3	2,1	6,2	14,3	2,8	6,5	12,4	-2,6	5,1	12,9	1,9	4,4	16,5	1,8	56,1
Zona euro	13,4	1,2	7,0	14,5	1,5	8,9	13,0	-6,6	5,8	13,0	1,4	3,7	10,8	33,0	81,7
Alemania	13,0	-0,4	8,8	14,2	0,9	12,7	10,6	-26,2	16,2	13,3	5,1	4,0	57,1	0,5	12,4
Francia	13,0	0,1	5,5	13,9	-1,2	6,8	13,2	0,2	5,3	12,5	1,3	3,3	12,2	3,5	17,5
Italia	12,8	7,3	9,2	14,2	10,9	16,0	13,3	15,9	-1,3	11,8	-3,2	6,7	15,0	-27,5	34,5
Reino Unido	12,2	9,8	1,7	14,5	10,1	-4,8	11,6	23,3	4,9	11,2	5,4	12,4	8,8	-28,6	-5,8
EEUU	8,7	2,4	-1,4	6,4	-5,0	-4,1	18,0	21,9	-11,4	10,2	4,5	2,7	16,9	-22,7	5,1
OPEP	9,4	10,1	-4,0	12,7	10,2	-10,2	14,6	39,5	4,8	10,4	-0,3	-5,0	-0,5	-9,2	0,1
CEI y otros países del este y centro de Europa	23,5	14,4	8,1	39,0	17,0	1,9	23,2	13,9	19,9	21,4	12,0	10,1	43,7	45,7	3,1
Resto de América	17,5	-19,8	2,5	23,6	-22,2	24,7	12,9	-22,1	13,2	19,1	-17,7	-11,3	42,5	-31,1	39,6
NIC	15,6	5,7	-23,2	15,3	-4,7	-15,1	32,7	73,9	-51,2	15,1	-3,5	-16,8	1.962,0	-83,4	204,1
Resto del mundo	12,3	5,5	9,7	15,8	8,8	4,5	10,3	2,6	19,2	12,2	4,3	9,3	16,7	0,4	20,8
IMPORTACIONES:															
TOTAL	11,0	1,2	6,5	13,2	4,6	9,9	9,5	-4,2	7,9	11,2	1,5	5,9	13,4	-1,8	2,1
OCDE	10,6	0,6	6,5	12,6	3,9	8,6	8,9	-5,9	4,6	10,8	1,4	5,7	12,8	-0,5	12,4
UE	11,6	1,3	6,6	13,3	4,5	7,5	10,1	-5,9	6,5	11,6	2,2	5,9	18,9	3,7	14,7
Zona euro	11,8	1,9	6,2	13,3	6,0	7,4	10,3	-4,7	7,3	11,9	2,2	4,8	16,5	0,3	25,5
Alemania	10,8	5,1	6,1	12,8	14,0	8,0	9,3	-3,0	14,2	10,9	3,9	1,8	21,9	27,9	12,3
Francia	12,8	-0,8	4,3	16,9	0,6	9,0	12,4	-7,2	-1,4	11,8	0,1	3,6	16,6	8,3	15,0
Italia	10,6	-0,7	8,9	10,5	5,6	6,7	7,2	-2,8	10,8	12,4	-2,0	6,7	23,1	-11,0	34,6
Reino Unido	11,8	-6,1	7,3	13,9	-3,7	7,9	10,8	-17,7	-2,6	10,7	-1,9	11,2	28,3	-8,9	-1,9
EEUU	5,0	-8,5	-4,4	13,4	-5,8	-1,2	5,8	-17,4	-19,7	5,1	-5,6	1,5	3,7	-20,8	-11,0
OPEP	13,6	-11,0	3,0	23,8	6,5	3,1	43,4	3,7	10,1	22,0	-3,2	2,1	13,7	-13,2	3,0
CEI y otros países del este y centro de Europa	16,3	20,5	7,3	17,6	7,2	9,3	38,3	18,9	51,0	18,4	3,2	12,8	19,5	29,4	6,8
Resto de América	10,2	5,7	12,8	14,9	-1,6	27,9	34,9	26,8	74,8	9,6	9,1	4,4	26,7	186,0	-37,9
NIC	10,6	2,4	1,7	9,0	-0,8	8,4	11,8	-1,1	-0,8	13,8	8,7	-2,6	1.332,0	-41,8	173,5
Resto del mundo	15,9	7,2	8,4	20,4	11,2	12,5	24,8	8,4	32,2	13,4	-1,2	8,9	18,4	15,9	-21,5

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

de capital (véase cuadro II.2). La evolución dispar de los precios de las exportaciones explica, en buena medida, el distinto comportamiento de las ventas, por áreas geográficas y en términos nominales, respecto a su evolución en términos reales.

Como se aprecia en el cuadro II.3, en 2003 se produjo una significativa recuperación de las exportaciones en términos reales (del 6,2%, frente al 2,5% anual en 2002), que superó a la

Tasas de variación

	MEDIA 1992-2001	2002	2003 (a)
EN TÉRMINOS REALES			
EXPORTACIONES:			
Totales	10,6	2,5	6,2
Bienes de capital	13,4	-10,1	15,4
Bienes de consumo	9,3	4,7	6,3
<i>Alimenticio</i>	9,6	2,9	6,4
<i>No alimenticio</i>	9,1	5,6	6,3
Bienes intermedios	10,8	4,8	3,5
<i>No energéticos</i>	11,3	4,5	2,8
<i>Energéticos</i>	1,1	4,7	31,9
IMPORTACIONES:			
Totales	8,8	4,4	7,0
Bienes de capital	8,4	-4,6	16,8
Bienes de consumo	8,1	5,7	10,0
<i>Alimenticio</i>	8,8	-0,1	9,8
<i>No alimenticio</i>	7,9	8,0	10,0
Bienes intermedios	9,2	6,5	3,1
<i>No energéticos</i>	10,3	6,7	3,3
<i>Energéticos</i>	3,6	4,8	1,1
ÍNDICES DE VALOR UNITARIO			
EXPORTACIONES:			
Totales	3,1	0,2	-0,8
Bienes de capital	-1,0	11,8	-8,0
Bienes de consumo	4,3	-0,8	-0,6
<i>Alimenticio</i>	3,7	1,6	-0,3
<i>No alimenticio</i>	4,5	-1,8	-0,8
Bienes intermedios	3,3	-2,4	1,4
<i>No energéticos</i>	3,0	-1,9	0,5
<i>Energéticos</i>	11,6	-7,3	6,7
IMPORTACIONES:			
Totales	3,2	-3,0	-0,4
Bienes de capital	2,8	0,4	-7,6
Bienes de consumo	3,2	-0,5	-0,1
<i>Alimenticio</i>	1,7	0,4	-0,7
<i>No alimenticio</i>	3,8	-1,2	0,1
Bienes intermedios	3,3	-5,2	1,4
<i>No energéticos</i>	2,1	-4,8	1,7
<i>Energéticos</i>	9,8	-6,4	1,0

FUENTES: Departamento de Aduanas y Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

a. Datos provisionales.

registrada en términos nominales, a consecuencia de la contracción de sus precios, que se redujeron un 0,8%. A lo largo de la segunda mitad de 2003, se moderó el ritmo de crecimiento de las ventas reales y se frenó el descenso de los precios, que retornaron a tasas positivas en el cuarto trimestre.

El avance de las exportaciones, en el conjunto del año, se apoyó, básicamente, en el repunte de las ventas de bienes de capital, que crecieron un 15,4%, frente a la caída del 10,1% de 2002, en un contexto caracterizado por la sensible reducción de sus precios (del 8,0% anual). El dinamismo de las ventas de bienes de capital tuvo lugar en un entorno de debilidad de la formación bruta de capital en la UEM, si bien a lo largo de 2003 se moderó su ritmo de caída. No obstante, en el cuarto trimestre de 2003, las exportaciones de bienes de capital en términos reales se desaceleraron sensiblemente, tras crecer por encima del 20% en los dos trimestres anteriores, y se moderó la caída de sus precios. En el resto de partidas, la recuperación fue menos intensa, con la excepción de las exportaciones de bienes energéticos, que crecieron fuertemente en términos de volumen, al tiempo que sus precios se recuperaron tras la contracción registrada en 2002. Por su parte, las ventas de bienes de consumo aumentaron su tasa de crecimiento en términos reales hasta el 6,3% anual, con un sensible repunte en el tercer trimestre, mientras que prosiguió el descenso de sus precios (del 0,8%, frente al 0,6% en 2002). A diferencia de la tónica general, las exportaciones de bienes intermedios redujeron su tasa de crecimiento en términos reales en siete décimas, hasta el 3,5%, como resultado de la debilidad mostrada por las ventas de bienes intermedios no energéticos en la segunda mitad de ejercicio.

Por áreas geográficas, aunque en términos nominales las exportaciones a la UE fueron más dinámicas que las destinadas al resto del mundo, en términos reales este patrón se invirtió, debido al comportamiento de los precios, de manera que las primeras crecieron un 3,9%, y un 11,7% las segundas, en línea con las distintas posiciones cíclicas de dichas áreas. En el segundo semestre de 2003, a pesar de la tímida recuperación de la UE, las exportaciones a dicha área se desaceleraron sensiblemente, lo que se explica, parcialmente, por la comparación con el repunte que se experimentó en el mismo período de 2002. Por otra parte, el comportamiento de los precios de las exportaciones según su destino geográfico pareció reflejar la respuesta de los exportadores ante la apreciación del euro para mantener sus cuotas de mercado: los precios de las ventas a la UE aumentaron de forma moderada, mientras que, en el resto de destinos, se intensificó sensiblemente el ritmo de su caída, con respecto a 2002. Ello permitió, a pesar de la fortaleza de la moneda europea, que los productos españoles elevaran su presencia en los mercados mundiales.

Finalmente, por niveles de intensidad tecnológica, las partidas de exportación más dinámicas en términos reales fueron las de intensidad alta y media-alta (11,9% y 9,2%, respectivamente). Entre estas ramas, cabe destacar el buen comportamiento de las ventas de vehículos de motor (7,1%), que representan el 22,7% del total de las exportaciones manufactureras españolas. Por otro lado, los crecimientos más reducidos se dieron en las de intensidad tecnológica baja y media-baja (4,1% y 4,2%, respectivamente), más expuestas a la competencia internacional y con mayor sensibilidad al tipo de cambio y a la competitividad vía precios (este análisis se detalla en el recuadro II.1, «Las exportaciones españolas en 2003»).

En cuanto a las importaciones, su avance, según las estadísticas de Aduanas, fue del 6,5% en términos nominales, frente al 1,2% de 2002 (véase cuadro II.2). Al igual que en el caso de las exportaciones, los datos en términos reales, que se resumen en el cuadro II.3, permiten realizar un análisis más completo. En 2003, las importaciones en términos reales elevaron su ritmo de crecimiento (hasta el 7,0%, frente al 4,4% de 2002), por encima del registrado en términos nominales. Esta evolución fue el resultado de un moderado recorte de los precios⁴,

4. Al igual que en el caso de las exportaciones, los precios de las importaciones se aproximan a través de los índices de valor unitario (IVU) calculados por el Ministerio de Economía.

EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES (a)

	PESO 2002	EN TÉRMINOS REALES		EN TÉRMINOS NOMINALES		
		CRECIMIENTO 2003	CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO	CRECIMIENTO 2003	CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO	CONTRIBUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES A LA UEM AL CRECIMIENTO
Industrias de tecnología alta	10,4	11,9	1,2	4,1	0,4	0,3
Aeronaves	1,7	-21,3	-0,4	-22,5	-0,4	-0,1
Productos farmacéuticos	2,2	3,9	0,1	10,3	0,3	0,2
Máquinas de oficina y eq. informáticos	1,8	42,6	0,8	5,2	0,1	0,0
Material electrónico	3,3	16,6	0,6	10,7	0,3	0,1
Equipo quirúrgico y de precisión	1,3	12,7	0,2	6,5	0,1	0,1
Industrias de tecnología media-alta	43,1	9,2	4,0	7,0	3,1	2,6
Maquinaria y material eléctrico	4,6	8,1	0,4	-0,4	0,0	-0,1
Vehículos de motor	22,7	7,1	1,6	8,4	2,1	2,2
Química	6,1	13,5	0,8	8,2	0,5	0,3
Material ferroviario y de transporte	0,8	17,7	0,1	11,0	0,1	0,1
Maquinaria y equipo mecánico	8,9	11,6	1,0	4,9	0,4	0,2
Industrias de tecnología media-baja	21,6	4,2	0,91	6,3	1,3	0,5
Refino de petróleo	1,7	0,1	0,0	22,1	0,6	0,1
Caucho y materias plásticas	6,4	4,5	0,3	3	0,2	0,2
Otros minerales no metálicos	3,8	-2,0	-0,1	-3,5	-0,1	0,0
Embarcaciones	1,0	35,2	0,35	33	0,3	0,0
Metalurgia	5,0	4,8	0,2	7,8	0,4	0,3
Fabricación de productos metálicos	3,7	3	0,11	1,5	0,1	0
Industrias de tecnología baja	25,0	4,1	1,0	1,4	0,3	0,6
Manufacturas diversas	3,0	-1,1	0,0	-3,7	-0,1	0,0
Madera, corcho, papel	4,4	2,9	0,1	-1,1	-0,1	0,1
Alimentación, bebidas, tabaco	9,5	6,1	0,6	5,9	0,5	0,5
Textil y confección	8,1	4,2	0,3	-0,1	0,0	0,0
Total manufacturas		7,1		5,2		4,0

FUENTE: Departamento de Aduanas.

a. Datos provisionales.

En el año 2003, las exportaciones reales de bienes mostraron una recuperación significativa, con un incremento del 6,2%, según datos de Aduanas, frente al 2,5% registrado en 2002. Este avance se produjo en un contexto de erosión de la competitividad, asociada principalmente a la apreciación del euro, y de moderado crecimiento de la demanda mundial. El diferencial de crecimiento entre las exportaciones españolas y el comercio mundial permitió una ligera recuperación de la cuota de las exportaciones españolas, tras el retroceso del año anterior.

El comportamiento de las exportaciones contrasta con la evolución de sus principales determinantes en 2003. De hecho, teniendo en cuenta el comportamiento de la demanda externa y la competitividad, el modelo trimestral del Banco de España proyectaba una evolución más negativa de las exportaciones, que no se ha producido. Un análisis desagregado de las exportaciones puede proporcionar alguna clave para entender esta evolución. Según los datos del Mi-

nisterio de Economía, las exportaciones de bienes crecieron un 5,4%, en términos nominales, ocho décimas por debajo del ritmo de crecimiento en términos reales. Estas cifras revelan la reducción experimentada por los precios de exportación. Con todo, esta disminución de los Índices de Valor Unitario (IVU) de las exportaciones españolas, que supuso una contracción adicional de los márgenes de exportación, no fue suficiente para evitar la pérdida de competitividad de nuestros productos, dada la evolución de los precios de exportación de nuestros principales competidores y del tipo de cambio.

Por áreas geográficas, las exportaciones a la UE registraron una notable expansión, especialmente acusada en la primera mitad del ejercicio y más moderada en el segundo semestre, en parte por el efecto sobre la tasa interanual de la recuperación de las ventas en la segunda mitad de 2002. En el promedio del año, crecieron un 3,9%, en términos reales, por encima del avance de las importaciones de

los países del área. Por su parte, las exportaciones al resto del mundo mostraron un comportamiento muy dinámico, con un incremento del 11,3% en términos reales. Este avance fue posible, en buena medida, por la importante reducción de los precios de exportación en euros, que compensó parte de la notable apreciación del tipo de cambio. Por países, cabe destacar el fuerte crecimiento de las exportaciones a Alemania e Italia, así como a los países del centro y del este de Europa.

Circunscribiendo el análisis a las ramas manufactureras, clasificadas según su intensidad tecnológica, se observó un mayor dinamismo en las de intensidad alta y media-alta, con aportaciones al crecimiento total, en términos reales, superiores a las que les correspondería por su peso en la estructura exportadora española¹. En el caso de las ramas de intensidad tecnológica alta, en términos reales cabe destacar la evolución de las ventas de máquinas de oficina y equipos informáticos, que se incrementaron un 42,6%, y de material electrónico, con un crecimiento del 16,6%, mientras que, por el contrario, las exportaciones de aeronaves registraron una notable reducción. Al dinamismo en términos reales que, en promedio, mostraron estas ramas, contribuyó la evolución de los IVU de exportación, que fue especialmente moderada, ya que se redujeron un 7%, tras el fuerte incremento del año anterior. En las ramas de tecnología media-alta, que suponen un 43% de las exportaciones españolas, las ventas al

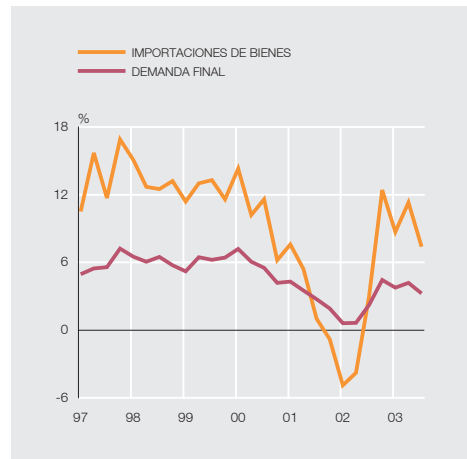
exterior registraron un dinamismo superior al promedio, que se tradujo en una aportación de cuatro puntos porcentuales al crecimiento total de las exportaciones en términos reales. En este sentido, destaca, por su importancia en la estructura exportadora española, la evolución de las ramas de Vehículos de motor, Maquinaria y equipo mecánico y Química. Las ramas de intensidad tecnológica media-baja tuvieron una aportación mucho menor al avance de la exportación. Todas ellas, excepto la rama de Embarcaciones, registraron incrementos claramente inferiores al promedio. Por último, las ramas de intensidad tecnológica baja crecieron en términos reales a una tasa moderada, del 4,1%. Solamente la rama de Alimentación, bebidas y tabaco mantuvo su dinamismo, mientras que el resto registraron crecimientos muy moderados o retrocesos.

Por tanto, la descomposición por ramas de intensidad tecnológica revela que las exportaciones en términos reales crecieron en mayor medida en las ramas de intensidad tecnológica más elevada, que presentan, en principio, una menor elasticidad precio, si bien su contribución al crecimiento conjunto de las exportaciones continuó siendo muy moderada. En las ramas de intensidad tecnológica media-baja y baja, el avance de las exportaciones fue mucho menor. En el caso de las ramas de intensidad tecnológica baja, destaca el descenso de las exportaciones fuera del área del euro (excepto las de la rama de Alimentación, bebidas y tabaco), que fue parcialmente compensado por las exportaciones a la UEM. El deterioro de la competitividad fuera del área euro, asociado a la apreciación del tipo de cambio, habría contribuido a esta caída, dada la elevada elasticidad precio de estos productos.

1. Véase S. Bravo y C. García (2004), «Un análisis de la cuota de mercado de las exportaciones españolas en la última década», *Boletín Económico*, abril de 2004, Banco de España.

del 0,4%, que se atenuó significativamente respecto al registrado en 2002, por la apreciación acumulada del euro y el crecimiento de la demanda final.

Por grupos de productos, la partida más dinámica fue la de bienes de capital, cuya tasa de crecimiento se situó en el 16,8% y superó ampliamente su avance en términos nominales, como resultado de un fuerte descenso de los precios (del 7,6%). Dicha disminución interrumpió la tendencia creciente de los últimos años. En el cuarto trimestre de 2003, se desaceleraron las compras de bienes de capital, en términos reales, al tiempo que se suavizó el ajuste de sus precios. Esta evolución coincidió con una moderación de la formación bruta de capital en España en dicho trimestre. Por su parte, las importaciones de bienes de consumo avanzaron de forma significativa (10,0%), en línea con la evolución del consumo privado, al tiempo que se ralentizó el descenso de precios registrado en 2002, hasta solo un -0,1% anual. A diferencia de otras partidas, la desaceleración de las importaciones de bienes de consumo en el segundo semestre fue relativamente moderada, ya que el consumo privado tuvo una evolución bastante estable a lo largo del año. Finalmente, las importaciones de bienes intermedios recortaron su tasa de crecimiento prácticamente más de la mitad (3,1%), mientras que sus precios retornaron a tasas positivas (crecieron, en promedio, un 1,4% en 2003), después del ajuste que soportaron en 2002. La recuperación de los precios fue más intensa en el caso de los productos energéticos, cuyos precios en dólares crecieron con mayor intensidad que los del resto de materias primas no energéticas, a causa del ascenso de los precios del crudo en 2003 (en promedio, el 15,6% anual, frente al 11,3% de las materias primas no energéticas). En la segunda mitad de año, el crecimiento de las compras de bienes intermedios en términos reales se ralentizó significativamente, hasta el punto de caer, en términos interanuales, en el



FUENTE: INE.

a. Tasas variación interanual de la serie corregida de efectos estacionales y de calendario.

cuarto trimestre, como resultado de la debilidad de las compras de bienes no energéticos durante el segundo semestre. Esta evolución pudo responder a la desaceleración registrada por la industria en la segunda mitad del año, a la que se unió la actividad energética en el último trimestre del año.

Por áreas geográficas, en términos reales las importaciones de bienes procedentes de fuera de la UE crecieron más intensamente que las procedentes de la UE (9,3% y 6,0%, respectivamente), en línea con la apreciación del euro, cuyo impacto también se dejó sentir en los precios. Así, mientras que los precios de las compras procedentes de la UE crecieron levemente, un 0,6%, tras el ajuste experimentado en 2002, prosiguió la caída de los de las importaciones de bienes de fuera de la Unión, si bien su intensidad fue menor que la de 2002, año en que bajaron un 2,6%.

Como se aprecia en el gráfico II.3, el comportamiento de las importaciones españolas resultó coherente con la evolución de la demanda final, que creció un 3,5%, frente al 2,0% de 2002. Dentro de esta evolución, destacó el repunte de la formación bruta de capital fijo, inducido por el comportamiento de la inversión en bienes de equipo, que creció un 1,9% tras la contracción del 5,4% de 2002. Por su parte, el avance de las importaciones de bienes de consumo estaría en línea con la evolución del consumo final nacional, que experimentó un repunte moderado (del 3,3%, frente al 3,0% de 2002). Asimismo, la desaceleración de la demanda interna en los meses finales de 2003, especialmente intensa en el caso de la inversión, pudo contribuir, parcialmente, a suavizar el ritmo de crecimiento de las importaciones en el segundo semestre. En ambos casos, bienes de consumo y de capital, el avance de las importaciones fue más intenso que la expansión de los correspondientes componentes de la demanda interna en 2003. A ello contribuyeron la apreciación del euro y el descenso del precio de las importaciones.

La estructura del comercio exterior español en términos nominales, por destino geográfico o por grupos de productos, no experimentó modificaciones significativas en el año 2003 (véase cuadro II.4). En lo que se refiere al primer aspecto, el mayor dinamismo de las exportaciones nominales a la UE se reflejó en un aumento de seis décimas de su peso, hasta el 71,8% del total, mientras que descendió el peso de Estados Unidos, la OPEP y las economías asiáticas. A pesar del avance de las exportaciones destinadas a la CEI y otros países del centro y este

Porcentaje de participación en términos nominales

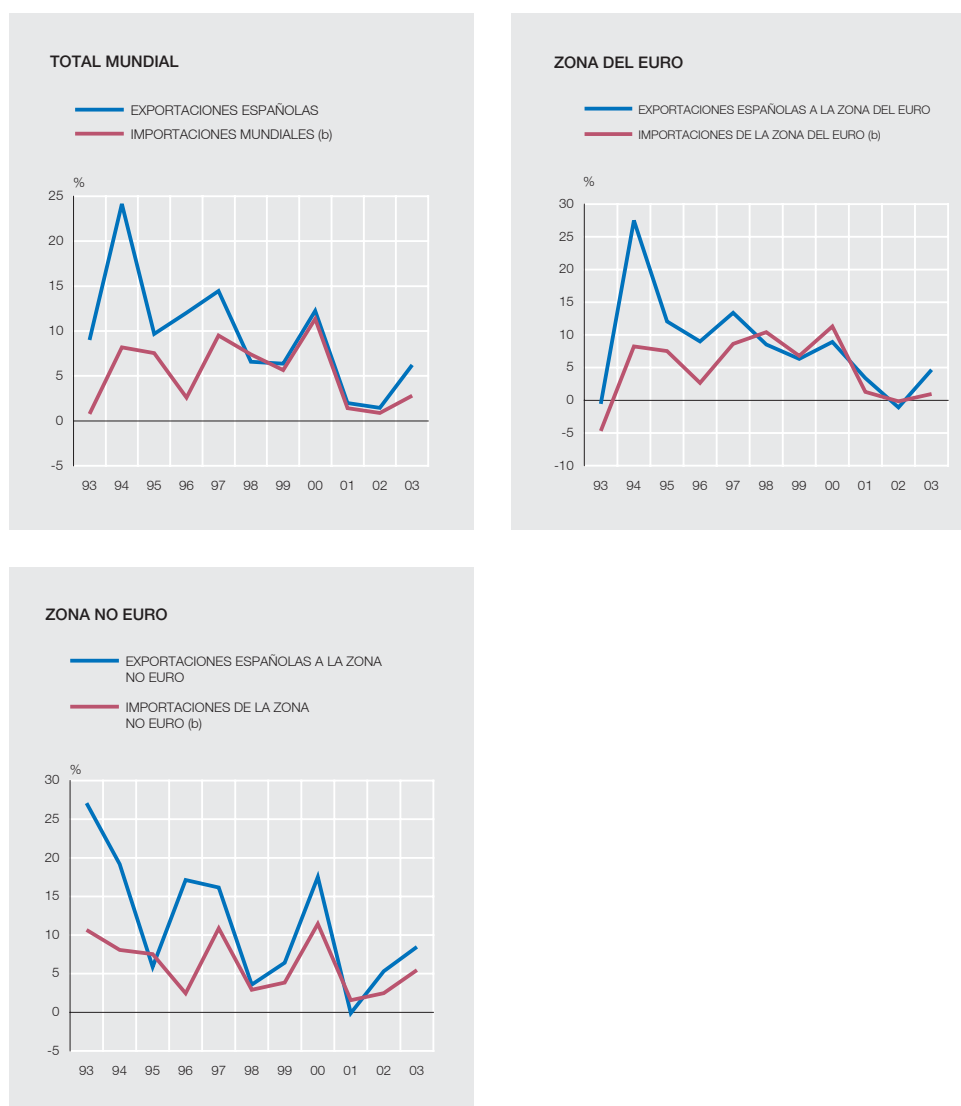
	PARTICIPACIÓN EN EL COMERCIO TOTAL		COMPOSICIÓN DEL COMERCIO DEL ÁREA (a)					
			2002			2003 (b)		
	2002	2003 (b)	BIENES DE CONSUMO	BIENES DE CAPITAL	BIENES INTERMEDIOS	BIENES DE CONSUMO	BIENES DE CAPITAL	BIENES INTERMEDIOS
EXPORTACIONES:								
TOTAL	100,0	100,0	41,4	12,1	46,5	41,4	12,3	46,4
OCDE	81,7	81,9	44,3	11,2	44,4	44,4	11,3	44,3
UE	71,2	71,8	45,3	11,1	43,6	45,6	11,0	43,4
Zona euro	59,2	60,1	44,1	11,0	44,9	45,1	11,0	44,0
Alemania	11,5	12,0	42,4	8,6	48,9	44,0	9,4	46,6
Francia	19,0	19,2	46,8	12,7	40,5	47,1	12,7	40,1
Italia	9,4	9,7	45,8	11,4	42,8	49,0	10,0	41,0
Reino Unido	9,7	9,3	56,4	11,5	32,1	52,9	11,8	35,3
EEUU	4,3	4,1	33,3	12,8	53,9	32,3	11,5	56,2
OPEP	2,7	2,5	28,9	19,6	51,6	26,1	21,7	52,3
CEI y otros países del este y centro de Europa	4,2	4,3	39,0	13,0	48,0	36,6	14,5	48,9
Resto de América	3,2	3,1	23,9	19,6	56,6	28,7	21,7	49,6
NIC	1,2	0,9	20,8	22,2	56,9	22,5	14,2	63,3
Resto del mundo	6,2	6,5	28,0	14,9	57,1	25,8	16,4	57,8
IMPORTACIONES:								
TOTAL	100,0	100,0	27,5	15,9	56,6	28,3	16,0	55,7
OCDE	75,1	74,9	27,7	18,3	54,0	28,3	17,8	53,9
UE	64,1	64,0	29,2	17,7	53,1	29,4	17,5	53,1
Zona euro	55,5	55,3	29,1	17,5	53,4	29,4	17,5	53,1
Alemania	16,1	16,3	29,7	19,9	50,4	29,7	20,9	49,5
Francia	16,4	16,1	30,6	15,2	54,2	32,2	14,2	53,5
Italia	9,1	9,1	26,4	19,0	54,6	25,8	18,9	55,3
Reino Unido	6,5	6,4	31,0	18,6	50,4	31,6	16,6	51,8
EEUU	4,1	3,7	13,3	24,7	62,0	13,7	20,9	65,4
OPEP	6,5	6,3	4,9	0,4	94,6	5,0	0,5	94,6
CEI y otros países del este y centro de Europa	4,3	4,4	13,6	12,4	74,0	13,8	17,8	68,4
Resto de América	2,9	3,1	36,2	2,3	61,5	40,9	3,6	55,5
NIC	2,2	2,1	34,6	28,9	36,6	36,5	28,3	35,2
Resto del mundo	9,0	9,2	44,6	9,9	45,4	45,7	12,1	42,2

FUENTE: Departamento de Aduanas.

a. Estas cifras representan la estructura de los flujos comerciales realizados con cada una de las áreas consideradas.

b. Datos provisionales.

de Europa, su participación relativa aumentó muy ligeramente. Por grupos de productos, los bienes intermedios continuaron siendo la principal partida, de manera que, junto con los bienes de consumo, representaron cerca del 88% del total. El dinamismo de las ventas de bienes de capital se tradujo en un ligero incremento de su peso, que se situó en el 12,3%. Tampoco hubo cambios significativos por el lado de las importaciones en términos nominales, con la UE



FUENTES: OCDE, Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y Banco de España.

- a. Tasa de variación interanual en términos reales.
- b. Series ponderadas por la participación de estos países en las exportaciones españolas.

como principal origen de nuestras compras (un 64,0% del total). En el resto de regiones, destacó el descenso del peso de Estados Unidos, mientras que aumentó el del resto de América y el de la CEI y otros países del este y centro de Europa. Por grupos de productos, los bienes intermedios siguieron siendo, con diferencia, la rúbrica más importante, al suponer alrededor del 56% del total, si bien su peso se redujo en favor de los bienes de consumo, cuya proporción en el total aumentó ocho décimas, hasta situarse en el 28%.

La recuperación de las exportaciones españolas de bienes propició, según los datos disponibles hasta la publicación de este informe, un leve incremento en términos nominales de nuestra cuota en los mercados mundiales, fruto del avance más moderado del comercio internacional. Como ilustra el gráfico II.4, que muestra la evolución relativa de las ventas con el crecimiento de nuestros mercados de exportación desglosados por áreas económicas, también aumentó ligeramente el peso de nuestras exportaciones a la zona del euro. La contención de los precios de exportación explicaría esta evolución, en un contexto de apreciación del euro acumulada durante los últimos ejercicios. En la vertiente importadora, tras el estan-

EVOLUCIÓN DE LA COMPETITIVIDAD

CUADRO II.5

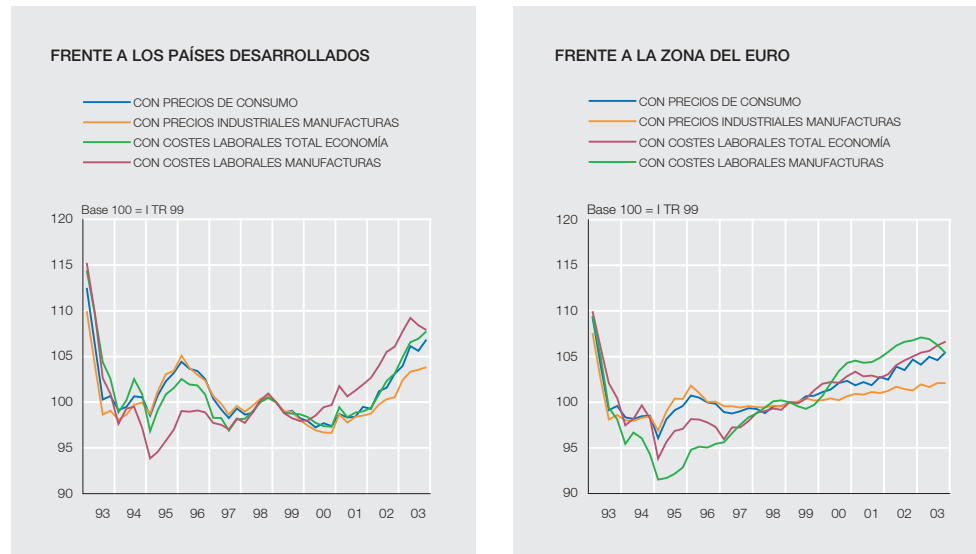
Tasas de variación, medias anuales (a)

	COMPONENTE NOMINAL	PRECIOS RELATIVOS					EVOLUCIÓN DE LA COMPETITIVIDAD				
		COSTES LABORALES UNITARIOS	PRECIOS DE CONSUMO	COSTES LABORALES UNITARIOS (MANUF.)	PRECIOS INDUSTRIALES DE MANUF.	PRECIOS DE EXPORTACIÓN	COSTES LABORALES UNITARIOS	PRECIOS DE CONSUMO	COSTES LABORALES UNITARIOS (MANUF.)	PRECIOS INDUSTRIALES DE MANUF.	PRECIOS DE EXPORTACIÓN
Frente a los países desarrollados											
1998	-0,3	1,9	0,6	2,2	0,5	0,9	1,6	0,3	1,9	0,2	0,6
1999	-1,6	1,3	1,1	1,0	0,7	2,2	-0,3	-0,5	-0,7	-0,9	0,5
2000	-3,0	1,7	1,5	3,3	0,9	0,7	-1,4	-1,5	0,2	-2,1	-2,3
2001	0,5	0,7	0,7	2,0	0,9	-0,9	1,2	1,2	2,5	1,5	-0,4
2002	0,9	1,7	1,7	2,2	0,7	0,0	2,5	2,6	3,1	1,5	0,9
2003	3,0	2,0	1,3	0,6	0,4	-0,5	5,1	4,3	3,6	3,5	2,5
Variación acumulada respecto a diciembre de 1998											
dic-99	-3,9	1,8	1,2	0,5	0,7	2,3	-1,8	-2,8	-3,0	-3,2	-1,7
dic-00	-5,2	3,2	3,0	5,2	2,2	3,9	-3,1	-2,4	-1,3	-3,1	-1,5
dic-01	-4,5	3,5	3,8	6,0	2,7	2,3	-1,4	-0,9	1,0	-1,9	-2,3
dic-02	-2,8	6,1	5,9	8,6	3,0	1,4	2,7	2,9	5,0	0,2	-1,4
dic-03	0,0	8,0	6,9	7,6	3,8	-1,1	7,2	6,9	6,8	3,8	-1,1
Frente a la zona del euro											
1998	-0,4	2,5	0,7	3,1	0,4	0,4	2,1	0,3	2,7	0,0	0,1
1999	-0,1	1,4	1,2	0,1	0,8	1,9	1,3	1,1	0,0	0,6	1,7
2000	0,0	1,9	1,4	3,0	0,2	0,1	1,9	1,4	3,0	0,2	0,1
2001	0,0	0,6	0,4	1,9	0,6	-0,6	0,6	0,4	1,9	0,6	-0,6
2002	0,0	1,2	1,4	1,7	0,4	-0,2	1,2	1,4	1,7	0,4	-0,2
2003	0,0	1,7	1,1	0,1	0,5	0,4	1,7	1,1	0,1	0,5	0,4
Variación acumulada respecto a diciembre de 1998											
dic-99	0,0	2,2	1,1	-0,5	0,4	1,2	2,1	1,1	-0,5	0,4	1,2
dic-00	0,0	3,7	2,7	4,1	1,2	2,8	3,7	2,7	4,1	1,2	2,8
dic-01	0,0	3,6	3,1	4,7	1,4	1,1	3,5	3,2	4,7	1,4	1,1
dic-02	0,0	5,9	5,1	6,6	1,5	0,7	5,9	5,1	6,6	1,5	0,7
dic-03	0,0	7,6	5,9	5,2	2,6	-1,1	7,5	5,9	5,2	2,6	-1,1
Frente a los nuevos países industrializados (b)											
1998	23,7	—	-3,3	—	-7,0	—	—	19,6	—	15,2	—
1999	-9,6	—	0,7	—	2,5	—	—	-9,0	—	-7,4	—
2000	-14,7	—	1,7	—	1,8	—	—	-13,3	—	-13,2	—
2001	3,8	—	0,9	—	2,2	—	—	4,8	—	6,1	—
2002	5,0	—	2,5	—	0,8	—	—	7,7	—	5,7	—
2003	18,3	—	1,7	—	-1,4	—	—	20,4	—	16,7	—
Variación acumulada respecto a diciembre de 1998											
dic-99	-15,4	—	1,3	—	1,0	—	—	-14,3	—	-14,6	—
dic-00	-22,9	—	3,1	—	3,9	—	—	-20,5	—	-19,9	—
dic-01	-19,5	—	5,0	—	6,5	—	—	-15,4	—	-14,2	—
dic-02	-8,8	—	7,2	—	4,8	—	—	-2,2	—	-4,3	—
dic-03	8,7	—	8,7	—	4,0	—	—	18,2	—	13,0	—

FUENTE: Banco de España.

a. Medias anuales. Tasas de variación positivas indican pérdidas de competitividad, y viceversa.

b. Comprende los países de reciente industrialización: México, Corea, Singapur, Taiwán, Tailandia, Hong-Kong y Malasia, que no están incluidos en la agrupación de países desarrollados.



FUENTE: Banco de España.

a. Un aumento del índice indica pérdidas de competitividad, y viceversa.

camiento registrado en los años inmediatamente anteriores, en 2003 aumentó el índice de penetración de las importaciones. Esta evolución estuvo propiciada por el crecimiento de la demanda final, la apreciación del euro y la suave disminución de los precios de las importaciones.

Estos resultados se produjeron en un contexto caracterizado por la erosión de la posición competitiva de la economía española, tanto frente a la zona del euro como frente a los países no pertenecientes a dicha área (véanse cuadro II.5 y gráfico II.5). La apreciación del euro y el diferencial de inflación positivo que mantiene la economía española con la UEM explican el deterioro de su posición competitiva en los últimos años. Los distintos indicadores de precios y de costes muestran, en términos generales, una pérdida de competitividad a lo largo de 2003, aunque la magnitud de la misma depende del índice elegido. Entre los indicadores que mostraron un mayor deterioro, cabe destacar el basado en precios de consumo, que acumula desde 1999 una pérdida de competitividad frente a la UEM del 6%. En cuanto al resto de índices, el deterioro fue más moderado según los precios de exportación y los costes laborales unitarios de las manufacturas. En lo que se refiere al sector turístico, en 2003 se intensificó la pérdida de competitividad, a causa, en primer término, de la apreciación del euro (véase cuadro II.7). También contribuyó a esta pérdida la evolución de los precios, cuyo crecimiento, aunque atenuado, siguió superando al de los países competidores y clientes. Así, el IPC de turismo y hostelería aumentó un 4,2% en 2003, frente a un avance más moderado del índice de precios hoteleros (IPH), del 2,2%. A medio plazo, la evolución de la competitividad depende de un conjunto de factores estructurales, como la productividad, la dotación de capital humano y la modernización de la estructura productiva y comercial. Aunque en España se han registrado avances en estos ámbitos, sigue habiendo una serie de deficiencias que limitan la capacidad de adaptación a los cambios en la demanda internacional. Así, aún se mantiene una brecha considerable con la media de la UE, que, en el caso del nivel de productividad, se ha ampliado en los últimos años. También resulta necesario reducir el amplio diferencial en gasto en I+D respecto a la media de la UE, que prácticamente dobla el esfuerzo inversor español en términos de PIB. Este diferencial es particularmente significativo en el caso de las manufacturas y de las industrias de alta tecnología.

PAÍSES MIEMBROS (a)

UE 15 = 100

	ESPAÑA	NUEVOS MIEMBROS
<i>PIB per cápita</i> (miles de PPC del euro de 1995)	85,3	50,3
<i>Tasa de empleo</i> (%)	88,6	87,3
<i>Productividad aparente del trabajo</i> (miles de PPC del euro de 1995 por ocupado)	93,5	55,4
<i>Gasto en ITC</i> (% PIB)	77,4	133,0
<i>Gasto en I+D</i> (% PIB)	48,0	41,3
<i>Gasto público en educación</i> (% PIB)	87,9	93,7
<i>Población con al menos educación secundaria</i> (25-64 años)	64,4	124,3
<i>Población joven con al menos educación secundaria</i> (20-25 años)	85,7	119,0

FUENTE: Eurostat.

a. Último dato disponible. El dato correspondiente a los nuevos países miembros es una media ponderada en función del PIB.

La ampliación de la UE hacia los países de Europa Central y del Este, cuyo peso en las exportaciones e importaciones españolas es reducido (un 4,3% y un 4,4% del total, respectivamente), incrementará, previsiblemente, las presiones competitivas a las que se enfrenta nuestra industria exportadora, aunque también supone nuevas oportunidades para la misma. Los países miembros de la UE recién incorporados mantienen ventajas comparativas significativas en términos de costes y de localización frente a España. Asimismo, presentan, en términos generales, una mejor dotación en capital humano y realizan mayores esfuerzos inversores en educación (véase cuadro II.6). No obstante, su nivel de productividad es aún sensiblemente inferior al de España y, al mismo tiempo, el grado de diversificación por destino geográfico de su comercio exterior es menor que el español (dado el importante peso de Alemania, con más de un 31% del total, según Eurostat). Todo ello podría atenuar el impacto de la ampliación sobre la economía española.

En resumen, el rasgo más destacado del comportamiento de los flujos de comercio exterior durante 2003 fue su recuperación tras la desaceleración registrada en los dos ejercicios anteriores. Esta recuperación fue particularmente significativa en el caso de los bienes de capital, cuyo comercio se había contraído en el ejercicio anterior. El mayor dinamismo de las importaciones reales y la evolución de la relación real de intercambio explican el deterioro del desequilibrio comercial, que tuvo lugar tanto en términos nominales como reales. Así, el déficit comercial se situó en el 5,1% del PIB, claramente por encima de los niveles alcanzados en el inicio de anteriores fases expansivas. En la segunda mitad de 2003 se asistió a una desaceleración prácticamente generalizada de los flujos comerciales, en parte debido al repunte que había tenido lugar en el mismo período de 2002, pero, posiblemente, también relacionada con la apreciación acumulada del euro, por el lado de las exportaciones, y con una cierta desaceleración de la demanda final, por el lado de las importaciones. No obstante, el probable crecimiento de la economía internacional y la recuperación de la zona euro conforme transcurra 2004 contribuirán a impulsar el comercio exterior español, que continuaría condicionado por las pérdidas de competitividad acumuladas por la economía española.

En el año 2003, aunque el saldo positivo de la balanza de servicios aumentó un 2,6% en términos nominales, hasta alcanzar una cifra de 27.265 millones de euros, en términos de PIB disminuyó hasta situarse en el nivel más bajo desde 1997, un 3,7% del PIB. La moderada ampliación del superávit de servicios en términos nominales, tras la contracción experimentada en 2002, se explica tanto por el crecimiento de los ingresos, como por la desaceleración de los pagos (el 2,8% y el 2,9%, respectivamente). El aumento de los primeros se apoyó básicamente en los ingresos por turismo y viajes⁵ (3,7%), mientras que los correspondientes al resto de servicios se desaceleraron sensiblemente (crecieron un 1,6% en 2003, frente a un 7,1% en 2002). En conjunto, el superávit de la balanza de servicios se explica por la ampliación del saldo positivo de la rúbrica de turismo, que compensó el aumento del déficit de los servicios no turísticos. Así, en el primer caso, el superávit creció un 3,6% en términos nominales, hasta situarse en 29.556 millones de euros, el 3,9% del PIB. Por su parte, el déficit de los servicios no turísticos aumentó un 18,0% anual, hasta 2.291 millones de euros (el 0,3% PIB, dos décimas por encima del nivel de 2002, si bien permaneció por debajo de los niveles de la década anterior).

La recuperación de los ingresos por turismo de la Balanza de Pagos registrada en 2003 fue bastante moderada, especialmente si se considera la debilidad que los caracterizó en el ejercicio anterior. Los datos de la CNTR confirman este diagnóstico, ya que, en 2003, los ingresos reales se mantuvieron estancados, tras la fuerte contracción que, por primera vez en más de una década, se produjo en el año 2002. Durante el primer semestre de 2003, la evolución de los ingresos por turismo estuvo muy influida por las desfavorables condiciones económicas, así como por la elevada incertidumbre asociada al conflicto bélico en Irak y al estallido del brote de neumonía atípica en Asia, que tuvieron un claro efecto contractivo sobre la demanda turística a escala mundial. Adicionalmente, la apreciación acumulada por el euro a lo largo del año y la intensificación de la competencia vía precios generaron ventajas competitivas para determinados destinos alternativos. En la segunda mitad del año, parecía atisbarse un panorama algo más positivo, pero tanto la persistencia de factores de inestabilidad, como la débil recuperación de las principales economías europeas, impidieron una clara reactivación de la demanda turística.

Con el fin de proporcionar una visión más completa de la evolución del sector turístico en el año 2003 y de enmarcar el análisis realizado a partir de los datos de la Balanza de Pagos, a continuación se describe la evolución de algunos de los principales indicadores turísticos elaborados por otras fuentes oficiales. En concreto, se presentan datos de los flujos turísticos mundiales de la Organización Mundial de Turismo (OMT), de las estancias de visitantes extranjeros en hoteles extraídos de la Encuesta de Ocupación Hotelera⁶ (EOH), de la estadística de movimientos turísticos en fronteras, FRONTUR⁷, y, por último, de la encuesta de gasto turístico en fronteras (EGATUR).

En general, los indicadores turísticos mencionados confirmaron el escaso dinamismo de la demanda turística en 2003 (véase cuadro II.7), a pesar de la tímida recuperación observada a partir del último trimestre del año y comienzos de 2004. En 2003, según la estadística FRONTUR, las entradas de viajeros extranjeros se desaceleraron sensiblemente (un 3,1%

5. Esta rúbrica incluye los bienes y servicios adquiridos en España por viajeros residentes en el exterior que se desplazan, por estancias inferiores a un año, no solo por motivos personales (incluidos los de salud y educación), sino también para fines de negocios. En adelante se hará referencia en el texto a esta rúbrica con el nombre de «turismo», al igual que en ediciones anteriores. 6. Encuesta de Ocupación Hotelera, elaborada por el Instituto Nacional de Estadística (INE), con el objetivo principal de conocer el comportamiento de una serie de variables que permitan describir las características fundamentales del sector hotelero. 7. Encuesta elaborada por el Instituto de Estudios Turísticos (IET), con el objetivo de cuantificar y analizar las características de los flujos de entrada y salida de visitantes por las fronteras españolas.

Tasas de variación

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Ingresos por turismo y viajes nominal	10,9	14,5	10,1	10,2	12,8	13,3	13,5	11,0	8,5	-2,9	3,7
Ingresos por turismo y viajes real (a)	3,8	8,9	5,4	6,3	9,9	9,8	9,4	5,3	3,2	-7,3	0,0
Índice de competitividad frente a la OCDE medido con precios de consumo	-10,5	-4,8	1,2	2,3	-4,1	0,3	-0,5	-1,5	1,2	2,6	4,3
- Componente nominal	-11,6	-6,8	-0,9	0,8	-4,3	-0,3	-1,6	-3,0	0,5	0,9	3,0
PIB de la OCDE	1,4	3,2	2,5	3,0	3,5	2,7	3,1	3,9	0,9	1,8	2,0
PRO MEMORIA:											
Número de viajeros extranjeros alojados en hoteles	3,5	18,6	6,4	4,4	7,3	10,7	20,4	1,3	-0,5	-1,5	2,5
Pernoctaciones de extranjeros en hoteles	7,5	17,6	3,5	-1,0	5,2	6,0	21,5	-3,5	-0,2	-5,3	0,7
Número de turistas (FRONTUR)	-	-	-	3,7	9,2	9,7	7,8	2,4	4,6	4,5	0,0
PRO MEMORIA:											
Pagos por turismo y viajes nominal	6,5	-8,1	0,5	12,0	6,0	13,0	15,0	15,5	11,6	5,4	4,2
Pagos por turismo y viajes real (a)	-7,4	-14,7	-2,6	7,8	-1,5	10,4	12,3	9,6	9,5	4,7	6,0

FUENTES: OCDE, Instituto Nacional de Estadística, Instituto de Estudios Turísticos y Banco de España.

a. Cifras de la Contabilidad Nacional de España.

anual, frente a un 5,7% en 2002), como consecuencia del estancamiento de las correspondientes a turistas, que representan en torno al 65% del total. Un mayor dinamismo mostraron las entradas de excursionistas, cuya tasa de crecimiento (un 8,7% anual) aumentó ligeramente con respecto a la registrada en 2002, si bien su peso sobre el total resulta sensiblemente inferior. No obstante, la demanda del turismo español tuvo un comportamiento algo más favorable que la mundial, ya que, según los datos provisionales de la OMT, el número global de turistas disminuyó un 1,2% en 2003, lo que supuso el mayor descenso de los registrados para la serie histórica. Un análisis regional muestra que la evolución de los flujos de visitantes hacia España fue más positiva que la del conjunto de Europa occidental, donde cayeron un 3,0% anual. El comportamiento de las entradas de turistas en España fue similar al del conjunto de los países de Europa meridional, donde las entradas se estabilizaron en 2003 respecto a 2002. Menos favorable resulta la comparación con otros destinos, como el área del este y centro de Europa, que registró un crecimiento del número de turistas del 4,7%. Aunque favorecidas en parte por factores coyunturales, estas áreas continuaron consolidando su atractivo como destinos turísticos, lo que subraya el creciente grado de competencia internacional al que se enfrenta el sector turístico español.

Adicionalmente, los datos disponibles permiten deducir que, en 2003, continuó el proceso de cambio gradual en el perfil del turista que visita nuestro país, tal y como muestran la disminución de la estancia media de los turistas, la creciente utilización de líneas aéreas de bajo coste y el mayor crecimiento del número de visitantes extranjeros que utilizan alojamientos gratuitos en detrimento de los que utilizan establecimientos hoteleros. En 2003, según datos de la EOH, estos últimos se recuperaron moderadamente, con un crecimiento del 2,5% anual. Por su parte, el aumento de las estancias en alojamientos gratuitos fue ligeramente superior (2,9%). Conviene recordar que, a lo largo de los últimos años, se ha asistido a un significativo incremento de la proporción de turistas que recurren al alojamiento gratuito, hasta situarse, en 2003, cerca del 20% del total, frente al 14,5% que representaban en 1998. Los indicadores

de gasto disponibles evolucionaron en este sentido; así, la encuesta de gasto turístico EGATUR mostró un retroceso en términos nominales del 1,1% en el año 2003. Finalmente, cabe señalar la recuperación que, en el conjunto del año, mostraron las entradas de turistas por vía aérea, si bien los mayores avances se registraron en las líneas aéreas denominadas «de bajo coste», empleadas generalmente por turistas con un menor nivel de renta.

El análisis desagregado de las estadísticas de FRONTUR muestra una desaceleración de las entradas de turistas procedentes de la UE (1,1%), que constituyeron alrededor del 85% del total, mientras que se intensificó la caída de los turistas procedentes del resto del mundo (del 6,0%). Por países de origen, el comportamiento de las entradas de turistas fue heterogéneo. El turismo británico, nuestro principal mercado emisor (por encima del 30% del total), fue el más dinámico, con un crecimiento próximo al 10% anual, en línea con la demanda interna del Reino Unido, cuyo crecimiento superó sensiblemente al de la zona del euro, y a pesar de la apreciación del euro frente a la libra esterlina. La proliferación de las líneas aéreas de bajo coste siguió mostrándose como un factor dinamizador de las entradas de turistas británicos. Por el contrario, el mercado alemán, segundo en importancia relativa, con una cuota cercana al 20% del total, registró el cuarto retroceso anual consecutivo (un 3,2%), en línea con su desfavorable situación económica y los bajos niveles de confianza de los consumidores. Ambos factores también afectaron a los turistas procedentes de Francia, que cayeron un 5,1%, si bien dicho retroceso debe matizarse a la vista del notable avance registrado en 2002. En cuanto al turismo procedente de fuera de la UE, siguió mostrando una notable debilidad a pesar de la reactivación de las economías de algunos de los principales mercados emisores de turistas. Así, tras su drástica contracción en 2002, el mercado norteamericano no recuperó los volúmenes de períodos anteriores, registrando en 2003 unas entradas que todavía se encuentran por debajo de las del año 1999. A pesar de ello, las entradas de turistas procedentes de Estados Unidos mostraron un perfil creciente en la segunda mitad del año, coherente con la moderación de la incertidumbre vinculada al conflicto bélico en Irak. Por su parte, las entradas de turistas procedentes de Japón tuvieron un comportamiento más positivo, con un crecimiento anual del 5%, una vez que remitió la epidemia de neumonía atípica.

En resumen, la actividad del sector turístico español en el año 2003 estuvo fundamentalmente condicionada por la debilidad económica internacional y, en particular, por la de nuestros principales mercados emisores, así como por la elevada incertidumbre. Adicionalmente, y en un contexto de creciente competencia internacional, factores como la apreciación del euro, la evolución al alza de los precios relativos frente a países competidores y clientes, y la confirmación de determinados cambios en la estructura y el comportamiento de los turistas extranjeros que visitan España condicionaron los resultados del sector turístico español. No obstante, las perspectivas del turismo para 2004 son algo más favorables, sobre la base de una evolución positiva de la economía internacional y de la recuperación de la zona euro. En cualquier caso, persisten elementos de incertidumbre geopolítica que pueden afectar a la confianza de los agentes. En este sentido, en el momento de elaboración de este informe no se dispone de datos concluyentes que permitan valorar con exactitud la magnitud y duración del impacto sobre la actividad turística de los recientes atentados del 11-M en Madrid. La evidencia preliminar parece indicar que el conjunto del sector podría no resultar afectado de forma significativa, ya que se prevé que los efectos de estos acontecimientos sean de carácter local y, posiblemente, transitorio.

Por lo que respecta a los pagos nominales por turismo, según la Balanza de Pagos, aumentaron un 4,2% en el año 2003, con lo que se mantuvo el perfil de desaceleración iniciado en el año 2001 a raíz de los acontecimientos del 11-S. En términos reales, según datos de la

Tasas de variación

	INGRESOS			PAGOS		
	UE	ESPAÑA		UE	ESPAÑA	
	2002	2002	2003	2002	2002	2003
TOTAL SERVICIOS	3,8	1,5	2,8	2,4	4,0	2,9
Servicios menos transporte y turismo y viajes	6,1	9,0	1,7	2,6	4,8	3,4
<i>De los cuales</i>						
Relacionados con nuevas tecnologías	1,4	7,6	-3,5	-5,2	3,0	-6,8
<i>De los cuales</i>						
Comunicaciones	-4,5	7,5	-7,2	-3,4	4,6	0,9
Servicios informáticos	4,1	8,6	-2,6	1,7	-1,5	-11,9
Audiovisuales y relacionados	5,4	-1,2	0,5	-20,7	8,8	-6,6
Servicios de construcción	-1,2	9,9	-6,9	0,6	40,4	-5,4
Servicios financieros y de seguros	18,1	1,2	5,5	12,6	9,3	12,1
Servicios prestados a las empresas	3,1	9,9	3,6	2,1	4,0	3,3
<i>De los cuales</i>						
Comerciales	-5,0	-14,8	-1,3	6,2	-5,3	8,2
<i>Leasing operativo</i>	-0,8	12,3	28,6	-11,6	0,0	2,3
Otros servicios prestados a las empresas	5,7	13,3	3,9	1,9	5,3	2,9
Royalties y rentas de la propiedad intelectual	3,6	-3,8	22,0	-1,6	2,6	15,3

FUENTE: Banco de España.

CNTR, los pagos por turismo aumentaron un 6,0% en el año 2003, por encima del crecimiento del 4,7% del año 2002. La tasa de avance de los pagos reales en 2003 superó en tres puntos porcentuales a la del consumo privado interior, favorecida por la moderación de la incertidumbre que caracterizó el año 2002 y el comienzo de 2003.

En 2003, según los datos de Balanza de Pagos, las rúbricas de ingresos y pagos de servicios no turísticos crecieron moderadamente (véase cuadro II.8), tras varios años de elevado dinamismo, en un contexto de integración internacional de las empresas españolas. Como se ha comentado más arriba, en 2003 el ritmo de crecimiento de los ingresos de los servicios no turísticos se atenuó de forma significativa, desde el 7,1% de 2002 hasta el 1,6%, debilitados por la atonía de la zona del euro, con la que se realiza el grueso de las transacciones españolas de servicios no turísticos. Por su parte, los pagos por servicios no turísticos redujeron su tasa de crecimiento de forma más suave, en un 1,1% anual, hasta situarse en el 2,6% en 2003. Hay que señalar que este comportamiento coincidió con la ralentización del proceso de liberalización de las transacciones internacionales de servicios, fruto de la falta de acuerdo de la última ronda multilateral de la OMC, uno de cuyos temas centrales fueron los servicios. Los factores anteriores condicionaron la evolución del peso en la economía española de los ingresos y pagos por servicios no turísticos, que, en ambos casos, frenaron su tendencia ascendente. De este modo, el peso de los ingresos en el PIB se redujo dos décimas en 2003, hasta situarse en el 4,2%, mientras que los pagos pasaron del 4,8% del PIB, en 2002, al 4,6%, en 2003.

En 2003, los servicios de transporte volvieron a registrar un saldo positivo, en un contexto de moderados aumentos de sus ingresos y pagos (1,6% y 0,7%, respectivamente), que crecieron prácticamente la mitad que en el ejercicio anterior. Este comportamiento contrastó con el

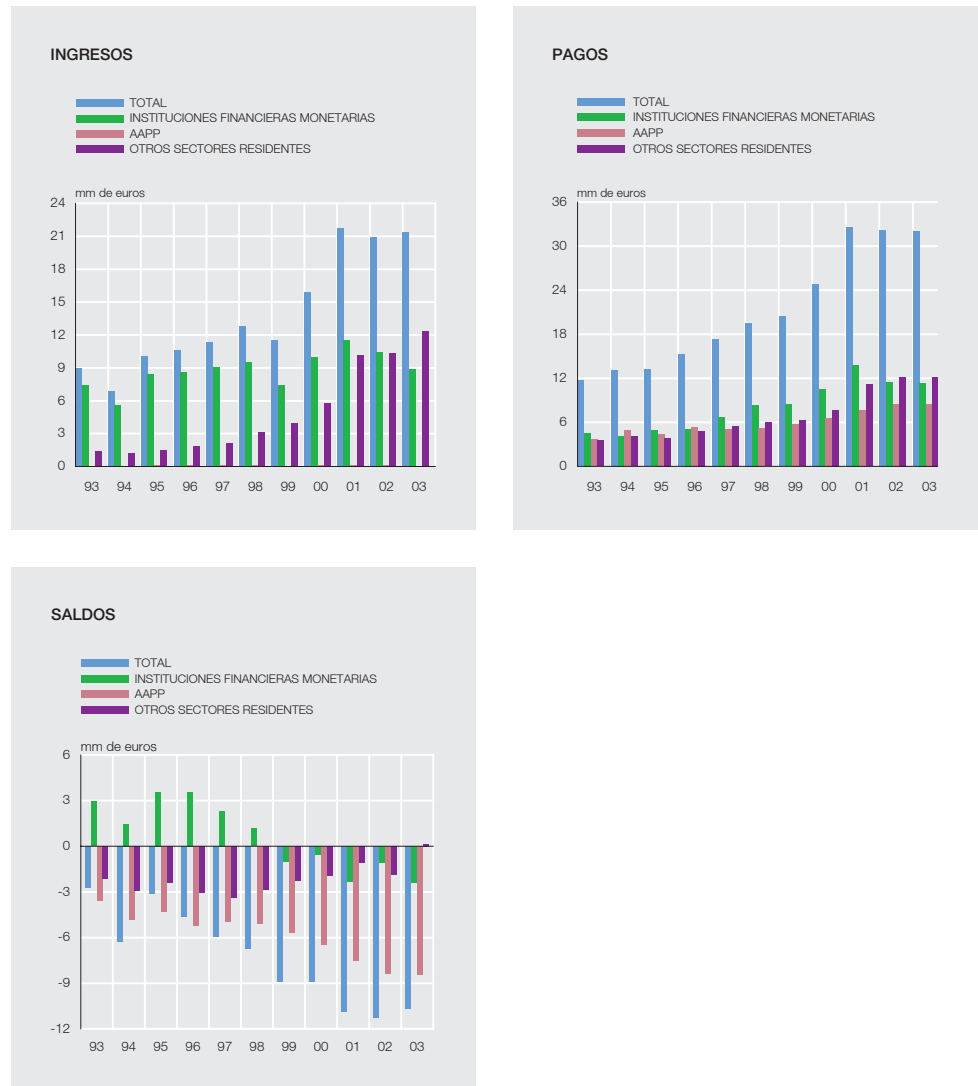
repunte de los flujos comerciales, con los que, en parte, está relacionado. En cuanto al resto de los servicios no turísticos, en términos agregados, tanto los ingresos como los pagos redujeron su dinamismo, especialmente los primeros (un 3,4% y un 1,7%, respectivamente). Con este dato, se confirmó la senda de moderación del conjunto de estas rúbricas iniciada en 2001 (véase cuadro II.8). No obstante, el dato agregado de 2003 encubre un comportamiento bastante heterogéneo de las distintas partidas. Los servicios relacionados con las nuevas tecnologías mantuvieron su saldo positivo, en un contexto de caídas de sus ingresos y pagos, más intensas en los últimos. A ello contribuyó, posiblemente, que, tras la contracción de la actividad experimentada por los sectores de alta tecnología en España en 2002, estos registrasen un dinamismo moderado en 2003. Los servicios de construcción también tuvieron un comportamiento débil, especialmente en el lado de los ingresos, que descendieron un 6,8%, tras unos años de elevado dinamismo. Por su parte, los servicios financieros y de seguros aumentaron sus tasas de crecimiento, mientras que los ingresos por servicios prestados a empresas la redujeron del 9,9%, en 2002, al 3,6%. Los pagos por este concepto se desaceleraron levemente, lo que provocó la ampliación del déficit de esta rúbrica. Por el contrario, los ingresos de *royalties* y rentas de la propiedad inmaterial se recuperaron sensiblemente (un 22%), después de dos años de comportamiento negativo. No obstante, el repunte de los pagos por este concepto (del 15,3%) propició el deterioro del saldo correspondiente.

II.2.3 BALANZA DE RENTAS

En 2003, el déficit de la balanza de rentas disminuyó un 6,1%, tras la sensible ampliación registrada los últimos años, de manera que se situó en 10.586 millones de euros, lo que representó un 1,4% del PIB, dos décimas menos que en 2002. Dicha corrección se debió, fundamentalmente, a la leve reducción de los pagos (del 0,6%), así como a la moderada recuperación de los ingresos (del 2,1%). Como resultado de su reducido dinamismo, la participación en el PIB de los ingresos y pagos por rentas se redujo levemente en 2003 por segundo año consecutivo, y se situó en el 3,1% y 4,7% del PIB, respectivamente, tras el aumento que marcó el final de la década de los noventa, en consonancia con el proceso de internacionalización de la economía española.

Por sectores institucionales, la mejora del saldo de rentas se concentró en los Otros sectores residentes (OSR), como se aprecia en el gráfico II.6. Así, el repunte de los ingresos se explica en su totalidad por la reactivación de los ingresos de los OSR, que crecieron un 19,2%, mientras que los pagos por rentas de este sector prácticamente se mantuvieron estables, después del significativo aumento registrado el año anterior. Por su parte, prosiguió la caída de los flujos correspondientes a las Instituciones financieras monetarias (IFM), particularmente intensa en el caso de los ingresos (del 17,0% en 2003 y del 8,9% en 2002), mientras que los pagos disminuyeron a un ritmo más suave (un 1,8% anual). En cuanto a las Administraciones Públicas (AAPP), su déficit de rentas, que se corresponde en su mayor parte con los pagos de intereses de la deuda pública en manos de no residentes, aumentó tan solo levemente, frente a los importantes incrementos de años anteriores. Esta evolución estuvo favorecida por la política de recompra de títulos llevada a cabo por las AAPP, la disminución de los tipos de interés, en un contexto de mejor situación financiera del sector público.

El cuadro II.9 presenta el desglose de los flujos de las rentas de inversión por instrumentos. En él se aprecia que la disminución del déficit de rentas en 2003, antes comentada, fue posible gracias al dinamismo de los ingresos de las inversiones directas (24,2%, frente al 8,5% en 2002), que permitió compensar la caída de los ingresos derivados de las rentas de otras inversiones. Los ingresos de rentas de inversión directa se reactivaron de forma apreciable en 2003 como consecuencia, entre otros condicionantes, de la mejoría del contexto económico a lo largo del año, en particular en Latinoamérica, lo que permitió la recuperación de los beneficios



FUENTE: Banco de España.

empresariales. Por el contrario, los pagos de inversión directa descendieron un 8,4% anual, y no reflejaron todavía la recuperación de la actividad y la rentabilidad de las empresas residentes que, con la excepción de la industria, tuvo lugar en 2003. Por su parte, los ingresos de las rentas de inversión en cartera, afectados por la disminución de los tipos de interés, se desaceleraron sensiblemente (un 6,7% en 2003, frente al 26,7% en 2002), lo que contrastó con el dinamismo de años previos. Por el contrario, el ritmo de crecimiento de los pagos de las rentas de inversión en cartera aumentó cuatro décimas, hasta el 9,1% anual. Ello se debió, básicamente, a los pagos a no residentes por sus inversiones en renta fija privada, en línea con el incremento de las compras por no residentes de estos valores. La evolución de estos pagos compensó la de los correspondientes a la deuda pública, en el contexto mencionado de recompra de títulos llevada a cabo por el Tesoro Público. Finalmente, en 2003 prosiguió la caída de los flujos de rentas de las otras inversiones (préstamos y depósitos), cuantitativamente los más importantes. Esta disminución fue significativamente mayor en el caso de los ingresos (del 21%, frente a una reducción del 5,9% por el lado de los pagos), lo que dio lugar a una ampliación de los pagos netos. En un entorno de bajos tipos de interés, el dinamismo de la financiación exterior captada mediante préstamos y depósitos, especialmente relevante en el caso de las IFM, pudo atenuar la disminución de los pagos de rentas de las otras inversiones.

Tasas de variación

	MEDIA 93-00	2001	2002	2003
INGRESOS:				
Total rentas de inversión	8,5	36,3	-3,7	2,1
Inversiones directas	29,7	147,7	8,5	24,2
Inversiones de cartera	31,8	36,8	26,7	6,7
Otras inversiones	1,9	10,2	-29,9	-21,0
PAGOS:				
Total rentas de inversión	11,4	31,1	-1,2	-0,6
Inversiones directas	20,1	40,9	11,8	-8,4
Inversiones de cartera	11,4	24,4	8,7	9,1
Otras inversiones	8,9	32,7	-14,4	-5,9

FUENTE: Banco de España.

II.2.4 BALANZA DE
TRANSFERENCIAS CORRIENTES

En 2003, el saldo positivo por transferencias corrientes experimentó un fuerte recorte, del 86,1%, hasta descender a 336 millones de euros. En términos de PIB, el superávit se situó en un 0,05%, tres décimas de PIB por debajo del nivel de 2002 y claramente inferior a los valores de ejercicios precedentes. Dicho resultado se explica por el notable incremento de los pagos por transferencias corrientes (del 21,1% anual), en un contexto de desaceleración de los ingresos, que solo crecieron un 3,9%.

Por sectores institucionales, tanto las AAPP como el sector privado contribuyeron a la reducción del superávit de la balanza de transferencias corrientes (véase cuadro II.10). Destacó la ampliación del déficit de las operaciones realizadas por las AAPP, que se elevó un 26,7%. Dicho aumento fue consecuencia del incremento de las contribuciones al presupuesto de la comunidad europea, en particular de los pagos por recurso al PNB⁸, que crecieron un 29,3%. Este ascenso se explica por una serie de factores; en primer lugar, los pagos realizados en 2002 fueron inferiores a lo presupuestado inicialmente, como consecuencia de la infrutilización de los Fondos Estructurales en 2001 por parte de los Estados miembros de la UE, lo que redujo, un año más tarde, las aportaciones por recurso al PNB. Adicionalmente, el aumento del peso del PNB de España en el conjunto de la UE propició el incremento de la proporción del Presupuesto Comunitario financiado por España, a lo que se unió la elevación de la compensación británica y la disminución de las aportaciones de Alemania, Austria, Países Bajos y Suecia. Por su parte, el recurso del IVA retomó la senda creciente interrumpida en 2002 y se elevó un 5,2%, gracias al dinamismo de la recaudación por esta figura impositiva en España, mientras que los recursos propios tradicionales aumentaron un 5,9% y recuperaron el nivel de 2001. Por el contrario, los ingresos por transferencias correspondientes a las AAPP se redujeron un 2,0%, tras el impulso experimentado el ejercicio anterior, a consecuencia, básicamente, de la disminución del importe del Fondo Social Europeo, en un contexto de avance de la economía española en el proceso de convergencia real con la Unión.

8. El importe global del recurso al PNB es la diferencia entre los gastos comunitarios y el resto de ingresos. Su monto se reparte entre los Estados miembros en proporción a sus respectivos PNB.

Millones de euros

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Ingresos	6.788	6.913	10.542	9.926	10.408	12.221	13.515	10.857	12.185	14.950	16.608
Transferencias corrientes	4.282	4.707	5.978	5.208	6.408	7.117	7.268	6.327	7.308	7.806	8.191
Públicas											
FSE	634	464	1.472	1.270	1.816	1.746	1.969	797	1.085	1.795	1.653
Otros fondos	29	34	56	51	56	55	63	48	53	79	79
Privadas											
FEOGA-Garantía	3.619	4.209	4.450	3.887	4.535	5.317	5.237	5.482	6.170	5.933	6.459
Transferencias de capital	2.506	2.206	4.564	4.718	4.000	5.104	6.247	4.530	4.877	7.144	8.417
FEDER	1.683	1.560	2.691	2.521	2.547	2.823	3.727	2.819	3.381	4.046	5.344
FEOGA-Orientación	629	282	850	932	731	1.096	1.410	514	628	978	1.274
Fondo de Cohesión	195	364	1.023	1.265	723	1.184	1.111	1.197	869	2.120	1.800
Pagos	4.510	4.891	3.781	4.510	5.482	5.998	6.415	6.660	6.777	6.967	8.193
Transferencias corrientes	4.416	4.786	3.687	4.456	5.411	5.857	6.329	6.552	6.729	6.880	8.065
Públicas											
Recursos propios tradicionales (a)	594	627	791	667	700	823	910	1.020	1.005	949	1.005
Recurso IVA	2.917	2.598	2.152	2.474	2.746	2.617	2.842	2.889	3.135	2.525	2.656
Recurso PNB	906	1.560	743	1.315	1.966	2.416	2.578	2.643	2.589	3.406	4.405
Transferencias de capital	94	106	94	54	71	141	86	109	48	87	129
Privadas											
FED	94	106	94	54	71	141	86	109	48	87	129
Saldo	2.278	2.022	6.761	5.416	4.927	6.223	7.101	4.197	5.408	7.983	8.415

FUENTE: Dirección General de Presupuestos (Secretaría de Estado de Hacienda).

a. El 25% (10% hasta 2001) del importe que corresponde a este concepto realmente no se paga, ya que es la cantidad que el Estado español percibe por su gestión de la recaudación de estos recursos. En Balanza de Pagos se recoge el pago bruto en transferencias corrientes y el mencionado 25% en ingresos de servicios gubernamentales.

La disminución del saldo positivo del sector privado (del 7,9%) se debió al importante avance de los pagos, que superó con creces el repunte de los ingresos (27,4% y 5,1%, respectivamente). El elevado dinamismo de los primeros no se compensó con los aumentos de las transferencias procedentes de la UE (un 4,9% anual), vinculadas en buena medida con los fondos FEOGA-Garantía destinados al sector agropecuario (que crecieron un 8,9%) y, en menor medida, con los ingresos englobados en otras transferencias corrientes. Por el lado de los pagos, de nuevo destacó el crecimiento, superior al 20% anual, de las remesas de emigrantes, que ya representan más de la mitad de las transferencias corrientes al exterior efectuadas por el sector privado. Esta evolución muestra la importancia creciente del fenómeno de la inmigración en la economía española (véase recuadro II.2, «Los pagos de las remesas de emigrantes en la Balanza de Pagos»). Por su parte, los ingresos relacionados con las remesas de emigrantes españoles en el exterior registraron un leve descenso.

En el período 1994-2003, los pagos de la rúbrica de Remesas de emigrantes de la Balanza de Pagos española pasaron en valor absoluto de 312 millones de euros a 2.895 millones, lo que, en términos de PIB, supuso, en el primer año el 0,1%, y el 0,4% en el último. En la rúbrica de Transferencias corrientes, su peso se incrementó desde el 4,9% hasta el 19,0%, y en relación con el total de pagos de la Cuenta corriente su importancia pasó del 0,3% al 1,1%.

Si bien los datos de Balanza de Pagos reflejan la importancia creciente del fenómeno de la inmigración en España, el sistema de información utilizado para la estimación de la rúbrica considerada, basado en la declaración de cobros y pagos exteriores, no está exento de limitaciones. Una de las principales radica en el hecho de que la población inmigrante es un colectivo todavía poco integrado financieramente. Esta característica provoca la canalización de parte de las remesas por cauces no oficiales, es decir, al margen de las entidades que declaran sus operaciones al Banco de España¹. Además, el sistema de información está afectado por la existencia de umbrales mínimos de declaración elevados (12.500 euros desde enero de 2001), que particularmente afectan a la rúbrica de Remesas de emigrantes por incluir numerosas operaciones de importes inferiores a dicho límite².

La consideración de estas dificultades adquiere mayor relevancia si, además del peso adquirido por la rúbrica en los principales agregados, tenemos en cuenta que, en España, el colectivo de inmigrantes registró una tasa de crecimiento muy elevada a lo largo del período 1994-2003 (20,9% anual en media), hasta representar en el año 2003 el 6,2% del total de la población.

Con el objeto de valorar la posible incidencia de las limitaciones mencionadas en los pagos de la rúbrica de Remesas de emigrantes, en este recuadro se presentan los factores determinantes de este tipo de transferencias, se analizan las características de la población inmigrante en España y, por último, se comparan los pagos registrados en esta rúbrica con una estimación que aproxima su valor máximo atendiendo a los factores y características anteriores.

En los últimos años, son muchos los trabajos, tanto teóricos como empíricos, dedicados a la identificación de los factores determinantes de las remesas, debido al significado que estas han cobrado como fuente de divisas exteriores para los países en vías de desarrollo. Los principales estudios realizados al respecto³ distinguen dos tipos de remesas: las remesas fijas y las discrecionales. Las remesas fijas están motivadas por el altruismo, es decir, por el incremento del bienestar de la familia que permanece en el país de origen, y por la devolución de los fondos recibidos para financiar la emigración o los

gastos de educación del emigrante. Estas dependerán fundamentalmente del tamaño de la unidad familiar, del nivel de pobreza de la misma y de la relación del emigrante con su familia. En los trabajos empíricos, estos factores se aproximan mediante variables como el nivel de renta y la tasa de inflación en el país de procedencia. Cuanto mayor sea el diferencial que estas variables presentan respecto al país de acogida, mayor será su importancia en la decisión del envío de remesas. A diferencia de las primeras, las llamadas «remesas discrecionales» tienen por objeto el interés propio o la financiación de inversiones reales o financieras en el país de origen. Esta motivación dependerá en gran medida de la intención del inmigrante de regresar a su país y de la estabilidad económica, financiera y política en el mismo. En este caso, se considera que los diferenciales en los tipos de interés y en los tipos de cambio entre el país de origen y el país de acogida reflejan adecuadamente los parámetros anteriores.

La evidencia empírica disponible coincide en señalar la mayor importancia de las denominadas «remesas fijas» frente a las discrecionales. En este sentido, la mayoría de los estudios concluyen que el nivel de renta y los lazos familiares son factores claves en la determinación de las remesas, mientras que los tipos de interés y los tipos de cambio parecen tener una escasa influencia⁴.

Sea cual sea la motivación que subyace a la decisión individual del envío de remesas, el volumen de pagos que, por este concepto, realice un país estará condicionado por el número de inmigrantes, por el perfil de este colectivo (nacionalidad, edad, sexo y nivel de estudios) y por su integración en el mercado laboral doméstico (tasas de actividad y distribución por sectores), así como por la situación económica del país emisor.

En el caso de España, tanto por su importancia cuantitativa como por sus características, la población inmigrante puede agruparse en dos colectivos bien diferenciados: los procedentes de países de la UE⁵ y el resto.

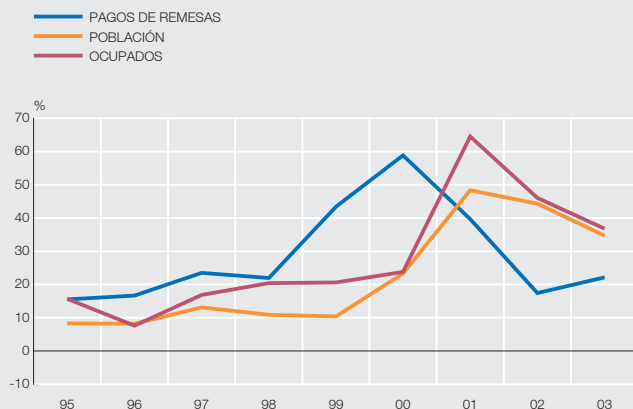
Para los extranjeros procedentes de países de la UE, teniendo en cuenta, en primer lugar, los datos de renta en los países de origen y los diferenciales con el nivel de renta en España y, en segundo lugar, la convergencia registrada en los tipos de interés y, en la mayoría del área considerada, también en los tipos de cambio, cabría esperar que ni las remesas fijas ni las discrecionales fueran muy relevantes. Por último, la estructura por edades de la población de la UE en España (en el año 2003 el 19% fueron mayores de 64 años y el 35% mayores de 54 años) parece confirmar que la residencia en España de este colectivo no esté vinculada al envío de remesas a su país de origen y que, por tanto, su incidencia como remesadores potenciales sea escasa.

En cuanto al segundo grupo, el de los extranjeros procedentes de países no de la UE, este se caracteriza por unos niveles de renta en los países de origen inferiores a los de la UE y por ser una población joven y con unas tasas de actividad elevadas y superiores a las europeas. Según las teorías antes mencionadas, estas características

1. Si bien las empresas denominadas «remesadoras» no son declarantes directos, la información relativa a sus operaciones es suministrada por las entidades de depósito residentes a través de las que canalizan sus transferencias internacionales. 2. Las entidades declarantes comunican el importe de las operaciones inferiores al umbral, pero no especifican su concepto. El reparto de estos importes inferiores al umbral entre las distintas rúbricas de la Balanza de Pagos es estimado teniendo en cuenta, como indicador principal, el correspondiente a las operaciones de importes inmediatamente superiores. 3. Véanse Sadek Wahba (1991), *Factores que determinan las remesas de los trabajadores*; El-Sakka y Robert McNabb (1999), *The Macroeconomic Determinants of Emigrant Remittances*; Stark y Lucas (1988), *Migration, Remittances and Family*.

4. Los tipos de interés y tipos de cambio parecen afectar más a la distinción entre remesas oficiales/no oficiales y su influencia dependerá, en gran medida, de la profundidad del mercado negro de divisas en el país de origen. 5. No incluye a los países de nuevo acceso.

REMESAS DE EMIGRANTES Y POBLACIÓN EXTRANJERA (a)



FUENTES: Banco de España, INE y Ministerio del Interior.

a. Tasa variación interanual.

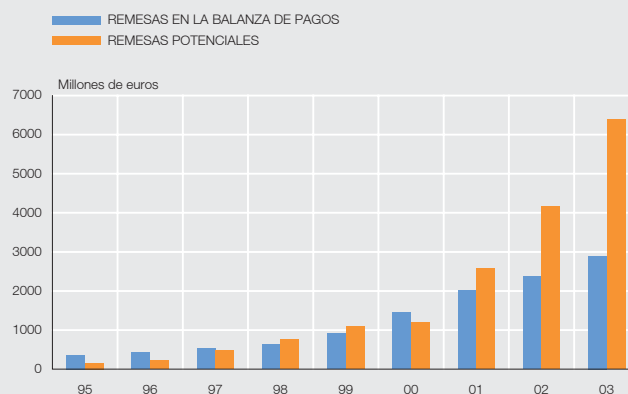
indicarían que, en este caso, las remesas vendrían determinadas, en gran medida, por motivos altruistas y por la devolución de ayudas recibidas. Además, cabría esperar que este colectivo destinara un porcentaje elevado de su renta disponible al envío de transferencias a sus países de origen, hipótesis que la evidencia empírica parece confirmar. En cambio, en lo que se refiere a las remesas por motivo inversión, teniendo en cuenta el bajo nivel de renta de este colectivo y, adicionalmente, el posible efecto disuasorio de las recientes crisis financieras en Latinoamérica (colectivo con un peso del 50,4% del total de extranjeros no de la UE), cabría esperar que estas no fueran tan importantes como las fijas.

La distribución geográfica de los pagos de la rúbrica de Remesas de emigrantes parece avalar los resultados apuntados por la teoría: en el año 2003, el 3,5% de los pagos tuvo como destino países pertenecientes a la UE (siendo el peso de esta población del 22%), mientras que los enviados a Latinoamérica representaron el 57% del total (con un peso en la población del 39%). Si se suman a las últimas las registradas con el país de contrapartida Estados Unidos, país a través del que se canaliza buena parte de las remesas a la zona considerada, el porcentaje de los pagos de remesas sobre el total ascendió al 91%.

A continuación, una vez caracterizada la población extranjera en España, se compara la evolución de los datos de Balanza de Pagos, en primer lugar, con las series de población extranjera disponibles y, en segundo lugar, con una estimación de lo que podríamos denominar «remesas potenciales». Para el cálculo de las remesas potenciales se han estimado tanto la renta⁶ como los gastos corrientes de la población inmigrante. Dadas las diferencias existentes dentro del colectivo considerado (tasas de actividad, sector de ocupación, etc.) y su repercusión en las variables renta y gasto, se han considerado cuatro grupos de inmigrantes según el área de procedencia: Unión Europea, Resto de Europa, Latinoamérica y Resto del mundo. Así, el

6. La estimación de la renta únicamente recoge el componente salarial. Teniendo en cuenta las características de un elevado porcentaje de la población objeto de estudio, el componente no salarial puede considerarse poco relevante.

REMESAS DE EMIGRANTES Y ESTIMACIÓN POTENCIAL



nivel de renta se ha estimado teniendo en cuenta los datos de actividad específicos de cada área y las correspondientes tasas de ocupación por sector, así como las ganancias medias en cada uno de ellos. Por último, se han deducido cotizaciones sociales y gastos corrientes⁷. En cuanto al gasto corriente, su estimación se ha realizado a partir del gasto medio por persona de la población española⁸ y de su desglose por tipo de gasto. Se ha supuesto que el patrón de consumo del inmigrante difiere del de la población española y, en consecuencia, en la cesta de consumo del colectivo de inmigrantes se han minorado determinados tipos de gasto con cierto peso en la estructura de gasto medio de los españoles. La renta disponible para el envío de remesas así calculada debe interpretarse como un máximo y no como una estimación de las remesas reales.

En los datos recogidos en los gráficos se pueden observar dos períodos diferenciados: hasta el año 2000 y a partir del año 2001. Hasta el año 2000, las tasas de crecimiento de las series de población fueron inferiores a las correspondientes a la serie de pagos de la rúbrica de Remesas de emigrantes. La evolución de la población inmigrante a lo largo de este período estuvo muy influida por los procesos de regularización extraordinaria de los años 1996 y 2000. En torno a esos años, el crecimiento de la población inmigrante, según las cifras oficiales, registró aumentos importantes, en especial después del año 2000. En los años 1999 y 2000, las diferencias entre las tasas de crecimiento de la población extranjera y las de las remesas fueron significativas y las cifras de Balanza de Pagos habían adelantado el mayor dinamismo de la población inmigrante que posteriormente se reflejó en las cifras oficiales de población. Tras este desfase inicial, en el que las tasas de los pagos de remesas rebasaron a las de la población, a partir del año 2001 las segundas han superado a las primeras, reflejando el efecto «aglomeración» que acompaña a los procesos de regularización extraordinarios, efecto que viene dado tanto por la atracción de nuevos inmigrantes, como por la con-

7. Dado el mínimo exento actual y la renta salarial media percibida por la mayor parte del colectivo inmigrante, cabe esperar que los pagos por IPRF no sean significativos. 8. El gasto medio se ha obtenido de la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares.

centración temporal de las solicitudes de los ya existentes. En este segundo período, el menor crecimiento que han registrado los pagos de remesas podría estar motivado por el incremento en el umbral de declaración que tuvo lugar en enero de 2001, pasando de 3.005 euros a 12.500. En lo que se refiere a la comparación de las remesas registradas con las potenciales, es importante señalar que las potenciales están afectadas, en gran medida, por las estadísticas que recogen la evolución del mercado laboral. La menor magnitud de las remesas potenciales frente a las registradas en los primeros años podría explicarse por las altas tasas de paro que la población extranjera presentó en el período 1994-1997 (21,5% en media). A partir del año 2001, los ocupados extranjeros han mostrado crecimientos muy significativos y las remesas potenciales han superado a las registradas. Este aumento del colectivo de inmigrantes ocupados en el último período ha contribuido a que la brecha entre las cifras de Balanza de Pagos y la estimación de las remesas potenciales haya aumentado hasta valores que, en los últimos años, parecen apuntar la posibilidad de una infravaloración de las primeras.

Si bien no es posible, a partir de estos datos, cuantificar la probable infravaloración de los pagos de la rúbrica de Remesas de emigran-

tes, sí se puede destacar que las cifras registradas en los últimos años parecen no reflejar adecuadamente el crecimiento de la renta de la población objeto de estudio.

A pesar de que la Balanza de Pagos no escapa a los problemas complejos que la medición estadística de las migraciones plantea, los problemas que específicamente afectan a esta estadística podrían, en parte, solventarse a medida que la población inmigrante adopte pautas de comportamiento financiero similares a las que se consideran tradicionales. En este sentido, las entidades bancarias ya han puesto en marcha estrategias concretas orientadas a cubrir las necesidades de este nuevo colectivo. Si este cambio de comportamiento tuviera lugar, la correcta medición de la rúbrica de Remesas de emigrantes todavía tendría que superar otro tipo de dificultades. En concreto, las derivadas del actual contexto de integración económica y monetaria para los países que, como España, utilizan sistemas de información basados en la declaración de cobros y pagos exteriores. Entre estas, se pueden destacar la integración de los sistemas de pagos internacionales y la probable elevación del umbral de declaración para las transferencias en euros entre entidades de crédito residentes en la UE.

II.3 Balanza de capital

El superávit de la balanza de capital, cuya evolución depende, en la práctica, de las transferencias de capital con la UE, dada la escasa importancia de las privadas, se amplió en 2003 un 13,2%, hasta situarse en 8.762 millones de euros. De este modo, ascendió al 1,2% del PIB, una décima más que en 2002. Hay que señalar que esta expansión del saldo de la balanza de capital se unió al fuerte incremento registrado el año anterior (del 39,1%). El incremento de los ingresos, que ascendió al 17,8%, se concentró en los fondos FEDER (32,1% anual), destinados a reducir los desequilibrios interregionales en el seno de la Unión y cuantitativamente los más importantes de la UE. En menor medida, contribuyeron los fondos FEOGA-Orientación (que crecieron un 30,3% anual), cuya finalidad es el fomento de las áreas rurales. Ambas partidas compensaron el descenso de los ingresos vinculados con el Fondo de Cohesión (del 15,1% anual), inducido, en parte, por el elevado nivel que alcanzaron en 2002⁹. Por el lado de los pagos, hay que señalar el incremento de los correspondientes al Fondo Europeo de Desarrollo (FED), como consecuencia de la tardía entrada en vigor del Convenio de Cotonu, que afecta a la aportación española a dicho Fondo. El retraso en la ratificación de este Convenio provocó la ejecución, en 2003, de las aportaciones previstas para el ejercicio anterior.

9. En 2002 se concentraron los saldos pendientes de liquidación correspondientes a los dos años anteriores, fruto de retrasos en la ejecución presupuestaria en ambos ejercicios. En 2003 también se liquidaron parte de estos retrasos.

III LA CUENTA FINANCIERA EN EL AÑO 2003

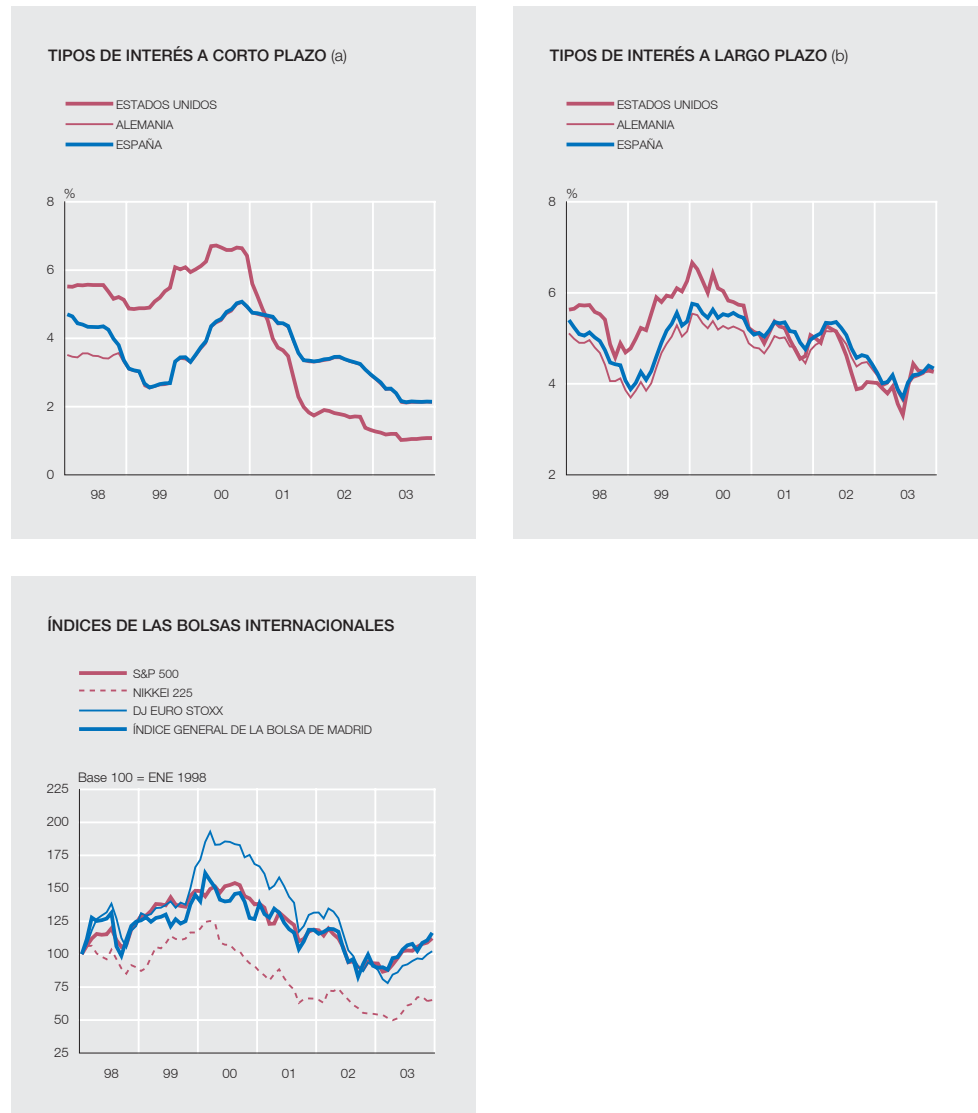
III La cuenta financiera en el año 2003

III.1 Introducción

En el año 2003, el entorno internacional fue más favorable a la recuperación de los flujos internacionales de capital que en el ejercicio precedente, en el que la persistencia de ciertos focos de incertidumbre geopolítica y económica condicionó negativamente los flujos financieros a escala mundial. No obstante, la evolución económica y de los mercados financieros internacionales no fue homogénea a lo largo del año 2003, lo que, al mismo tiempo, afectó a la composición e intensidad de los flujos de capitales de la economía española con el resto del mundo.

Como ya se ha comentado en capítulos anteriores de esta publicación, la primera mitad de este período estuvo marcada por el conflicto bélico en Irak y las inciertas perspectivas macroeconómicas globales, que propiciaron que, en ausencia de presiones inflacionistas, se siguieran instrumentando políticas económicas de carácter expansivo a ambos lados del Atlántico. Así, los tipos de interés oficiales de referencia se situaron en mínimos históricos en el mes de junio, tanto en Estados Unidos como en la zona del euro, con un descenso más pronunciado en este último caso (véase gráfico III.1). Esta relajación adicional de la política monetaria vino acompañada de la aplicación de políticas fiscales también expansivas, tanto en Estados Unidos como en los principales países de la UEM. En el caso estadounidense, la ampliación del déficit público, junto con el deterioro de la situación financiera del sector privado, se reflejó en un aumento del déficit por cuenta corriente. En la segunda mitad del año se fueron consolidando los signos de recuperación económica y se moderó la incertidumbre asociada al conflicto iraquí, al tiempo que aumentaba la preocupación sobre el déficit público norteamericano y el de algunos países europeos. En este contexto, el euro continuó apreciándose frente al dólar, lo que condicionó la recuperación de la economía europea.

En línea con la situación general descrita y su evolución a lo largo de 2003, las rentabilidades de la deuda pública norteamericana y europea marcaron los mínimos de los últimos años en el mes de junio, tras lo que se inició una tendencia alcista. Las expectativas de mayor crecimiento económico y de peor evolución de las cuentas públicas en Estados Unidos respecto a la UEM en la segunda mitad del año favorecieron que el incremento de los tipos de interés fuera mayor en el primer caso, a pesar del contrapeso que ejercían las políticas de mantenimiento de los tipos de cambio frente al dólar de los países asiáticos. Así, el diferencial entre el tipo de interés a diez años de la deuda pública alemana y el de la estadounidense (véase gráfico III.1) siguió siendo positivo en la primera mitad de 2003, pero se fue cerrando a lo largo del año, hasta llegar a invertirse en el tercer trimestre. La rentabilidad de los bonos alemanes, sin embargo, alcanzó su nivel más elevado en noviembre, coincidiendo con la constatación del incumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de algunos países de la UEM, lo que provocó que el diferencial volviera a ser ligeramente positivo, aunque posteriores reducciones en los tipos de interés de dichos títulos hicieron que se anulara al final de ejercicio. Con todo, el euro siguió apreciándose a lo largo de todo el año. Por lo que respecta a la pendiente de la curva de tipos, en general, aumentó en el segundo semestre, como consecuencia del mayor repunte de su tramo largo. En cuanto a los principales mercados de renta variable, también reflejaron la evolución de la situación económica y política, con una disminución de la volatilidad y una intensa recuperación de los índices bursátiles, que repuntaron desde los mínimos del mes de marzo, y finalizaron el ejercicio con ganancias acumuladas muy significativas, después de tres años de registros negativos (véase gráfico III.1). Los buenos resultados empresariales y el saneamiento de los balances acometido por las grandes corporaciones apoyaron, no solo el alza de los precios de las acciones, sino también la reducción del riesgo



FUENTE: Banco de España.

- a. Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.
- b. Rendimientos de la deuda pública a diez años.

de crédito, que, junto con el ligero descenso de los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública, permitieron una reducción del coste de financiación de las empresas.

En consonancia con la evolución de este entorno económico y financiero global, las estimaciones proporcionadas por distintos organismos internacionales sobre los flujos de inversión directa fueron mejorando a lo largo del pasado ejercicio. Según la última previsión de la UNCTAD¹, el año 2003 habría marcado el fin de la fuerte contracción experimentada por la inversión directa mundial desde el año 2000. La inversión exterior directa española también experimentó una caída en el período 2000-2003, muy condicionada por la difícil situación económica y financiera que atravesaron los países latinoamericanos durante los últimos ejercicios —en el caso de la inversión en el exterior— y por la debilidad económica de los países de la zona del euro —en el caso de la inversión del exterior—. Igualmente, cabría esperar una recuperación de estos flujos en los próximos años, teniendo en cuenta el proceso de saneamiento acom-

1. Véase apartado III.2.

En % del PIB	1999	2000	2001	2002	2003
SALDO DE LA CUENTA CORRIENTE MÁS CUENTA DE CAPITAL	-1,2	-2,6	-2,0	-1,3	-1,6
SALDO DE LA CUENTA FINANCIERA (a)	4,7	4,5	0,4	1,6	2,2
Variación de pasivos frente al exterior (b)	16,9	26,5	14,5	15,9	16,5
Inversiones directas	2,6	6,7	4,8	5,5	3,1
Instituciones financieras monetarias	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1
Otros sectores residentes	2,6	6,6	4,8	5,5	3,1
Inversiones en cartera	7,6	10,4	4,7	5,3	4,8
Administraciones Públicas	4,3	5,7	1,5	1,3	-0,9
Instituciones financieras monetarias	1,4	2,4	1,5	2,1	3,6
Otros sectores residentes	1,8	2,4	1,6	1,9	2,1
Otras inversiones	6,7	9,3	5,0	5,2	8,7
Administraciones Públicas	0,0	0,2	0,1	0,1	-0,2
Instituciones financieras monetarias	4,1	6,6	2,5	4,1	7,6
Otros sectores residentes	2,7	2,6	2,4	1,0	1,3
Variación de activos frente al exterior (c)	12,3	22,0	14,1	13,6	13,9
Inversiones directas	7,0	9,7	5,7	4,8	2,9
Instituciones financieras monetarias	-0,1	1,5	0,6	0,1	-0,9
Otros sectores residentes	7,1	8,2	5,1	4,7	3,8
Inversiones en cartera	7,8	10,7	7,7	4,5	8,9
Instituciones financieras monetarias	2,7	0,9	3,7	1,4	4,3
Otros sectores residentes	5,1	9,8	4,1	3,1	4,4
Otras inversiones	-2,5	1,9	0,6	4,4	2,3
Administraciones Públicas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras monetarias	-0,9	1,4	0,5	2,6	1,3
Otros sectores residentes	-1,6	0,4	0,0	1,7	0,9
Derivados financieros (d)	0,0	-0,3	0,1	0,7	0,5
VARIACIÓN NETA DE ACTIVOS EXTERIORES DEL BE (e)	-2,7	-1,0	2,7	0,5	0,2
De la cual:					
Activos de reserva	3,7	0,5	0,2	-0,5	1,8
Activos frente al Eurosistema	-6,4	-1,5	2,5	0,9	0,6
Otros activos netos	-0,8	0,0	0,0	0,1	-2,2
PRO MEMORIA:					
Saldo de la cuenta financiera, incluyendo BE	2,0	3,5	3,1	2,1	2,4
Errores y omisiones (f)	-0,8	-0,9	-1,1	-0,8	-0,7

FUENTE: Balanza de Pagos. Banco de España.

- a. Excluido Banco de España.
b. Un signo positivo significa aumento de pasivos; por tanto, entrada de capitales.
c. Un signo positivo significa aumento de activos; por tanto, salida de capitales.
d. Se contabilizan como neto de netos y convencionalmente se han asignado a la variación neta de activos.
e. Un signo positivo (negativo) supone una disminución (aumento) de los activos exteriores del BE.
f. Un signo positivo (negativo) supone un ingreso (pago) no contabilizado en otra rúbrica de la Balanza.

tido por las empresas españolas y la mejora de la situación económica y financiera global, tanto en el área de América Latina como en la zona del euro. Así, a pesar de la reducción observada en términos anuales, la inversión directa de España en el exterior fue significativamente superior en el segundo semestre respecto al primer semestre de 2003, mientras que no se observó este comportamiento en la inversión directa del exterior en España, probablemente afectada por la más lenta recuperación en la zona del euro.

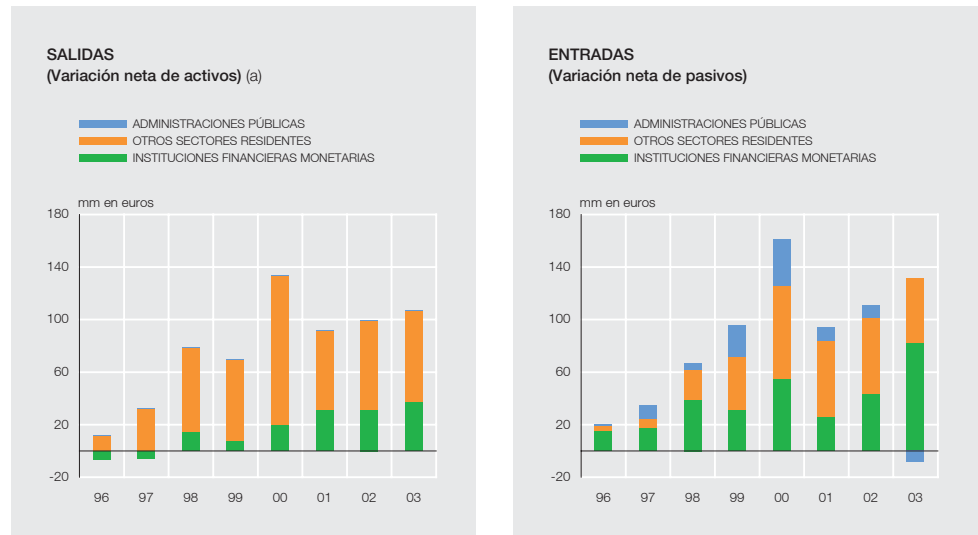
VNP-VNA (a)



FUENTE: Banco de España.

a. Variación neta de pasivos menos variación neta de activos. Las instituciones financieras monetarias excluyen al Banco de España.

La mejora del entorno económico y financiero parece haberse reflejado con mayor rapidez en los flujos de inversión de cartera, de manera que, en la Balanza de Pagos, se registraron fuertes aumentos de este tipo de inversiones en prácticamente todos los instrumentos, tanto de España en el exterior como del exterior en España. En línea con la evolución de los tipos de interés y de los índices bursátiles descrita anteriormente, en la primera mitad del ejercicio dichas inversiones se materializaron, fundamentalmente, en títulos de renta fija y, a medida que se fueron moderando las incertidumbres existentes en los mercados financieros, se observó una mayor preferencia por los títulos de renta variable, especialmente en el caso de las inversiones de España en el exterior. Estas inversiones repuntaron con fuerza en la segunda mitad de 2003, después de registrar un comportamiento muy negativo en los dos años anteriores. En el caso de las inversiones del exterior en España en títulos de renta fija, cabe resaltar el distinto comportamiento observado por sectores. Tras dos años de disminuciones significativas en los flujos de entrada de las Administraciones Públicas (AAPP), en 2003 tuvo lugar



FUENTE: Banco de España.

a. Incluyen los derivados financieros que se contabilizan como neto de netos y convencionalmente se han asignado a la variación neta de activos.

una fuerte desinversión de no residentes en deuda pública española —condicionada por la mejora de la situación financiera del sector público—, que contrastó con las elevadas entradas de capitales en títulos de renta fija privada, en un entorno de fuerte desarrollo de dichos mercados, especialmente el de titulización de activos.

Respecto a la otra inversión, en 2003 los sectores residentes, excluido el Banco de España, recibieron financiación exterior neta por un importe muy superior al de 2002, el más elevado de los últimos cuatro años². La evolución de esta rúbrica a lo largo del año estuvo condicionada por el comportamiento de las Instituciones Financieras Monetarias residentes, excluido el Banco de España (IFM)³, afectado, a su vez, por diversos factores. Entre estos factores cabe destacar que las decisiones de gasto de los hogares y de las sociedades no financieras siguieron sustentándose en un mayor endeudamiento, dada la estabilidad de su ahorro bruto y el incremento de la inversión residencial de los hogares y la recuperación de la formación bruta de capital fijo de las empresas. Así, continuó la expansión del crédito interno, favorecido por los reducidos tipos de interés y la mejora de la situación económica nacional. El crecimiento de los depósitos de residentes en las IFM residentes no fue suficiente para compensar el elevado dinamismo del crédito interno, por lo que las entidades de crédito españolas tuvieron que acudir a fuentes de financiación alternativas. Esta brecha entre el crédito y los depósitos internos, unida a la muy débil entrada neta de capital en concepto de inversión directa y a la fuerte salida neta de inversiones de cartera, se reflejó en un aumento muy sustancial de las entradas netas de capital exterior de las IFM vía préstamos y depósitos.

Estas entradas netas de capital tuvieron un peso elevado en el resultado neto total de la cuenta financiera. En concreto, las necesidades de financiación de los sectores residentes, excluido el Banco de España, se tradujeron en una apelación al ahorro externo por un importe de 16.059 millones de euros (el 2,2% del PIB, frente al 1,6% del año anterior), lo que supuso un

2. Nótese que en 2003 la variación neta de los activos y pasivos del Banco de España no tuvo una repercusión significativa sobre la cuenta financiera. 3. En adelante, si no se indica lo contrario, se entenderá excluido el Banco de España.

aumento de las entradas netas de capital del 43,5% con respecto al ejercicio precedente (véase cuadro III.1). Antes de pasar a analizar en detalle los flujos de capitales por tipo de inversión, cabe destacar que, por sectores institucionales (véanse los gráficos III.2 y III.3), las IFM volvieron a recibir financiación exterior neta por 45.206 millones de euros (el 6,1% del PIB), lo que supuso un máximo histórico, cuadruplicando el registro del año anterior. Por su parte, las AAPP concedieron financiación neta al exterior por 8.778 millones de euros (el 1,2% del PIB), debido a las desinversiones por no residentes en títulos de deuda pública —hecho excepcional, que no se producía desde 1994—, en un entorno de mejora de la situación financiera del sector público y de fuerte expansión de las emisiones de renta fija privada. Finalmente, los otros sectores residentes (OSR) acumularon, a lo largo del año, salidas netas de capital por valor de 20.369 millones de euros (el 2,7% del PIB), con lo que se duplicó la financiación concedida al resto del mundo en 2002, gracias a la fortaleza mostrada por la inversión de cartera en títulos de renta fija y la intensa recuperación de la inversión de cartera en acciones y en participaciones en fondos de inversión.

III.2 Inversión directa

Durante la primera mitad de 2003, el entorno internacional fue poco propicio para los flujos de inversión exterior directa (IED) a escala mundial. En este contexto, la OCDE preveía⁴, para el conjunto de 2003, un descenso de este tipo de flujos mayor que en 2002. Sin embargo, en el segundo semestre la moderación de las tensiones geopolíticas, los mejores datos de crecimiento del PIB de Estados Unidos y de la zona del euro, y la recuperación de los resultados empresariales —que se reflejó en un aumento de las operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas—, con la consiguiente recuperación de las principales plazas bursátiles, propiciaron que la última estimación de la UNCTAD⁵ fuera más optimista, previendo, incluso, un notable aumento de los flujos de IED en 2004. Según este organismo, si bien el crecimiento de los flujos mundiales de IED en 2003, con respecto a 2002, habría sido marginal —desde 651 mm de dólares, hasta 653 mm—, supondría el fin de la fuerte contracción de los últimos años. No obstante, su distribución por zonas geográficas no sería uniforme. En el conjunto de los países desarrollados, los flujos de entrada crecerían ligeramente, en contraste con el fuerte impulso de Estados Unidos y los retrocesos de la UE y de Japón, debido a las expectativas de mayor crecimiento de la economía norteamericana. Con respecto a los países en desarrollo, los flujos hacia los países asiáticos aumentarían modestamente (aunque China marcaría otro máximo histórico), mientras que Latinoamérica sería la región menos favorecida. Por último, los flujos hacia los países de Europa central y del este se mantendrían en niveles similares a los de 2002.

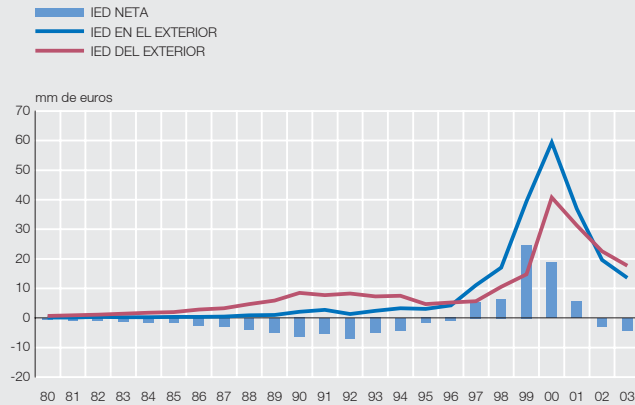
En este contexto, en el ejercicio de 2003 la economía española recibió financiación exterior neta en forma de IED por un importe de 1.995 millones de euros (el 0,3% del PIB), frente a las entradas netas de 4.671 millones (el 0,7% del PIB) registradas en el período precedente, en un entorno de fuerte reducción de las inversiones tanto de España en el exterior como del exterior en España. Durante el lustro 1997-2001, las empresas residentes fueron inversoras netas en el exterior, fruto de la madurez alcanzada por la economía española y por su sector empresarial, que propició que los factores que impulsaban a las empresas españolas a invertir en el exterior cobraran más fuerza relativa respecto a los factores locales que actuaban como atractores de flujos de IED (véase recuadro III.1). El año 2002 supuso, por tanto, una ruptura de dicho comportamiento. No obstante, en 2003, aunque siguieron registrándose entradas netas de capitales por IED, pareció frenarse el cambio de tendencia iniciado el ejercicio precedente, tras el proceso de saneamiento acometido por las empresas españolas y la

4. OCDE (2003), *World Investment Perspectives*. 5. UNCTAD, Press released, *Global FDI Decline Bottoms in 2003*, UNCTAD/PRESS/PR/2004/001, enero 2004.

FLUJOS DE CAPITAL DE ESPAÑA CON EL EXTERIOR

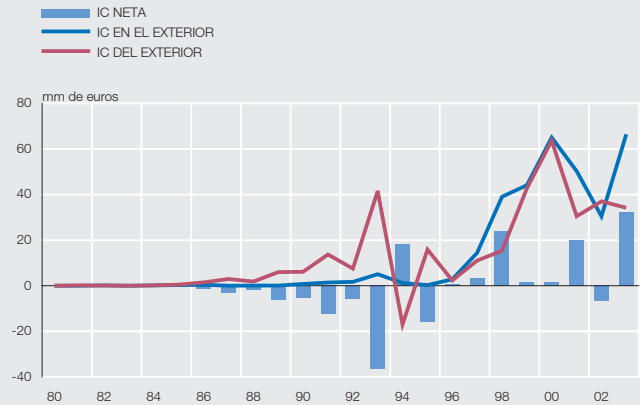
Inversión directa y de cartera

INVERSIÓN DIRECTA



FUENTE: Banco de España.

INVERSIÓN DE CARTERA



Uno de los rasgos característicos de los mercados financieros internacionales en los últimos años ha sido el notable crecimiento en el volumen de los flujos de capital. Según datos del FMI, la ratio de apertura financiera¹ de los países desarrollados aumentó el 77% entre los periodos 1981-1985 y 1997-2001, mientras que, en las economías en desarrollo, el crecimiento no fue tan intenso (del 20%), y sufrió importantes fluctuaciones, asociadas a crisis como las de México (1995), Asia (1997), Rusia (1998) y Latinoamérica (2001), especialmente en la segunda mitad de la década. Junto con estos cambios en el nivel de los flujos, en la década de los noventa se produjo un cambio en su composición y en su dirección. Aunque la financiación mediante préstamos y depósitos representó la parte más importante del total de los flujos durante las últimas décadas, el intenso crecimiento experimentado por las inversiones *directa* y *de cartera* en los años noventa, a un ritmo cinco veces superior al de la *otra inversión* —fundamentalmente, préstamos y depósitos—, ha hecho que esta última perdiera importancia relativa.

En un intento de explicar la evolución de los flujos de capital a lo largo del tiempo, han surgido distintas teorías que buscan, principalmente, analizar el volumen y la composición de estos flujos a partir de factores de carácter tanto microeconómico como macroeconómico. Dentro de las principales corrientes que conforman estas teorías, destacan tres: la teoría neoclásica, o modelo de Heckscher-Ohlin, que considera que la eliminación de barreras al libre comercio que conlleva la integración económica determina la especialización de una economía en la producción y exportación del bien en el que posee una mayor ventaja comparativa. Este proceso de especialización condiciona la evolución de los flujos de capital. Frente a esta teoría, los análisis basados en el paradigma «Organization, Localization and Internalization» (OLI) conceden un papel fundamental a las denominadas ventajas de propiedad, localización e internalización a la hora de explicar el por qué, el dónde y el cómo materializar los flujos de capital. Este paradigma se centra en el análisis de la IED. Finalmente,

la teoría financiera explica los flujos de capital en función del riesgo y del rendimiento de los activos, aunque reconoce la existencia de imperfecciones en los mercados financieros que influyen en el nivel y composición de dichos flujos.

Los factores que la literatura menciona como claves en la determinación de los movimientos de capital son muy diversos. Entre ellos, la existencia de información asimétrica ha sido considerada como una de las principales causas del sesgo nacional en las carteras de activos de los agentes y, por tanto, de limitación de los flujos de capital. Los problemas de información asimétrica favorecen los flujos de IED (toma de control en las empresas) frente a otras formas de inversión, ya que, bajo ciertas imperfecciones de los mercados, la estrategia de internalizar las ventajas de propiedad se considera la más apropiada. Por otro lado, el potencial de crecimiento de un país, la estabilidad macroeconómica e institucional o el grado de desarrollo económico generan ventajas de localización, que ejercen un efecto positivo en la recepción de IED —derivadas, entre otros factores, del tamaño del mercado, de las mayores inversiones en capital humano, en infraestructuras o en I+D—, pero también favorecen la emisión de IED por las ventajas de propiedad para las empresas que el mayor desarrollo conlleva (experiencia en la gestión, conocimiento de mercado, tecnología). Por su parte, el grado de desarrollo financiero favorece los flujos de inversión de cartera, en la medida en que permite a los agentes diversificar sus fuentes de financiación y, por tanto, su riesgo, al tiempo que reduce los problemas de información asimétrica. Otro factor importante es el riesgo soberano, que influye no solo en el volumen de los flujos de capital (un país con un pasado de impagos y expropiaciones resulta menos atractivo para un inversor), sino también en su composición, en la medida en que los costes asociados a la expropiación de activos de IED y al impago de la deuda externa sean distintos.

Tomando como referencia estos planteamientos teóricos, la literatura empírica ha analizado cuáles son los determinantes que rigen los flujos internacionales de capital, con especial atención a los flujos de financiación de los países desarrollados hacia los países en desarrollo. Dichos factores se suelen clasificar en dos grupos: los denominados *push factors*, o factores específicos del país del que procede el capital, y los *pull factors*, o factores propios del país receptor del capital. Según los resul-

1. Esta medida se define como la suma de los niveles de los activos y pasivos externos de inversión directa y de cartera en relación con el PIB, pero excluye de su cálculo el stock de la otra inversión (préstamos y créditos, fundamentalmente), debido a su elevada volatilidad. Véase FMI (2002), «Trade and financial integration», *World Economic Outlook*, capítulo 3, septiembre.

TEORÍA Y EVIDENCIA EMPÍRICA (continuación)

tados de los distintos análisis empíricos², la posición cíclica de las economías de los países desarrollados (*push-factors*) determina, principalmente, el volumen de los flujos de capital hacia los países en desarrollo, de modo que, cuando la rentabilidad de las inversiones en los países desarrollados decae, estas fluyen hacia el exterior en busca de mayores rendimientos. No obstante, esta relación parece haberse invertido en determinados períodos de tiempo, reflejo, posiblemente, de una mayor importancia relativa de los *pull-factors* en la explicación de los flujos de capital. El destino geográfico y la composición por tipo de inversión (directa/cartera) de los flujos de capital, sin embargo, están determinados por factores específicos del receptor potencial de los fondos. Así, los factores que influyen en la valoración del riesgo-país explican adecuadamente la distribución geográfica de estos flujos. En cuanto a su composición, la IED dependería de factores como la estabilidad macroeconómica, el grado de avance de las reformas estructurales, la credibilidad de las políticas económicas y de las instituciones, o la existencia de controles de capital, todo ello en el país receptor, mientras que los flujos de inversión de cartera tenderían a concentrarse en países con un mayor grado de desarrollo de sus mercados de capitales.

Teniendo en cuenta los desarrollos teóricos y empíricos descritos anteriormente, resulta interesante investigar cuáles han podido ser, a priori, las variables más relevantes en la evolución de los flujos exteriores de capital de España en los últimos años.

El ingreso de España en la Comunidad Europea (CE), en el año 1986, supuso un paso importante en el proceso de integración económica con los países de nuestro entorno, que favoreció la apertura comercial y financiera de nuestra economía. El hecho de que España se integrara en un área económica amplia y estable, unido a la circunstancia de que nuestro país se convirtiera, desde entonces, en uno de los principales beneficiarios del reparto de los fondos comunitarios, favorecieron la recepción de capitales exteriores. Tal como se muestra en el gráfico adjunto, a partir de 1986 los flujos de inversión directa y de cartera experimentaron un notable incremento, reflejo de la ventaja de propiedad e internalización que presentan las empresas no residentes que invierten en España. Al mismo tiempo, España también poseía ventajas de localización derivadas de sus menores costes salariales, de la mayor rentabilidad esperada del capital con respecto a otros países, y de su estabilidad institucional frente a otras áreas menos desarrolladas (Latinoamérica y Europa del este), lo que atrajo importantes flujos de IED. Posteriormente, en febrero de 1992, y de acuerdo con las exigencias marcadas por la CE (Directiva 88/361), se produjo la plena liberalización de los movimientos de capitales con el exterior³, condición necesaria para la plena integración de facto en los mercados financieros internacionales. Adicionalmente, el proceso de integración en la UEM supuso un importante esfuerzo de corrección de los desequilibrios estructurales de la economía española, lo que posibilitó la consecución de la estabilidad cambiaria, la reducción de los tipos de interés, la mayor credibilidad de la política monetaria y la gradual corrección del déficit público.

2. Véanse, por ejemplo: Calvo, Leiderman y Reinhart (1996), «Inflows of capital to developing countries in the 1990s», *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 10, n.º 2 (primavera), pp. 123-139; Carlson y Hernández (2002), «Determinants and Repercussions of the Composition of Capital Flows», International Monetary Fund, Working Paper 02/86; Garibaldi, Mora, Sahay y Zettlemeyer (2001), «What moves capital to transition economies», *International Monetary Fund Staff Papers*, vol. 48, Special Issue; o Moreno (2000), «What explains capital flows?», *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter* 2000-22. 3. Véase el Real Decreto 1816/1991, de 20 de diciembre, sobre transacciones económicas con el exterior. No obstante, en septiembre de 1992 el Gobierno español hizo uso de las cláusulas de salvaguarda recogidas en esta normativa, ante la «tormenta monetaria» producida en el seno del SME, restableciendo, temporalmente, ciertas restricciones a las operaciones en divisas de las entidades de crédito residentes, medidas que fueron suspendidas dos meses después de su implantación.

Todos estos factores, junto con otras medidas liberalizadoras de los mercados de capitales internos y con el intenso proceso de privatizaciones de grandes empresas públicas en el período 1995-1998, permitieron que los flujos de capital en forma de IED y de cartera hacia la economía española experimentaran un auge en los últimos años de la década de los noventa (véase gráfico adjunto). No obstante, a partir del año 2000 estos flujos de capital han retrocedido significativamente, fenómeno que debe ser enmarcado dentro de un entorno global caracterizado por la incertidumbre, que ha condicionado los flujos de capital a escala mundial⁴.

La mejora en términos de estabilidad macroeconómica que supuso para España el proceso de integración en la UE y, posteriormente, en la UEM propició que se desarrollara un conjunto de factores que impulsaron las salidas de capitales al exterior. De hecho, España pasó a ser un inversor neto en el resto del mundo a partir de 1997, circunstancia que, aunque se revirtió en 2002, parece haberse frenado en 2003. En este contexto, el propio desarrollo económico hizo que España se convirtiera en una economía más madura, y que las grandes empresas españolas (muchas de ellas recién privatizadas) desarrollaran ventajas de propiedad que quisieron explotar invirtiendo en otros mercados, estimuladas, al mismo tiempo, por un contexto europeo más competitivo. Simultáneamente, algunas de las iniciales ventajas de localización de la economía española, como potencial receptor de IED, se mitigaron (por ejemplo, los costes salariales).

En este contexto, en el período analizado las inversiones de España en el exterior se han caracterizado, en general, por su carácter de permanencia en economías con un potencial de crecimiento superior al de España (principalmente, IED en Latinoamérica), tratando así de incrementar la rentabilidad de las empresas, en un entorno de bajos tipos de interés en las principales economías desarrolladas. La existencia de lazos culturales comunes con los países latinoamericanos parece haber sido también un factor relevante a la hora de explicar la dirección de dichos flujos. En cuanto a la inversión de cartera, se vio favorecida por el proceso de desintermediación financiera observado en la economía española (que se tradujo en un auge de la inversión colectiva) y por la creación de la UEM, que aumentó el grado de diversificación de las carteras de los agentes sin soportar el riesgo de tipo de cambio.

El análisis de la evolución de los flujos de capital pone de manifiesto que la economía española experimentó un fuerte impulso en su proceso de internacionalización financiera, fundamentalmente a raíz de su incorporación a la CE. En una primera fase, las características de la economía española, englobadas en una serie de factores que se encuadrarían dentro de lo que la literatura empírica ha denominado *pull factors*, propiciaron que se registraran entradas netas de capitales exteriores. Entre estas características destacarían la progresiva estabilidad económica, institucional y política, la liberalización de los movimientos de capitales y la eliminación del control de cambios, y la existencia de ventajas comparativas relacionadas con los menores costes salariales. Estos factores favorecieron, gradualmente, la consecución de la estabilidad macroeconómica y de avances en la convergencia económica con la UE, lo que permitió el desarrollo de unas condiciones propicias para la expansión internacional de nuestras empresas. Estas condiciones, englobadas en los denominados *push factors*, determinaron que, en la segunda mitad de la década de los noventa, las grandes empresas españolas explotaran las ventajas de propiedad surgidas en este proceso, y que España se convirtiera en un inversor neto en el exterior.

4. Véase UNCTAD (2003), «World Investment Report 2003».

mejora de la situación económica y financiera global, especialmente en América Latina, uno de los principales destinos geográficos de las inversiones españolas en los últimos años.

En 2003, las *inversiones directas de España en el exterior* ascendieron a 20.709 millones de euros (el 2,8% del PIB, frente al 4,8% en 2002), en línea con la tendencia descendente de los últimos ejercicios, desde el máximo histórico del 9,7% del PIB en el año 2000 (véanse el cuadro III.1 y el gráfico III.4). No obstante, la disminución anual registrada en 2003 (del 38,2%) fue mucho más intensa que la experimentada en 2002 (del 9,5%), y también superior a la de las inversiones directas en el exterior del conjunto de la UEM (del 23,7%). La evolución de estos flujos a lo largo del ejercicio fue similar a la seguida por los flujos de capital globales descrita anteriormente: una fuerte contracción en la primera mitad del año, para recuperarse en la segunda mitad, hasta superar en un 30% a los del primer semestre.

Ahora bien, resulta necesario señalar que, tal como viene sucediendo en los últimos años, un gran porcentaje de la IED de España en el exterior en 2003 se debió a operaciones realizadas por Empresas de Tenencia de Valores Extranjeros (ETVE) pertenecientes a grupos empresariales no residentes (véase recuadro III.2). Estas operaciones tienen, en muchos casos, su contrapartida en la rúbrica de inversiones directas del exterior en España, al tratarse, normalmente, de reestructuraciones empresariales que dan lugar, simultáneamente, a participaciones de la ETVE española en las filiales no residentes del grupo y a participaciones de la matriz no residente en la ETVE española. Debido a la creciente relevancia de este tipo de operaciones, cada vez es más necesario identificarlas de forma separada para realizar un análisis adecuado de los flujos de IED⁶. Descontando las inversiones realizadas por las ETVE, que ascendieron a 6.167 millones de euros (el 30% del total), las inversiones directas de España en el exterior experimentaron un descenso menor al observado en el total de los flujos, del 20,6% anual.

Los flujos de IED de los sectores residentes en los últimos años estuvieron influidos por el entorno internacional comentado anteriormente. Además, la difícil situación económica y financiera de las economías latinoamericanas, y la elevada incertidumbre institucional de algunos países de la región, frenaron la expansión internacional de las empresas españolas. Así, las empresas de los sectores más dinámicos en el exterior durante la expansión de la IED española a finales de la década de los noventa (bancario, de telecomunicaciones, eléctrico y petroquímico) tuvieron que afrontar un saneamiento de sus balances tras el deterioro de sus ratios de rentabilidad y de solvencia. A dicho deterioro contribuyeron, entre otros elementos, los peores resultados de las filiales no residentes, especialmente latinoamericanas (muy influidos por la fuerte depreciación de sus monedas), las pérdidas en sus carteras de activos financieros y el elevado endeudamiento en el que incurrieron tras su masiva salida al exterior. Finalmente, el mal comportamiento de los mercados bursátiles también podría haber motivado una reducción de las operaciones de inversión en el exterior, ya que algunas de las compras de empresas no residentes fueron financiadas, en parte, con intercambios accionariales en momentos de bonanza de los mercados. En la medida en que estos factores presentaron signos de mejoría en 2003, acentuados en la segunda mitad del año, las previsiones sobre la evolución de los flujos de inversión de España en el exterior serían positivas para el año 2004, aunque la persistencia de elementos de incertidumbre podría condicionar su evolución en el futuro.

6. Conviene señalar que las operaciones realizadas por las ETVE se suelen declarar con cierto retraso, por lo que, a fecha de cierre de esta monografía, la cobertura de las transacciones realizadas por estas entidades en 2002 sería superior a la de 2003, y la comparación entre los datos de ambos años habría que tomarla con cautela.

DETALLE POR ÁREAS GEOGRÁFICAS (a)

CUADRO III.2.A

Millones de euros

	INVERSIÓN DIRECTA DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR				INVERSIÓN DIRECTA DEL EXTERIOR EN ESPAÑA			
	2002		2003		2002		2003	
	TOTAL	ETVE (b)	TOTAL	ETVE (b)	TOTAL	ETVE (b)	TOTAL	ETVE (b)
Total mundial	33.483	15.176	20.709	6.167	38.154	16.870	22.705	6.077
UE	17.980	8.864	13.251	6.539	20.669	-128	16.340	1.859
Área del euro	16.608	8.861	8.567	4.301	16.109	-126	7.467	287
Alemania	1.977	88	5.221	4.192	3.114	-148	-958	3
Francia	1.507	293	696	2	1.824	212	2.169	21
Holanda	3.337	840	-1.068	-137	5.009	2.443	2.397	-34
Luxemburgo	6.179	6.417	302	-	6.773	491	2.200	374
Portugal	1.052	-172	1.924	179	-1.331	-3.631	499	3
Reino Unido	1.263	3	4.264	2.221	4.495	-3	8.328	1.564
Países de nueva incorporación a la UE (c)	123	-	1.269	7	77	-	31	-60
Suiza	2.283	1.621	63	69	-186	65	1.024	-11
Estados Unidos	1.167	18	1.776	-165	14.177	14.397	3.856	3.722
Latinoamérica	8.139	3.109	1.942	-285	2.211	1.953	-131	-300
Argentina	4.476	4.130	-182	-646	45	-	15	2
Brasil	746	1	901	7	433	489	7	11
Chile	-158	-	191	-	1.486	1.486	-660	-664
México	1.995	-999	1.054	351	86	-	410	350
Marruecos	54	-	1.418	-	-70	-	15	-
Japón	1.458	1.427	12	-	108	-	-3	-
Australia	1.438	-	9	-	0	-	3	-
PRO MEMORIA: OCDE	26.594	10.992	17.452	6.803	35.695	14.884	22.527	6.731

FUENTE: Banco de España.

- a. Con la excepción de los países de nueva incorporación a la UE, los países incluidos en cada área se detallan en los cuadros VI.1.12 y VI.2.12 de los cuadros estadísticos de Balanza de Pagos.
- b. Estimación basada en la clasificación por CNAE. Incluye operaciones de ETVE y otras empresas *holding* que, no siendo estrictamente ETVE, al igual que estas se han establecido en España con la finalidad principal de canalizar inversiones directas.
- c. Países de nueva incorporación a la UE: incluye, además de los diez países que se incorporaron a la UE el 1 de mayo de 2004, Bulgaria, Rumanía y Turquía.

Este recuadro contiene un análisis descriptivo de la composición geográfica y por sectores de actividad económica de los flujos de inversión directa de España, en los años 2002 y 2003. La evolución de la inversión directa española en estos dos años debe enmarcarse en un contexto internacional de debilidad económica y de elevada incertidumbre que condicionó el comportamiento de estos flujos a nivel global. Según las últimas estimaciones de la UNCTAD, dichos flujos prácticamente se estancaron en 2003, tras el marcado descenso que experimentaron en 2002 y 2001 y, en concreto, los flujos recibidos por la UE se redujeron en un 8,7%, aproximadamente. La inversión directa española evolucionó en consonancia con el contexto señalado, al registrar los flujos de inversión directa del exterior en España una reducción del 40,5% en 2003, y los de España en el exterior, una disminución del 38,1%.

de actividad económica, es que esta evolución ha estado condicionada, en gran medida, por la de las operaciones de las ETVE, que representaron alrededor del 45% del total en 2002, tanto en los flujos de entrada como en los de salida, y entre el 25% y el 30% en 2003. Estas empresas vienen siendo utilizadas por grupos multinacionales no residentes para centralizar la tenencia de sus inversiones directas exteriores en terceros países, ya que la normativa es en estos casos muy ventajosa en España, especialmente desde las últimas modificaciones legislativas del año 2000¹. Estas operaciones dan lugar a flujos de inversión española en el exterior y del exterior en España de una magnitud similar, que deben ser aislados del resto de la inversión directa en el análisis económico, ya que, por un lado, no se deben relacionar con los determinantes de la inversión directa española y,

No obstante, la primera conclusión que puede obtenerse del análisis más detallado de la inversión directa, cuando se desglosa por sector

1. Véase Ley 43/1995, del impuesto de sociedades, y Ley 6/2000, título IV, de medidas de apoyo a la internacionalización de las empresas (véase BOE de 14 de diciembre de 2000).

DETALLE POR SECTOR DE ACTIVIDAD ECONÓMICA

CUADRO III.2.B

Millones de euros

	INVERSIÓN DIRECTA DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR		INVERSIÓN DIRECTA DEL EXTERIOR EN ESPAÑA	
	2002	2003	2002	2003
TOTAL	33.483	20.709	38.154	22.705
Agricultura, ganadería, caza, selvicultura y pesca	15	14	58	26
Industrias extractivas	277	1.145	43	11
Industria manufacturera	7.474	4.305	5.900	704
Producción y distribución energía eléctrica, gas y agua	1.282	349	1.766	-176
Construcción	624	546	878	615
Comercio y reparaciones	1.569	1.561	1.069	3.895
Hostelería	238	-64	104	260
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	3.706	1.742	2.015	2.595
Intermediación financiera	1.499	39	-383	-146
Actividades inmobiliarias, servicios empresariales	15.407	8.651	23.166	13.696
De las que: ETVE (a)	15.176	6.167	16.870	6.077
Otros servicios (b)	216	229	200	188
Sin clasificar	1.179	2.193	3.340	1.037

FUENTE: Banco de España.

a. Estimación basada en la clasificación por CNAE. Incluye operaciones de empresas ETVE y otras empresas *holding* que, no siendo estrictamente ETVE, al igual que estas se han establecido en España con la finalidad principal de canalizar inversiones directas.

b. Otros servicios incluye «Administración Pública, Defensa y Seguridad Social Obligatoria», «Educación», «Actividades sanitarias y veterinarias, servicios sociales», «Otras actividades sociales y de servicios prestados a la comunidad; servicios personales», «Hogares que emplean personal doméstico» y «Organismos extraterritoriales».

por otro, no debe considerarse que su evolución pueda tener los mismos efectos sobre nuestra economía en términos de actividad, empleo, etc., que la inversión directa que realmente aporta fondos. Como se observa en el cuadro III.2.A, las operaciones de las ETVE se redujeron entre un 60% y un 65%, frente a las del resto de empresas, que disminuyeron alrededor de un 21%. El descenso de los flujos canalizados a través de las ETVE podría estar relacionado, en parte, con la debilidad de la inversión directa mundial, pero también con una ralentización en el ritmo de creación de nuevas ETVE, una vez aprovechadas ya, en muchos casos, las ventajas de las últimas modificaciones legislativas.

Las operaciones de las ETVE representan buena parte de las operaciones registradas en la categoría «actividades inmobiliarias, servicios empresariales»², especialmente en el caso de la inversión de España en el exterior. Esta categoría concentró más de la mitad de la reducción de los flujos totales, tanto en el caso de la inversión directa de España en el exterior como en el de la del exterior en España.

2. En la sección de novedades del capítulo metodológico se describe el tratamiento que se da a las transacciones realizadas por empresas *holding* a la hora de determinar la actividad económica a la que pertenecen. Asimismo, se informa de que el sector económico al que se asignan las operaciones registradas es el de origen (empresa residente inversora) en el caso de la inversión directa de España en el exterior y el de destino (empresa residente en la que se invierte) en el caso de la inversión del exterior en España, es decir, siempre el sector de la empresa residente involucrada en la transacción.

El descenso acumulado en los flujos de capitales con origen o destino en la industria manufacturera contribuyó también de manera significativa a la reducción de los flujos totales de inversión directa realizados y recibidos. También resulta destacable el aumento que registraron en 2003 los flujos recibidos por empresas españolas pertenecientes al grupo «comercio y reparaciones», que lo situaron como el segundo grupo con mayor volumen de operaciones, sustituyendo a «industria manufacturera». Con esta evolución, los flujos de inversión directa recibidos y realizados por la economía española se concentraron en 2003 en «actividades inmobiliarias, servicios empresariales» (60,3% y 41,7% del total, respectivamente), y, dentro del sector servicios, también tuvieron un peso destacado las categorías de «comercio y reparaciones» (17,2% y 7,5% del total de inversiones directas recibidas y realizadas, respectivamente) y de «transporte, almacenamiento y comunicaciones» (11,4% y 8,4% del total, respectivamente).

Como puede observarse en el cuadro, las inversiones directas canalizadas a través de ETVE españolas han procedido en los últimos años, fundamentalmente, de Estados Unidos (y, con un peso mucho menor, de Holanda, Chile y Reino Unido), y se han dirigido hacia países de zonas diversas, no solo del área del euro (Luxemburgo en 2002 y Alemania en 2003), sino también hacia países como Argentina, Reino Unido, Japón y Suiza. En estos dos años, en los casos de Estados Unidos, Chile, Luxemburgo, Argentina y Japón este tipo

de inversiones ha supuesto prácticamente el total de las registradas.

Excluyendo las operaciones de las ETVE, la UE se mantiene con un peso muy elevado en las inversiones directas en el exterior, aunque este disminuyó ligeramente desde el 49,8% de 2002 hasta un 46,2% en 2003. Entre los países pertenecientes a esta zona, los principales destinos de estas inversiones fueron el Reino Unido y Portugal en 2003, y Holanda y Alemania en 2002. Por lo que respecta a los países extracomunitarios, resulta llamativa la ganancia de peso relativo en 2003 de los flujos dirigidos a Estados Unidos (hasta el 13,4% del total), y la pérdida de peso relativo de los dirigidos a Latinoamérica, al pasar de un 27,5% a un 15,3%. Dentro de esta zona, destacó el descenso de las inversiones hacia México en 2003. La inestabilidad social, política y económica que ha afectado a los países de esta área podría explicar, al menos en parte, esta evolución. Por último, resulta significativo el aumento de las inversiones españolas dirigidas hacia los países de nueva incorporación en la UE y hacia Marruecos, cuyo peso relativo en 2003 superó, en ambos casos, al de las dirigidas a Alemania, y, en sentido contrario, el descenso de las dirigidas a Australia.

Por lo que respecta a las inversiones del exterior en España, excluyendo las de las ETVE, proceden, prácticamente en exclusiva, de la UE, aunque el peso de esta zona cayó en 2003, al pasar de un 97,7% en 2002 a un 87,1%. Dentro de esta área, el Reino Unido fue el principal inversor en España en 2003, al representar sus inversiones un 40,7% del total de las procedentes del exterior, frente al 21,1% que representaba en 2002, año en el que Luxemburgo fue el principal origen de estos flujos hacia España, con un 29,5% del total. Cabe matizar, sin embargo, que, con frecuencia, las inversiones directas que proceden de Luxemburgo se tratan, en realidad, de cana-

lizaciones de fondos que proceden realmente de un tercer país. Fuera del área comunitaria, únicamente resulta destacable el aumento de las inversiones procedentes de Suiza.

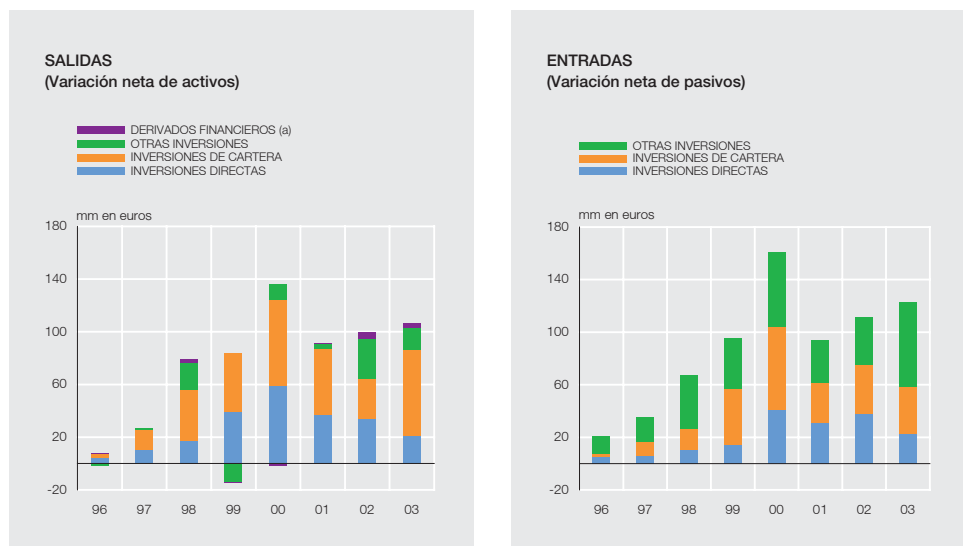
Los datos ofrecidos en este recuadro deben ser interpretados con cautela, por diversos motivos. En primer lugar, la propia naturaleza de las operaciones de inversión directa lleva a que la evolución de esta rúbrica esté condicionada por operaciones puntuales de importe muy elevado, lo que hace que cualquier retraso en la captación de alguna operación pueda tener un impacto significativo sobre la composición geográfica o sectorial de estas inversiones. Esta limitación es especialmente importante en el caso de las operaciones de las ETVE, ya que, al no existir una aportación real de fondos, sino intercambios de participaciones, son operaciones muy difíciles de captar y hay con frecuencia retrasos en la información, lo que convierte a la rúbrica de inversión directa en potencial objeto de revisiones significativas³. En segundo lugar, cualquier análisis de la inversión directa por sector de actividad económica debe hacerse en términos muy generales, ya que la mayoría de las empresas pertenece a grupos que se dedican a diversas actividades. Por ejemplo, resulta difícil asignar determinadas empresas a las actividades de producción o comercialización de bienes, que se clasifican en distintos sectores en muchos casos. Finalmente, cabe resaltar que los resultados que se presentan no son directamente comparables con los publicados por el Ministerio de Economía, sobre la base de su Registro de Inversiones, como consecuencia de las diferencias metodológicas existentes respecto a esta fuente.

3. El Registro de Inversiones, de la Dirección General de Comercio e Inversiones, del Ministerio de Economía (a partir de 2004 dependiente del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio), se está utilizando como fuente de información adicional para captar estas operaciones de inversión directa.

Por áreas geográficas (véase, para un mayor detalle, el recuadro III.2), el peso de la UE sobre el total de la IED en el exterior aumentó en 2003, mientras que disminuyó el de Latinoamérica. Si se descuentan las inversiones de las ETVE, durante la segunda mitad de los noventa el principal destino geográfico de la IED en el exterior fueron los países pertenecientes a América Latina. Sin embargo, desde el año 2001 los factores comentados en el párrafo anterior explican el sensible descenso del peso relativo de esta región en las inversiones españolas, hecho que se ha intensificado en 2003.

Finalmente, en cuanto a la IED en el exterior por componentes (véase gráfico III.5), las inversiones en el capital de empresas no residentes se contrajeron un 38,3% interanual. La mayor parte de esta disminución correspondió a las ETVE residentes pertenecientes a grupos multinacionales no residentes. Por su parte, la financiación a filiales no residentes a través de préstamos entre empresas relacionadas registró entradas (amortizaciones netas) reducidas en 2003, en línea con las observadas en el año anterior.

Por lo que se refiere a las *inversiones directas del exterior en España*, estas ascendieron a 22.705 millones de euros en 2003 (el 3,1% del PIB, frente al 5,5% del año anterior), lo que supuso un descenso interanual del 40,5%, en contraste con el aumento del 21,9% experi-



FUENTE: Banco de España.

a. Se contabilizan como neto de netos y convencionalmente se han asignado a la variación neta de activos.

mentado el año anterior (véanse cuadro III.1 y gráfico III.4). Descontando las inversiones recibidas por las ETVE, que ascendieron a 6.077 millones de euros (el 27% del total), las inversiones directas del exterior en España experimentaron un descenso interanual menor que el observado en el total de los flujos (del 21,9%). Esta reducción de la financiación recibida en forma de IED fue menor que la registrada en el conjunto de la zona del euro (del 27,9%).

La todavía débil actividad de los países de la UEM, que tienen un peso muy elevado como inversores directos en España, podría haber influido en la contracción de las entradas de IED. A pesar de ello, el nivel de estos flujos en 2003 continuó siendo superior a la media del período 1995-2000. No obstante, su comportamiento futuro estará condicionado por la evolución de factores de carácter estructural. El grado de desarrollo tecnológico y la dotación de capital humano de un país son factores relevantes a la hora de atraer capitales exteriores en forma de IED. La economía española, a pesar de los avances realizados en los últimos años, presenta un déficit en la innovación tecnológica, aproximada a través del gasto en I+D, con respecto a los países comunitarios, al situarse en niveles más reducidos que el promedio de la UE. Adicionalmente, la actividad productiva y exportadora de la economía española se ha especializado en bienes en los que la competencia vía costes —otro factor relevante en la localización de la IED— es importante. En este sentido, como se ha comentado en el capítulo II de esta publicación, la incorporación de los países de Europa central y del este a la UE, que tienen ventaja comparativa en costes respecto a España, unida a la circunstancia de que nuestro país verá reducida sensiblemente la recepción de ayudas comunitarias a partir de 2007, podría condicionar las decisiones de inversión en España de las empresas multinacionales.

En 2003, el principal origen geográfico de los flujos de IED hacia España fueron los países pertenecientes a la UE (véase recuadro III.2); especialmente, Reino Unido, Holanda, Luxemburgo y Francia. En cuanto a los países extracomunitarios, Estados Unidos fue el principal inversor, aunque su importancia en el total de los flujos fue muy inferior a la del año anterior.

Finalmente, en cuanto a la IED en España por componentes (véase gráfico III.6), se observa que la inversión en inmuebles⁷ siguió siendo la rúbrica más dinámica, lo que contrastó con la contracción de las inversiones en el capital de las empresas residentes registradas en 2003, mientras que la financiación vía préstamos de sociedades del grupo se mantuvo en niveles elevados, aunque ligeramente inferiores a los del año anterior.

La entrada de capitales exteriores por adquisiciones de inmuebles situados en territorio español se situó en 7.051 millones de euros, lo que representó el 31% del total de los flujos de IED en España en 2003, y el 42% si descontamos los fondos recibidos del exterior por las ETVE residentes. No obstante, su ritmo de crecimiento disminuyó ligeramente, hasta un 16,7% en tasa interanual, frente a las tasas superiores al 20% que venía registrando desde 1999. En general, es presumible que una parte importante de las adquisiciones de activos inmobiliarios por parte de no residentes se destine a segundas residencias en España, tanto para períodos vacacionales como para estancias más largas tras la jubilación. El efecto directo del incremento del precio de la vivienda en España explicaría, en parte, las elevadas tasas de crecimiento del valor nominal de esta rúbrica en los últimos años. Este encarecimiento de la vivienda no ha supuesto, necesariamente, un freno al aumento de la demanda de los no residentes, dado que, por un lado, su precio medio aun es, probablemente, menor en España que en otros países de Europa, a pesar de la reducción que el diferencial de precios ha registrado en los últimos años, y que, por otro lado, un factor determinante en la decisión de los ciudadanos comunitarios de trasladar su residencia a España continúa siendo el mayor poder adquisitivo de sus rentas en España respecto al de origen. Diversas estadísticas corroborarían, en parte, esta apreciación. Según los datos del Instituto de Estudios Turísticos, las entradas de turistas extranjeros alojados en viviendas gratuitas (vivienda propia o de familiares) ha crecido ininterrumpidamente, aunque de forma irregular, en los últimos años, hasta representar, en el año 2003, el 20% del total de turistas, frente al 13% en 1997. Adicionalmente, de acuerdo con el Censo de Población y Viviendas de 2001 elaborado por el INE, la población extranjera procedente de la UE y residente en España se ha más que duplicado en los últimos cinco años. De ellos, en torno al 60% provienen del Reino Unido, Alemania y Francia, y alrededor del 35% del total procedente de la UE corresponde a individuos cuya edad es cercana a la de la jubilación.

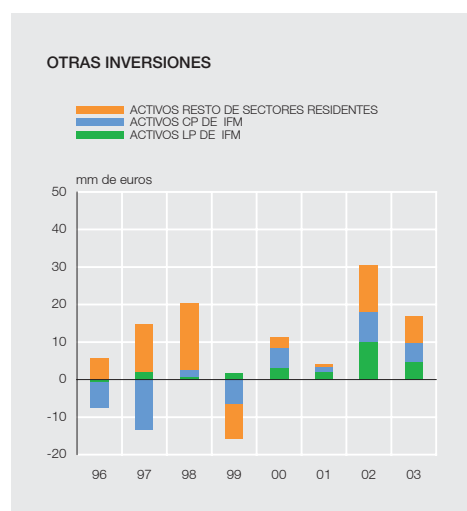
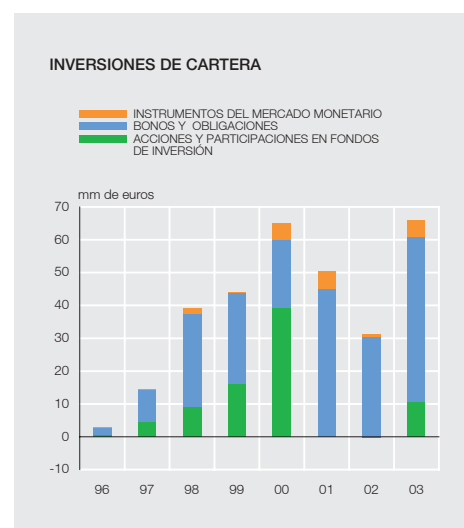
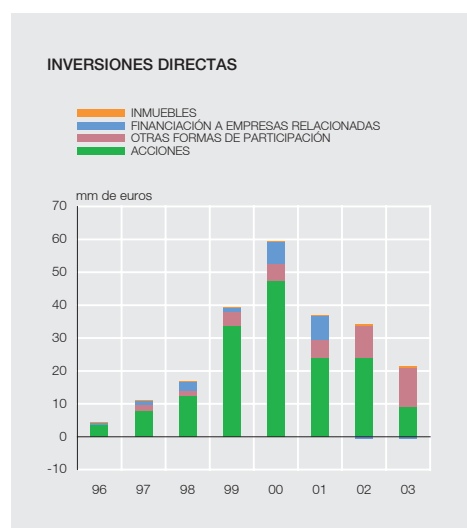
III.3 Inversión de cartera

En el año 2003, los sectores residentes, excluido el Banco de España, concedieron financiación exterior neta en forma de inversión de cartera por 29.209 millones de euros (el 4,1% en términos del PIB), lo que supuso un máximo histórico, fruto de las fuertes inversiones en el exterior, que duplicaron a las del año anterior, mientras que las compras por no residentes de activos emitidos por residentes se contrajeron ligeramente. Si se incluye al Banco de España, que comenzó a realizar este tipo de inversiones en diciembre de 2002 (véase el epígrafe III.6), la inversión neta ascendió a 45.279 millones de euros (el 6,1% del PIB).

En efecto, en 2003 la inversión de cartera de España en el exterior ascendió a 65.006 millones de euros (el 8,7% del PIB), frente a los 31.063 millones (el 4,2%) del ejercicio precedente (véanse cuadro III.1 y gráfico III.4). Incluyendo el Banco de España, esta cifra se incrementaría hasta 81.074 millones (el 10,9% del PIB). Durante la mayor parte del año, estos flujos estuvieron concentrados en las compras de títulos de renta fija (véase gráfico III.5), tal como ocurriría el año anterior, tanto por parte de las IFM residentes como por la de los OSR, especialmen-

7. Esta rúbrica comprende la adquisición de la propiedad, u otros derechos reales, sobre bienes inmuebles, incluida la adquisición de cuotas proindivisas de dichos bienes inmuebles para el disfrute a tiempo parcial, y la adquisición de inmuebles mediante *leasing* financiero. La compra de inmuebles no residenciales —comerciales o industriales— incluidos dentro del activo total de una empresa española adquirida por otra empresa no residente quedará recogida en la rúbrica de inversión directa del exterior en España, acciones y otras participaciones.

Variación neta de activos frente al exterior



FUENTE: Banco de España.

te por la de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC). Dichos flujos se vieron impulsados por el importante aumento de las emisiones de este tipo de instrumentos financieros en los mercados internacionales. Por su parte, las inversiones en el exterior en acciones y participaciones en fondos de inversión repuntaron con fuerza en el segundo semestre, tras dos años en los que registraron un comportamiento negativo, en un entorno internacional más favorable, que propició una reducción de la aversión al riesgo de los inversores⁸, favorecida por las bajas rentabilidades de los títulos de renta fija.

A lo largo de todo el ejercicio de 2003, las IFM residentes adquirieron títulos de renta fija, especialmente bonos y obligaciones emitidos por no residentes, por importes muy elevados, hasta un total de 32.660 millones de euros, frente a 8.621 millones en 2002. Una parte importante de estas compras podría estar asociada a la necesidad, por parte de las IFM, de contar con activos que sirvan de colateral en las operaciones de inyección de liquidez del Eurosiste-

⁸. Instituciones, tanto públicas como privadas, elaboran medidas de aversión al riesgo de los inversores. Véanse el *Risk Appetite Index (RAI)*, del FMI, y el *Liquidity, Credit and Volatility Index (LCVI)*, de J. P. Morgan Chase, para un análisis más detallado de su evolución.

ma. De hecho, en 2003 las entidades de crédito residentes apelaron a la financiación del Banco de España en forma de cesiones temporales de activos de forma importante, por un volumen muy superior al del año 2002. Por otro lado, las adquisiciones de títulos a corto plazo también registraron un aumento considerable, especialmente las realizadas por los fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM), en contraste con las desinversiones netas del ejercicio precedente.

En cuanto a los OSR, la mayor parte de la inversión de cartera en el exterior de estos sectores se realizó a través de las IIC, mientras que las adquisiciones de activos por parte de las empresas no financieras registraron unos niveles muy reducidos, en línea con lo observado en años anteriores. En 2003, la nueva normativa fiscal estimuló el crecimiento de las IIC, al permitir cambios de fondos sin tributación, al tiempo que la Ley 35/2003, de Instituciones de Inversión Colectiva, incorporó nuevas directivas comunitarias e importantes novedades, entre las que destacaron la ampliación de la política de inversiones de las IIC (incluyendo participaciones en otros fondos de inversión y depósitos en entidades de crédito), la modificación de las modalidades de los fondos, y la mejora de la transparencia, información y mayores garantías a los derechos de los partícipes. Todos estos factores se reflejaron en un aumento del patrimonio de los fondos de inversión, que a finales de año alcanzaba una cifra cercana al máximo histórico de 1999. Según datos de INVERCO, las suscripciones netas de participaciones en fondos de inversión ascendieron a 21.042 millones de euros en 2003, siendo los fondos de renta fija a corto plazo los que más crecieron en el primer semestre del año, mientras que fueron los fondos garantizados de renta variable los que atrajeron la mayor parte de los recursos en el segundo, como reflejo de una cierta recomposición de las carteras hacia títulos de mayor riesgo. Si se une a este crecimiento de las IIC en 2003 el hecho de que, desde 1998, se ha producido una significativa diversificación geográfica del patrimonio de las IIC —favorecida por factores como la introducción del euro y el profundo desarrollo de los mercados de renta fija internacionales—, el resultado fue un aumento de la inversión de cartera en el exterior de los OSR. En concreto, según datos de Balanza de Pagos, la inversión de este sector en títulos de renta fija emitidos por no residentes ascendió a 22.532 millones de euros, concentrando el mayor volumen de operaciones en la primera mitad del año. Por su parte, la inversión en acciones y fondos de inversión emitidos por no residentes repuntó en la segunda mitad de 2003, hasta situarse al finalizar el año en 11.026 millones de euros, lo que contrastó con las desinversiones registradas en el año anterior.

En cuanto a la composición geográfica, y para el total de sectores, fueron los títulos de renta fija emitidos por residentes en la zona del euro, tanto públicos como privados, los que registraron el mayor volumen de transacciones. Esta preferencia puede explicarse por varios factores, entre los que destacarían el mantenimiento de un diferencial de rentabilidad positivo entre la deuda europea y estadounidense en la mayor parte del año, la necesidad, por parte de las IFM, de contar con activos que sirvan de colateral en sus operaciones de financiación interbancaria⁹, así como el incremento de las emisiones de este tipo de títulos en los mercados internacionales. En concreto, las adquisiciones de títulos de deuda pública emitidos por Alemania, Francia e Italia fueron las más cuantiosas. Precisamente, estos países europeos presentan graves problemas en cuanto al cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en el seno de la UEM, motivados por sus déficit públicos excesivos. La financiación de estos saldos deficitarios ha provocado un fuerte aumento de la oferta de deuda pública en los mercados. A ello se sumó el hecho de que el mercado de renta fija privada internacional fue especialmente activo en 2003, y las emisiones de deuda empresarial en los mercados

9. Conviene recordar que los activos de garantía admitidos en las operaciones de política monetaria del Eurosistema deben estar denominados en euros o en denominaciones nacionales del euro.

globales crecieron un 35% con respecto al año anterior¹⁰, favorecidas por el reducido coste de emisión de estos valores — ante los bajos tipos de interés y el estrechamiento del diferencial de riesgo de crédito —, en especial si se compara con la emisión de títulos de renta variable.

Las salidas por inversiones en acciones y participaciones en fondos de inversión también se concentraron, preferentemente, en compras de títulos emitidos por residentes en la zona del euro, en especial en el caso de las participaciones en fondos de inversión. Por otro lado, se observó una fuerte recuperación de las adquisiciones de acciones emitidas por empresas estadounidenses, en contraste con las ventas netas observadas en 2002, hecho que puede explicarse por las mejores perspectivas de crecimiento y de beneficios a largo plazo de las empresas norteamericanas.

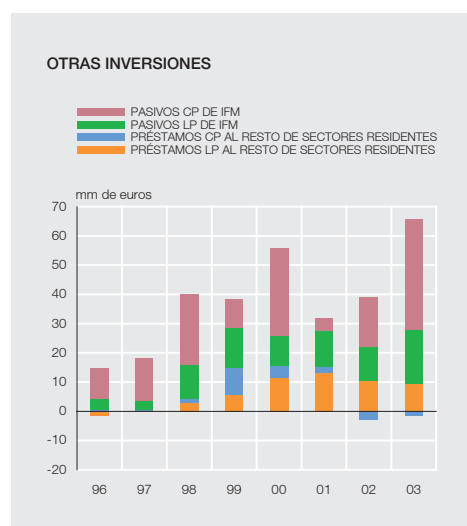
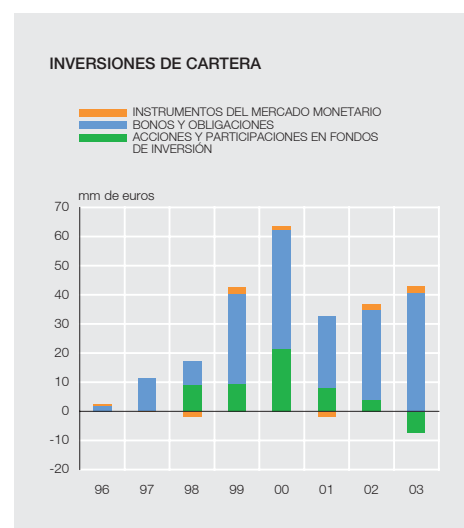
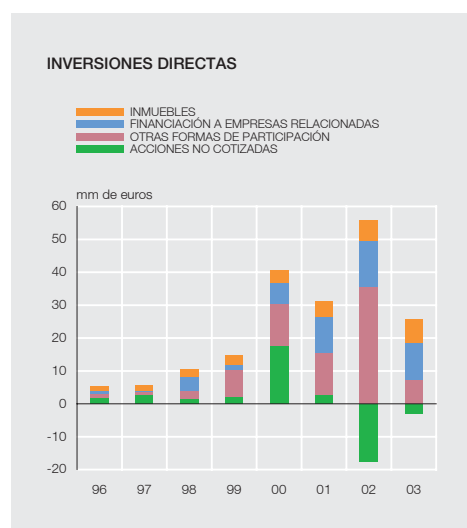
Por su parte, las *inversiones de cartera del exterior en España* alcanzaron 35.795 millones de euros (el 4,8% del PIB), frente a 36.749 millones (el 5,3% del PIB) en 2002 (véanse cuadro III.1 y gráfico III.4). En 2003 se afianzaron las tendencias iniciadas en años anteriores con respecto a la distribución por instrumentos de este tipo de inversiones. Por un lado, la inversión de no residentes en acciones cotizadas continuó su perfil descendente, al registrar desinversiones por valor de 7.175 millones de euros, si bien gran parte de esas ventas netas se concentró en el último trimestre de 2003. Por otro lado, las adquisiciones por no residentes de títulos de renta fija alcanzaron un máximo histórico (42.970 millones de euros), superando ligeramente al alcanzado en 2000 (véase gráfico III.6). Adicionalmente, los no residentes siguieron desplazando sus inversiones en España desde los títulos de deuda pública hacia los de renta fija privada.

En el caso de la deuda pública, predominaron las ventas netas de bonos y obligaciones (9.970 millones de euros) por parte de los no residentes. Este hecho podría estar influido por la política de emisiones del Tesoro Público, en un entorno de mejora de la situación financiera de las AAPP. Efectivamente, el Tesoro llevó a cabo una política de amortizaciones anticipadas — en línea con el programa de recompras iniciado en 1999 — que propició, en el conjunto de 2003, una emisión neta negativa (las amortizaciones superaron a las emisiones brutas) de títulos emitidos a largo plazo de 2.608 millones de euros. Por el contrario, los no residentes adquirieron títulos a corto plazo emitidos por las AAPP por un importe muy superior al de años anteriores (2.946 millones de euros), en línea con la progresiva internacionalización de este segmento del mercado, en el que la reforma del mercado de letras durante 2003 ha sido una pieza fundamental. En este sentido, estos valores se han incorporado a las plataformas españolas de negociación electrónica y se ha constituido un grupo de once creadores de mercado de letras — entre los que se encuentran cuatro entidades internacionales — para incrementar la liquidez, transparencia y eficacia del mercado de letras. El resultado ha sido un notable aumento de la negociación de este tipo de instrumentos, al tiempo que podría haber favorecido su mayor distribución entre los inversores extranjeros.

En cuanto a las inversiones por no residentes en renta fija privada española, registraron entradas por 49.977 millones de euros, más del doble de lo registrado el año anterior. Los no residentes vienen participando muy activamente en este mercado, que en los últimos años está experimentando un fuerte desarrollo. La menor oferta de deuda pública en los mercados financieros por parte de las AAPP, en un contexto de reducidos tipos de interés y de mejora de la calidad crediticia de las empresas — reflejada en una reducción de los diferenciales de deuda corporativa —, así como de relativa debilidad de los mercados de renta variable (a pesar de

10. Según datos de Dealogic.

Variación neta de pasivos frente al exterior



FUENTE: Banco de España.

su positiva evolución a lo largo de 2003), ha facilitado a las empresas diversificar sus fuentes de financiación apelando al mercado de renta fija privada. Las IFM residentes son las entidades que más activamente han recurrido a este mercado, bien mediante la emisión de bonos y obligaciones, bien a través de la titulización de parte de su cartera de activos hipotecarios, colocando de forma directa participaciones y cédulas hipotecarias, pero también utilizando fondos de titulización (que en la Balanza de Pagos se incluyen dentro del sector OSR). El mercado español ha tenido un crecimiento tal en los últimos años, que se situó, en 2003, a la cabeza de Europa —por detrás del Reino Unido— en volumen de titulaciones¹¹. Adicionalmente, se espera que el mercado de activos titulizados adquiera una mayor profundidad y liquidez en el futuro, así como un mayor desarrollo en general, cuando se consiga una plena integración de otros segmentos del mercado menos utilizados por los emisores, como la titulización de activos no hipotecarios. La pujanza del mercado español de renta fija se reflejó en el saldo en circulación de deuda corporativa en AIAF, que creció en 2003 un 52% en tasa in-

11. Según el informe anual de European Securitisations, asociación formada por los participantes en el mercado europeo de titulización de activos.

teranual, correspondiendo los mayores incrementos a las emisiones de cédulas hipotecarias y a los bonos de titulización.

Finalmente, es conveniente señalar que tanto las IFM como las sociedades no financieras residentes captaron un volumen importante de recursos a través de emisiones de renta fija en el exterior realizadas por filiales instrumentales no residentes. No obstante, dado que las matrices residentes reciben estos fondos como préstamo, las operaciones se registran en la estadística de la Balanza de Pagos como inversiones del exterior en España, en la rúbrica de otra inversión (véase apartado III.4) y no en la rúbrica de inversión de cartera.

Por lo que se refiere a la inversión de no residentes en acciones cotizadas y participaciones en fondos de inversión, presentó un saldo desinversor en el conjunto del año, sobre todo en el tercer trimestre. Las entradas por inversiones en acciones cotizadas emitidas por empresas españolas se redujeron drásticamente (véase gráfico III.6), continuando la tendencia descendente desde el máximo alcanzado en el año 2000. Esta circunstancia estuvo motivada, básicamente, por los siguientes hechos. Por un lado, el crecimiento de la inversión de no residentes en renta variable española estuvo muy relacionado, desde principios de los noventa, con el proceso de privatizaciones de grandes empresas públicas. Por otro lado, la expansión internacional de nuestras empresas se financió, en parte, mediante intercambios accionariales o mediante la apelación directa al mercado primario de acciones, así como con un aumento del crédito externo y con emisiones de renta fija. En este sentido, la actual atonía inversora exterior de nuestras empresas justifica, en parte, la disminución de las entradas de capital por este concepto. Finalmente, los dos últimos años estuvieron caracterizados por la incertidumbre económica y geopolítica, que provocó una mayor preferencia de los inversores por activos más líquidos y seguros, lo que afectó de forma global a la inversión en acciones cotizadas. A pesar de ello, la participación de los no residentes en la bolsa española fue muy relevante, acaparando más de la mitad del volumen de contratación en la Bolsa de Madrid en 2003. Dicho año se cerró con un resultado muy positivo para la bolsa española, cuya ganancia se situó por encima de algunas de las principales plazas bursátiles del mundo, apoyada en la recuperación de los beneficios empresariales y en el aumento de la rentabilidad total para el accionista (incluidos dividendos brutos), en un entorno caracterizado por una positiva evolución de la economía española.

III.4 Otra inversión (préstamos, depósitos y repos)

En 2003, los sectores residentes recibieron financiación exterior neta en forma de préstamos, depósitos y *repos* por importe de 47.495 millones de euros (el 6,4% del PIB), el más elevado de los últimos cuatro años, frente a los 7.912 millones del ejercicio precedente (el 1,1% del PIB). La evolución de esta rúbrica a lo largo del año estuvo condicionada por el comportamiento de las IFM residentes, que captaron recursos exteriores en términos netos por 46.289 millones de euros.

Las operaciones de *otra inversión de España en el exterior* se redujeron más de la mitad con respecto a 2002, hasta 14.097 millones de euros (el 1,9% del PIB), debido a la contracción de los fondos prestados, tanto por las IFM como por los OSR (véanse cuadro III.1 y gráficos III.4 y III.5). Ahora bien, el dato de 2002 fue excepcional, de modo que, si se compara la cifra de 2003 con la de años anteriores, se observa que los sectores residentes colocaron un volumen elevado de financiación en el exterior a través de este tipo de instrumentos. En este sentido, destacaron las operaciones de constitución de depósitos a corto plazo de algunas grandes empresas residentes —dirigidos, principalmente, a la zona del euro—, que en la primera mitad del año acumularon la casi totalidad de la otra inversión en el exterior de los OSR en 2003. La persistencia, en la primera mitad del año, de un entorno caracterizado por la incertidumbre pudo condicionar la evolución de los depósitos a corto plazo en dicho período. En la segunda

mitad, los OSR registraron cancelaciones netas de préstamos y depósitos por un importe de 690 millones de euros, coincidiendo con la mejora del contexto económico internacional y la recuperación de la inversión directa española en el exterior.

Por el contrario, las entradas de *otra inversión del exterior en España* experimentaron un intenso avance (véanse cuadro III.1 y gráfico III.4), desde 36.105 millones de euros en 2002, hasta 64.376 millones en 2003 (el 8,7% del PIB), fundamentalmente debido al incremento de la financiación captada por las IFM residentes, que alcanzó una cifra de 56.147 millones de euros (véase gráfico III.6). La mayoría de estos fondos se materializó en depósitos tomados de otras entidades de crédito de la zona del euro, en un entorno de reducidos tipos de interés y de ausencia de restricciones de liquidez para las IFM españolas en este mercado interbancario. Sin embargo, fueron los depósitos bancarios constituidos por no residentes en la UEM los que experimentaron un mayor avance, aunque su peso relativo fue menor. De este modo, las IFM residentes apelaron de forma importante al crédito externo, entre otras fuentes, para cubrir las necesidades de financiación de la economía española, motivadas, en parte, por el fuerte crecimiento del endeudamiento de los sectores residentes, especialmente de los hogares, y las elevadas salidas por inversiones de cartera. En cuanto a los OSR, aumentaron su volumen de financiación procedente del exterior un 38%, en tasa interanual, hasta situarse en 9.677 millones de euros. Tal como ocurriera el año anterior, las empresas españolas registraron salidas netas de préstamos a corto plazo (es decir, las amortizaciones superaron a las contrataciones de nuevas operaciones), aunque por un importe muy inferior al de 2002, mientras que la financiación a través de préstamos a largo plazo se mantuvo en niveles similares. Al mismo tiempo, según datos del Banco de Pagos Internacionales, la contratación de préstamos sindicados internacionales¹² por entidades españolas ascendió a 29,6 mm de dólares en 2003, lo que supuso un aumento interanual del 61%.

Tal como se indicó en el apartado anterior, una parte importante de la financiación obtenida por los grandes grupos empresariales residentes se canaliza a través de sus filiales instrumentales no residentes (que actúan como empresas financieras del grupo¹³). Esta financiación proviene, normalmente, de fondos captados por dichas empresas en los mercados internacionales, ya sea mediante préstamos o a través de emisiones de títulos de renta fija, operaciones que cuentan con la garantía de la matriz residente. Los recursos así captados se canalizan a la matriz en forma de préstamos o depósitos. En el caso español, las emisiones realizadas por filiales no residentes de las empresas españolas ascendieron a 12.473 millones de euros¹⁴, muchas de las cuales se instrumentaron en forma de participaciones preferentes emitidas en centros *offshore*. En este punto, es necesario recordar que, en 2003, ha sido aprobada una serie de medidas legales tendentes a favorecer tanto la emisión de participaciones preferentes desde España, o desde otros países pertenecientes a la Unión Europea que no tengan la consideración de paraísos fiscales, como su negociación en mercados secundarios oficiales¹⁵. Por ello, es previsible que, a partir del año 2003, gran parte de estas emisiones se realice y negocie en los mercados nacionales, por lo que las compras por no residentes de este tipo de títulos se registrarían como inversiones de cartera del exterior en España en títulos de renta fija, y no como otra inversión por el préstamo recibido de la filial.

12. Según la terminología del Banco de Pagos Internacionales, son préstamos sindicados internacionales aquellos en los que al menos una de las entidades de crédito que forman parte del sindicato es de una nacionalidad distinta a la de la entidad prestataria. *BIS Quarterly Review*, marzo de 2004, Bank for International Settlements. **13.** Al tratarse de empresas constituidas en el exterior con la única finalidad de obtener financiación que después canalizan a la matriz residente en forma de préstamos o depósitos, a pesar de ser empresas del grupo, los recursos obtenidos de estas empresas no se incluyen en la rúbrica de inversión directa, sino en la de otra inversión. **14.** Véase el *Boletín Estadístico* del Banco de España, capítulo 21. **15.** Véanse la Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior, y sobre determinadas medidas de prevención de blanqueo de capitales, que regula las características de las participaciones preferentes, así como su régimen fiscal, y la Ley

III.5 Instrumentos financieros derivados

Las operaciones exteriores con derivados financieros de los sectores residentes originaron, en el año 2003, salidas netas de capitales por un importe de 3.362 millones de euros (0,5% del PIB), lo que supuso una reducción del 31% con respecto a las del período anterior (véanse cuadro III.1 y gráfico III.4). A lo largo de 2003, las principales operaciones negociadas correspondieron a compraventas de divisas a plazo e intercambios de principal de permutas financieras de divisas, realizados por las entidades de crédito residentes, que en el conjunto del año generaron unas salidas netas de capital por valor de 1.754 millones de euros.

Conviene señalar que, en un entorno caracterizado por la progresiva reducción de la volatilidad en los mercados financieros a lo largo de 2003, según datos del MEFF, el número de contratos negociados de instrumentos derivados en el mercado español de futuros y opciones se contrajo en torno a un 12% interanual, tras registrar un fuerte crecimiento en períodos anteriores. Esta reducción tuvo su reflejo en los flujos de inversión con no residentes, que también experimentaron un retroceso con respecto al año 2002. Sin embargo, las operaciones de residentes en opciones y futuros financieros negociados en mercados extranjeros registraron un aumento sustancial en el volumen y en el número de operaciones con respecto a las registradas el año anterior. Este incremento de la actividad internacional de los residentes a través de estos instrumentos financieros está influida por la mayor facilidad de los operadores del mercado nacional de acceder a los instrumentos negociados en los principales mercados de derivados europeos a través de las interconexiones de MEFF con EUREX (el mercado suizo-alemán líder mundial en la contratación de derivados) y otros mercados europeos, como los franceses MONEF y MATIF. En este sentido, es reseñable el volumen de operaciones canalizadas por MEFF hacia estos mercados, superando en más de un 50% el número de contratos negociados en el ejercicio precedente. Por tipo de contratos, el mayor número de este tipo de operaciones se concentró en el futuro sobre el bono alemán negociado en EUREX, y, en menor medida, en el futuro sobre el índice DJ EuroStoxx 50. Finalmente, otro tipo de operaciones, como las opciones a la medida, registró también un notable avance con respecto al volumen de las operaciones negociadas en el año 2002, aunque su aportación al total de esta rúbrica fue reducida.

III.6 Activos netos del Banco de España

En el año 2003, los activos netos del Banco de España se redujeron en 1.575 millones de euros, frente a la disminución de 3.561 millones del ejercicio precedente. Los activos del Banco de España frente al Eurosistema se contrajeron en 4.382 millones de euros. Por su parte, las reservas cayeron 13.626 millones, siendo más que compensadas por el aumento de los otros activos netos (16.433 millones). Dentro de esta última partida se incluyen las inversiones de cartera que el Banco de España comenzó a realizar en diciembre de 2002 y que, en el conjunto del año 2003, registraron salidas netas por importe de 15.209 millones de euros, materializadas, fundamentalmente, en activos de deuda pública denominados en euros emitidos por países pertenecientes a la UEM. Conviene recordar que, desde la creación de la UEM, las reservas se definen como los activos líquidos en moneda extranjera (distinta del euro y sus denominaciones nacionales) que el Banco de España mantiene frente a residentes de países no integrados en la UEM. No incluye, por tanto, los activos denominados en euros o en moneda extranjera mantenidos frente a otros residentes de la zona del euro.

62/2003, de medidas fiscales, administrativas y del orden social, que exime de la modalidad de operaciones societarias del impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados los traslados a España de la sede de la dirección efectiva o del domicilio social de sociedades cuya actividad y objeto social exclusivo consistan en la emisión de participaciones preferentes y/u otros instrumentos financieros, que estuvieran constituidas antes del 6 de julio de 2003, fecha de entrada en vigor de la Ley 19/2003, de 4 de julio.

IV LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL EN 2003

IV La posición de inversión internacional en 2003

IV.1 Introducción

En los datos de la Posición de Inversión Internacional (PII) que se analizan en esta monografía se incorporan, por primera vez, los resultados de un nuevo sistema de información sobre inversiones de cartera, disponibles desde diciembre de 2002. Esta incorporación obligó a revisar la serie histórica de la rúbrica «Acciones y participaciones en fondos de inversión» de los Otros sectores residentes, desde los datos de 1992, como consecuencia de la ruptura que se producía en dicha serie. Tanto el nuevo sistema de información como la revisión de la serie histórica de la rúbrica mencionada se describen brevemente en la sección de Novedades del capítulo metodológico de esta monografía, pero es importante destacar aquí que la revisión ha supuesto un salto de nivel en la posición neta de cartera, que se ha trasladado a la posición deudora neta total. Esta última pasó a suponer el 35,0% del PIB, en el tercer trimestre de 2003, frente al 27,0%, en el mismo trimestre, antes del cambio del sistema de información de la inversión de cartera.

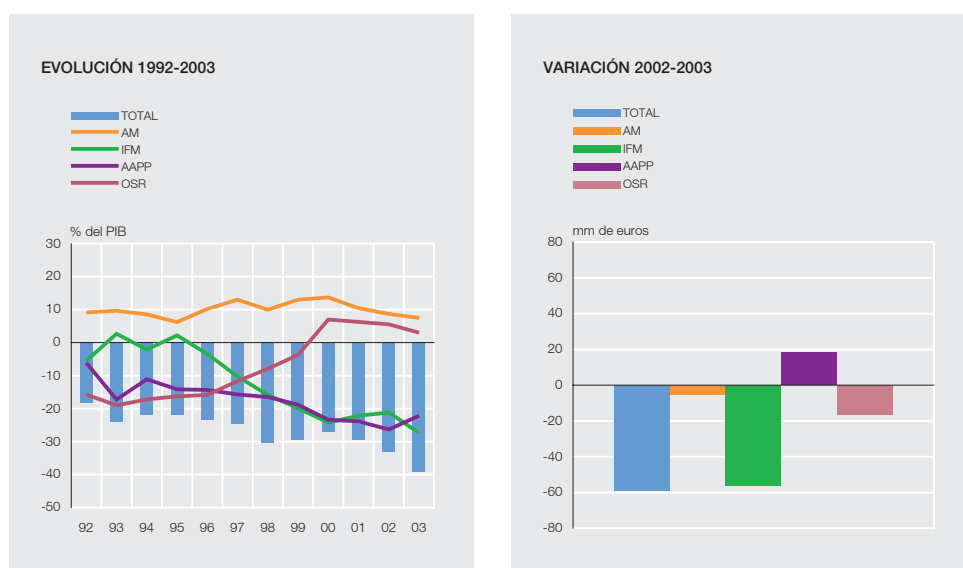
La PII deudora neta total de la economía española creció significativamente en 2003 (un 25,4% anual), hasta situarse en 290.124 millones de euros (39,0% del PIB), siendo el sector de Instituciones financieras monetarias distintas de la Autoridad monetaria (IFM) el que explicó, prácticamente, este crecimiento (véase gráfico IV.1). Con esta evolución, el valor de la posición deudora neta en términos del PIB más que duplicó el alcanzado en 1992 (18,3% del PIB). A este crecimiento contribuyó de manera significativa el ascenso acumulado desde 2000 (12 puntos porcentuales), en especial, el correspondiente al año 2003 (casi 6 puntos), como se observa en el gráfico IV.1. Respecto a las posiciones brutas, a partir del año 2000, después de un período de aceleración en la segunda mitad de la década de los noventa, tanto los pasivos como, especialmente, los activos exteriores se desaceleraron, afectados por el empeoramiento del clima económico internacional. En 2003, las posiciones brutas experimentaron una ligera aceleración frente al crecimiento de 2002, pero con tasas de crecimiento todavía reducidas si se comparan con las del período 1995-2000.

El año 2000 también fue un punto de inflexión si se observa la evolución de la PII neta por sectores. Hasta ese año, y desde 1995, el único sector que presentaba una posición neta acreedora era la Autoridad monetaria (AM), ya que el resto de los sectores mostraban posiciones netas deudoras, aunque con tendencias divergentes: al alza en el caso de las Administraciones Públicas (AAPP) y las IFM y a la baja en el de los Otros sectores residentes (OSR). A partir de 2000, la evolución comentada se interrumpe, en general, y los OSR mantienen una posición neta acreedora, junto con la AM, ambas decrecientes, frente a las posiciones deudoras netas de las AAPP y de las IFM, que se han mantenido entre el 20% y el 30% del PIB. En 2003, continuó este patrón, si bien se produjo un descenso de la posición deudora neta de las AAPP y un aumento de la de las IFM.

Centrando el análisis en el año 2003, el sector IFM es el que ha determinado, fundamentalmente, la evolución de la PII neta total, como ya se ha comentado. Tras dos años de caídas (en porcentaje del PIB), su posición deudora neta se aceleró considerablemente en 2003, al crecer el 37,9%, como consecuencia, principalmente, del significativo aumento de sus pasivos, especialmente los de otra inversión¹ (depósitos y *repos*) y los de inversión de cartera. El

1. En el caso de los pasivos de otra inversión, al estar denominada fundamentalmente en euros y al tratarse de instrumentos que no registran variaciones en los precios (principalmente, depósitos y *repos*), las variaciones de las posiciones se deben, prácticamente en su totalidad, a los flujos de la Balanza de Pagos. A diferencia de los pasivos, en los activos,

Evolución 1992-2003 y variación 2002-2003



FUENTE: Banco de España.

aumento de estos últimos refleja, en parte, el incremento de los precios de las acciones, pero, en mayor medida, la compra por parte de no residentes de valores de renta fija emitidos por las IFM. En este sentido, cabe resaltar el recurso de este sector a la titulización de activos como fuente de financiación (si bien la mayor parte de la financiación exterior obtenida por las IFM a través de la titulización de activos aparece, tanto en la Balanza de Pagos como en la PII, en el sector OSR, ya que se ha canalizado a través de este último vía fondos de titulización).

Los OSR contribuyeron en buena medida al aumento de la PII neta total con el descenso de su posición acreedora neta (42,0% anual), favorecido por la aceleración de sus pasivos exteriores, siendo los de inversión de cartera los que acumularon la mayor parte de dicho aumento. La revalorización de los principales índices bursátiles españoles y las entradas de capitales registradas en 2003 en bonos y obligaciones emitidos por este sector, la mayor parte de las cuales corresponden a la toma de financiación a través de bonos de titulización, explican, en parte, el crecimiento de estos pasivos de cartera. Por su parte, en 2003, la AM registró un descenso de su posición acreedora neta por tercer año consecutivo (8,4% anual), resultado de la reducción de los activos frente al Eurosistema, ya que la disminución de las reservas se vio prácticamente compensada por el significativo crecimiento de los otros activos netos, dentro de los cuales se incluyen las inversiones de cartera que el Banco de España comenzó a realizar en diciembre de 2002. Por último, las AAPP vieron reducida su posición deudora neta (10,0% anual), por primera vez desde 1994, como consecuencia, fundamentalmente, de la caída del *stock* de inversión de cartera de los no residentes en bonos y obligaciones emitidos por este sector, en la que pudo haber influido la prolongación de la política de amortizaciones anticipadas llevada a cabo por el Tesoro a lo largo de 2003.

en general, las variaciones de los tipos de cambio pueden tener un impacto significativo y, en el caso de la inversión directa y de cartera, se añaden, además, las variaciones de precios. No obstante, es importante señalar que, en el caso de la inversión directa de los OSR, todavía se carece de una fuente de información que proporcione posiciones valoradas a precios de mercado, por lo que estas se calculan por acumulación de flujos de la Balanza de Pagos, lo que constituye una clara limitación del análisis de la evolución de esta rúbrica.

Y PASIVOS

% sobre el total

	POR SECTORES				POR TIPO DE INVERSIÓN (a)		
	AM	IFM	AAPP	OSR	DIRECTA	CARTERA	OTRA
ACTIVO							
Media 1999-2002	12,1	27,7	1,2	58,9	32,2	36,8	30,9
2002	8,6	29,0	1,0	61,4	32,6	39,2	28,2
2003	7,1	29,4	0,9	62,7	30,5	43,8	25,7
PASIVO							
Media 1999-2002	0,1	38,5	19,1	42,4	21,0	39,8	39,3
2002	0,1	37,4	20,0	42,4	23,7	37,7	38,6
2003	0,0	40,3	15,9	43,7	23,0	38,3	38,8

FUENTE: Banco de España.

a. Excluido el Banco de España.

En el cuadro IV.1 se presenta la composición sectorial de los activos y pasivos exteriores de la economía española en 2003, en comparación con la que existía en diciembre de 2002 y con la media del período 1999-2002. Por el lado de los activos, el sector OSR, que acumula la mayor parte de estos, y las IFM aumentaron su peso en 2003, a cambio de una reducción de la proporción en manos de la AM, que cayó desde el 16% en 1999 hasta el 7,1% en 2003. Hay que señalar que el análisis de la composición sectorial de los activos está afectado por el hecho de que buena parte de las inversiones españolas en el capital de empresas no residentes se lleva a cabo a través de empresas *holding*, constituidas expresamente para mantener la propiedad de empresas extranjeras del grupo. Estas empresas *holding* se incluyen dentro del sector OSR. Por el lado de los pasivos, las IFM tienen una importancia relativa muy similar a los OSR. Ambos sectores ganaron participación en el conjunto de los pasivos en 2003, especialmente las IFM, a cambio de una reducción significativa de la proporción de pasivos de las AAPP.

IV.2 Inversión directa

El análisis de los datos de inversión directa está condicionado por el fenómeno de expansión de las Empresas de tenencia de valores extranjeros (ETVE) que ha tenido lugar en los años recientes en España, cuya operativa genera operaciones de inversión directa de España en el exterior y del exterior en España de similar cuantía. Una de las novedades introducidas en esta monografía es la publicación de estas operaciones de inversión directa de España en el exterior y del exterior en España que se canalizan a través de ETVE residentes en España². Sin embargo, por el momento no están disponibles los correspondientes datos de *stocks*, razón por la que, a pesar de que la repercusión sobre la posición neta no debería ser muy significativa, el análisis que puede realizarse de las posiciones activas y pasivas de inversión directa debe ser tomado con cautela.

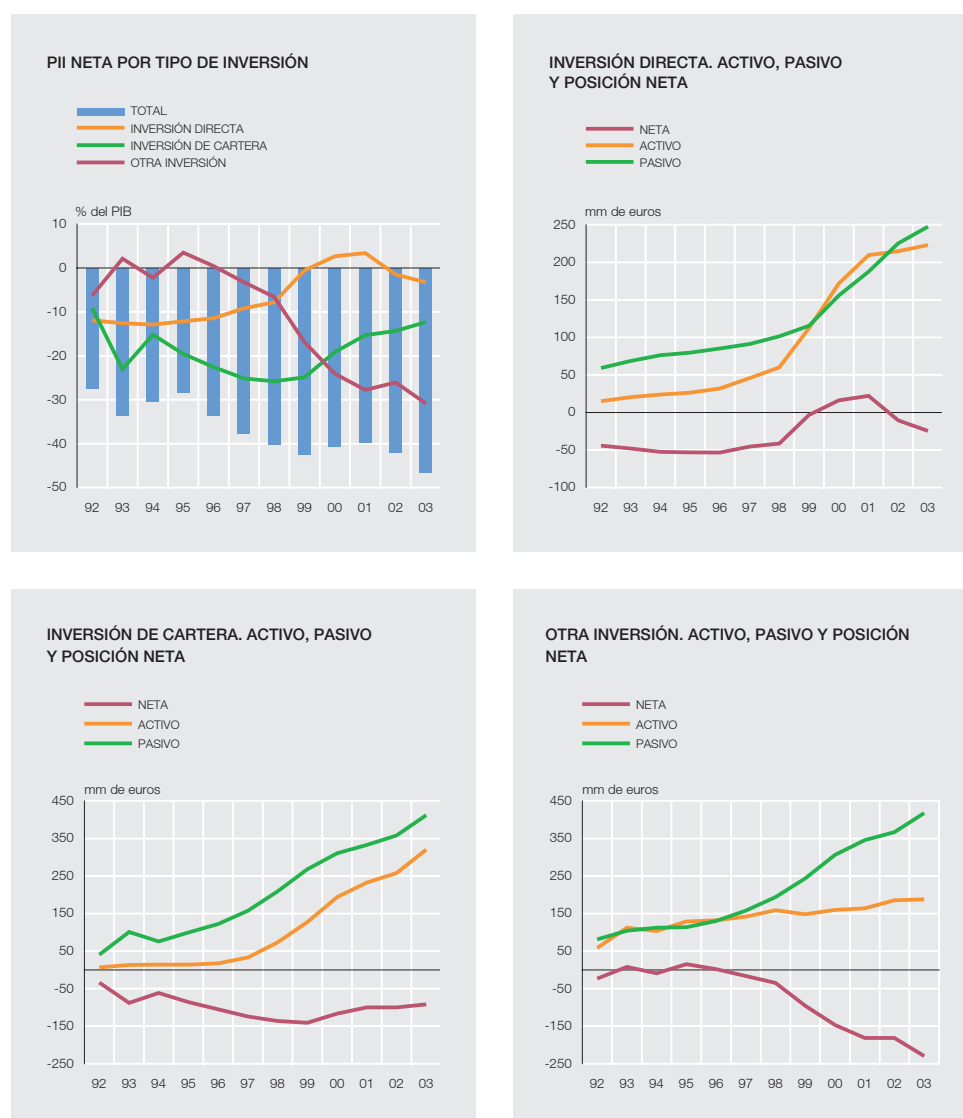
En 2003, la posición deudora neta de inversión directa continuó aumentando, hasta situarse en 24.505 millones de euros (el 3,3% del PIB), más del doble de la posición deudora neta de

2. Cuadros VI.1.11 y VI.2.11, y recuadro III.2, «Los flujos de inversión directa en 2002 y 2003: desglose geográfico y por sector de actividad económica».

**PII NETA POR TIPO DE INVERSIÓN. INVERSIÓN DIRECTA,
DE CARTERA Y OTRA INVERSIÓN**

GRÁFICO IV.2

Evolución 1992-2003 (a)



FUENTE: Banco de España.

a. Excluido el Banco de España.

2002, al seguir creciendo a mayor ritmo los pasivos que los activos, pese a la ralentización de los primeros. Cabe recordar que, en 2002, la posición neta de inversión directa de la economía española había recuperado su tradicional signo deudor, tras dos años con un signo acreedor (véase gráfico IV.2). Este signo acreedor fue el resultado de la expansión de los activos exteriores de inversión directa, con un peso muy importante de las inversiones en América Latina. Esta expansión se vio favorecida, entre otros factores, por el grado de desarrollo y estabilidad alcanzado por la economía española, propiciado por el proceso de integración económica europea y avance hacia la Unión Económica y Monetaria.

La posición de inversión directa de España en el exterior creció un 3,9% en 2003, hasta 223.030 millones de euros (el 30,0% del PIB). La evolución de esta rúbrica se encuentra muy alejada de las elevadas tasas de finales de la década de los noventa, 2000 y 2001, siendo las tasas registradas en 2002 y 2003 las más reducidas desde 1992. Este menor crecimiento se explica conjuntamente por las menores salidas de capitales hacia este tipo de activos y por

la apreciación del euro frente al dólar que tuvo lugar en 2002 y 2003 (en contraste con la depreciación de finales de los noventa e inicios de la presente década), que tiene un efecto directo³ reductor sobre los activos denominados en dólares. En relación con los flujos, que se describen detalladamente en el capítulo III de esta monografía, en 2003 fueron sensiblemente menores que los de años anteriores; en concreto, un 38,1% por debajo de los de 2002, a pesar del abaratamiento de la inversión en el exterior, que trae consigo una apreciación del euro. Con ello, recuperaron la tasa de descenso de 2001, tras la más moderada de 2002 (el -9,5% anual)⁴. No obstante, si se consideran los datos de inversión directa en el exterior excluidas las ETVE, la reducción de 2003, aunque significativa, fue menor (del 20,6%).

El *stock* de inversión directa del exterior en España ascendió a 247.535 millones de euros (el 33,3% del PIB) en 2003, un 9,9% por encima de la de 2002, lo que supuso una ralentización relevante con respecto a años anteriores. En este caso, no cabe esperar que las variaciones en los tipos de cambio afecten significativamente a las posiciones en forma de revalorizaciones o de pérdidas de valor, dado que la mayor parte se denominan en euros. Por otro lado, aunque sí deberían verse afectadas por la evolución de los precios de las empresas, hasta el momento solo se dispone de información sobre precios de mercado para los pasivos de inversión directa de las IFM, que representan una parte menor del total, con lo que, en la práctica, no cabe esperar que este efecto sea significativo en la serie publicada. Por tanto, en este caso, los cambios en la posición entre un período y el anterior están estrechamente ligados con las operaciones que hayan tenido lugar por parte de no residentes.

Así, en 2003, las entradas de capital por flujos de inversión directa del exterior en España se situaron en el nivel más reducido de los últimos cuatro años, un 40,5% por debajo de los de 2002, lo que contribuye a explicar la ralentización de los *stocks* de inversión directa del exterior en España en 2003. Al igual que en el caso de la inversión directa de España en el exterior, si se descuentan las operaciones correspondientes a ETVE, la reducción de los flujos de inversión directa del exterior en España en 2003 fue menor (del 21,8%). En un contexto de desaceleración de los flujos de inversión directa extranjera a nivel mundial y de avance en la integración europea, la mejora de la competitividad se presenta como un factor clave para favorecer las decisiones de localización en la economía española.

IV.3 Inversión de cartera

La inversión de cartera fue el único tipo de inversión que registró una reducción de su posición deudora neta en 2003. Tras el leve descenso en 2002 (del 0,2%), la posición deudora neta de inversión de cartera, excluido el Banco de España, se redujo un 8,2% en 2003, situándose en 91.689 millones de euros (12,3% del PIB)⁵ a fin de dicho año. Continuó, de esta manera, la tendencia descendente que viene mostrando desde 1999, punto de inflexión en la evolución de esta serie que, desde 1994 hasta ese año, había venido registrando un aumento gradual (véase gráfico IV.2). Dicha tendencia descendente se debió al mantenimiento de mayores tasas de crecimiento por el lado de los activos que por el de los pasivos. Ambos se habían venido desacelerando desde 1999, pero, en 2003, se reactivaron, manteniendo los activos una mayor tasa de crecimiento que los pasivos. Si se incluyera el Banco de España, el descenso de la posición deudora neta de inversión de cartera habría sido del 23,6% en 2003.

3. Se utiliza el término *directo* para referirse al efecto que produce una variación en el tipo de cambio sobre el valor del *stock* y distinguirlo, así, del efecto *indirecto* que produce sobre las decisiones de inversión de los agentes económicos. 4. Téngase en cuenta que, como se ha señalado en el capítulo III de esta monografía, la comparación entre 2002 y 2003 puede estar afectada por el retraso en la declaración de algunas operaciones, que influirá, fundamentalmente, en 2003. 5. La publicación de los datos de la PII del cuarto trimestre de 2003 incorpora un cambio metodológico relevante que ha permitido la valoración a precios de mercado de todos los instrumentos de inversión de cartera. Este cambio se describe en la sección de Novedades del capítulo metodológico.

El *stock* de inversión de cartera de España en el exterior (excluido el Banco de España) creció notablemente en 2003 (un 24,3%) y se situó en 320.473 millones de euros, lo que supuso una ganancia de 6 puntos en porcentaje del PIB, hasta el 43,1% en diciembre de 2003. Este tipo de activos aumentó en 2003 su peso sobre el total de activos exteriores (excluyendo los del Banco de España) hasta el 43,8%, a cambio de una pérdida de peso de los de inversión directa y de otra inversión (cuadro IV.1). Resulta destacable que, desde mediados de los noventa, período en el que los activos de otra inversión representaban alrededor del 70% del total, el peso de dichos activos se ha venido reduciendo a favor de los de inversión directa y de cartera, especialmente estos últimos. Por su parte, el Banco de España comenzó a realizar este tipo de inversiones en diciembre de 2002, acumulando en diciembre de 2003 un *stock* de 15.696 millones de euros. Así, si se incluyera el Banco de España, el crecimiento registrado por el *stock* de inversión de cartera en el exterior ascendería al 30,1%.

El aumento de los activos exteriores de inversión de cartera en 2003 se registró, fundamentalmente, en los valores de renta fija, que representan, aproximadamente, el 80% de esta rúbrica. Dicho incremento estuvo muy condicionado por la evolución de las inversiones en este tipo de instrumentos en 2003, que fueron muy elevadas, favorecidas por la reactivación de las correspondientes a las IFM y el mantenimiento de las de los OSR. Por su parte, la renta variable contribuyó al aumento del *stock* de cartera como resultado de la conjunción de unas elevadas inversiones en el exterior, que, como consecuencia del comportamiento de los OSR⁶, se recuperaron considerablemente en 2003, y de revalorizaciones en los principales mercados bursátiles. Ambos factores habrían compensado el efecto directo reductor que tiene la apreciación del euro frente al dólar sobre los valores denominados en dólares.

El *stock* de inversión de cartera del exterior en España también se aceleró en 2003, al crecer el 15,2%, hasta situarse en 412.162 millones de euros (el 55,5% del PIB). Con ello, estos pasivos incrementaron ligeramente su peso sobre el total de pasivos exteriores (excluidos los del Banco de España) hasta el 38,3% (cuadro IV.1), en contraste con la tendencia decreciente observada desde 1999. A cambio, se registró una leve reducción del peso de los pasivos de inversión directa (hasta el 23%). Más de la mitad del aumento de los pasivos de inversión de cartera se concentró en el *stock* de acciones, que, a pesar de registrar flujos negativos (desinversiones), contabilizaron un significativo aumento (del 26,1% anual), favorecido por la revalorización de los principales índices bursátiles. Por su parte, los títulos de renta fija, que representaban alrededor del 64% del total de pasivos de cartera en diciembre de 2003, también vieron incrementado su *stock*, favorecido por los elevados flujos de entrada registrados en la Balanza de Pagos en títulos emitidos por las IFM y los OSR, que compensaron las desinversiones en los emitidos por las AAPP. Parte de los flujos de entrada registrados por las IFM y los OSR reflejan el fenómeno de recurso, por parte de las IFM, a la titulización de activos como fuente adicional de financiación de manera destacada en 2003, y la activa participación de los no residentes en este segmento del mercado. Las IFM captaron financiación mediante la colocación directa de participaciones y cédulas hipotecarias en el mercado, pero también utilizaron fondos de titulización, que, tanto en la Balanza de Pagos como en la PII, se incluyen dentro del sector OSR (véase capítulo III de esta monografía).

IV.4 Otra inversión (préstamos, depósitos y repos)

La posición deudora neta de otra inversión, excluido el Banco de España, aumentó significativamente en 2003, al crecer el 26,4% anual, situándose en 229.487 millones de euros (el 30,9% del PIB). De esta manera, tras el estancamiento en 2002, recuperó la tendencia cre-

6. Dentro de los OSR se incluyen las instituciones de inversión colectiva, que registraron una recuperación de los flujos de sus inversiones en el exterior favorecidas por la nueva normativa fiscal y la mejora de las expectativas económicas, como se comenta en el capítulo III de esta monografía.

ciente que ha venido mostrando desde que, en 1997, se convirtió en deudora. Su aumento en 2003 fue el que determinó la mayor parte del crecimiento de la posición deudora neta de la economía española excluido el Banco de España, y se debió, fundamentalmente, al aumento de los pasivos exteriores de otra inversión.

La posición de otra inversión de España en el exterior se situó en 187.970 millones de euros (el 25,3% del PIB) en 2003, tras crecer el 1,5%, la tasa más baja registrada por estos activos desde su descenso en 1999. El ligero aumento del saldo en 2003 se debió a la combinación de unos flujos moderados de salida de capitales materializados en activos de otra inversión y de la apreciación del euro frente al dólar, que tiene un efecto directo negativo sobre el valor de la parte de este tipo de activos exteriores denominados en dólares⁷. La mayor parte de este *stock* se ha concentrado tradicionalmente en manos de las IFM y, en menor medida, de los OSR. Por instrumentos, se encuentra materializado, en su mayoría, en depósitos y, por áreas geográficas, la mayor parte del saldo se concentra en la UE.

El *stock* de otra inversión del exterior en España se aceleró en 2003 al crecer el 13,8%, hasta alcanzar 417.457 millones de euros (el 56,2% del PIB), en contraste con la desaceleración que había venido mostrando desde 2000. Desde 1996, año en el que iniciaron su despegue, estos pasivos han duplicado su valor en términos del PIB, al pasar de representar el 28,1% al 56,2%. Este despegue y la progresiva acumulación de este tipo de pasivos estuvieron favorecidos por un clima de estabilidad cambiaria y financiera (finales de la década de los noventa) y por las expectativas de un posterior ingreso en la UEM. Dentro de este contexto, que facilitó el acceso de los residentes al mercado de capitales exterior, la adopción de determinadas medidas que mejoraron la fiscalidad de los fondos de inversión contribuyó a una intensificación del proceso de desplazamiento de las inversiones de residentes desde depósitos bancarios hacia activos alternativos y a incrementar, de esta manera, la dependencia del sistema crediticio de la financiación exterior. Además, a lo largo de este período, en general, la economía española registró una necesidad de financiación significativa. Ello, unido a las salidas de capital en forma de inversión directa y de cartera que se produjeron en dicho período, propició la apelación al ahorro externo vía otra inversión, fundamentalmente por parte de las IFM. El crecimiento del *stock* de pasivos de otra inversión en 2003 se debió, fundamentalmente, a los elevados flujos de entrada de capitales materializados en este tipo de inversión, que experimentaron un intenso avance debido, principalmente, al aumento de la financiación recibida por las IFM, el sector que ha acumulado, tradicionalmente, la mayor parte de estos pasivos (alrededor del 75%-80% del total).

Por áreas, la mayor parte de estos pasivos proceden de la UE, donde el *stock* creció un 28,1% entre diciembre de 2002 y diciembre de 2003. La financiación procedente de los paraísos fiscales, que tiene un peso significativo, aunque mucho menor que la procedente de la UE, se redujo el 12,4% en 2003. Esta reducción podría estar motivada, al menos en parte, por los requisitos que, desde mediados de 2003⁸, deben cumplir las participaciones preferentes para formar parte de los recursos propios de las entidades de crédito, entre los que se encuentra el de ser emitidas en España o en un territorio de la Unión Europea, que no tenga la consideración de paraíso fiscal. Anteriormente, parte de estas emisiones se realizaban por filiales en paraísos fiscales que depositaban los fondos obtenidos en la matriz española, regis-

7. En el caso de la otra inversión de España en el exterior, las variaciones en la posición entre un período y otro vienen explicadas, fundamentalmente, por los flujos y por las variaciones en el tipo de cambio, no siendo significativo el efecto de cambios en los precios por materializarse estas inversiones en instrumentos no negociables (préstamos, depósitos y *repos*, fundamentalmente). 8. 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.

trándose en la Balanza de Pagos y en la PII como pasivos de otra inversión. Esta nueva normativa induce a realizar las emisiones directamente en España, por lo que su efecto en estas estadísticas será una reducción de los importes de la otra inversión del exterior en España y un aumento de los de la inversión de cartera del exterior en España.

V LA BALANZA DE PAGOS Y LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL:
NOTA METODOLÓGICA

V.1 Introducción

En las ediciones de 2001 y 2002 de la presente monografía se advirtió de los importantes cambios que, en los sistemas de información de los países pertenecientes a la Unión Europea, eran previsibles en los años sucesivos. Estos cambios, en el caso de España, se han producido, en parte, durante 2003, con la utilización de una nueva fuente de información para estimar la rúbrica de Inversión de cartera de la Posición de Inversión Internacional, y de la información del Registro de Inversiones de la Dirección General de Comercio e Inversiones del Ministerio de Economía (a partir de 2004, dependiente del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio) para incorporar en la Balanza de Pagos determinadas operaciones de inversión directa, de difícil obtención con el sistema de información habitual. Respecto a la inversión de cartera, la nueva fuente permite un mayor cumplimiento de los requisitos metodológicos vigentes, siendo de especial importancia la valoración a precios de mercado de su *stock*. En lo que se refiere a la inversión directa, las operaciones mencionadas corresponden, en general, a las de las Empresas de tenencia de valores extranjeros (ETVE) españolas, que han sido utilizadas por grupos multinacionales no residentes, con frecuencia en los últimos años, para centralizar la tenencia de sus inversiones exteriores en terceros países. La incorporación de estas operaciones ha tenido un impacto significativo, y de similar magnitud, sobre la inversión extranjera en España y sobre la inversión española en el exterior, de manera que su reflejo en el importe neto de la inversión directa ha sido poco importante.

Estos cambios, que proseguirán en los próximos años, obligarán a que, como se indicó en las ediciones mencionadas, los datos de la Balanza de Pagos y de la Posición de Inversión Internacional que se vayan publicando sean objeto de revisiones futuras más importantes que las que el Banco de España ha venido realizando en estas estadísticas. Además, las modificaciones de los sistemas de información provocarán, inevitablemente, rupturas metodológicas que, en determinadas ocasiones, requerirán una revisión de las series históricas ya publicadas, como ya ha sido el caso, en 2003, de la rúbrica de Inversión de cartera en acciones y participaciones en fondos de inversión de los Otros sectores residentes, en la Posición de Inversión Internacional. Esta rúbrica ha sido recalculada, desde 1992, para evitar la ruptura en la serie histórica que se producía por la incorporación de la nueva fuente de información antes mencionada.

Debido a esta mayor frecuencia de las modificaciones, tanto en el sistema de información, como en los métodos de estimación utilizados, en la presente edición de la monografía se ha incluido, al final de este capítulo, un nuevo apartado de novedades, que se mantendrá en ediciones futuras. En ese apartado, se resumen las principales novedades relativas a las estadísticas de Balanza de Pagos y de Posición de Inversión Internacional y a las estadísticas relacionadas (Deuda Externa y Reservas Internacionales) que, o bien se presentan en esta monografía, o bien tuvieron lugar a lo largo del año 2003. Cabe destacar aquí, además de los cambios ya mencionados, los relativos a la difusión de nueva información. En 2003, el Banco de España ha comenzado a publicar los datos de la estadística de la Deuda Externa, elaborada de acuerdo con el Manual del Fondo Monetario Internacional (FMI), y ha cumplimentado, por primera vez, la Encuesta Coordinada de Inversión de Cartera, promovida por este organismo.

El nuevo apartado también incluye una tabla que recoge, desde 1999, las principales novedades producidas en cada año, para facilitar su consulta en las monografías correspondientes. Entre las más recientes, previas al año 2003, cabe resaltar tres modificaciones, directamente

relacionadas con la implantación de la UEM y la consiguiente introducción de los billetes denominados en euros. En primer lugar, la estimación, a partir de 2002, de los ingresos y pagos de turismo y viajes utilizando, además de la información sobre los cobros y pagos efectuados por medios diferentes a los billetes denominados en euros (transferencias bancarias, tarjetas de crédito y billetes extranjeros, fundamentalmente), la que proporcionan los indicadores reales del sector turístico. En segundo lugar, la estimación, también a partir de 2002, de la contrapartida financiera de una parte importante de la rúbrica de Turismo y viajes, la que se liquida con billetes denominados en euros. Por último, el cambio en la presentación de los datos de la Balanza de Pagos y de la Posición de Inversión Internacional para presentar de forma separada las operaciones y saldos del Banco de España.

Además de las revisiones extraordinarias, relacionadas con cambios metodológicos o de fuentes de información, conviene mencionar los motivos que justifican las revisiones habituales de los datos. Estas revisiones, en el caso de la Balanza de Pagos, se realizan cada año cuando se publica la del mes de enero, afectan a los dos años anteriores y son consecuencia de la corrección de errores, o de la inclusión de operaciones cuya información se ha recibido con retraso, e influyen, con mayor intensidad, en determinadas rúbricas.

La más importante de las revisiones que afectan a la *cuenta corriente* es la derivada de la inclusión, en los datos del año anterior al último que se difunde (2002 en este caso), de las cifras revisadas del comercio de bienes publicadas por el Departamento de Aduanas de la Agencia Estatal de la Administración Tributaria. En el resto de la cuenta corriente, las principales revisiones de errores se suelen producir en las rentas, debido a rectificaciones que, en muchas ocasiones, se deben a una inadecuada separación de la renta y el principal de la operación.

En la *cuenta financiera*, las revisiones más importantes han afectado a las operaciones del Sistema crediticio y, especialmente, a las que exigen el registro de un elevado volumen bruto de operaciones, como son las ligadas a compraventas de deuda pública en firme y en *repo* o «simultánea», y a las de depósito. Adviértase que, en su gran mayoría, estas revisiones se refieren a la distribución de las rúbricas, más que a su flujo neto total. Así, en el caso de las operaciones con deuda pública española, aunque las revisiones de las rúbricas afectadas —Inversiones de cartera del exterior en España en las Administraciones Públicas, y Cesiones y adquisiciones temporales del Sistema crediticio— pueden ser significativas, la revisión agregada del flujo neto de inversiones más adquisiciones menos cesiones es relativamente menor. En el caso de los depósitos de las Instituciones financieras monetarias, también las modificaciones significativas afectan, sobre todo, a su distribución entre depósitos activos y depósitos pasivos, más que al flujo neto de pasivos menos activos.

Por lo que se refiere a los datos de la Posición de Inversión Internacional, se revisan siempre que se obtiene un nuevo dato y habitualmente se deben, en general, a deficiencias en la estimación, que se producen, principalmente, por retrasos en las fuentes de información utilizadas y por los mismos factores que los mencionados para la cuenta financiera de la Balanza, cuando esta es la principal fuente para la estimación de los *stocks*.

Como viene siendo habitual, los datos de la Balanza de Pagos y de la Posición de Inversión Internacional de los capítulos VI y VII de la presente monografía son estrictamente coherentes con las cifras recogidas en el capítulo 16 de la edición de abril de 2003 del *Boletín Estadístico* del Banco de España. Las correspondientes series históricas (elaboradas siguiendo la metodología del Quinto Manual del FMI) están disponibles con frecuencia mensual, desde 1990, para la Balanza de Pagos y con frecuencia trimestral, desde 1992, para la Posición de Inversión Internacional (para los activos de reserva la periodicidad es mensual y la fecha de co-

mienzo es enero de 1962), y se pueden encontrar en el sitio web del Banco de España (www.bde.es), sección de Estadísticas¹. Cabe resaltar que en el *Boletín Estadístico* aparecen, además, cuadros adicionales de detalle de la Posición de Inversión Internacional; en concreto, el desglose por prestatarios y prestamistas del *stock* de créditos recibidos del exterior por los sectores no crediticios, y la composición de los activos de reserva.

La Posición de Inversión Internacional se elabora utilizando la misma información y representa el mismo fenómeno económico general que la cuenta de saldos —*stocks*— de activos y pasivos financieros frente al resto del mundo de las *Cuentas Financieras de la Economía Española*. El Banco de España viene publicando en una monografía anual, con el mencionado título, esta otra estadística, que se elabora siguiendo la metodología establecida por el Sistema Europeo de Cuentas Nacionales en su versión de 1995, SEC 95. Aunque, por lo tanto, la metodología de referencia no es la misma, hay que señalar que el ámbito conceptual de ambas estadísticas es muy semejante, por lo que arrojan resultados agregados parecidos. De hecho, el FMI, al elaborar el Quinto Manual, avanzó en esta dirección homogeneizadora, hasta el punto de que las estadísticas de Balanza de Pagos y de Posición de Inversión Internacional que se compilan bajo el Quinto Manual, a diferencia de las ediciones previas, son coherentes con la Revisión 4 del Sistema de Cuentas Nacionales (SCN-1993). No obstante, las diferentes fechas de elaboración y de cierre de los datos de una y otra estadística explican discrepancias adicionales que pueden existir en un momento dado entre ambas fuentes de información. Además, puesto que las series históricas de la Posición de Inversión Internacional se revisan trimestralmente, las diferencias observadas en el momento de la comparación que cabe atribuir al desfase en la fecha de elaboración de las dos publicaciones varían con el tiempo.

Por lo que se refiere a la presentación de los datos en esta monografía de Balanza de Pagos y de Posición de Inversión Internacional, tal como se ha mencionado anteriormente, se mantiene la principal modificación realizada en el pasado reciente, que consiste en presentar de forma separada las operaciones y saldos del Banco de España. Es importante advertir que el mencionado cambio es una mera reasignación de la información, que se continúa elaborando siguiendo estrictamente las directrices metodológicas del Quinto Manual de Balanza de Pagos del FMI. Este organismo ha de presentar los datos en sus publicaciones de forma similar para todos los países con el objeto de permitir su comparabilidad internacional. Por este motivo, ante la singularidad de un fenómeno como la UEM, ha tenido que optar por una solución contable homogénea. Esta solución ha consistido en incluir la variación de los activos de los bancos centrales de los países de la UEM frente al Eurosistema, y sus otros activos y pasivos que no sean reservas, en los totales de las rúbricas correspondientes, dejando tan solo las reservas como contrapartida final del resto de la Balanza de Pagos de la UEM. La solución del FMI no solo es coherente con la presentación adecuada para la mayor parte de los países, sino, además, con la de la Balanza de Pagos agregada de la UEM frente al resto del mundo. Sin embargo, adolece de serias deficiencias para el análisis de la balanza de cada uno de los países aisladamente considerados.

Por todo lo anterior, en esta publicación se mantiene la doble presentación de la cuenta financiera de la Balanza de Pagos y de la Posición de Inversión Internacional:

- En los cuadros resumen de las principales rúbricas, tanto de la Balanza de Pagos como de la Posición de Inversión Internacional, la cuenta financiera se ha desglo-

1. Por otra parte, existen series históricas 1980-1990, elaboradas por la Secretaría de Estado de Comercio, según las directrices del Cuarto Manual del FMI.

sado entre la correspondiente al Banco de España y a otros sectores. La cuenta financiera del Banco de España proporciona información separada tanto de las reservas como de la variación del saldo de su cuenta con el Eurosistema, dado su distinto significado analítico, en el contexto de la pertenencia del país a una unión monetaria, con una moneda única. Además, por claridad en la presentación, se ha incluido también el neto de otros activos y pasivos del Banco de España, que recoge, fundamentalmente, los activos de inversiones de cartera y los pasivos relacionados con las reservas. En el epígrafe V.2.5 de este mismo capítulo se describe el contenido de cada una de las rúbricas de la Balanza, por lo que el lector encontrará una breve explicación de cada una de las que integran la cuenta financiera del Banco de España.

- En los cuadros de detalle, en los que se ofrece la información más desagregada, se ha optado por mantener la presentación de los componentes *standard* del Quinto Manual del FMI, que es la que permite la comparabilidad internacional. En ellos, por tanto, las operaciones del Banco de España distintas de las reservas aparecen en la rúbrica de Otras inversiones, y, a partir de 2002, también en Inversiones de cartera, si bien separadas de las de las Otras instituciones financieras monetarias. En todos los cuadros se explicita con claridad el contenido de cada rúbrica en lo que a su cobertura de los distintos sectores institucionales se refiere, por lo que no es posible confusión al respecto.

Cabe resaltar también, en relación con la presentación de los datos, que las notas a pie de todos los cuadros del capítulo VI explicitan la convención del signo utilizada en el registro de las operaciones de Balanza de Pagos. Adviértase que, en el caso concreto de las reservas, se ha optado por utilizar la misma convención en todos los cuadros. En concreto, el aumento de las reservas —que supone un pago neto al exterior, al aumentar los activos del país— se ha registrado con signo negativo, y su disminución, con positivo.

Respecto a los cuadros referidos a la distribución de las transacciones por áreas geográficas, conviene reiterar que esta distribución en el caso de la cuenta financiera se basa, en numerosas ocasiones, en la asignación al país de la primera contrapartida conocida (*first known counterpart*, en la terminología inglesa). Este hecho debe ser tenido en cuenta por los analistas, especialmente en los pasivos de las inversiones de cartera, en los que el país de la primera contrapartida puede, con mucha frecuencia, no coincidir con el del titular final de la operación. Por el lado de los activos, como se explica más adelante, aunque en muchas transacciones se utiliza el código ISIN, que permite conocer el país del emisor, no siempre es posible asegurar la correcta asignación geográfica de las emisiones. Se recuerda, además, que la contabilización de los derivados financieros como neto de pasivos y activos impide que puedan ser distribuidos geográficamente. Algo similar cabe señalar respecto a los depósitos a la vista del sistema crediticio —véanse también las notas de este capítulo referidas a este epígrafe—, para los que tampoco se ofrecen datos desglosados en los cuadros de distribución por áreas geográficas.

Este capítulo se ha organizado como se explica a continuación. Después de esta introducción, la sección V.2 se dedica a la estadística de Balanza de Pagos, describiendo: las fuentes de información; el marco conceptual determinado por los criterios generales de residencia, valoración y otros; la clasificación de las operaciones por rúbricas y sectores; la estructura y contenido de los cuadros del capítulo VI y, en último lugar, determinados aspectos específicos de cada rúbrica. En la sección V.3 se recogen los siguientes puntos relativos a la Posición de Inversión Internacional: fuentes de información y criterios de valoración; procedimientos de

obtención de las posiciones; estructura y contenido de los cuadros del capítulo VII; notas específicas para cada rúbrica y principales diferencias entre la variación de los saldos de la Posición de Inversión Internacional y los flujos de la Balanza de Pagos. Finalmente, en la sección V.4 se explican las novedades más relevantes en los sistemas de información, en las revisiones de series históricas y en la difusión de las estadísticas.

V.2 Balanza de pagos. Metodología

V.2.1 FUENTES DE INFORMACIÓN

a. Balanza comercial

La Balanza de Pagos de España utiliza como fuente de información básica, para la balanza comercial, la estadística de comercio exterior elaborada por el Departamento de Aduanas de la Agencia Estatal de la Administración Tributaria, si bien con los ajustes pertinentes —valoración FOB de las importaciones, contabilización de las operaciones con mercancías que no cruzan frontera, etc.—. En el epígrafe I.4.1 de la monografía *Balanza de Pagos de España, 1993*, se analizaron, de forma pormenorizada, los ajustes que explican las diferencias que el usuario de los datos encontrará entre las cifras del comercio exterior, tal como aparecen en las publicaciones del Departamento de Aduanas, y las de la balanza de mercancías de la Balanza de Pagos. Puesto que, en su mayor parte, derivan de las directrices de contabilización establecidas en el Quinto Manual del FMI, lo allí descrito sigue siendo válido.

En el mismo epígrafe I.4.1 de la monografía de 1993, se incluyó también una descripción del sistema de recogida de los datos por parte del Departamento de Aduanas de la Agencia Estatal de la Administración Tributaria, responsable de su elaboración, con especial referencia al utilizado para el comercio intracomunitario desde la supresión de las correspondientes fronteras aduaneras, que se conoce como sistema Intrastat. Las líneas generales de lo allí escrito siguen siendo válidas. El lector interesado en este tema encontrará bibliografía divulgativa abundante al respecto, elaborada por el propio Departamento de Aduanas, y podrá conocer el funcionamiento práctico del sistema en las resoluciones que se publican anualmente y que recogen la normativa aplicable. La última resolución es de 2 de diciembre de 2003 y se publicó en el BOE de 30 de diciembre de 2003. Además, el Banco de España incluyó en la edición de abril de 1995 de su *Boletín Estadístico* notas metodológicas referidas a los datos del comercio exterior, con un resumen del sistema de recogida de los datos, en general, y de Intrastat, en particular.

Conviene señalar que, al utilizar los datos aduaneros para estimar la balanza comercial, se está registrando todo el comercio de bienes —salvo el exento de declaración—, incluso el financiado a corto plazo directamente entre los suministradores y sus clientes. Además, las transacciones se registran, en líneas generales, en el período en que tiene lugar el movimiento físico de las mercancías —véanse, no obstante, las matizaciones a esta afirmación que se deducen de la lectura del apartado b. Momento de registro de la transacción: el principio del devengo, de este capítulo, página 91—. Puesto que, como más adelante se señala, la cuenta financiera no recoge datos del crédito comercial a corto plazo, la contrapartida de estas operaciones, no cobradas o pagadas en el momento de su registro, aparece en la rúbrica de Errores y omisiones, una parte de la cual responde, por tanto, a los llamados *leads* y *lags* del comercio exterior —adelantos y retrasos entre el movimiento físico de las mercancías por las fronteras y su cobro o pago correspondiente—.

b. Resto de operaciones

Para la elaboración de las demás rúbricas de la Balanza de Pagos, el Banco de España recoge información directamente de los siguientes colectivos de declarantes:

a) Entidades de depósito

Estas entidades, constituidas por bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, han de informar de las operaciones que realizan con no residentes, tanto en nombre propio

como por cuenta de clientela, de acuerdo con las normas contenidas en la Circular 15/1992 del Banco de España. Las operaciones de clientela son, a efectos de información, responsabilidad del residente titular de la operación, que habrá de proporcionar a la entidad los datos de la transacción para que los transmita al Banco de España. Cuando el importe liquidado por una entidad sea el neto de varias operaciones —propias o de clientela—, la entidad deberá incluir en sus declaraciones los importes brutos detallados.

Además, de acuerdo con el nuevo sistema de información sobre valores negociables (para un análisis detallado de este nuevo sistema véase la sección V.4 de este capítulo), cuyas normas están contenidas en la Circular 2/2001 del Banco de España, las entidades depositarias residentes deben facilitar información mensual valor a valor de las operaciones y saldos de valores negociables que realicen con no residentes, en su nombre o por cuenta de su clientela.

b) Otras entidades financieras inscritas en los registros oficiales del Banco de España o de la Comisión Nacional del Mercado de Valores

Las entidades de esta naturaleza (Establecimientos financieros de crédito, Fondos del mercado monetario e Instituciones financieras no monetarias) que realizan operaciones con no residentes por cuenta de su clientela informan directamente al Banco de España tanto de las operaciones efectuadas por cuenta de sus clientes residentes como de la totalidad de las propias, si las hubiera. Por tanto, operan, a efectos de declaración, como las recogidas en el punto a) anterior, siéndoles de aplicación la misma normativa contenida en la Circular 15/1992.

Las instituciones que operen con no residentes exclusivamente por cuenta propia pueden optar, a voluntad, entre declarar directamente todas sus operaciones al Banco de España, de acuerdo con las normas de la Circular 15/1992, o utilizar los servicios de las entidades de depósito para declarar las transacciones con no residentes que liquiden a través de ellas. En este último caso, y a estos efectos, les es de aplicación la misma normativa que a las personas físicas y jurídicas no financieras.

Al igual que las entidades recogidas en el apartado anterior, estas entidades están obligadas al cumplimiento de los requisitos de información contenidos en la Circular 2/2001.

c) Titulares de cuentas a la vista o de ahorro en instituciones de crédito no residentes

Todos los residentes que mantengan cuentas de esta naturaleza deben informar al Banco de España de su apertura y cancelación, y de las operaciones que liquidan a través de ellas, por sus importes brutos, de acuerdo con las normas contenidas en la Circular 24/1992 del Banco de España.

d) Titulares de cuentas interempresas con empresas no residentes

Todas las empresas residentes que mantengan cuentas con empresas no bancarias no residentes —normalmente, con empresas de un mismo grupo económico, pero no necesariamente— deben informar al Banco de España de su apertura y cancelación, y de las operaciones abonadas y adeudadas en ellas por sus importes brutos, de acuerdo con las normas de la Circular 24/1992. Por tanto, las obligaciones de declaración de este colectivo se regulan en la misma Circular que las del descrito en el apartado anterior. Sin embargo, conviene advertir que, desde la óptica de la Balanza de Pagos y del análisis económico, la separa-

ción de ambos tipos de cuentas es importante, porque la variación de sus saldos se asigna a rúbricas distintas de la Balanza, como se verá más adelante.

e) Titulares de operaciones de compensación con no residentes

Se entiende por compensación la operación que, por suponer un cobro y un pago de igual importe y signo contrario, no da lugar a liquidación alguna mediante abono o adeudo en cuenta bancaria o cuenta interempresa. Los residentes que realicen transacciones de esta naturaleza con no residentes han de declararlas directamente al Banco de España, de acuerdo con las normas de su Circular 6/2000.

Un caso especial de este tipo de operaciones es el comercio de mercancías financiado con créditos directos entre vendedores y clientes. La Circular 6/2000 establece las obligaciones de declarar este tipo de transacciones, pero solo cuando el plazo de vencimiento del crédito otorgado sea superior a un año. Por tanto, el crédito comercial a corto plazo aparecerá dentro del epígrafe de Errores y omisiones, siendo esta omisión —en puridad, no es un error— una parte muy importante de la rúbrica. Además, precisamente por no ser un error, su comportamiento está relacionado con el de otras variables macroeconómicas —tipos de interés y expectativas de tipo de cambio, entre otras—, por lo que su evolución no puede considerarse como la de una variable aleatoria, y puede registrar un comportamiento y un signo sistemáticos durante determinados períodos.

f) Residentes que realicen operaciones en valores negociables directamente a través de intermediarios no residentes

Los inversores residentes que realicen operaciones en valores negociables directamente a través de un intermediario financiero no residente han de proporcionar información valor a valor de las operaciones y saldos de valores negociables directamente al Banco de España, de acuerdo con las normas de su Circular 2/2001.

La información obtenida de los colectivos anteriores pretende cubrir, en principio, toda la gama de posibles operaciones con no residentes: las realizadas a través de entidades financieras residentes, las realizadas directamente por estas en su propio nombre, las liquidadas a través de cuentas bancarias o interempresas en el exterior y las que no originan liquidación alguna —compensaciones—. En la práctica, sin embargo, tanto los mínimos exentos como los errores y omisiones que no llegan a detectarse obligan a utilizar otras fuentes de información: en ocasiones, como mero contraste, y en otras, como complementarias o alternativas para la estimación de algunas rúbricas.

Un problema concreto es el que plantea la distribución por rúbricas de las operaciones de menos de 12.500 euros, que están exentas de la obligación de declarar su concepto, pero de las que sí se conoce su importe total. Como indicador principal de su distribución se está utilizando la de las operaciones de importes inmediatamente superiores, pero, sin duda, esto reduce la fiabilidad estadística de las rúbricas que —como la de turismo y viajes, la de transferencias privadas, con especial peso en los últimos años de las remesas de emigrantes, y aquellas otras que recogen servicios personales—, incorporan numerosas operaciones de estos importes.

Por último, cabe señalar, en lo que a fuentes de información se refiere, el uso creciente de la información contenida en el Registro de Inversiones elaborado por la Dirección General de Comercio e Inversiones del Ministerio de Economía en la estimación de los datos de inversión

directa, tanto de España en el exterior, como del exterior en España. Como viene siendo habitual, en 2003 los datos del Registro de Inversiones se han utilizado para aproximar la parte que, del total de la inversión que se realiza en España a través de valores negociables adquiridos en mercados organizados, corresponde a inversión directa del exterior en España. Adicionalmente, en este marco de cooperación con el Ministerio de Economía, durante 2003 se ha comenzado a incorporar información procedente del Registro de Inversiones para complementar los datos que ofrecen las fuentes principales de información de Balanza de Pagos sobre inversión. En concreto, en los datos referidos a los años 2002 y 2003, se han incorporado operaciones que figuran en el Registro pero que, por no suponer cobro o pago alguno con el exterior, resultan difíciles de captar con el sistema de información actual y que no se incluyeron en las primeras cifras difundidas de Balanza de Pagos. Estas operaciones están relacionadas, en muchos casos, con la reestructuración que grupos multinacionales no residentes realizan a través de Empresas de tenencia de valores extranjeros (ETVE) (véase la sección V.4, «Novedades»).

V.2.2 MARCO CONCEPTUAL

La Balanza de Pagos de España se elabora siguiendo las directrices del Quinto Manual de Balanza de Pagos del FMI. En este epígrafe no se entra en la descripción detallada de los diferentes capítulos a lo largo de los cuales el Quinto Manual articula lo que, en su propia denominación, constituye el marco conceptual de la Balanza de Pagos, ya que es lo suficientemente detallado en lo que se refiere a conceptos como territorio económico y residencia, criterios de valoración de las transacciones, momento de registro, etc., como para ser, directamente, la referencia bibliográfica. Por ello, en aquellos aspectos que no plantean especiales dificultades, solo se hará un breve resumen. Por el contrario, sí parece adecuado abordar con algo más de detalle los que son más importantes desde la óptica de una interpretación adecuada de los datos.

a. Residencia

La Balanza de Pagos registra las transacciones entre los residentes de un país y los del resto del mundo, con independencia de su nacionalidad. El FMI considera que una unidad institucional es una unidad residente cuando tiene un centro de interés económico en el territorio del país.

Aunque el Quinto Manual dedica un capítulo a precisar el concepto de residencia, su concreción incorpora, inevitablemente, una cierta discrecionalidad por parte del compilador de los datos. El FMI considera que «una empresa tiene un centro de interés económico y es una unidad residente de un país cuando produce una cantidad significativa de servicios en dicho país o posee tierras o edificios ubicados en él». Se trata, por tanto, de un concepto lo suficientemente impreciso como para que, en la práctica, el propio FMI recomiende como pauta para la consideración de la residencia la permanencia en el país durante un año o más.

La mencionada definición del concepto de residencia es importante, porque el alcance y contenido de las diferentes rúbricas de la Balanza dependen, fundamentalmente, de esta definición. En efecto: la penetración en los mercados exteriores a través de la creación de establecimientos filiales o sucursales es un fenómeno generalizado, especialmente en el mercado de servicios. Los servicios trasfronterizos, en los que hay un desplazamiento físico del suministrador del servicio, han dejado paso a la creación de establecimientos comerciales que, en numerosos casos, son unidades residentes del país en el que se distribuyen los servicios correspondientes. En esos casos, los únicos flujos que aparecen en la Balanza de Pagos son los correspondientes a la inversión directa y a las rentas generadas en forma de beneficios, con la consiguiente pérdida de información sobre la naturaleza de los servicios vendidos o comprados. La prestación de servicios a través del establecimiento comercial es un fenómeno tan importante que los organismos internacionales encargados de las negociaciones para libera-

lizar los mercados internacionales, y muy singularmente la Organización Mundial del Comercio, han puesto en marcha estadísticas sobre los establecimientos comerciales residentes en los distintos países, que son filiales o sucursales de matrices localizadas en otros territorios, para suplir la pérdida de contenido de los datos del comercio de servicios de las Balanzas de Pagos.

b. Momento de registro de la transacción: el principio del devengo

En la Balanza de Pagos, las transacciones deben registrarse en valores devengados. Utilizando la terminología del FMI, esto significa que deben registrarse con referencia «al momento en que se crea, transforma, intercambia, transfiere o extingue un valor económico». Por tanto, los flujos que recoge no tienen por qué coincidir con los cobros o pagos líquidos que generen. De hecho, en numerosas ocasiones las transacciones de la Balanza de Pagos no dan lugar a cobros o pagos líquidos, y, en otras, su registro tiene lugar en un momento distinto. En la práctica, sin embargo, la aplicación de este principio a todas las operaciones con no residentes es difícil y costosa, por lo que muchas transacciones se registran en el momento en que originan cobros y pagos.

En la Balanza de Pagos española se utiliza el principio del devengo en el comercio de mercancías y en los pagos a no residentes de los intereses de los bonos y obligaciones emitidos en euros por las Administraciones Públicas españolas. En el resto de la Balanza, el principio contable del cobro o pago efectivo es el que se aplica, en líneas generales, a las transacciones que originan cobros y pagos líquidos, aunque, tal como se explicaba en el epígrafe precedente, se recogen también numerosas operaciones que no generan pagos —compensaciones, operaciones que se abonan o adeudan en cuentas interempresas, etc.—, o que lo hacen solo por importes muy inferiores al valor bruto contabilizado.

El comercio de mercancías se registra, en líneas generales, por el principio del devengo, cuando tiene lugar la transacción real, puesto que se utiliza la estadística aduanera como fuente de información. No obstante, en el comercio intracomunitario, debido a la desaparición de las fronteras aduaneras, pueden existir desfases entre el momento del movimiento físico de los bienes y su declaración y registro estadísticos, especialmente en los datos mensuales provisionales, que son los que se utilizan, en estas publicaciones monográficas de la Balanza de Pagos, para el último año que se cierra —en este caso, 2003—. El Departamento de Aduanas revisa la periodificación mensual de sus datos, cuando publica los revisados del año precedente, asignando las operaciones a los períodos en que efectivamente se produjeron.

En la balanza de rentas, desde 1993, los pagos por rentas de inversión a no residentes derivados de los intereses de los bonos y obligaciones emitidos en pesetas y euros por las Administraciones Públicas españolas se han contabilizado teniendo en cuenta los intereses devengados y no los pagados. Cuando los intereses devengados en el período son superiores a los pagados, esta modificación implica también contabilizar la contrapartida de la diferencia, es decir, los intereses devengados pendientes de pago, como un mayor valor de las inversiones del exterior en bonos y obligaciones de las Administraciones Públicas. Cuando los intereses devengados en el período son inferiores a los pagados, la modificación implica llevar la diferencia como un menor valor de las mencionadas inversiones.

El Quinto Manual recoge de forma expresa la aplicación del principio contable del devengo en la contabilización de las rentas por concepto de intereses. La versión española, editada por el propio FMI en 1993, establece, literalmente, en su párrafo 282: «Los dividendos deberán registrarse en la fecha en que son pagaderos. La renta por concepto de intereses debe registrarse en valores devengados. En caso de que no se efectúe el pago de los intereses, debe registrarse un asiento de renta con su correspondiente contrapartida en la cuenta financiera

(según el instrumento de que se trate) para reflejar un aumento de la obligación cuyo pago no se ha efectuado». Esta contabilización de las rentas por el devengo implica, por tanto, que, a su vez, en la cuenta financiera se contabilicen como mayor valor de la inversión los intereses devengados durante el período correspondiente.

Aunque el FMI recomienda la aplicación de este principio contable a todas las inversiones de cartera, excluidas acciones, tanto en las operaciones activas como pasivas, y cualquiera que sea la moneda de su emisión y el sector institucional implicado, las dificultades para su estimación, en relación con la sencillez del principio contable de cobro o pago efectivo, son obvias. En el caso español, sin embargo, se dispone de la información pormenorizada de los datos de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (Iberclear), que permite una estimación minuciosa de las rentas devengadas por los valores negociables en ella registrados. La aplicación del principio del devengo se ha limitado, de momento, a las operaciones en bonos y obligaciones anotados, que comprenden la casi totalidad de los emitidos en euros por el Tesoro español y los emitidos por otras Administraciones Públicas que son anotados en Iberclear. El nuevo sistema de información para inversiones de cartera, que se describe en el apartado V.4, «Novedades», de este capítulo, y que permite obtener información valor a valor de las inversiones de cartera, junto con la información detallada que contendrá la Base de Datos Centralizada de Valores que está elaborando el Banco Central Europeo, permitirá, en un futuro, aplicar el principio del devengo en el cálculo de las rentas de todos los valores incluidos en dicha rúbrica.

c. Valoración. Flujos y *stocks*

La Balanza de Pagos española se elabora, desde 1999, en euros. Las series históricas, elaboradas en pesetas hasta diciembre de 1998, se han convertido a euros al tipo de cambio irrevocable de 166,386 pesetas/euro. La utilización de la moneda nacional como unidad de valoración es una práctica común en la mayor parte de los países desarrollados, y casi general en Europa. De hecho, el FMI solo recomienda expresamente la utilización de unidades de medida alternativas en los países con monedas inestables.

Las transacciones se declaran en la moneda original, habiéndose utilizado para su conversión a euros el tipo de cambio medio decenal, en el caso de las operaciones declaradas por las entidades financieras, y el medio mensual, en las demás —obviamente, las operaciones realizadas, antes de 1999, en monedas de los países de la Unión Monetaria se han pasado a euros, mediante simple multiplicación por sus tipos de cambio irrevocables—. Se trata, por tanto, de una aproximación bastante precisa al principio teórico de valoración recogido en el Quinto Manual del FMI, que establece que todas las transacciones deben valorarse a los precios de mercado vigentes en la fecha de la operación. El FMI es inequívoco en este aspecto. Las estimaciones de las distintas rúbricas de la Balanza no deben recoger variaciones inducidas por las fluctuaciones de los tipos de cambio o de los precios de mercado de los distintos activos o pasivos financieros. Tampoco deben contabilizarse en la Balanza de Pagos las diferencias que puedan surgir al valorar en una moneda común los cobros y pagos de operaciones de compensación o de compraventa de divisas, idénticos, por definición, en la transacción originaria convenida entre las partes de la operación.

No es ocioso insistir en la importancia de este criterio de valoración, porque es fundamental para entender la relación entre flujos y *stocks* o, lo que es igual, la relación entre la Balanza de Pagos y la llamada Posición de Inversión Internacional (PII). El Quinto Manual define la Posición de Inversión Internacional como el valor del *stock* de cada uno de los activos y pasivos financieros definidos en los componentes normalizados de la Balanza. Para cada componente normalizado de la cuenta financiera, el Manual define el valor del *stock* de ese tipo de activos o pasivos, al principio del año, y su valor al final. La diferencia entre ambos ha de ser igual

a la suma de: las transacciones efectivamente realizadas con esos activos o pasivos (que es lo que ha de aparecer en la Balanza de Pagos), más la variación en el valor del *stock* inducida por alteraciones en el tipo de cambio, más la originada por las variaciones en el precio de los activos o pasivos correspondientes, además de otros ajustes diversos —véase Quinto Manual, párrafo 466—.

De esta forma, el Quinto Manual establece vínculos explícitos entre las tenencias de activos y pasivos financieros de una economía y las variaciones o flujos en los instrumentos financieros correspondientes, al establecer, para cada una de las rúbricas que configuran la cuenta de las operaciones financieras, su correspondiente *stock* o Posición de Inversión Internacional.

En la sección V.3 de este capítulo, dedicada a la Posición de Inversión Internacional, se explican, con más detalle, los criterios de valoración utilizados en la elaboración de dicha estadística y su relación con los flujos correspondientes.

d. Ordenación de los flujos financieros en torno a la variación de activos y a la variación de pasivos. Signos utilizados

En los cuadros del capítulo VI, las operaciones de la cuenta financiera se contabilizan como variación neta de los activos o como variación neta de los pasivos de las unidades residentes frente a las no residentes. Los datos recogen solo los flujos *activos* netos —adquisiciones por residentes de activos frente a no residentes, menos sus ventas y sus amortizaciones— y los flujos *pasivos* netos —adquisiciones por no residentes de activos emitidos por residentes, menos sus ventas y sus amortizaciones—. Ello se debe a que el registro de los flujos brutos carece de significado, dada la extraordinaria movilidad del capital que incrementa de forma exponencial los flujos de compraventa de los distintos activos financieros; y no solo los instrumentados con valores negociables, entendidos en su sentido tradicional, sino prácticamente toda la gama de activos y pasivos a los que la innovación financiera y tecnológica ha dotado de una elevada movilidad.

En efecto, la participación de sociedades y agencias de valores, servicios de compensación, sociedades liquidadoras y todo tipo de intermediarios financieros, residentes o no residentes, en la colocación de valores negociables entre clientela, que, a su vez, puede ser tanto residente como no residente, genera, en el proceso de recogida de la información, flujos brutos que pueden no tener más significado económico que la mayor complejidad de la actividad mediadora interpuesta entre los agentes finales de la operación. Incluso en el caso de las operaciones en forma de préstamos y créditos, en las que parecen tener un significado más claro los flujos brutos de disposición de los fondos y los de su amortización, su instrumentación con frecuencia compleja —créditos *revolving*, créditos sindicados con entradas y salidas en el sindicato de instituciones financieras residentes o no residentes— puede determinar flujos brutos entre el prestatario y distintos prestamistas de diversas nacionalidades, a los que no cabe otorgar el significado de los préstamos tradicionales con prestamista, prestatario y plazos de amortización concretos.

Los signos de anotación de la Balanza de Pagos exigen una convención contable. Incluso en el caso de las transacciones de la cuenta corriente, el signo podría ser distinto según se intentara resaltar la óptica del residente o la del no residente implicados en la operación. Así, una exportación de mercancías es un ingreso para el residente exportador, pero un pago para el no residente comprador. En la Balanza de Pagos de España se adopta la óptica del residente. Sin embargo, en la cuenta financiera, esta convención contable no bastaría por sí misma para definir de forma inequívoca el fenómeno a reflejar. Por ejemplo, un aumento de los activos de un residente frente a un no residente supone un pago al exterior —una salida de fondos—. Si lo que se desea resaltar en un cuadro es el hecho de que los activos del país aumenten o disminuyan, habrían de registrarse con signo positivo en el primer caso y negativo en el se-

gundo. Pero si se adopta el criterio de registrar las operaciones financieras teniendo en cuenta el que generen un ingreso, o un pago, el aumento de activos habría de contabilizarse con signo negativo y la disminución con signo positivo. Puesto que todas las ópticas, la del residente o la del no residente, combinadas con distintos criterios para representar el aumento o la disminución de los activos y pasivos correspondientes, o los cobros o pagos que generan, son igualmente válidas, en cada cuadro del capítulo VI de esta publicación, tal como se señaló antes, se ha detallado la convención contable utilizada.

La rúbrica de Errores y omisiones es el mero ajuste de la diferencia entre el total de cobros y el total de pagos. No es, por tanto, una rúbrica de la cuenta corriente, de la cuenta de capital o de la cuenta financiera. En los cuadros del capítulo VI se registra, separadamente, como un saldo. Si su signo es positivo (negativo), significa que hay una infravaloración (sobreevaluación), por errores u omisiones del saldo neto de la cuenta corriente más la de capital, es decir, de la capacidad o necesidad de financiación de la nación, en relación con el saldo neto de la cuenta financiera.

Conviene señalar que, en el caso de los flujos de inversión directa, la regla de contabilización en torno a activos y pasivos exige algunas calificaciones, ya que el FMI ha introducido el criterio de la «dirección» para la ordenación de estas transacciones, tal como se explica en el epígrafe V.2.5.c.

V.2.3 CLASIFICACIÓN DE LAS OPERACIONES POR RÚBRICAS Y SECTORES INSTITUCIONALES

a. Clasificación por rúbricas

Las operaciones de la Balanza de Pagos se ordenan en torno a tres cuentas básicas: corriente, de capital y financiera.

La *cuenta corriente* se subdivide en cuatro balanzas básicas: bienes, servicios —que incluye turismo y viajes—, rentas y transferencias. Es interesante advertir, por tanto, que las rentas del trabajo y las rentas de inversión configuran una balanza con identidad propia, diferenciada de los servicios.

La *cuenta de capital* incluye las transferencias de capital y la adquisición y disposición de activos no producidos no financieros. En el caso español, las transferencias de capital son, con gran diferencia, la rúbrica más importante de esta cuenta. Las notas específicas de estas dos rúbricas (véase epígrafe V.2.5) detallan su contenido.

La *cuenta financiera* se ha estructurado de forma que las operaciones del Banco de España tengan un tratamiento separado, con lo que se ofrece una primera apertura, que contempla una cuenta con las operaciones de los distintos sectores, excluido el Banco de España, y otra, con las operaciones del Banco de España. Dentro de la primera cuenta mencionada, se ofrecen cuatro balanzas, diferenciadas por el tipo de activos y pasivos en los que se materializan las operaciones correspondientes: inversiones directas, de cartera, otra inversión y derivados financieros. En las tres primeras se ofrece información separada de las operaciones activas y pasivas, mientras que los derivados financieros se contabilizan como variación de pasivos menos variación de activos. La asignación de las operaciones a los diferentes sectores institucionales se realiza *de acuerdo con el de pertenencia del residente titular de la operación*. La sectorización institucional se utiliza también en la balanza de rentas de la inversión. La delimitación de los sectores institucionales se explica en el epígrafe b. Clasificación por sectores institucionales, página 96.

Por lo que se refiere al contenido básico de las distintas sub-balanzas de la cuenta financiera, las *inversiones directas* incluyen las que reflejan un objetivo del inversor de obtener una rentabilidad permanente en la empresa en la que invierte, alcanzando un grado significativo de in-

fluencia en sus órganos de dirección. La regla práctica especificada en el Quinto Manual define como inversor directo al propietario de un 10% o más del capital de la empresa invertida. Aunque la mencionada regla no es determinante, ya que se acepta que puede existir dominio de la dirección de la sociedad invertida con una participación menor, o, por el contrario, ser insuficiente, aunque se supere el 10%, el FMI aconseja utilizar el mencionado porcentaje como la línea divisoria esencial entre las inversiones directas y las de cartera en las inversiones materializadas en acciones. Obviamente, la inversión directa incluye también las otras formas de participación en el capital de la sociedad invertida, que, por su propia naturaleza, reúnen los requisitos de una inversión permanente —dotaciones a sucursales, etc.—. La inversión en inmuebles se recoge en este mismo epígrafe. Además, la rúbrica de Inversión directa ha de incluir no solo los flujos de la transacción original por la que se establece la condición de inversor directo, sino todos los flujos posteriores de financiación, cualquiera que sea su naturaleza, tanto en la forma de nuevas adquisiciones de acciones, bonos y obligaciones como los instrumentados mediante préstamos comerciales o financieros de cualquier plazo. Esta amplia definición supone que puedan existir elementos de cierta volatilidad e inestabilidad en el posible comportamiento de la rúbrica. En efecto, cabe esperar que los préstamos entre empresas relacionadas, y especialmente los de corto plazo, sean más sensibles a los tipos de interés, en sus distintos plazos, y a las expectativas cambiarias que las participaciones en el capital, en las que la rentabilidad esperada se configura como la variable explicativa básica, habitualmente menos volátil a corto plazo. Esta previsible variabilidad que cabe esperar en los flujos así contabilizados se ve reforzada por la inclusión de los flujos de financiación entre empresas indirectamente relacionadas a través de su pertenencia a un mismo grupo multinacional.

Las *inversiones de cartera* recogen las transacciones en valores negociables, excluidas las que, materializadas en acciones, cumplen los requisitos para su consideración como inversiones directas. No se incluyen los derivados financieros, aunque sean negociables. Esta balanza se divide en tres componentes principales: acciones, bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario. El contenido concreto de cada una de estas rúbricas en la Balanza española se detalla en el epígrafe V.2.5.

La balanza de *Otra inversión* recoge, esencialmente, las operaciones de préstamos —comerciales y financieros—, con una separación entre corto y largo plazo, y las de depósitos, incluidas las tenencias de billetes extranjeros. Es importante advertir que el Quinto Manual considera que las operaciones en valores con pacto de recompra son, a efectos contables, similares a préstamos con garantía o a depósitos. En concreto, las cesiones temporales realizadas por residentes a no residentes deben registrarse, en la variación de pasivos, como préstamos recibidos, si el cedente no es una entidad de crédito, y como depósitos del exterior en España, si el cedente es una entidad de crédito. Las adquisiciones temporales por residentes de valores en poder de no residentes deben registrarse, en la variación de activos, como depósitos en el exterior, si el no residente es una entidad de crédito, y como préstamos al exterior, si el no residente no es entidad de crédito. Por tanto, las operaciones *repo* y simultáneas se incluyen en la balanza de Otra inversión. Aunque en los datos del capítulo VI todas las operaciones *repo* y simultáneas realizadas por las entidades de crédito residentes se han recogido en una rúbrica específica, parece importante resaltar su consideración teórica como préstamos o depósitos —en la que coinciden los expertos contables de los diferentes organismos internacionales—, ya que no se trata de una mera convención contable, sino de una decisión basada en su mayor proximidad y sustituibilidad respecto a ese tipo de activos. Dicho en otras palabras, los determinantes de la demanda de este tipo de activos en las carteras de los inversores son más próximos a los de los préstamos y depósitos que a los de las inversiones de cartera en valores negociables. Son, por tanto, razones analíticas y teóricas las que explican su forma de registro, y no convenciones contables más o menos arbitrarias.

Los *derivados financieros* recogen todos los instrumentos de esta naturaleza que puedan valorarse porque exista un precio de mercado para el activo subyacente, independientemente de que se negocie o no en mercados organizados, e independientemente de cuál sea el activo subyacente. En el epígrafe V.2.5 se describe el contenido concreto de esta rúbrica en la Balanza de Pagos de España.

Por último, la *cuenta financiera de las operaciones exteriores del Banco de España* incluye la variación de las reservas, la variación de la cuenta del Banco de España con el Eurosistema y el resto de los activos y pasivos exteriores de esta institución. En el epígrafe V.2.5, en el que se explica el contenido de cada rúbrica de la Balanza, se describen estas operaciones. Además, en cada cuadro del capítulo VII en el que aparecen, se detalla en nota a pie de cuadro la convención contable utilizada para el signo de su variación. Basta señalar aquí que, en los cuadros resumen de las principales rúbricas de la Balanza, los otros activos y pasivos exteriores del Banco de España —excluidas reservas y cuenta con el Eurosistema— se han recogido en un único renglón, como neto de pasivos menos activos, mientras que en los cuadros de detalle posteriores aparecen desglosados en variación de activos, por un lado, y variación de pasivos, por otro.

b. Clasificación por sectores institucionales

La balanza de rentas de la inversión y las distintas rúbricas de la cuenta financiera se subdividen en los tres sectores institucionales que a continuación se relacionan con el detalle de su contenido:

1. *Sector Instituciones financieras monetarias*
 1. Banco de España
 2. Otras instituciones financieras monetarias
 1. Entidades de crédito
 1. Bancos
 2. Cajas de ahorros
 3. Cooperativas de crédito
 4. Establecimientos financieros de crédito
 5. Instituto de Crédito Oficial
 2. Fondos del mercado monetario (FMM = FIAMM)
2. *Sector Administraciones Públicas*
 1. Administración Central
 1. Estado
 2. Organismos de la Administración Central
 2. Comunidades Autónomas y sus Organismos
 3. Corporaciones Locales y sus Organismos
 4. Administraciones de Seguridad Social
 1. Sistema de Seguridad Social
 2. Otras Administraciones de Seguridad Social
3. *Sector Otros sectores residentes*
 1. Instituciones financieras no monetarias (excepto empresas de seguros y fondos de pensiones)
 1. Intermediarios financieros
 1. Instituciones de Inversión Colectiva en valores mobiliarios (excepto FMM = FIAMM)
 - a) Sociedades de inversión mobiliaria (Capital fijo) (SIM)
 - b) Sociedades de inversión mobiliaria (Capital variable) (SIMCAV)
 - c) Fondos de inversión mobiliaria (FIM)
 2. Sociedades de valores

3. Fondos de titulización de activos
4. Sociedades y fondos de capital riesgo
5. Instituciones de inversión colectiva en inmuebles
 - a) Sociedades de inversión inmobiliaria
 - b) Fondos de inversión inmobiliaria
2. Auxiliares financieros
 1. Fondos de garantía de depósitos
 2. Sociedades gestoras de fondos de inversión
 3. Sociedades de garantía recíproca
 4. Agencias de valores
 5. Sociedades gestoras de fondos de pensiones
 6. Sociedades de tasación
 7. Sociedades gestoras de cartera
 8. Sociedades gestoras de fondos de capital riesgo
 9. Comisión liquidadora de entidades aseguradoras
 10. Establecimientos de cambio de moneda extranjera
3. Empresas de seguros y fondos de pensiones
 1. Seguros privados
 2. Entidades de previsión social
 3. Consorcio de compensación de seguros
 4. Fondos de pensiones
4. Empresas no financieras
5. Hogares e instituciones sin fin de lucro

La asignación de las operaciones a los diferentes sectores institucionales se realiza de acuerdo con el de pertenencia del residente titular de la operación. Así, si un banco residente adquiere letras del Tesoro americano, se contabiliza como una inversión de cartera en el exterior —variación de activos— del sector Instituciones financieras monetarias (IFM). Por el contrario, si un banco extranjero adquiere letras del Tesoro español, se contabiliza como una inversión de cartera del exterior —variación de pasivos— en el sector de Administraciones Públicas. Adviértase que, en las inversiones del exterior en España, el sector institucional se asigna de acuerdo con el destinatario final de la inversión, que no necesariamente es el titular del cobro o pago correspondiente, ni quien ha declarado la operación al Banco de España. De hecho, en las inversiones del exterior en valores negociables emitidos por residentes, realizadas en los mercados secundarios, el vendedor residente puede ser cualquier poseedor de los valores en cuestión, apareciendo el *broker* o agente mediador como liquidador de la operación. Sin embargo, mediante la utilización del número de identificación fiscal del emisor del valor, se asigna correctamente la operación al sector institucional de pertenencia de este último.

V.2.4 ESTRUCTURA Y CONTENIDO DE LOS CUADROS DEL CAPÍTULO VI

Los cuadros del capítulo VI, que son los que recogen los datos de la Balanza de Pagos, se han estructurado de acuerdo con el esquema de balanzas, sub-balanzas y rúbricas de los componentes normalizados del Quinto Manual del FMI, tal como se acaba de describir. El contenido específico de cada rúbrica se explica en el próximo epígrafe.

En el índice general, con el que se inicia esta publicación, aparece la relación detallada de los cuadros. Los que comienzan por VI.1 recogen los datos de 2003, y los que comienzan por VI.2, los de 2002 revisados; en ambos casos, se incluye el mismo número de cuadros, con idéntico contenido y numeración. El primer cuadro recoge los datos anuales de las rúbricas más esenciales de las cuentas corriente, de capital y financiera, mientras que en los demás se ofrece, para cada rúbrica, junto con los datos anuales, la estimación de su distribución trimestral en cada uno de los dos años. Los dos primeros cuadros son un resumen de las rúbricas

principales, y el resto contiene los datos desagregados, con mayor detalle. Adviértase que estos dos primeros cuadros incorporan la modificación introducida el año 2000 para recoger de forma aislada las operaciones del Banco de España, y con el grueso de las operaciones financieras de los otros sectores encuadradas bajo el epígrafe Cuenta financiera, excluido Banco de España.

Respecto a los cuadros de detalle de la cuenta corriente, concretamente para 2003 y 2002, los cuadros VI.1.3 y VI.2.3 contienen estimaciones de las distintas rúbricas de los servicios. Los cuadros VI.1.4 y VI.2.4 ofrecen la desagregación de las rentas de inversión por sectores institucionales. Su desagregación por instrumentos aparece en los cuadros VI.1.5 y VI.2.5. Los cuadros VI.1.6 y VI.2.6 contienen el detalle de las transferencias corrientes, desagregadas por sectores institucionales, y con desglose de las que tienen como contrapartida a la UE.

Los datos de la cuenta de capital aparecen en los cuadros VI.1.7 y VI.2.7. En ellos, las transferencias de capital se han desagregado también por sectores institucionales, ofreciéndose, igualmente, las cifras de las que proceden de la UE.

Las diferentes rúbricas en las que se han desagregado las operaciones de la cuenta financiera se recogen en dos cuadros con información similar, pero con presentaciones alternativas. En la primera de ellas —cuadros VI.1.8 y VI.2.8— aparece, para los principales tipos de instrumentos financieros, la desagregación de las transacciones de los diferentes sectores institucionales. En la segunda —cuadros VI.1.9 y VI.2.9— se presentan, para cada sector institucional, los datos desagregados de sus operaciones, por instrumentos. Por las razones aducidas en la sección V.1 de este capítulo, para facilitar la comparabilidad internacional, se ha mantenido un cuadro con una presentación similar a la que utiliza el FMI en sus publicaciones. Así, en los cuadros VI.1.8 y VI.2.8, el epígrafe de Otra inversión incluye al Banco de España, si bien como sector institucional diferenciado de las otras IFM, quedando las reservas como rúbrica independiente. En los cuadros VI.1.9 y VI.2.9, por el contrario, todas las operaciones financieras del Banco de España, y no solo las reservas, aparecen de forma separada, como en los dos primeros cuadros resumen.

Es importante recordar que, como se señaló antes, y como se indica en las notas a pie de cuadro, tanto en los cuadros generales como en los de detalle de la cuenta financiera mencionados en el párrafo precedente, las inversiones directas del exterior en España excluyen las materializadas en acciones cotizadas, que aparecen registradas como inversiones de cartera. Ello se debe a que, en todos los cuadros mencionados, se han utilizado los mismos conceptos que en el *Boletín Estadístico* del Banco de España, en el que se van publicando, todos los meses, estimaciones preliminares de la Balanza de Pagos. La información mensual disponible al cierre de las sucesivas ediciones del *Boletín Estadístico* no permite diferenciar qué parte de las inversiones del exterior en España en valores negociables constituye inversión directa. Sin embargo, utilizando como indicador de su reparto información proporcionada, con algo más de retraso, por la Dirección General de Comercio e Inversiones, del Ministerio de Economía, en los cuadros VI.1.10 y VI.2.10 se ofrecen estimaciones del desglose de las inversiones del exterior en España en acciones cotizadas entre las directas y las de cartera, tanto de su importe anual como del trimestral. Los usuarios de los datos que no utilicen como instrumento principal de su análisis las series mensuales coyunturales que se publican en el *Boletín Estadístico* pueden reemplazar los datos de las inversiones del exterior en España —variación de pasivos— de los demás cuadros del capítulo en que aparezcan, por los recogidos en los cuadros VI.1.10 y VI.2.10. Adicionalmente, en la presente edición se incluyen dos nuevos cuadros en esta monografía, el VI.1.11 y el VI.2.11, que recogen, para 2003 y

2002, respectivamente, los flujos totales de inversión directa de España en el exterior y del exterior en España con el detalle del importe materializado a través de ETVE residentes en España.

Los cuadros VI.1.12 y VI.2.11 contienen estimaciones de las principales rúbricas de la Balanza de Pagos para un conjunto de zonas económicas, seleccionadas entre las definidas habitualmente por los organismos internacionales. Las notas a pie de cuadro indican los países incorporados en cada una de ellas. Cuando, de un año a otro, cambia la composición de una zona por la incorporación, o la separación, de alguno de los países que la componen, no se modifica la composición de los datos de los demás años. En este sentido, no se elaboran «series históricas».

Es importante advertir que, por ahora, no es posible difundir información de la distribución por países de las operaciones de las IFM. La contabilización como neto (variación de pasivos menos variación de activos) de los derivados financieros imposibilita también su reparto geográfico. Conviene, adicionalmente, llamar la atención sobre algunos aspectos que limitan especialmente el contenido informativo de algunos de estos datos. Así, resulta útil recordar que no se dispone de información individualizada sobre las operaciones de menos de 12.500 euros, por lo que su distribución por países se ha hecho utilizando como indicador la distribución del resto de las operaciones de las distintas rúbricas a las que han sido asignadas. Además, es de destacar que, en la mayor parte de las inversiones de cartera del exterior en España, los declarantes designan como país de la transacción el de residencia de la institución que gestiona y ejerce la custodia de los valores correspondientes, lo que explica la concentración de estas operaciones en países como el Reino Unido.

V.2.5 NOTAS ESPECÍFICAS PARA CADA RÚBRICA

a. Cuenta corriente

a) Balanza comercial

En esta rúbrica se incluyen tanto las mercancías que cruzan las fronteras del país como aquellas otras cuyo comercio se realiza sin traspaso físico a través de ellas. Se incluyen, además, los suministros de mercancías a medios de transporte, tanto de combustible como de cualquier otro tipo.

Como se señaló antes, los datos relativos a las mercancías que cruzan frontera son los suministrados por el Departamento de Aduanas, de la Agencia Estatal de la Administración Tributaria, si bien con la diferencia, en el caso de las importaciones, de que su valoración en la Balanza de Pagos es FOB. No se ha hecho ninguna estimación sobre la parte del comercio exterior exenta de declaración en el sistema Intrastat de medición del comercio intracomunitario. Los datos correspondientes a 2001 son los revisados por el Departamento de Aduanas. Los relativos al año 2002 son provisionales. Además, por falta de información específica, se ha contabilizado, ya sea como exportación o como importación, el valor total de las mercancías que cruzan las fronteras, incluso cuando se trasladan para su reparación, pese a que el FMI recomienda, en estos casos, su registro neto.

b) Turismo y viajes

Esta rúbrica incluye los bienes y servicios adquiridos en una economía por viajeros, residentes en otra, que se desplazan para fines de negocios o personales —incluidos los de salud y educación—, con estancias inferiores a un año. El sistema de recogida de datos para esta rúbrica, en la Balanza española, no permite desglosar los diferentes motivos de los viajes correspondientes.

Desde enero de 2002, fecha de introducción de las monedas y billetes denominados en euros, los ingresos y pagos de esta rúbrica se estiman a partir de la información sobre los cobros y pagos efectuados por medios diferentes de los billetes denominados en euros (transferencias bancarias, tarjetas de crédito y billetes extranjeros, fundamentalmente), complementada con distintos indicadores del sector turístico. En la sección I.1 de la monografía de 2003 se realizó una descripción detallada de las implicaciones que, sobre las fuentes de información y el proceso de elaboración de la rúbrica Turismo y viajes, ha tenido la introducción de los billetes en euros, así como del nuevo proceso de estimación de esta rúbrica y de su contrapartida en la cuenta financiera, iniciado en 2002.

c) Transportes

Las rúbricas de Transporte recogen tanto los fletes y pasajes como los servicios auxiliares. Estos últimos reúnen toda la amplia gama de servicios prestados a los medios de transporte en puertos, aeropuertos, terminales, etc., tales como los de carga y descarga, almacenamiento de equipo y, en general, gastos relacionados con la escala de medios de transporte. Se excluyen los suministros de combustible y otras mercancías, que están contabilizados en la balanza comercial. Se incluye el fletamiento a plazo con tripulación.

d) Comunicaciones

En esta rúbrica se contabilizan los servicios postales y de correos, los relacionados con la transmisión del sonido, la imagen, télex y telefax, telegrama, cable, radiodifusión, comunicación por satélite, correo electrónico, etc.

e) Construcción

Los datos de servicios de construcción se han obtenido sobre la base de una definición precisa del concepto de residencia de las empresas implicadas, a los efectos de deslindar, en la contabilización de las operaciones de esta naturaleza, las que cabe registrar como servicios de construcción propiamente dichos y las que deben aparecer como flujos entre empresas relacionadas por vínculos de inversión directa. Por tanto, los correspondientes ingresos por servicios recogen los prestados por empresas residentes, y los pagos registran los realizados por no residentes, cuando no hay una sucursal o filial en el país donde se realiza la obra.

El usuario de los datos debe ser consciente de que los límites de separación, en epígrafes como este, entre la sub-balanza de servicios y la de inversiones directas no están claramente determinados. Adicionalmente, aunque el servicio debería incluir solo su valor, es posible que se estén incluyendo conceptos de naturaleza distinta, debido a las dificultades para identificar los diversos componentes en operaciones que, con frecuencia, se facturan de forma conjunta.

f) Seguros

Los servicios de los seguros incorporan las estimaciones proporcionadas por las Cuentas Nacionales sobre el valor del servicio propiamente dicho. En el caso de los reaseguros, los ingresos recogen el neto de los reaseguros aceptados, y los pagos, el de los reaseguros cedidos.

Además de los seguros comerciales, se incluyen en este epígrafe los de vida, las aportaciones a fondos de pensiones, los seguros personales de accidente, sanitarios, accidente de vehículos, responsabilidad civil, incendios y daños a la propiedad, etc., y los reaseguros. Se excluyen las prestaciones y cotizaciones a la Seguridad Social, que se registran en la balanza de transferencias. También se excluyen los seguros de crédito a la exportación, que se contabilizan en la rúbrica de Servicios financieros.

g) Servicios financieros

En esta rúbrica se recoge la amplia gama de los servicios de intermediación financiera. Aunque sin ánimo exhaustivo, cabe citar las comisiones y gastos relacionados con las inversiones exteriores, tales como las de emisión, colocación, rescate y amortización de valores, y, en general, las comisiones de intermediación en inversiones directas, de cartera, o compraventa de inmuebles, las comisiones y gastos relacionados con la obtención y colocación de fondos en depósitos, transferencias, pago y conformación de cheques, cambio de moneda, cheques de viaje, obtención y concesión de préstamos, *leasing* financiero, tarjetas de crédito, *swaps*, opciones, operaciones en futuros, servicios de administración y gestión de activos, tesorería, asesoría financiera, *factoring*, avales, garantías, seguros de crédito, etc. Obviamente, se excluyen los cobros y pagos asociados al principal y a los rendimientos de las operaciones mencionadas, que se contabilizan en la balanza financiera y en la de rentas, respectivamente.

h) Servicios informáticos y de información

Registra los cobros y pagos por servicios de *hardware*, entendiendo por tales los de asesoría y configuración de los equipos informáticos, incluidos su mantenimiento y reparación; servicios de *software*, como los de su desarrollo y puesta a punto, incluidos el análisis, diseño, implantación, documentación y mantenimiento del sistema; servicios de información, tales como los de las agencias de noticias, reportajes —incluidos los fotográficos—, crónicas de prensa, etc.; procesamiento automático de datos, incluida su grabación, cambio de soporte, etc., y, en general, servicios de base de datos. Conviene advertir que no se incluyen en esta rúbrica ni la compra de paquetes de *software* general (no a la medida), ni los servicios de formación, que se recogen en la rúbrica de Otros servicios prestados a las empresas.

i) Servicios prestados a las empresas

En esta rúbrica, además de los servicios comerciales y del *leasing* operativo, se incluye, bajo la denominación genérica de Otros servicios prestados a las empresas, una amplia gama de transacciones de este tipo que no cabe encuadrar en otros conceptos. Como toda rúbrica definida por exclusión, recoge gran número de operaciones variadas, que explican su importancia cuantitativa en relación con otras rúbricas definidas de forma más precisa. A título meramente ilustrativo, cabe citar los servicios de publicidad y estudios de mercado, investigación y desarrollo, servicios jurídicos, contables, de asesoría, arquitectura, ingeniería, traducción e interpretación, seguridad, servicios de formación, etc. Se incluyen los servicios prestados por empresas matrices a sus filiales, sucursales o sociedades participadas, facturados como contribución a los gastos generales de la casa matriz.

Los servicios comerciales recogidos en este epígrafe incluyen las comisiones y corretajes sobre exportaciones e importaciones de mercancías, y la denominada «negociación inter-

nacional de mercancías» (*merchandising*, en la terminología inglesa), entendiéndose por tal las operaciones triangulares de compra de mercancías en el extranjero, por residentes a no residentes, para su posterior venta a otros no residentes, sin realizar su importación y exportación al territorio nacional. Los datos de este último componente se han contabilizado en ingresos, por el saldo neto, que es el que representa el resultado del servicio proporcionado por el residente. No se registran, por tanto, en esta rúbrica los pagos propiamente dichos por servicios de esta naturaleza recibidos de no residentes, que están contabilizados en la balanza de mercancías, sin que pueda obtenerse información separada al respecto.

El *leasing* operativo incluye el alquiler de maquinaria y medios de transporte en este régimen, con la opción de su compra, y el alquiler de medios de transporte sin tripulación. Se excluyen tanto el principal como los intereses del *leasing* financiero, que se registran en la cuenta financiera y en la cuenta de rentas, respectivamente.

j) Servicios personales, culturales y recreativos

Esta rúbrica recoge los servicios audiovisuales y el conjunto de servicios personales, culturales y recreativos.

Entre los servicios audiovisuales, se incluye la producción de películas y de programas de radio y televisión, y los derechos de su distribución cedidos a los medios de comunicación; también se incluye la remuneración de actores, productores, etc. Se excluye, por el contrario, la cesión de derechos, por los propios autores, de películas, grabaciones de obras musicales, libros, etc., que se registran en la rúbrica de *Royalties* y rentas de la propiedad intelectual.

En el epígrafe relativo a Otros servicios culturales y recreativos se registran los cobros y pagos derivados de servicios de esta naturaleza no incluidos en la rúbrica anterior, tales como circos, teatros, orquestas, museos, bibliotecas, deportes, etc. En esta rúbrica se contabilizan las suscripciones a diarios y publicaciones periódicas.

k) Servicios gubernamentales

Agrupar los cobros y pagos ligados a gastos de embajadas, consulados, unidades militares, etc., y los gastos relacionados con la prestación, por el Gobierno español, de servicios de salud, educación, gastos administrativos, oficinas de turismo, instituciones educativas, etc.

l) *Royalties* y rentas de la propiedad intelectual

En esta rúbrica se registran los cobros y pagos de los derechos de explotación de patentes, marcas, modelos e inventos, así como los derechos de autor. Se excluyen los derechos derivados de la distribución de películas y obras audiovisuales, que se contabilizan en la rúbrica de servicios designada con ese nombre.

m) Rentas de trabajo

Comprende la remuneración de los trabajadores fronterizos, estacionales y temporeros. Esta es una de las rúbricas en la que el sistema de recogida de la información adolece de insuficiencias, como la probable omisión de la parte de estas rentas gastada en el territorio

en el que se obtienen y la pérdida adicional de información vinculada a la exención de declaración de las operaciones de menos de 12.500 euros.

n) Rentas de inversión

Las rentas de inversión se presentan con el mismo desglose por instrumentos que las correspondientes rúbricas de la cuenta financiera, contabilizándose la renta generada por cada uno de los activos y pasivos recogidos en ella. Por tanto, solo cabe señalar aquí algunas precisiones al respecto.

Se recuerda que las rentas pagadas por el sector institucional de las Administraciones Públicas, por sus emisiones en euros, se han contabilizado aplicando el principio contable del devengo. Véase a este respecto el epígrafe b. Momento de registro de la transacción: el principio del devengo, de este mismo capítulo, página 91.

No existe una cobertura adecuada de los beneficios no distribuidos ni de las transferencias para compensación de pérdidas efectuadas por inversionistas directos a sus filiales y sucursales.

Los intereses de los préstamos filial-matriz siguen el mismo criterio utilizado en los flujos de principal, descritos en el epígrafe Inversiones directas, página 105: los intereses pagados por matrices no residentes a sus filiales residentes se computan como un menor pago por rentas de inversión directa, y los pagados por matrices residentes a sus filiales no residentes se computan como un menor ingreso por rentas de inversión directa.

Como rendimientos de inversiones, se incluyen también las transferencias efectuadas con el producto de alquileres o cualquier otra forma de explotación de inmuebles. Las diferencias de valoración en las operaciones de compraventa de inmuebles se registran, en general, como las de cualquier compraventa de activos, dentro de la cuenta financiera, y no como rentas.

Según las directrices del Quinto Manual, todos los instrumentos financieros derivados deben incluirse, como tales, en la cuenta financiera, incluso si los instrumentos subyacentes son tipos de interés u otras rentas. Aunque las instrucciones para la comunicación de estas operaciones especifican que se comuniquen, de forma separada, los derivados propiamente dichos y las otras transacciones financieras con las que están asociados, es posible que no se esté realizando así en todos los casos. Por ello, las permutas financieras de tipos de interés y los contratos de tipos de interés futuro (FRA), cuando están asociados a otra transacción (por ejemplo, a un préstamo), se pueden estar registrando como flujos de intereses de dicha transacción, con lo que, implícitamente, se estarían incluyendo, por neto, en las rentas de la inversión de la categoría correspondiente al instrumento al que estén asociados. Cuando tales instrumentos se negocian independientemente, hay mayor seguridad de que se estén tratando, correctamente, como instrumentos financieros derivados, y no incluyéndose, por tanto, en las rentas. En el epígrafe Instrumentos financieros derivados, página 110, se hacen algunas consideraciones adicionales sobre las dificultades de registro que plantean las operaciones en derivados.

Por lo que se refiere a los rendimientos de las transacciones con valores negociables, no son fáciles de estimar separadamente de su principal. En concreto, no se incluyen como rentas ni los beneficios generados por participaciones en fondos de inversión, ni los rendimientos de valores representativos de empréstitos emitidos a descuento. Los intereses de

las operaciones con pacto de recompra de las IFM están correctamente tratados, pero hay más dudas sobre los intereses de dichas operaciones cuando son realizadas por sectores no crediticios, aunque su importancia cuantitativa es menor. Tampoco se efectúan ajustes para corregir, en la cuenta financiera y en la balanza de rentas, el efecto del cupón devengado, excepto en los emitidos en euros por las Administraciones Públicas.

o) Transferencias corrientes

La distinción entre transferencias corrientes y de capital no es sencilla, no solo de instrumentar, sino incluso de definir conceptualmente. El Quinto Manual prefiere definir las de capital, para registrar, por exclusión, todas las demás como corrientes. Se transcriben aquí los párrafos del Manual que establecen las líneas generales de la distinción.

Según el FMI, «en primer lugar, una transferencia en especie es una transferencia de capital cuando entraña: a) el traspaso de propiedad de un activo fijo, o b) la condonación de un pasivo por parte de un acreedor sin que se reciba a cambio una contrapartida. En segundo lugar, una transferencia de efectivo es una transferencia de capital cuando está vinculada o condicionada a la adquisición o enajenación de un activo fijo (por ejemplo, una donación para inversión) por una o ambas partes de la transacción. Una transferencia de capital debería provocar una variación de la misma magnitud en las tenencias de activos de una o ambas partes de la transacción. Además, las transferencias de capital suelen ser cuantiosas y poco frecuentes, pero no pueden definirse en función de su magnitud o frecuencia. Las transferencias corrientes comprenden todas las que no son transferencias de capital. Afectan directamente al nivel de renta disponible y deberían influir sobre el consumo de bienes o servicios; en otras palabras, reducen las posibilidades de ingreso y consumo del donante en tanto se elevan las posibilidades de ingreso y consumo del beneficiario».

En la práctica, se trata de una desagregación de difícil concreción. En los cuadros del capítulo VI, las transferencias corrientes del sector privado recogen las remesas de emigrantes, impuestos, prestaciones y cotizaciones a la Seguridad Social, donaciones destinadas a la adquisición de bienes de consumo, retribuciones a personal que presta servicios en el exterior en programas de ayuda, pensiones alimenticias, herencias, premios literarios, artísticos, científicos y otros, premios de los juegos de azar, cotizaciones a asociaciones benéficas, recreativas, culturales, científicas y deportivas, etc. Se incluye, adicionalmente, la parte de las operaciones corrientes de las compañías de seguros no contabilizada como remuneración del servicio —indemnizaciones más primas menos remuneración del servicio—. Además, se recogen también como transferencias al sector privado los ingresos procedentes de la UE a través del FEOGA-Garantía.

Las transferencias corrientes del sector de las Administraciones Públicas cuantitativamente más importantes son las que tienen como contrapartida a la UE. Entre los ingresos más significativos figuran los recibidos por ayuda al empleo y a la formación profesional (Fondo Social Europeo). En los pagos, destacan los llamados «Recurso IVA» y «Recurso PNB». Los ingresos obtenidos en concepto de cobros por los servicios de recaudación prestados a las instituciones comunitarias se contabilizan como ingresos de servicios

b. Cuenta de capital

a) Transferencias de capital

Las transferencias de capital del sector privado recogen, fundamentalmente, los movimientos de fondos que se generan por liquidación del patrimonio de los emigrantes o inmigran-

tes, incluidos los cambios en la titularidad de sus activos y pasivos, al cambiar de residencia. La cobertura de estas operaciones, dado el sistema de recogida de información de la Balanza de Pagos española, es incompleta.

La parte cuantitativamente más importante de esta rúbrica es la que recoge los ingresos por transferencias de capital del sector de las Administraciones Públicas con la UE. Entre ellos cabe destacar los fondos para el desarrollo regional (FEDER) y los llamados «fondos de cohesión», que, en el caso español, se destinan íntegramente a mejoras estructurales en proyectos industriales y de medio ambiente. También se incluyen aquí los fondos procedentes del FEOGA-Orientación.

Además, de acuerdo con las directrices de Eurostat, se están registrando como pagos en transferencias de capital de las Administraciones Públicas las indemnizaciones pagadas por la Compañía Española de Seguro de Crédito a la Exportación (CESCE), por riesgos asumidos por dicha compañía por cuenta del Tesoro español. Cuando dichas indemnizaciones se pagan a un acreedor residente (exportador o banco que financió la operación), el débito en la cuenta de capital tiene su contrapartida en un crédito en la cuenta financiera, como cancelación de dicho activo. Los posibles recobros recibidos por CESCE de no residentes, como consecuencia de estos riesgos, se registran como ingresos en concepto de transferencias de capital de las Administraciones Públicas.

b) Adquisición de activos inmateriales no producidos

La cuenta de capital debe recoger, junto con las transferencias de capital, la adquisición/enajenación de activos financieros no producidos. Esta rúbrica incluye, según definición del propio Quinto Manual, «las transacciones relacionadas con activos tangibles que puedan utilizarse o necesitarse para la producción de bienes y servicios, pero que en sí no han sido producidos (por ejemplo, tierras y recursos del subsuelo), y las transacciones relacionadas con activos intangibles no producidos (por ejemplo, patentes, derechos de autor, marcas registradas, concesiones, etc., y arrendamientos u otros contratos transferibles). No obstante, en el caso de transacciones de tierras (incluidos los recursos del subsuelo) entre residentes y no residentes, se considera que toda adquisición/enajenación tiene lugar entre unidades residentes, y que el no residente adquiere un activo financiero frente a una unidad residente hipotética. La única excepción es la compra o venta de tierras por parte de una embajada, cuando esta operación entraña el traspaso del activo de un territorio económico a otro. En esos casos, la transacción de tierras entre residentes y no residentes se registra como adquisición/enajenación de activos no financieros no producidos». Adviértase que, por tanto, en la práctica, y puesto que la parte de compraventa de tierras y recursos del subsuelo aquí recogida es de importancia mínima —además, no se dispone de datos al respecto—, la rúbrica registra solo la compraventa de los mencionados activos inmateriales no producidos y, por tanto, esta es la denominación utilizada en los cuadros.

c. Cuenta financiera

Las diferentes rúbricas de la cuenta financiera recogen la variación neta de los activos y pasivos correspondientes, y así está expresamente señalado en los correspondientes cuadros de las secciones VI.1 y VI.2. No obstante, en los próximos epígrafes, por razones de sencillez expositiva, no siempre se insiste en su naturaleza de registro de flujos, y se omite, con frecuencia, la palabra «variación neta», que, en puridad, debería utilizarse en todos los casos.

Inversiones directas

Ya se explicaron antes, en el epígrafe V.2.4, las razones por las que, mientras que en las inversiones de España en el exterior se ha utilizado un único criterio de desagregación, entre inversiones directas y de cartera, en el caso de las del exterior en España se han empleado dos

criterios diferentes. En los cuadros VI.1.1, VI.1.2, VI.1.8, VI.1.9, VI.2.1, VI.2.2, VI.2.8 y VI.2.9, las inversiones directas del exterior en España excluyen las materializadas en acciones cotizadas, que aparecen registradas como inversiones de cartera, mientras que pueden incluir algunas inversiones en acciones no cotizadas que sean inversiones de cartera; y en los cuadros VI.1.10 y VI.2.10 se recoge la desagregación entre «directas» y «de cartera» definidas en sentido estricto. En los cuadros VI.1.11 y VI.2.11 se especifica cuál ha sido el volumen de la inversión directa total realizado a través de ETVE residentes. En este epígrafe se describe el contenido de las distintas rúbricas que integran las inversiones, desagregadas con el criterio genérico de «directas» y «de cartera». Se recuerda que las notas a pie de cuadro especifican con precisión su contenido.

Antes de describir los componentes de esta rúbrica conviene señalar también que, en este caso, la ordenación de los flujos de inversión directa presenta algunas peculiaridades en su estructuración en torno a la variación de los activos y a la variación de los pasivos de la economía. Esta rúbrica se ordena, en primer lugar, atendiendo a la «dirección» de la inversión; en segundo lugar, al instrumento en el que se materializa (acciones, préstamos, etc.); y, en tercer lugar, a la naturaleza de activos o pasivos de dichos instrumentos, es decir, al carácter acreedor o deudor del residente que realiza la operación.

De forma muy resumida, esto quiere decir que las operaciones entre una empresa matriz residente en España y sus filiales o sucursales en el exterior se registrarían de la siguiente forma: las financiaciones, de todo tipo, que la matriz residente conceda a sus filiales o sucursales no residentes se incluirán dentro de las inversiones españolas en el exterior, de forma similar a lo que ocurre con el resto de las operaciones de la cuenta financiera. En cambio, las financiaciones, de todo tipo, que las filiales o sucursales no residentes pudieran conceder a su matriz española se clasifican como una menor inversión española en el exterior, en lugar de como una inversión extranjera en España, como ocurriría de no existir una relación de inversión directa.

De forma simétrica, las financiaciones concedidas por matrices no residentes a sus filiales o sucursales residentes se incluirán en inversiones extranjeras en España, y las financiaciones concedidas por las filiales o sucursales residentes a la matriz no residente se clasifican como una menor inversión extranjera en España.

La aplicación de este principio, clara en casos como el descrito, se hace más difícil en los grupos empresariales con estructuras complejas. Por ejemplo, cuando dos empresas, una residente en España y otra no residente, mantienen participaciones cruzadas en sus respectivos capitales, superiores, en ambos casos, al 10%, las financiaciones concedidas por la empresa residente a la no residente se deben clasificar como inversión española en el exterior, y las financiaciones concedidas por la empresa no residente a la residente deben incluirse en inversión extranjera en España. Es decir, en este caso, el tratamiento sería el mismo que el utilizado en el resto de la cuenta financiera.

En los casos más complejos, de grandes grupos multinacionales, una clasificación correcta de las operaciones requeriría determinar la relación de inversión directa de las dos empresas que intervienen, lo cual es, en muchas ocasiones, extremadamente complicado.

a) Acciones

Las inversiones directas se dividen en acciones, otras formas de participación, financiación entre empresas relacionadas e inversiones en inmuebles.

Se incluyen las suscripciones y compraventas de acciones cuando el importe de la participación del inversor es igual o superior al 10% del capital social de la sociedad emisora. Se incluyen también las compras de derechos de suscripción por inversores directos. Las transacciones se registran por el importe efectivo cobrado o pagado, excluidos los gastos y comisiones.

b) Otras formas de participación

En Otras formas de participación se incluyen la adquisición y venta de títulos representativos del capital, distintos de las acciones, las dotaciones a sucursales o establecimientos y, en general, cualquier otra forma de participación en empresas que no se materialice en acciones. Se incluyen también en esta rúbrica las aportaciones de capital con destino a sociedades en proceso de constitución o a cuenta de ampliaciones de capital y las dotaciones para gastos de funcionamiento de sucursales o establecimientos que carezcan de fondos propios, cuando tales dotaciones no constituyan préstamo, ni exista obligación de reembolso.

c) Financiación entre empresas relacionadas

Esta rúbrica incluye, en general, las operaciones de préstamo entre las empresas matrices y sus filiales o sociedades participadas y entre filiales de un mismo grupo, siempre que no se trate de entidades de crédito. Las operaciones de préstamo o depósito entre entidades de crédito se inscriben, de acuerdo con lo indicado en el Manual de Balanza de Pagos del FMI, dentro de Otra inversión, aunque se trate de operaciones entre matrices y filiales.

En concreto, figuran dentro de este epígrafe los préstamos concedidos por las empresas matrices a sus filiales y empresas participadas, y los anticipos reintegrables concedidos a sucursales o establecimientos, menos los préstamos en sentido inverso, es decir, los concedidos por las sucursales o filiales a sus propios inversores directos, que, como se acaba de explicar, se restan de los anteriores. También se incluyen los préstamos concedidos entre empresas de un mismo grupo, aunque no se trate de préstamos directos de las matrices a sus filiales, o viceversa. De acuerdo con lo indicado en el Quinto Manual, los préstamos concedidos por empresas residentes filiales de una empresa no residente a otras empresas no residentes del grupo, distintas de la matriz, se incluyen en Inversión directa española en el exterior, mientras que los importes recibidos por empresas residentes filiales de una empresa no residente, como consecuencia de préstamos concedidos por otras filiales no residentes, se inscriben en Inversión directa extranjera en España.

Además de las financiaciones en forma de préstamos entre los inversores directos y sus filiales o sucursales, se incluyen, dentro de este epígrafe, las variaciones de los saldos de las cuentas interempresas. Por cuentas interempresas se entienden las cuentas entre sociedades filiales y matrices, o entre empresas del grupo, en las que se liquidan transacciones mutuas, o transacciones del grupo empresarial con terceros.

Dichas transacciones dan lugar a variaciones de saldo de las cuentas interempresas, que constituyen un crédito concedido o recibido de la empresa matriz, o de la empresa del grupo que gestiona la tesorería. Este crédito debe ser incluido dentro de la Financiación entre empresas relacionadas, inversión extranjera en España, cuando la sociedad residente es una filial o sucursal de matriz no residente, y en Inversión española en el exterior cuando la sociedad residente es un inversor directo.

Finalmente, se excluyen de esta rúbrica los préstamos concedidos a sus inversores directos residentes por sociedades instrumentales establecidas en países que tienen la consideración de paraísos fiscales. Estos préstamos se incluyen dentro de la variación de pasivos, en la rúbrica Otra inversión.

d) Inversiones en inmuebles

Este apartado comprende la adquisición de la propiedad, u otros derechos reales, sobre bienes inmuebles, incluida la adquisición de cuotas proindivisas de dichos bienes inmuebles para su disfrute a tiempo parcial, y la adquisición de inmuebles mediante *leasing* financiero.

Inversiones de cartera

Las inversiones de cartera se desagregan en acciones y participaciones en fondos de inversión, bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario.

a) Acciones y fondos de inversión

Se incluyen la suscripción y compraventa de acciones y derechos de suscripción que no constituyan inversión directa, y la compraventa de participaciones en fondos de inversión. Estas operaciones se registran por el precio efectivo pagado o cobrado, descontadas las comisiones y gastos.

b) Bonos y obligaciones, e instrumentos del mercado monetario

Las operaciones con valores representativos de empréstitos se presentan divididas entre bonos y obligaciones, por una parte (en líneas generales, títulos emitidos con vencimiento inicial a más de un año), e instrumentos del mercado monetario, por otra (en su mayoría, títulos emitidos con vencimiento inicial de un año o menos, si bien se incluyen las letras del Tesoro a dieciocho meses). Las transacciones con valores emitidos con vencimiento superior a un año se clasifican siempre como bonos y obligaciones, aunque su vencimiento residual, en el momento de producirse la inversión, sea menor de un año. Las transacciones con valores emitidos con plazo de un año, o inferior, se registran dentro de Instrumentos del mercado monetario.

Se incluyen las transacciones con cualquier tipo de valores representativos de empréstitos, con la única condición de que sean negociables en mercados españoles o extranjeros, e independientemente de que se trate de emisiones denominadas en euros o en moneda extranjera. Por el contrario, las inversiones en valores representativos de empréstitos que no sean negociables se recogen dentro de Otra inversión. No obstante, conviene señalar que algunas emisiones, como las de euronotas y papel comercial, reúnen características de negociabilidad que determinan su inclusión en la rúbrica de Inversión de cartera, aunque no se negocien en mercados organizados y se pongan en circulación mediante colocaciones privadas.

La asignación de estas operaciones al sector institucional correspondiente se realiza en función del residente emisor, en el caso de los pasivos, y del residente que suscribe o compra los valores, en el caso de los activos. Por lo tanto, los valores emitidos por no residentes, suscritos en primera instancia por entidades de crédito y vendidos posteriormente a otros residentes, figuran dentro de las IFM.

Se excluyen de esta rúbrica las operaciones de adquisición y cesión temporal, por no residentes, de valores representativos de empréstitos emitidos por residentes, que se incluyen

en Otra inversión, dentro del sector residente que efectúa la operación, como variación de activos (adquisiciones por residentes), o variación de pasivos (cesiones por residentes).

Otra inversión, excluido Banco
de España

Con esta denominación se recogen, por exclusión, las variaciones de activos y pasivos financieros frente a no residentes no contabilizadas como inversiones directas o de cartera, o como reservas. Está constituida, fundamentalmente, por las operaciones de préstamo y depósito. Se incluyen las cesiones y adquisiciones temporales entre residentes y no residentes de títulos emitidos por unos u otros, bien sea en *repo* o «simultánea», y que, a los efectos de la Balanza de Pagos, se consideran préstamos con la garantía del valor cedido, o depósitos. Sobre el sistema de asignación de las operaciones temporales a préstamos o a depósitos, véase el párrafo relativo a Otra inversión del epígrafe a. Clasificación por rúbricas, de este mismo capítulo, página 94.

La asignación a este concepto, o al de inversiones de cartera, de algunos instrumentos financieros no es siempre inequívoca, y encierra, inevitablemente, algún componente de discrecionalidad. En principio, se asigna a esta rúbrica cualquier activo, o pasivo, que se instrumente mediante un contrato privado, o mediante la emisión de valores representativos de empréstitos que no sean negociables. Recuérdese, no obstante, que algunas de estas emisiones, tales como emisiones privadas de pagarés, papel comercial, euronotas, etc., por sus características de negociabilidad, se contabilizan como inversiones de cartera, incluso aunque no coticen en mercados organizados.

En concreto, se incluyen en Otra inversión: los préstamos entre residentes y no residentes (excluidos, como ya se comentó, los concedidos por empresas de un mismo grupo económico, excepto cuando se trate de financiaciones entre entidades de crédito, que se contabilizan íntegras en esta rúbrica, aunque se realicen entre instituciones de un mismo grupo); los créditos comerciales con vencimiento superior a un año, concedidos directamente por el proveedor al comprador; los créditos de tercero financiador; las operaciones de *leasing* financiero sobre mercancías; los depósitos a la vista, o a plazo, en entidades de crédito; los activos derivados de ejecuciones de avales y garantías; la compra de instrumentos financieros no negociables, y las adquisiciones y cesiones temporales de activos².

Asimismo, se registran, dentro de los activos de las Administraciones Públicas a largo plazo, las cuotas con carácter de participación en organismos internacionales. Finalmente, se incluye dentro de los activos de los Otros sectores residentes en la rúbrica de depósitos la variación del saldo de billetes extranjeros en poder de los residentes.

La medición separada de los depósitos activos y pasivos de las IFM plantea, en la práctica, numerosas dificultades. La diferenciación entre los depósitos activos y pasivos se ha realizado utilizando información procedente de los balances de las entidades de crédito solo para los años 1998 y siguientes. Para los años anteriores no ha sido posible efectuar dicha separación, por lo que, para esos años, solo se dispone del flujo neto de pasivos menos activos que se han distribuido, convencionalmente, asignando a los activos los denominados en moneda extranjera, y a los pasivos, los denominados en pesetas. En el epígrafe I.5.5.3 de la publicación *Balanza de Pagos de España, 1994*, se hizo una exposición detallada de las razones por las que, en esta rúbrica, la fiabilidad del flujo neto total (pasivos menos activos) es muy supe-

2. El registro de las cesiones/adquisiciones temporales en la rúbrica de Otra inversión, y no en la de Inversiones de cartera, dificulta la comparación de los datos de la Balanza de Pagos y los de Iberclear sobre las operaciones de no residentes con deuda pública española. En las ediciones anteriores de esta monografía sobre la Balanza de Pagos española, y especialmente en *Balanza de Pagos de España, 1993*, epígrafe I.7.2.2, se incluyó un análisis detallado de las diferencias que, en sus líneas generales, sigue siendo válido.

rior. Adicionalmente, en ese mismo epígrafe se incluyeron algunas consideraciones sobre la relación entre estos flujos y la información sobre los saldos en depósitos y cuentas del Sistema crediticio contenidos en los balances de las instituciones de crédito, que, en líneas generales, siguen siendo válidas, por lo que se remite a ellas al lector interesado en el tema.

Desde 2002, esta rúbrica incluye, dentro de los activos, una estimación del importe neto de los billetes denominados en euros que han sido adquiridos por residentes a no residentes como consecuencia, fundamentalmente, de pagos de servicios turísticos realizados por los viajeros.

Instrumentos financieros derivados

Como ya se ha comentado en anteriores ediciones de esta nota metodológica, el FMI revisó, en 1997, las directrices del Quinto Manual de Balanza de Pagos sobre el tratamiento de los instrumentos financieros derivados, en su publicación *Medición estadística de los instrumentos financieros derivados* (FMI, Departamento de Estadística, noviembre de 1997). El cambio más importante, con respecto a las recomendaciones iniciales, consistió en aclarar que todo instrumento financiero derivado que pueda valorarse porque exista un precio de mercado para el activo subyacente debe incluirse en la cuenta financiera, independientemente de que se negocie, o no, en mercados organizados, e independientemente de cuál sea el activo subyacente. El Manual, en la redacción que ha sido revisada, recomendaba incluir en la cuenta corriente, como rentas, los derivados cuyo activo subyacente fueran tipos de interés, y además excluía de la cuenta financiera determinados derivados que no se negociaran en mercados organizados.

Además, el FMI decidió clasificar los instrumentos financieros derivados en una cuenta independiente, en lugar de incluirlos dentro de la de inversión de cartera, como un componente más.

No obstante, el FMI reconoce las dificultades prácticas de sus recomendaciones. En concreto, en sistemas de información como el español sigue planteando problemas la separación del precio del derivado y del activo subyacente, cuando la ejecución del contrato tiene lugar con entrega del subyacente. Asimismo, la clasificación de las transacciones con derivados, dentro de los activos o pasivos, es difícil, no solo desde el punto de vista práctico, sino también conceptualmente, dado que determinados instrumentos pasan de una a otra categoría, en función de la cotización del activo subyacente. De hecho, este problema ha llevado al Banco Central Europeo a decidir que, en la Balanza de Pagos de la Unión Económica y Monetaria, los instrumentos derivados se contabilicen como un neto de variación de pasivos menos variación de activos, tal y como se presentan en esta publicación.

En los datos de esta publicación se han incluido: las opciones emitidas a la medida o en mercados organizados, los futuros financieros emitidos en mercados organizados o a la medida, los *warrants*, ya sean sobre acciones o sobre valores representativos de empréstitos, las compraventas de divisas a plazo, los acuerdos de tipos de interés futuro (FRA), las permutas financieras de moneda o de tipos de interés y cualquier otra permuta financiera o *swap*, sea sobre índices o cualquier otra clase de activos.

De acuerdo con la metodología recomendada por el FMI, las transacciones con opciones a la medida se están registrando por el importe de la prima, excluidas las comisiones y gastos, aunque es difícil, en ocasiones, diferenciar ambos conceptos. En tales casos, se pueden estar incluyendo las comisiones como parte del precio de las opciones. Al vencimiento, si la opción expira sin ejercerse, no se realiza ninguna anotación en esta rúbrica. Si la opción se ejerce y se liquida por diferencias, se registra el importe pagado o cobrado: y, si se ejerce con compra

o venta del instrumento subyacente, la diferencia entre el precio de ejercicio y el precio de mercado del activo subyacente se incluye en derivados, y la compra o la venta del instrumento subyacente se registra, por el precio del mercado, en la rúbrica en la que se incluyen las transacciones con dicho instrumento (por ejemplo, bonos y obligaciones, instrumentos del mercado monetario, etc.). Dada su complejidad, el tratamiento de este último caso puede no ser siempre correcto.

Las inversiones en los mercados organizados de opciones y futuros financieros se registran por el importe de la prima más, o menos, los sucesivos pagos que reflejen beneficio, o pérdida, excluyendo el depósito que se efectúa como garantía de la operación, que se incluye en Otra inversión.

Las transacciones en *warrants* se registran por el importe pagado o cobrado, y en la liquidación se procede de la misma forma que se ha indicado para las opciones a la medida.

Las compraventas de monedas a plazo, los FRA, las permutas financieras de monedas o de intereses y los *swaps* se registran por la diferencia de los importes cobrados y pagados. No obstante, cuando estos instrumentos están asociados a otra transacción, pueden estarse registrando incorrectamente dentro de la rúbrica correspondiente a dicha transacción, dadas las dificultades prácticas para diferenciarlos.

Cuenta financiera del Banco
de España

La cuenta financiera del Banco de España registra las variaciones de sus activos y pasivos exteriores, desglosados entre la variación de las reservas, la variación de los activos del Banco de España frente al Eurosistema y la variación de sus otros activos y pasivos exteriores.

Desde la creación de la UEM, las *reservas* de sus países miembros se definen como los activos líquidos en moneda extranjera que sus bancos centrales nacionales mantienen frente a residentes de países distintos de la UEM. No incluyen, por tanto, ningún tipo de activos en euros, ni los activos en moneda extranjera que se mantengan frente a residentes de países de la UEM. Desde enero de 2000, en esta rúbrica se siguen las directrices publicadas por el FMI en el documento *Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity, Operational Guidelines*, octubre 1999 (<http://dsbb.imf.org/guide.htm>,), que constituye la referencia obligada para el lector interesado en un detalle pormenorizado sobre esta rúbrica. El Banco de España publica toda la información requerida por el FMI en dicho documento, tanto sobre las reservas propiamente dichas como sobre la liquidez general en moneda extranjera del Banco de España y del Tesoro público, y los pasivos que constituyan drenajes predeterminados o contingentes a corto plazo de esa liquidez. Los datos completos se encuentran en la web del Banco de España, en el apartado de Datos estadísticos del capítulo de Balanza de Pagos, de la sección de Estadísticas.

Los *Activos del Banco de España frente al Eurosistema* recogen los activos mantenidos por esta institución frente a los bancos centrales de los otros países de la UEM y frente al Banco Central Europeo. Sus principales variaciones son las producidas por la liquidación de las operaciones transfronterizas entre residentes y no residentes a través del sistema Target, en las que, como a continuación se explica, el Banco de España y el resto del Eurosistema aparecen interpuestos entre los residentes y no residentes titulares finales de la operación. Adicionalmente, desde enero de 1999, incluyen las variaciones de los activos del Banco de España frente al BCE, como consecuencia de la transferencia de reservas y sus actualizaciones. Desbordaría el marco de esta nota metodológica de Balanza de Pagos un análisis pormenorizado y riguroso del funcionamiento del Target. No obstante, para los lectores no familiarizados con ese sistema de liquidación, puede ser útil una breve exposición esquemática de su funciona-

miento. Si un importador residente español ha de hacer un pago a un residente de Francia, el Banco de España adeuda la cuenta que tiene con él el banco español del importador —que, obviamente, habrá adeudado, a su vez, la cuenta de su cliente— y abona la cuenta que tiene con el Banco de Francia. Este último abonará la cuenta del banco francés en el que, a su vez, tenga su cuenta el cliente vendedor destinatario final de los fondos. Como resultado de la operación, hay una variación del saldo de la cuenta de un banco español con el Banco de España —además de la operación de dicho banco con su cliente—, y una operación del Banco de España con un banco central del Eurosistema —aparte de las operaciones entre residentes franceses—.

En la Balanza de Pagos de España no aparece la operación entre el Banco de España y el banco español, ni la de este con su cliente, al ser operaciones entre residentes. La anotación por partida doble es un pago por importación, y un cobro por disminución del saldo de la cuenta del Banco de España con el Banco de Francia, es decir, con el Eurosistema. Aunque en la práctica la operativa es más compleja —desde noviembre de 2000 la liquidación del Target por novación introduce alguna complejidad adicional—, el resultado final es el mismo a los efectos de la anotación contable en la Balanza de Pagos. Dada la importancia cuantitativa de las operaciones trasfronterizas entre residentes y no residentes liquidadas a través de Target, no es preciso insistir en su relevancia en la Balanza de Pagos. Conviene resaltar, sin embargo, que, desde un punto de vista analítico, tal relevancia va más allá de la mera importancia cuantitativa de la rúbrica, tal como se explica en el anexo.

Adviértase que, pese a su denominación genérica de «Activos frente al Eurosistema», esta cuenta, que es en realidad una cuenta mutua, puede tener un saldo positivo (acreedor), o negativo (deudor), en distintos momentos del tiempo. Puesto que la Balanza de Pagos recoge los flujos, es decir, la variación de los saldos de esta cuenta, el signo que estos flujos han de recibir en la Balanza de Pagos depende de la convención contable que se use al respecto, pero es independiente de que, en un momento dado, su saldo sea positivo o negativo. En las notas a pie de cuadro del capítulo VI se especifica la convención contable utilizada: un aumento del saldo activo neto de esta cuenta —aumento del valor absoluto de su saldo, si es acreedor; disminución del valor absoluto de su saldo, si es deudor; cambio desde una posición deudora a una acreedora— se registra en los cuadros del capítulo VI con signo negativo. Una disminución del saldo activo neto —disminución del valor absoluto de su saldo, si es acreedor; aumento del valor absoluto de su saldo, si es deudor; cambio desde una posición acreedora a una deudora— se registra, en los cuadros del capítulo VI, con signo positivo. En los cuadros VI.1.9 y VI.2.9, en los que se ha optado por la presentación estándar del FMI, la variación del saldo de esta cuenta aparece en la rúbrica de Otras inversiones de España en el exterior, junto con los otros activos del Banco de España (excepto las reservas). Adviértase que, por lo antes señalado, el que, en estos cuadros, se integre esta cuenta en los activos —Inversiones en el exterior— o en los pasivos —Inversiones del exterior— es otra convención contable, ya que su saldo puede ser acreedor o deudor. Como en el caso español, el saldo acreedor ha sido el que ha prevalecido desde la creación de la UEM; se ha optado por incluir esta rúbrica, en los cuadros mencionados, dentro de las Otras inversiones en el exterior.

Los *Otros activos* netos recogen la variación neta de los otros pasivos y activos del Banco de España no incluidos en las dos rúbricas anteriores. Como se señalaba antes, en los cuadros resumen del capítulo VI, y en los cuadros VI.1.8 y VI.2.8, se han medido como la variación de los pasivos menos la de los activos. En los cuadros VI.1.9 y VI.2.9, los activos aparecen, bien junto con la cuenta del Banco de España, en Otras inversiones de España en el exterior, o bien, desde 2002, en Inversiones de cartera, y los pasivos en Otras inversiones del exterior en España. Los activos recogen aquellas inversiones del Banco de España —distintas de la

cuenta con el Eurosistema— que, por su naturaleza, no pueden considerarse reservas. Conviene advertir que se incluyen aquí las contribuciones del Banco de España al capital del BCE, así como el activo financiero contrapartida de la cesión de parte de sus reservas al BCE, realizadas en 1998 y 1999, y sus sucesivas actualizaciones. Los pasivos incluyen también algunos pasivos exteriores del Banco de España de importancia igualmente menor, y los pasivos que el FMI denomina «pasivos ligados a las reservas», en donde se recogen aquellas operaciones de toma de financiación por las autoridades monetarias que generan, a su vez, variaciones en las reservas. Cabe citar los *swaps* de oro y la financiación obtenida por operaciones de cesión temporal de activos.

V.3 Posición de Inversión Internacional. Metodología

La estadística de la Posición de Inversión Internacional presenta los saldos de los activos y pasivos financieros externos de una economía, ordenados con la misma estructura y desde la misma óptica que los correspondientes flujos de la Balanza de Pagos, y elaborados en el mismo marco de normas metodológicas, establecidas en el Quinto Manual de Balanza de pagos del FMI. Por ello, en lo que a la clasificación de los activos y pasivos se refiere, sigue siendo válido todo lo señalado en el epígrafe V.2.3 de este mismo capítulo. Tan solo señalar que, en los datos de la Posición en España, que se presentan en esta publicación, no se han incluido los derivados financieros, por falta de información fiable al respecto. En cuanto al desglose de los datos por sectores institucionales, su delimitación es también idéntica a la de la Balanza de Pagos, por lo que se remite, igualmente, al mencionado epígrafe V.2.3.

La norma fijada por el Quinto Manual establece que todos los activos y pasivos exteriores deben valorarse a los precios de mercado vigentes en cada momento. La utilización de los resultados obtenidos con el nuevo sistema de información sobre valores negociables ha permitido solventar algunas de las limitaciones que existían en cuanto al cumplimiento de esta norma. En algunos casos específicos (inversión directa), no obstante, se admite que se utilice el valor contable, si bien se incide en que dicha valoración se revise regularmente en función de su valor de mercado. En cuanto al tipo de cambio aplicable para convertir los saldos en moneda extranjera a la moneda de presentación de la posición, el Quinto Manual sugiere utilizar el tipo de cambio medio de mercado (media del comprador y vendedor) de la fecha a la que se refiera la posición.

Según estos criterios, la posición de final de un período se corresponderá con la posición del principio de período más las transacciones realizadas en dicho período, que se reflejan normalmente en la Balanza de Pagos, más los cambios de valoración que se hayan producido en el período considerado (tanto por variaciones en los tipos de cambio como en los precios de los activos y pasivos financieros) y más otras variaciones en el volumen de los activos financieros y pasivos, como, por ejemplo, la cancelación unilateral de un préstamo por parte del acreedor.

Las series históricas de la PII aparecen en el capítulo VII y se publican en el *Boletín Estadístico* del Banco de España. En lo que a estos datos se refiere, merece la pena destacar la revisión que ha tenido lugar como consecuencia de la incorporación en los datos de la PII de 2003 de los resultados obtenidos con el nuevo sistema de información para valores negociables. Si bien esta incorporación ha afectado, en mayor o menor medida, a todos los componentes de la inversión de cartera, su incidencia ha sido especialmente significativa en la rúbrica de Acciones y participaciones en fondos de inversión de los Otros sectores residentes, pues ha introducido una ruptura en la serie, tanto en el activo como en el pasivo. Dada la importancia, desde el punto de vista del análisis económico, de mantener una serie histórica, se ha procedido a realizar un enlace, que garantiza la comparabilidad de los datos trimestrales de la PII en España en el período 1992-2003. Un análisis más detallado del procedimiento utilizado para revisar la serie histórica de esta rúbrica se realiza en la sección V.4, «Novedades», de este capítulo.

Conviene llamar la atención del lector sobre la estadística Deuda Externa de España, que el Banco de España ha comenzado a difundir en 2003. Esta estadística, de periodicidad trimestral, se diferencia de los pasivos de la PII en que no incluye los pasivos en forma de participaciones en el capital ni los derivados financieros. No obstante, la Deuda Externa efectúa una clasificación de los pasivos distinta a la de la PII, por lo que se trata de estadísticas complementarias. La serie trimestral de la Deuda Externa, comenzando en diciembre de 2002, está disponible en el *Boletín Económico* del Banco de España, así como en el sitio web.

V.3.1 FUENTES DE INFORMACIÓN Y CRITERIOS DE VALORACIÓN

Las principales fuentes estadísticas que suministran información relevante para la elaboración de la Posición de Inversión Internacional de España son:

1. Banco de España

El Banco de España dispone de la información sobre los activos de reserva, así como sobre el resto de sus activos y pasivos exteriores que se incluyen en la Posición de Inversión Internacional.

2. Instituciones financieras

La Circular del Banco de España 4/1991, de 14 de junio, establece las normas contables que las entidades de crédito deben aplicar y los modelos de estados financieros que deben presentar periódicamente al Banco de España. Esta Circular constituye el desarrollo y adaptación al sector de las entidades de crédito de las normas contables establecidas en el Código de Comercio, la Ley de Sociedades Anónimas y otra normativa legal específica que les sea de aplicación. Los balances de las entidades de crédito se han utilizado directamente para la obtención de los saldos de sus activos y pasivos financieros frente al resto del mundo. Seguidamente se detallan los criterios de valoración que esta fuente utiliza y que se encuentran recogidos en la norma tercera de la mencionada Circular.

a) Activos

Criterio general: las partidas de activo que representen derechos sobre personas o sobre bienes se valoran por el *precio de adquisición*. No obstante, existen algunas excepciones, que se enumeran a continuación.

El inmovilizado figurará por el valor de adquisición neto de las amortizaciones correspondientes, admitiéndose solo revalorizaciones amparadas por una ley. Los bienes cedidos en arrendamiento financiero no figuran como inmovilizado, sino que se contabilizan como créditos concedidos al arrendador. En cuanto a los bienes tomados en arrendamiento financiero, además de considerarse como créditos recibidos, se incluyen entre el inmovilizado (siempre y cuando no existan dudas razonables de que se va a ejercitar la opción de compra).

Los activos adquiridos a descuento, salvo los valores negociables, se registrarán por su valor de reembolso. La diferencia entre el importe contabilizado y el precio pagado se contabiliza en cuenta compensatoria hasta que el activo desaparezca del balance.

Los valores incluidos en la cartera de negociación³ se valoran a precios de mercado.

³ Se incluyen en la cartera de negociación los valores de renta fija o variable que las entidades mantengan en su activo con la finalidad de beneficiarse a corto plazo de las variaciones de los precios.

Los valores de renta variable no incluidos en la cartera de negociación se valorarán por su precio de adquisición, modificado, en su caso, por los saneamientos o regularizaciones legalmente establecidos. A este respecto, las entidades sanean trimestralmente los valores cotizados, ajustando su valor al de la cotización media del trimestre, o a la del último día si fuese inferior, bien por baja directa del activo, que es preceptiva si las correcciones valorativas tuviesen un carácter irreversible y constituyen pérdidas realizadas, bien mediante la constitución de un fondo de fluctuación de valores (en cuyo caso no se verían afectados los activos exteriores). En el caso de los valores no cotizados, se estimarán según el prudente arbitrio de la entidad, debiendo sanearse, de igual manera que los cotizados, cuando la empresa tenga activos ficticios o pérdidas, sin sobrepasar, en ningún caso, el valor teórico deducido del balance de la empresa.

Los valores de renta fija no incluidos en la cartera de negociación se contabilizarán inicialmente al precio de adquisición, previa deducción, en su caso, del importe del cupón devengado, que se contabilizará transitoriamente en cuentas diversas⁴. La diferencia, positiva o negativa, entre el precio de adquisición y el valor de reembolso se periodificará mensualmente, durante la vida residual del valor, corrigiendo el precio inicial del título con abono o adeudo a resultados. La valoración resultante se denomina precio de adquisición corregido. Al igual que en los valores de renta variable no incluidos en la cartera de negociación, las entidades sanearán su cartera de valores de renta fija mediante baja directa del activo o dotando al fondo de provisión correspondiente (en cuyo caso no se verían afectados los activos exteriores).

A partir de diciembre de 2003, con datos disponibles desde diciembre de 2002, se utiliza la información obtenida a través del nuevo sistema de información sobre valores negociables. Como ya se ha comentado anteriormente, este nuevo sistema proporciona información valor a valor, a precios de mercado, de las operaciones y saldos de valores negociables realizadas entre un residente y un no residente. Las entidades depositarias residentes, de acuerdo con el contenido de la Circular 2/2001 del Banco de España, deben proporcionarle esta información.

b) Pasivos

Las acciones y otras participaciones figuran por el importe nominal emitido a la fecha de comunicación.

Los saldos que representan compromisos de pago se contabilizan por su valor de reembolso. En los pasivos emitidos al descuento (valores u otros), la diferencia entre el valor de reembolso y el importe recibido al generarse la obligación con terceros se trata como en el caso de los activos emitidos al descuento distintos de valores.

c) Conversión de moneda extranjera a euros

Los créditos y débitos se denominan en la moneda en que debe producirse su reembolso, con independencia de que originalmente se paguen o reciban en moneda distinta. Las acciones y otras participaciones en capital se denominan en la moneda en que el emisor exprese su valor nominal. La conversión de moneda extranjera a euros se realiza aplicando el cambio medio del mercado de divisas de contado de la fecha a que se refiera el balance,

4. Hasta la CBE 5/1997, de 24 de julio, se aplicaba a los valores negociables con rendimiento implícito con plazo original hasta doce meses el mismo criterio que para el resto de activos adquiridos al descuento.

o, en su defecto, el del último día hábil anterior. Se exceptúa de este criterio el activo inmovilizado (inversiones en inmuebles de uso propio, participaciones importantes de carácter permanente y dotaciones a sucursales en el extranjero) no cubierto, que se convierte al cambio del día de su adquisición. Para los activos y pasivos denominados en monedas de países del área del euro se ha utilizado su tipo de cambio fijo irrevocable en relación con el euro.

d) Separación entre préstamos y depósitos

La distinción entre depósitos y préstamos es difícil y variable, en función del criterio que se adopte para su separación. El convenio adoptado para los activos y pasivos exteriores ha sido el siguiente:

Activos frente al exterior: como depósitos se recogen los activos de entidades de crédito residentes frente a entidades de crédito no residentes. No se incluyen las dotaciones a sucursales en el extranjero, que figuran como acciones y otras formas de participación; como préstamos se recogen los activos de las entidades de crédito residentes frente a no residentes que no sean entidades de crédito.

Pasivos frente al exterior: como depósitos se recoge la totalidad de los pasivos de las entidades de crédito residentes frente a no residentes (entidades de crédito y resto).

3. Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (Iberclear)

Iberclear proporciona información desglosada valor a valor de sus cuentas de valores cuyos titulares son no residentes, incluidas las que mantiene con otras Entidades depositarias centrales de valores. Se dispone de información de los importes nominales y de los importes a precios de mercado.

4. Registro de los préstamos exteriores recibidos y concedidos por sectores residentes no crediticios

Esta estadística se elabora por el Banco de España a partir de los documentos contable-administrativos creados para el seguimiento de los préstamos recibidos y concedidos al exterior y de los valores no negociables emitidos por residentes no crediticios a favor de no residentes. Una descripción detallada de esta estadística puede verse en las notas del *Boletín Estadístico* de octubre de 1995 y en el *Boletín Económico* de septiembre del mismo año. Hay que mencionar que las cifras obtenidas de esta fuente incluyen tanto los préstamos recibidos o concedidos como las euronotas, el papel comercial y los préstamos de empresas relacionadas —matrices y filiales—, si bien los datos se han distribuido, correctamente, entre las inversiones directas (préstamos matriz/filial, filial/matriz y préstamos entre empresas indirectamente relacionadas), las de cartera (euronotas, papel comercial, etc.) y otra inversión (los demás préstamos).

5. Balanza de Pagos de España

Esta estadística del Banco de España se ha utilizado para construir los saldos, por acumulación de flujos, cuando no existen censos estadísticos fiables de algún instrumento financiero específico, como, por ejemplo, las inversiones directas de Otros sectores residentes, que constituye la principal laguna estadística en la actualidad.

6. Banco de Pagos Internacionales

Los datos que difunde esta institución se utilizaron para estimar los saldos iniciales, referidos a diciembre de 1992, de la posición activa de los sectores residentes no financieros en entidades de crédito no residentes.

7. Otras fuentes de información

El Banco de España dispone de un banco de datos muy pormenorizado acerca de los valores emitidos por entidades residentes, tanto en euros como en moneda extranjera, obtenido de Iberclear, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y de numerosas publicaciones especializadas.

V.3.2 PROCEDIMIENTO DE OBTENCIÓN DE LAS POSICIONES

Los saldos de los instrumentos financieros que componen las posiciones activas y pasivas a una fecha dada se han determinado, fundamentalmente, por uno de los procedimientos siguientes:

Directo. A partir de las fuentes de información disponibles, cuando proporcionan el dato en saldos. Este ha sido el caso de casi la totalidad de las series del activo y pasivo del sistema crediticio, cuyos datos provienen de los estados contables en vigor en cada momento, y están valorados en la mayor parte de los casos a precios de mercado; de los saldos de valores negociables que se obtienen del nuevo sistema de información para valores negociables y de los préstamos recibidos y concedidos por otros sectores residentes, obtenidos del registro de estos préstamos.

Por acumulación de flujos. En las partidas en que se ha utilizado este procedimiento, y a menos que se indique otra cosa, se ha partido del saldo inicial de finales de 1992, estimado normalmente, a su vez, por acumulación de flujos, corregidos del efecto valoración por tipo de cambio, si procede, de la Balanza de Pagos en términos de caja (Registro de caja) disponibles desde 1959. Los saldos elaborados a partir de 1993 se han obtenido acumulando al saldo inicial los flujos de las partidas de la cuenta financiera de la Balanza de Pagos, realizando, si procede, un ajuste de valoración por tipo de cambio. Este ajuste se ha realizado aplicando a los flujos acumulados, en cada moneda, el tipo de cambio medio de mercado de la fecha a la que se refiere la posición. Asimismo, estos flujos acumulados se han corregido por la variación de los precios de los instrumentos financieros en los casos en los que este efecto ha sido significativo y se dispone de información para ello.

V.3.3 ESTRUCTURA Y CONTENIDO DE LOS CUADROS DEL CAPÍTULO VII

En el capítulo VII se recogen los datos de la Posición de Inversión Internacional de España, estimados con la metodología y fuentes de información descritas en el epígrafe anterior. Se publica un cuadro resumen con datos anuales desde 1994 y dos cuadros más detallados con datos trimestrales, para cada uno de los años 2002 y 2003. Como se señaló antes, en el capítulo 16 del *Boletín Estadístico* del Banco de España, y en su versión electrónica disponible en el sitio web de esta institución, se irán publicando las estimaciones correspondientes a los sucesivos trimestres, a medida que se disponga de ellas, y las revisiones de los datos provisionales de los trimestres anteriores.

La estructura de los cuadros se basa en una presentación de las principales rúbricas, en un cuadro resumen con datos históricos y dos cuadros de detalle para cada uno de los años 2002 y 2003. El cuadro resumen, de forma similar al de los correspondientes cuadros resumen de la Balanza de Pagos, separa la posición del Banco de España de la de los otros sectores institucionales. Las razones analíticas que justifican este diseño son las mismas que

en el caso de la Balanza de Pagos, y se han explicado detalladamente en el epígrafe introductorio. En los cuadros de detalle, para facilitar la comparabilidad internacional, se ha optado por una presentación similar a la de las publicaciones del FMI, separando la posición activa y pasiva del Banco de España de la de las otras IFM. Se trata, por tanto, de una presentación similar a la de los cuadros VI.1.8 y VI.2.8 de la Balanza de Pagos. Se recuerda que en ninguno de los cuadros de la Posición aparecen datos de derivados financieros.

El cuadro VII.1.1 designa la «Posición de Inversión Internacional. Resumen» y recoge la posición neta total (activos - pasivos) en el período 1994-2003. Este cuadro se desglosa en: Posición neta, excluido Banco de España (Inversiones directas, De cartera y Otra inversión), y Posición neta del Banco de España (Reservas, Activos frente al Eurosistema y Otros activos netos).

En los cuadros VII.2.1 y VII.3.1 se recogen los saldos de los activos de España frente al resto del mundo, y se designan como «Posición de Inversión Internacional. Inversiones de España en el exterior». En los cuadros VII.2.2 y VII.3.2 aparecen los pasivos de España, y se designan como «Posición de Inversión Internacional. Inversiones del exterior en España». Se recuerda que, en la terminología del Quinto Manual del FMI, las inversiones comprenden tanto las directas y de cartera como los préstamos y depósitos y cualesquiera otros activos y pasivos. Se trata, por tanto, de un concepto amplio que abarca la totalidad de los activos financieros (inversiones de España en el exterior) y de los pasivos (inversiones del exterior en España).

Tanto las inversiones de España en el exterior como las del exterior en España aparecen desglosadas en sus tres grandes categorías —Directas, De cartera y Otra inversión— con información desagregada, para cada una de ellas, de acuerdo con los instrumentos financieros en que se materializa la inversión. Además, en las De cartera y en la Otra inversión se ofrece, para cada instrumento, el desglose de la posición por sectores institucionales. En las inversiones de España en el exterior aparecen, separadas, las reservas.

Se recuerda al lector que en el índice general, incluido al principio de esta publicación, figura un índice detallado de los cuadros de la Posición de Inversión Internacional, tal como aparecen en el capítulo VII.

V.3.4 NOTAS ESPECÍFICAS PARA CADA RÚBRICA

a. Posición de Inversión
Internacional, excluido Banco
de España

Inversiones de España en el exterior
(activos financieros de residentes)

Las rúbricas de los cuadros de la Posición coinciden con las del Manual de Balanza de Pagos, con la mencionada excepción de que no incluye información sobre los derivados financieros.

a) Inversión directa

El contenido de este epígrafe coincide, prácticamente, con lo señalado en el Quinto Manual. La rúbrica Acciones y otras formas de participación comprende los títulos y cualquier otra forma de participación en el capital de una sociedad que reúna los requisitos señalados en el Quinto Manual. Las otras formas de participación están constituidas por las dotaciones realizadas por residentes a sucursales o establecimientos en el exterior, los importes remitidos para gastos corrientes o de mantenimiento, o para adquisición de inmuebles para la instalación del establecimiento. Comprende, asimismo, los bienes inmuebles de residentes situados en el exterior, incluidos los poseídos proindiviso para su disfrute a tiempo parcial. Por su parte, la financiación a empresas relacionadas recoge la concedida por empresas matrices residentes (que no sean entidades de crédito) a sus filiales y sociedades participadas no residentes, de cualquier tipo, instrumentación y plazo, y la concedida por filiales españolas a otras sociedades del grupo, no residentes, distintas de la matriz, deduciéndose de este importe las operaciones de financiación recibida por la matriz resi-

dente de las filiales no residentes. Este concepto incluye, igualmente, el saldo de las cuentas interempresas cuando la empresa residente es la matriz de la no residente.

Los saldos de las IFM proceden, fundamentalmente, de sus estados contables, y los de los otros sectores residentes se han obtenido por acumulación de flujos, excepto los préstamos, que se han obtenido de su registro, antes descrito. En los casos en que se han acumulado flujos, se han corregido de efectos de valoración de tipo de cambio. Sin embargo, por falta de información adecuada, la acumulación de flujos no se ha corregido de las variaciones de los precios de los activos, lo que constituye una limitación de las estimaciones de esta rúbrica.

b) Inversión de cartera, excluido Banco de España

Los diversos instrumentos de este epígrafe coinciden con los señalados en el Quinto Manual. Los datos se han obtenido a partir del nuevo sistema de información para valores negociables.

c) Otras inversiones, excluido Banco de España

Los conceptos de este epígrafe recogen las distintas inversiones señaladas en el Quinto Manual. Las operaciones de adquisición de valores con pacto de reventa (operaciones *repos* y simultáneas) realizadas por el sector residente de IFM con no residentes que no sean entidades crediticias se clasifican como préstamos, y las realizadas entre entidades de crédito residentes y entidades de crédito no residentes, así como la totalidad de las realizadas por los demás sectores residentes —en su mayor parte, con entidades de crédito—, se clasifican como depósitos. Además, se incluyen como préstamos los créditos de ayuda al desarrollo —créditos FAD— otorgados por el Estado a otros países para financiar la adquisición a residentes de bienes y servicios.

Los préstamos concedidos por las IFM a no residentes se han obtenido directamente de los balances de las entidades de crédito, mientras que los correspondientes a otros sectores residentes se han obtenido del registro de préstamos. Por su parte, los datos de los depósitos entre entidades de crédito provienen de los balances de las propias entidades crediticias, y los de los otros sectores residentes proceden, hasta 1993 inclusive, del Banco de Pagos Internacionales, y, a partir de esa fecha, se han obtenido por acumulación de flujos de Balanza de Pagos a ese saldo inicial de 1993, corrigiéndose del efecto valoración de tipo de cambio aquellos depósitos denominados en moneda extranjera.

Por último, el epígrafe Otros activos incluye las reservas técnicas del seguro constituidas en instituciones no residentes y las participaciones de España en los organismos internacionales.

Desde 2002, esta rúbrica comprende una estimación del saldo neto de los billetes denominados en euros que han sido adquiridos por residentes a no residentes como consecuencia, fundamentalmente, de pagos de servicios turísticos de los viajeros.

Inversiones del exterior en España
(pasivos de residentes)

a) Inversión directa

El contenido del epígrafe «Acciones y otras formas de participación» incluye las acciones emitidas por sociedades residentes que no estén admitidas ni en curso de admisión a cotización en bolsa y las inversiones directas en acciones cotizadas, calculadas con infor-

mación proporcionada por la Dirección General de Comercio e Inversiones del Ministerio de Economía. Asimismo, este epígrafe recoge las participaciones de no residentes en la propiedad de empresas y entidades residentes, distintas de las materializadas en acciones, tales como dotaciones a sucursales y establecimientos, inversiones materializadas en cuentas de participación, comunidades de bienes, fundaciones, agrupaciones de interés económico, cooperativas y uniones temporales de empresas. Incluye también las aportaciones realizadas por empresas matrices no residentes a sus sucursales y establecimientos residentes para gastos corrientes de mantenimiento y compensación de pérdidas, así como para la adquisición de inmuebles para instalación del establecimiento. Por último, este epígrafe incorpora los inmuebles situados en territorio español propiedad de no residentes, incluidos los poseídos proindiviso para su disfrute a tiempo parcial.

La financiación a empresas relacionadas recoge la financiación de cualquier tipo, instrumentación y plazo, concedida por empresas matrices no residentes a sus filiales y sociedades participadas residentes, y la financiación concedida por empresas filiales no residentes a otras empresas residentes del mismo grupo distintas de la matriz. Se deducen las operaciones de financiación recibida por la matriz no residente de sus filiales residentes (no se incluye la financiación de entidades de crédito no residentes a sus participadas y sucursales en España que sean, a su vez, entidades de crédito). Los saldos de las cuentas interempresas están incluidos en este epígrafe cuando la empresa no residente es la matriz de la residente, o se trata de dos empresas indirectamente relacionadas por su pertenencia a un mismo grupo.

Los datos de Acciones y otras formas de participación de las IFM y de financiación a empresas relacionadas se han obtenido como verdaderos saldos, con la información disponible en los balances de las IFM y en el registro de préstamos. Los datos de Acciones y otras formas de participación de otros sectores residentes se han calculado mediante la acumulación de los flujos de Balanza de Pagos, corregidos de las variaciones de tipo de cambio, pero no de las variaciones de precios, lo que constituye una limitación de las estimaciones.

b) Inversión de cartera

La serie de Acciones y participaciones en fondos de inversión incluye las acciones y los instrumentos representativos de acciones emitidas por residentes que estén admitidas o en curso de admisión a cotización en bolsa o se negocien en mercados extranjeros, excluidas las que son inversiones directas. Este epígrafe recoge la participación de no residentes en fondos de inversión residentes de renta fija, renta variable, en inmuebles o mixtos, datos que, desde finales de 1996, se han obtenido directamente de la CNMV y están valorados a precios de mercado.

Los datos de los saldos se han obtenido a partir del nuevo sistema de información de valores negociables.

c) Otras inversiones, excluido Banco de España

Comprende los pasivos no incluidos en otras categorías, tal como señala el Quinto Manual. El epígrafe de Préstamos recoge, además de estos instrumentos y los créditos propiamente dichos, las deudas contraídas por residentes como consecuencia de la ejecución de avales y garantías prestadas por no residentes. Asimismo, incluye el saldo de la cuenta entre las Administraciones Públicas y la UE, las adquisiciones de activos con pacto de reventa realizadas por no residentes a residentes distintos de las entidades de crédito. Por el

contrario, las realizadas por no residentes (normalmente, entidades de crédito) a entidades de crédito residentes están clasificadas como depósitos de los primeros en las segundas, junto con los otros depósitos. En cuanto a las fuentes estadísticas, los préstamos recibidos por las Administraciones Públicas y por otros sectores residentes provienen directamente del registro de préstamos. La información sobre depósitos y *repos* proviene de los estados contables de las entidades de crédito residentes.

Es preciso señalar que los datos sobre préstamos se refieren estrictamente a préstamos y créditos, es decir, en el caso de los recibidos por las Administraciones Públicas no incluyen ni las euronotas ni el papel comercial, que, como se señaló antes, se registran como inversiones de cartera del exterior en España; y, en el caso de los recibidos por los otros sectores residentes, no incluyen los préstamos entre matrices y filiales, o empresas de un mismo grupo, contabilizados como inversiones directas aplicando el principio direccional descrito en el epígrafe correspondiente relativo a la Balanza de Pagos, ni las colocaciones privadas de valores negociables, que, al igual que las de las Administraciones Públicas, se registran como inversiones de cartera.

Por último, el epígrafe Otros pasivos recoge los depósitos por reaseguros con no residentes.

b. Posición de Inversión Internacional del Banco de España

Los *activos exteriores* del Banco de España incluyen las reservas, la cuenta del Banco de España con el Eurosistema y otros activos exteriores de menor importancia. Su contenido ha sido explicado en el epígrafe Cuenta financiera del Banco de España, página 111, dentro de la descripción detallada de las rúbricas equivalentes de la Balanza de Pagos, por lo que no se repite aquí. Tan solo recordar que todos los activos que integran las reservas —cuyos principales componentes son el oro monetario, la posición en el FMI, los DEG y las divisas convertibles— están valorados, desde diciembre de 1998, a precios de mercado. Desde enero de 1999 el componente de divisas convertibles incluye exclusivamente activos denominados en monedas distintas del euro frente a países que no forman parte de la Unión Monetaria. Como se señaló antes, en el *Boletín Estadístico* del Banco de España, y en el capítulo de Balanza de Pagos de la sección de Estadísticas de su sitio web se publica una información pormenorizada sobre las reservas y otros componentes de la liquidez en moneda extranjera del Banco de España y del Tesoro español, datos elaborados siguiendo las directrices del FMI —véase la referencia bibliográfica mencionada en el epígrafe Cuenta financiera del Banco de España, página 111.

Los *pasivos exteriores* del Banco de España se han descrito también en el epígrafe Cuenta financiera del Banco de España, página 111, y les es aplicable, igualmente, la referencia bibliográfica del FMI y la del sitio web en el que el Banco de España publica, junto con el detalle de los activos de reservas, información sobre sus pasivos predeterminados y contingentes, y los del Tesoro público.

V.3.5 PRINCIPALES DIFERENCIAS ENTRE LA VARIACIÓN DE SALDOS DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL Y LOS FLUJOS DE LA BALANZA DE PAGOS

Las variaciones de la Posición de Inversión Internacional entre dos momentos del tiempo y las correspondientes transacciones de la Balanza de Pagos deben diferir, debido, esencialmente, a los cambios que se registran a lo largo del período, tanto en los tipos de cambio como en los precios de los activos. No obstante, existen entre ambas estadísticas diferencias atribuibles a otras causas, derivadas, fundamentalmente, de las distintas fuentes de las que proviene la información. Entre estas otras diferencias, las más importantes son:

a) Sectorización

La Balanza de Pagos recoge los flujos de la inversión exterior en España de los distintos sectores, asignándolos a los que adquieren el activo de los no residentes. Sin embargo, dado

el sistema actual de recogida de información, no se tienen en cuenta las redistribuciones de activos que posteriormente se producen entre los sectores residentes. Esta redistribución sí se registra, al menos en parte, en los saldos de la Posición de Inversión Internacional.

b) Activos y pasivos relacionados con operaciones de seguros

Las reservas técnicas de seguros se recogen en la Posición de Inversión Internacional, pero se registran solo parcialmente en la Balanza de Pagos.

c) Operaciones con pacto de recompra (*repos* y simultáneas)

Según se señaló antes, en la Posición de Inversión Internacional las adquisiciones de valores con pacto de reventa realizadas por las IFM residentes a no residentes que no sean entidades crediticias se consideran préstamos, mientras que las realizadas entre entidades de crédito residentes y entidades de crédito no residentes, así como la totalidad de las realizadas por los demás sectores residentes, se consideran depósitos. Por su parte, las compras de valores con pacto de reventa por no residentes a las entidades de crédito residentes se han considerado como depósitos, y las efectuadas a los demás sectores residentes, como préstamos. La Balanza de Pagos proporciona por separado estas operaciones cuando las realizan las IFM residentes, y las registra dentro de la rúbrica general de Préstamos y depósitos cuando las realizan otros sectores residentes.

V.4 Novedades

En esta sección se explican, brevemente, las principales novedades relativas a las estadísticas de Balanza de Pagos y de Posición de Inversión Internacional y a las estadísticas relacionadas (Deuda Externa y Reservas Internacionales) que, o bien se difunden, por primera vez, en esta monografía, o bien han tenido lugar a lo largo del año 2003. Estas novedades son resultado tanto del cambio profundo en los sistemas de información y en los procedimientos de elaboración de las mencionadas estadísticas, que, al igual que en otros países de la UE, ha comenzado a acometerse en España, como de la demanda de nuevos datos por parte de los usuarios o de los organismos internacionales. La sección se organiza en tres apartados, según se trate de nuevas fuentes de información, de la revisión de series históricas o de avances en la difusión de datos.

V.4.1 NUEVO SISTEMA DE INFORMACIÓN PARA LAS INVERSIONES DE CARTERA

El Banco de España estableció en su Circular 2/2001, en el mes de julio de 2001, un nuevo sistema de información sobre valores negociables con el objetivo de obtener de forma más adecuada la rúbrica de Inversión de cartera, tanto de la Balanza de Pagos como de la PII. Este nuevo sistema se enmarca en el contexto de cambio generalizado de las fuentes de información para la elaboración de estas estadísticas. Entre las distintas rúbricas, la de Inversión de cartera es una de las que ha requerido un cambio de sistema de información con mayor urgencia. Con anterioridad a este nuevo sistema, no se contaba con fuentes de información que aportaran datos de *stocks* para este tipo de inversiones, salvo en el caso del sector de las IFM y en el de las emisiones de las AAPP. En ausencia de datos de *stocks*, estos se estimaban mediante la acumulación de flujos y resultaba muy difícil el cumplimiento de requisitos como la valoración a precios de mercado de las posiciones y la aplicación del principio del devengo en el cálculo de las rentas. Además, las transacciones correspondientes a esta rúbrica han experimentado un incremento exponencial en los últimos años, coincidiendo con el extraordinario desarrollo e integración de los mercados financieros y con la continua aparición de nuevos y cada vez más sofisticados instrumentos. En esta situación, era indispensable diseñar un nuevo sistema que ofreciera información tanto de flujos como de *stocks* de valores negociables, que asegurara su correcta medición y garantizara la homogeneidad de los resultados con los de otros países, especialmente con los correspondientes a los países de la UEM.

Las principales características del nuevo sistema de información se han determinado teniendo en cuenta que este debía facilitar el cumplimiento de los principios metodológicos establecidos para la inversión de cartera en el Quinto Manual de Balanza de Pagos del FMI. También se han tenido en cuenta los avances posteriores realizados en el contexto de la Encuesta Coordinada de Inversión de Cartera, impulsada por el FMI, y de la *Task Force on Portfolio Investment Collection Systems*, impulsada por el BCE⁵. Estas características se resumen a continuación atendiendo, por un lado, a los agentes obligados a informar y, por otro, al contenido de la información⁶. En primer lugar, la información proviene, fundamentalmente, de las entidades depositarias de valores, de las liquidadoras y de las gestoras de fondos de inversión residentes. También deben remitir información el resto de residentes, cuando no exista intermediación por parte de las entidades residentes anteriormente mencionadas. Además, se incorporan a la información recibida por este sistema las estadísticas disponibles en el Banco de España relativas a las emisiones de residentes en mercados internacionales. En segundo lugar, en lo que se refiere al contenido de la información, se trata de un modelo integrado que incluye información mensual a precios de mercado, tanto de flujos como de *stocks* de valores negociables, y que distingue las operaciones temporales (*repos*, simultáneas, préstamos de valores, etc.) de las operaciones en firme. La información se recoge valor a valor, identificados por su código ISIN o similar.

Dado que la obligación de informar descansa fundamentalmente en las entidades depositarias de valores, el sistema descrito no puede identificar la información referida a valores negociables que debe asignarse a inversión directa de forma separada de la inversión de cartera. No obstante, se han aislado y deducido del importe de inversión de cartera los importes que corresponden a inversiones directas, a partir del estudio pormenorizado de las inversiones más relevantes. En cualquier caso, podrían permanecer en los datos de inversión de cartera algunas inversiones directas de menor cuantía.

Tras un período inicial de depuración de la información recibida, en septiembre de 2003, los resultados de *stocks* obtenidos con este nuevo sistema se utilizaron para la contribución española a la Encuesta Coordinada de Inversión de Cartera del FMI, con datos de diciembre de 2002 (véase sección V.4.3). A partir de marzo de 2004, coincidiendo con la publicación de la PII del cuarto trimestre de 2003, los datos se han incorporado a esta estadística. Por el contrario, la Inversión de cartera de la Balanza de Pagos sigue elaborándose sobre la base del sistema de cobros y pagos exteriores, dado que, en este caso, todavía continúan los trabajos de depuración necesarios para asegurar la calidad de la información del nuevo sistema. Tan pronto como se alcance un nivel de calidad apropiado, esta información se incorporará a la Balanza de Pagos, lo que hará posible una mejor reconciliación de dicha estadística con la PII.

El nuevo sistema de información permitirá incrementar la calidad y la homogeneidad de los datos obtenidos, a medida que se complemente la información valor a valor con la que, de cada valor, proporcionará la Base de Datos Centralizada de Valores que el BCE está desarrollando, en colaboración con los Bancos Centrales Nacionales, para los valores de más frecuente negociación internacional. En este sentido, cabe destacar que esta base de datos, que comenzará a estar disponible a lo largo del año 2005, ofrecerá información del desglose geográfico y por instrumentos de las inversiones de cartera, así como de su correcta valoración a precios de mercado. En una fase posterior, esta base de datos centralizada posibilitará la aplicación del criterio del devengo valor a valor, para el cálculo de las rentas de dichas inversiones.

5. El informe final de esta *Task Force*, disponible en www.ecb.int/pub/pdf/portfolioinvestment/taskforce200206, recoge recomendaciones concretas sobre los sistemas de información idóneos para cumplir los requisitos estadísticos. 6. Para un mayor detalle, véase la Circular 2/2001 del Banco de España.

Como se ha indicado en la sección anterior, los datos de la rúbrica de Inversión de cartera de la PII incluidos en esta publicación incorporan los resultados obtenidos con el nuevo sistema de información de valores negociables, resultados disponibles desde diciembre de 2002. La implantación del nuevo sistema de información ha permitido corregir alguna de las desviaciones que, en el caso de España, presentaba esta estadística, respecto al cumplimiento de los requisitos metodológicos establecidos por los organismos internacionales. En concreto, hasta la incorporación de los nuevos datos, la ausencia de información sobre los saldos de los activos y pasivos de las inversiones de cartera, fundamentalmente, de los sectores privados no crediticios (Otros sectores residentes, en la terminología de la Balanza de Pagos y de la PII), obligaba a calcular los saldos correspondientes de la PII mediante la acumulación de los flujos de la Balanza de Pagos. Además, se realizaba una corrección para reflejar las variaciones en los tipos de cambio, pero no se tenían en cuenta (salvo en contados casos) las variaciones de los precios de los valores. Por ello, contrariamente a lo establecido en las normas metodológicas vigentes, los datos de las inversiones de cartera de la PII no reflejaban, en muchas ocasiones, el valor de mercado de los instrumentos en la fecha a la que se refería dicha estadística.

La incorporación de los resultados obtenidos con el nuevo sistema de información, si bien ha afectado a todos los componentes de las inversiones de cartera, ha tenido una mayor incidencia en los saldos de la rúbrica de Acciones y participaciones en fondos de inversión de los Otros sectores residentes. La volatilidad que ha caracterizado a la evolución de los precios en los mercados de renta variable en los últimos años ha ocasionado notables discrepancias entre los datos obtenidos con el antiguo sistema, de acumulación de flujos, y con el nuevo. Específicamente, para el tercer trimestre de 2003, último dato publicado con la información proporcionada por el sistema anterior, los resultados obtenidos con el nuevo sistema supusieron, en el caso de los activos de la rúbrica, una disminución del 25%, y en el caso de los pasivos, un aumento del 47% en dicho trimestre. Estas diferencias han motivado la revisión de la serie histórica desde 1992.

La revisión de la serie ha consistido en la corrección de la valoración del *stock* por la variación de precios que se ha producido a lo largo del período considerado (1992-2002). Dicha corrección ha requerido la elección de un índice de precios cuya composición resultara representativa de la cartera a ajustar. Para ello, se ha analizado la metodología de los distintos índices disponibles, así como su comportamiento, y finalmente se ha optado por un índice general de capitalización del mercado de renta variable⁷. La evolución del índice elegido se ha contrastado con la de los precios de una muestra de los principales valores emitidos, y se han considerado para cada uno de ellos las variaciones de las cotizaciones en su mercado principal. Una vez elegido el índice, y teniendo en cuenta el *stock* que el nuevo sistema de información arrojaba para diciembre de 2002, se ha reproducido la acumulación de flujos en base mensual (frecuencia más alta disponible), y se ha añadido al ajuste de tipo de cambio la variación mostrada por el indicador de precios mencionado.

Este método, aunque con limitaciones, ha permitido aproximar la valoración de las posiciones de acciones y participaciones en fondos de inversión del sector privado no crediticio, antes registradas en la mayoría de los casos a precios históricos, a su valor de mercado.

Por último, resulta conveniente destacar que, dada la reciente implantación del actual sistema de información de valores negociables y considerando el necesario período de adaptación de

7. «Morgan & Stanley Capital International All Country World Index», para los activos, e Índice de empresas no financieras del mercado español, elaborado por el Servicio de Estudios del Banco de España, para los pasivos.

los declarantes a los nuevos procedimientos de comunicación al Banco de España, los datos de inversiones de cartera pueden estar sujetos a revisiones posteriores mayores de las habituales.

Las novedades relativas a la difusión de estadísticas que se presentan en esta sección son: a) la publicación de la estadística de Deuda Externa coincidiendo con la publicación de la PII, cuya difusión ha sido anticipada, por este motivo, en un mes; b) la participación en la Encuesta Coordinada de Inversión de Cartera del FMI; c) la inclusión, en esta edición de la monografía anual de Balanza de Pagos y PII, de datos de flujos de inversión directa con detalles adicionales, como las inversiones realizadas por ETVE y el desglose por país y por sector de actividad económica. El análisis de los datos de este último desglose se ofrece en un recuadro del capítulo III y podrá ser objeto de modificaciones en años posteriores en virtud de las áreas o actividades que cobren una mayor importancia relativa.

a) Deuda Externa

En septiembre del año 2003, el Banco de España publicó por primera vez la estadística de Deuda Externa de España, cumpliendo, de esta manera, con lo establecido por el FMI en las Normas Especiales para la Divulgación de Datos (NEDD). A partir de entonces, los datos correspondientes a esta estadística se difunden con frecuencia trimestral y con un desfase de tres meses, coincidiendo con la publicación de la PII, cuya difusión ha sido anticipada, por este motivo, en un mes. La serie temporal comienza en diciembre de 2002.

La deuda externa de un país, tal como se define en la *External Debt Statistics Guide* del FMI, comprende los saldos de todos los pasivos frente a no residentes que impliquen la realización futura de pagos por amortización, por intereses o por ambos (todos los instrumentos financieros, excepto las participaciones en el capital y los derivados financieros). Las definiciones y criterios que se utilizan respecto al momento de registro, al criterio de residencia y a la conversión a la moneda de cálculo, así como la clasificación por sectores e instrumentos, están de acuerdo con los principios establecidos en el Manual de Balanza de Pagos del FMI. Por lo tanto, la deuda externa coincide, prácticamente, con los pasivos de la PII, excluidas, como se ha indicado, las participaciones en el capital y los derivados financieros y una vez reclasificados los préstamos concedidos por empresas no residentes del grupo a empresas residentes, para lo cual no se tiene en cuenta el país de residencia de la matriz⁸. Por este motivo, no se ha considerado necesario incluir cuadros adicionales que recojan esta estadística en la presente monografía. La deuda externa se presenta, en los indicadores económicos 7.9 y 7.9 (cont.), del *Boletín Económico* del Banco de España, detallada por sectores institucionales, por vencimiento de los instrumentos financieros en el momento de la emisión y por tipo de instrumento. Los préstamos otorgados por empresas no residentes a empresas residentes del mismo grupo se analizan, separadamente, en la rúbrica Inversión directa.

b) Encuesta Coordinada de Inversión de Cartera

En septiembre de 2003, con datos referidos a 2002, el Banco de España cumplimentó, por primera vez, la Encuesta Coordinada de Inversión de Cartera (en terminología inglesa, *Coordinated Portfolio Investment Survey*, CPIS), del FMI. La CPIS recoge, para más de 60

8. En la PII estos préstamos se asignan a la inversión española en el exterior y a la inversión extranjera en España según donde resida la empresa matriz, tal como se explica en la sección V.3.

