

LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2012

Este artículo ha sido elaborado por Enrique Galán Lucha y César Martín Machuca, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

En este artículo se describen los principales rasgos de la Posición de Inversión Internacional (PII) de España a finales del primer semestre de 2012, resaltando los cambios más significativos respecto al cierre de 2011 y sus determinantes. Se presenta la composición de la PII por sectores institucionales y se analiza su comportamiento por tipos de inversión y por áreas geográficas.

Evolución de la Posición de Inversión Internacional en el primer semestre de 2012: un análisis de datos agregados

La posición deudora neta de la economía española frente al resto del mundo disminuyó ligeramente en la primera mitad de 2012, pues las necesidades de financiación de ese período, más reducidas que las de un año antes, se compensaron por el impacto sobre el valor de los activos y pasivos exteriores de las variaciones en los precios de los distintos instrumentos en los que están materializados y en los tipos de cambio (los denominados *efectos de valoración*)¹ (véase gráfico 1). Lo más destacable del semestre fue la elevada salida de financiación que tuvo lugar y que se compensó a través de un mayor recurso de las entidades de crédito al Eurosistema. Esto se tradujo en una disminución de la posición deudora frente al exterior de todos los sectores, salvo el Banco de España, cuyos pasivos netos exteriores aumentaron significativamente.

A finales de junio de 2012, el saldo deudor que España mantenía frente al exterior ascendió a 960 mm de euros, el 91 % del PIB, alrededor de 1 punto porcentual (pp) por debajo de su valor al cierre de 2011 (véase cuadro 1). Desde finales de 2011, el valor de los activos aumentó su peso en el PIB cerca de 6 pp, hasta el 136 %, mientras que el de los pasivos se incrementó casi 5 pp, hasta el 227 % del PIB. La deuda externa —que recoge la parte de estos pasivos que es exigible— aumentó 4 pp, hasta, aproximadamente, el 170 % del PIB (véase gráfico 2).

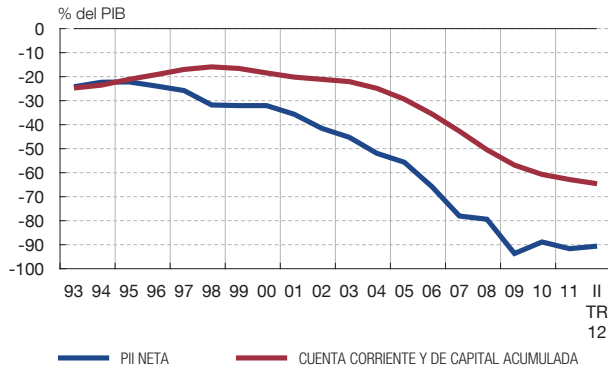
El recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros relacionadas con la crisis de deuda soberana en la zona del euro se manifestó en cuantiosas salidas netas de fondos de la economía española durante la primera mitad de 2012. En este período, los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública española y el diferencial frente a la deuda soberana alemana aumentaron sensiblemente en comparación con los niveles alcanzados a finales de 2011, y la bolsa española acumuló pérdidas significativas que contrastan con las ganancias o estabilidad de las principales plazas bursátiles (véase cuadro 2). Por otro lado, el tipo de cambio del euro se depreció frente a la libra y al dólar. En este entorno de inestabilidad y de mayor aversión al riesgo, las condiciones de financiación continuaron siendo muy restrictivas. Las grandes dificultades de la banca para acceder a la financiación en los mercados mayoristas se reflejaron en el mayor recurso de las entidades

¹ De acuerdo con los estándares estadísticos internacionales, la PII valora los activos financieros y pasivos exteriores a los precios de mercado y tipos de cambio vigentes al final del período de referencia. Por consiguiente, la variación de los precios, expresados en moneda nacional, de los activos que componen la PII tiene un impacto directo sobre la evolución del saldo acreedor o deudor frente al exterior. De ahí que la variación de la PII entre dos momentos del tiempo venga determinada no solo por las transacciones financieras entre los residentes de una economía y el resto del mundo, que reflejan la necesidad o capacidad de financiación de la nación en dicho período, sino también por los cambios de valor que experimentan los instrumentos financieros que componen el *stock* de activos financieros y pasivos (lo que se denomina «efecto de valoración»). Además de estos dos factores, existe un tercero, los llamados «otros ajustes», que afectan ocasionalmente a la PII.

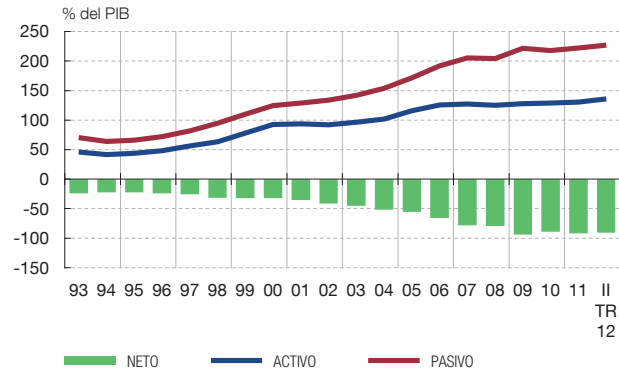
EVOLUCIÓN DE LA PII Y DE LAS TRANSACCIONES FINANCIERAS
PII neta y acumulación de las transacciones financieras de la Balanza de Pagos

GRÁFICO 1

PII NETA Y NECESIDAD DE FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ACUMULADA (a)



EVOLUCIÓN DE LA PII



FUENTE: Banco de España.

a El primer valor corresponde a la PII neta a finales de 1993.

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL. RESUMEN

CUADRO 1

mm de euros

			2011				Porcentaje del PIB	
			2011		2012		2011	2012
	2009	2010	III TR	IV TR	I TR	II TR	IV TR	II TR
Posición de Inversión Internacional Neta (A - P)	-982,2	-932,8	-978,4	-975,3	-970,5	-960,3	-91,7	-90,7
Excluido el Banco de España	-1.026,3	-963,1	-973,2	-894,4	-785,7	-645,5	-84,1	-60,9
Inversiones directas	-4,5	17,5	10,2	15,1	14,2	8,4	1,4	0,8
Inversiones de cartera	-693,7	-637,0	-622,3	-599,4	-543,0	-462,5	-56,4	-43,7
Otras inversiones (a)	-327,1	-346,3	-368,7	-315,9	-259,8	-196,0	-29,7	-18,5
Derivados financieros	-1,0	2,7	7,6	5,9	2,9	4,6	0,6	0,4
Banco de España	44,1	30,3	-5,2	-81,0	-184,8	-314,9	-7,6	-29,7

FUENTE: Banco de España.

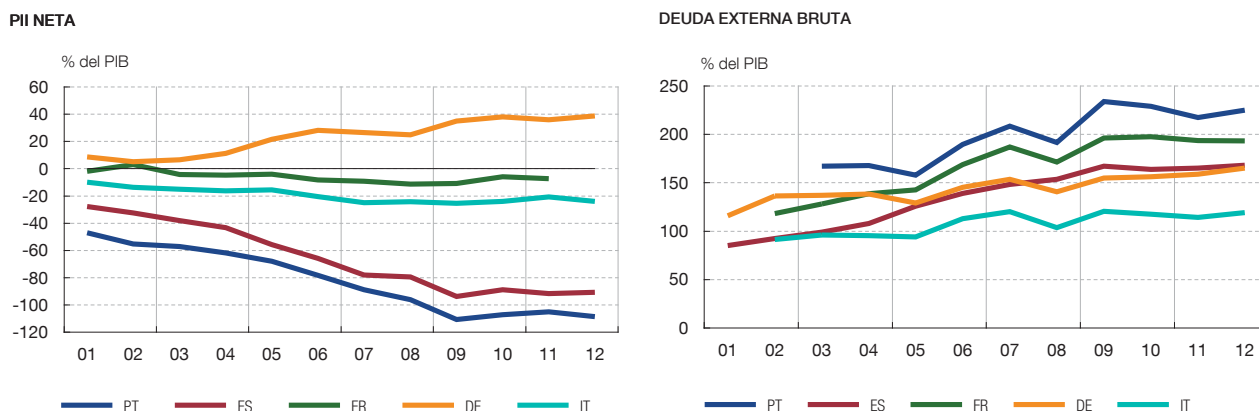
a Incluye, principalmente, préstamos, depósitos y repos.

españolas al Eurosistema, que aumentó notablemente en el conjunto del semestre. En este entorno financiero, las autoridades españolas decidieron solicitar en junio asistencia financiera a las instituciones europeas con el propósito de recapitalizar las entidades de crédito más débiles.

Las tensiones de los mercados financieros internacionales se relajaron parcialmente desde finales de julio, sobre todo a raíz de la iniciativa del Eurosistema para intervenir en los mercados de deuda soberana de los países que se acojan a un programa de ayuda financiera acordado con las autoridades europeas. En las últimas semanas se ha observado una cierta revalorización de las principales plazas bursátiles y una reducción de los diferenciales de deuda soberana de los países sometidos a tensiones financieras desde los máximos alcanzados en julio, así como una cierta reapertura de los mercados de emisión de valores.

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA Y DEUDA EXTERNA BRUTA: COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a) (b)

GRÁFICO 2



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, OCDE, Banco de Pagos Internacionales y fuentes nacionales.

- a En los datos relativos a la Posición de Inversión Internacional se presenta el último dato disponible, que corresponde al cuarto trimestre de 2011 para Francia, al primer trimestre de 2012 para Italia y Alemania, y al segundo trimestre de 2012 para España y Portugal. En cuanto a los datos de deuda externa, el dato del año 2012 se corresponde con el primer trimestre de 2012.
- b Los países se nombran con su código ISO (ES: España; DE: Alemania; FR: Francia; IT: Italia; PT: Portugal).

EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS
Precios, tipos de interés y tipos de cambio

CUADRO 2

	Índices bursátiles (a)			Tipo de cambio (b)		Tipo de interés a largo plazo (c)			
	IBEX 35	EUROSTOXX 50	S&P 500	Dólar	Libra	Alemania	España	EEUU	Reino Unido
2009	29,8	21,1	23,5	3,5	-6,8	3,1	3,8	3,6	3,9
2010	-17,4	-5,8	12,8	-7,2	-3,1	2,9	5,4	3,3	3,5
2011	-13,1	-17,1	0,0	-3,2	-3,0	1,9	5,5	2,0	2,1
III TR 2011	-17,5	-23,5	-14,3	-6,6	-4,0	1,8	5,2	2,0	2,4
IV TR 2011	0,2	6,3	11,2	-4,2	-3,6	1,9	5,5	2,0	2,1
I TR 2012	-6,5	6,9	12,0	3,2	-0,2	1,8	5,2	2,2	2,3
II TR 2012	-11,3	-8,6	-3,3	-5,7	-3,2	1,3	6,6	1,6	1,7
I semestre 2012	-21,3	0,4	9,7	-5,1	-6,1	1,3	6,6	1,6	1,7

FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- a Variación acumulada del índice entre el final del período inmediatamente anterior y el final del período de referencia.
- b Variación acumulada del tipo de cambio del euro frente a la divisa considerada desde el final del período inmediatamente anterior hasta el final del período de referencia. Un signo positivo (negativo) supone una apreciación (depreciación) del euro frente a la divisa considerada.
- c Media del último mes del período.

La reducción de la PII deudora neta de España en la primera mitad de 2012 reflejó el impacto ya mencionado de los efectos de valoración, que ascendió a 31 mm, que compensó las necesidades de financiación acumuladas durante dicho período (15 mm de euros) (véase cuadro 3). En el período analizado, los cambios en los precios de los instrumentos financieros propiciaron una reducción mucho más acusada del valor del *stock* de los pasivos que la correspondiente al de los activos. El retroceso de las cotizaciones bursátiles en España y del precio de los valores de renta fija supuso un descenso del valor del *stock* de las tenencias de títulos españoles en manos de no residentes. Aunque en menor medida, el valor de las tenencias de títulos extranjeros por parte de inversores españoles

mm de euros

	Neto (a)				Activo				Pasivo			
	Variación stock	Transacción	Efectos de valoración y otros ajustes	Dif. % (b)	Variación stock	Transacción	Efectos de valoración y otros ajustes	Dif. % (b)	Variación stock	Transacción	Efectos de valoración y otros ajustes	Dif. % (b)
2009	-119,1	-52,0	-67,1	7,8	-17,6	18,6	-36,2	-2,7	101,5	70,6	30,9	1,4
2010	49,4	-43,2	92,6	-9,4	7,8	-31,8	39,6	3,0	-41,6	11,4	-53,0	-2,3
2011	-42,5	-35,8	-6,8	0,7	37,4	34,1	3,2	0,2	79,9	69,9	10,0	0,4
III TR 2011	3,7	-8,3	11,9	-1,2	36,0	-0,6	36,6	2,8	32,4	7,7	24,7	1,1
IV TR 2011	3,1	-10,2	13,3	-1,4	27,0	15,3	11,6	0,9	23,9	25,6	-1,7	-0,1
I TR 2012	4,8	-10,7	15,5	-1,6	19,0	22,8	-3,8	-0,3	14,2	33,5	-19,3	-0,8
II TR 2012	10,1	-5,8	15,9	-1,6	37,0	38,1	-1,2	-0,1	26,8	43,9	-17,1	-0,7
I semestre 2012	15,0	-16,4	31,4	-3,2	56,0	61,0	-5,0	-0,4	41,0	77,4	-36,4	-1,5

FUENTE: Banco de España.

a Un signo (-) significa una variación de los pasivos superior a la de los activos.

b Diferencia entre la variación del stock y las transacciones de balanza de pagos, en términos del stock al comienzo del período.

también se redujo, a pesar del efecto positivo de la depreciación del euro². Por lo que se refiere a la comparación internacional, solo hay datos disponibles del segundo trimestre para un número reducido de países (véase gráfico 2). Con todo, según los datos hasta el primer trimestre de 2012, se aprecia una cierta interrupción del proceso de corrección de las posiciones acreedoras y deudoras en las principales economías avanzadas.

La composición de la Posición de Inversión Internacional por sectores institucionales

En el primer semestre de 2012, la posición deudora frente al resto del mundo de todos los sectores institucionales disminuyó, con la excepción del Banco de España (véanse cuadro 4 y gráfico 3). Dicha reducción fue más acusada en el caso de las instituciones financieras monetarias (IFM), cuya posición deudora descendió cerca de 16 pp del PIB, hasta el 21 %. Los saldos deudores de los otros sectores residentes (OSR)³ y de las AAPP se corrigieron en alrededor de 3 pp y 4 pp del PIB, hasta el 21 % y el 19 % del PIB, respectivamente. Esta evolución se explica principalmente por la disminución de los pasivos exteriores, mientras que los activos exteriores no experimentaron variaciones significativas, con la excepción de los correspondientes a las IFM, que se incrementaron en 5 pp del PIB. En sentido contrario, el saldo deudor neto frente al resto del mundo de la autoridad monetaria se amplió en 22 pp del PIB, hasta situarse cerca del 30 %.

La corrección del saldo deudor de las IFM frente al resto del mundo se explica por las salidas netas de financiación (178 mm de euros), ya que el impacto de los efectos de valoración fue muy reducido (10 mm). Las salidas de fondos se materializaron mayoritariamente a través de la otra inversión, pues se redujo la renovación de depósitos a corto plazo y

2 En la mayoría de las economías desarrolladas, el porcentaje de los activos que están denominados en moneda extranjera es superior al de los pasivos, lo que provoca que el valor del activo sea más sensible a las fluctuaciones del tipo de cambio. Este es el caso de España, que mantiene una posición acreedora neta en moneda extranjera (el 45 % del activo y el 13 % del pasivo estaba denominado en moneda extranjera en junio de 2012), por lo que la depreciación del euro genera un efecto de valoración positivo.

3 Este sector institucional incluye a los hogares, las sociedades no financieras, las instituciones financieras no monetarias y las empresas de seguros y fondos de pensiones.

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL
Desglose por sectores

CUADRO 4

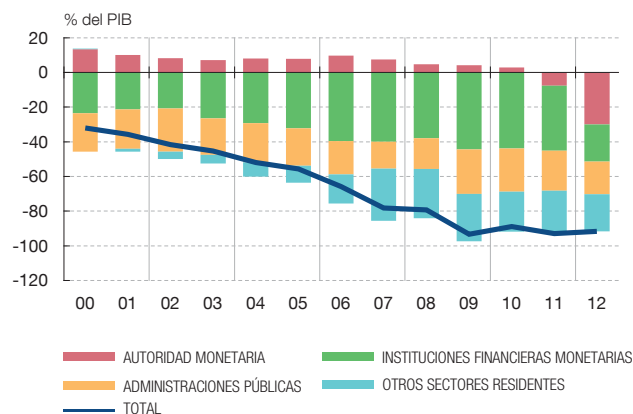
	Autoridad monetaria			IFM			AAPP			OSR		
	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo
VALOR DEL STOCK (mm de euros)												
Media 2006-2008	75,2	88,2	13,0	-407,5	461,5	869,0	-181,7	34,5	216,2	-264,0	729,1	993,1
2009	44,1	85,6	41,5	-469,5	500,6	970,0	-270,2	29,7	299,9	-286,6	725,6	1.012,2
2010	30,3	81,7	51,4	-460,0	470,3	930,4	-261,4	28,0	289,4	-241,7	769,2	1.010,9
2011	-81,0	94,5	175,5	-392,1	525,8	917,9	-241,7	33,9	275,6	-260,6	732,4	992,9
I TR 2012	-184,8	91,7	276,5	-307,4	546,6	854,0	-222,2	34,5	256,7	-256,0	732,8	988,8
II TR 2012	-314,9	93,8	408,7	-223,9	578,9	802,8	-197,2	40,4	237,6	-224,4	729,4	953,8
PORCENTAJE DEL PIB (%)												
Media 2006-2008	7,2	8,5	1,2	-39,1	44,3	83,4	-17,4	3,3	20,7	-25,3	70,0	95,3
2009	4,2	8,2	4,0	-44,8	47,8	92,6	-25,8	2,8	28,6	-27,3	69,2	96,6
2010	2,9	7,8	4,9	-43,9	44,8	88,7	-24,9	2,7	27,6	-23,0	73,3	96,4
2011	-7,6	8,9	16,5	-36,9	49,4	86,3	-22,7	3,2	25,9	-24,5	68,9	93,4
I TR 2012	-17,4	8,6	26,0	-28,9	51,4	80,4	-20,9	3,2	24,2	-24,1	69,0	93,1
II TR 2012	-29,7	8,9	38,6	-21,1	54,6	75,8	-18,6	3,8	22,4	-21,2	68,9	90,0

FUENTE: Banco de España.

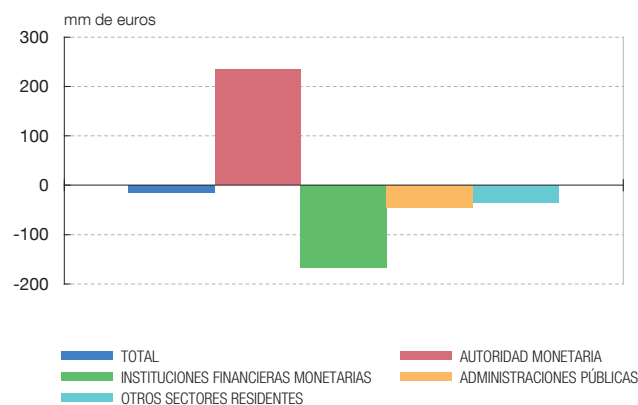
POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA POR SECTORES

GRÁFICO 3

EVOLUCIÓN 2000-II TR 2012



VARIACION 2011-II TR 2012



FUENTE: Banco de España.

repos de los no residentes en las entidades españolas, y, en segundo término, a través de la inversión de cartera, como resultado de la reducción de las tenencias de inversores extranjeros de bonos y obligaciones emitidos por las IFM residentes.

La disminución de la posición deudora de los OSR reflejó tanto las operaciones realizadas durante el período, que generaron salidas netas de financiación (13 mm de euros), como, en mayor medida, el impacto favorable de los efectos de valoración (23 mm de euros). Según la cuenta financiera de la Balanza de Pagos, las salidas netas de fondos se exten-

dieron a todos los instrumentos, con la excepción de la inversión directa. En el caso de la inversión de cartera, dichas salidas fueron el resultado, principalmente, de las ventas por parte de no residentes de bonos y obligaciones emitidos por los OSR. Las salidas acumuladas por la otra inversión fueron de menor cuantía y se explican, sobre todo, por inversiones a corto plazo en el exterior, en parte debido al incremento de los depósitos en el exterior de familias y sociedades no financieras. Por su parte, los efectos de valoración positivos se concentraron en la inversión de cartera, en renta tanto variable como fija. En este contexto, la disminución de la posición deudora neta de los OSR fue especialmente relevante en el caso de la inversión de cartera (en cerca de 4 pp del PIB). El saldo frente al resto del mundo de la otra inversión mejoró en 0,5 pp del PIB, mientras que la posición deudora en inversión directa aumentó en 0,9 pp del PIB.

El descenso de la posición deudora de las AAPP frente al exterior se explicó por el impacto del efecto de valoración (15 mm de euros) y por las salidas netas de fondos (29 mm de euros), que se materializaron básicamente en forma de inversión de cartera, a través de las ventas por parte de los no residentes de títulos de renta fija⁴.

Finalmente, el sustancial incremento de la posición neta deudora del Banco de España frente al resto del mundo reflejó la ampliación del saldo deudor del Banco de España frente al Eurosistema (de 22 pp en los seis meses analizados, hasta el 38 % del PIB). En cuanto al resto de rúbricas, los saldos acreedores en otros activos netos y en reservas experimentaron variaciones de signo contrario que se compensaron entre sí (de 0,5 pp en ambos casos), hasta el 4,5 % y el 3,9 % del PIB, respectivamente.

La composición de la Posición de Inversión Internacional por tipos de inversión

Por instrumentos, la disminución de la PII deudora neta de la economía española, excluido el Banco de España, fue consecuencia de la reducción de los saldos deudores de la inversión de cartera y de la otra inversión, mientras que los saldos acreedores de la inversión directa y de los derivados financieros descendieron ligeramente (véanse cuadro 5 y gráfico 4).

Al final del primer semestre de 2012, la posición acreedora neta en inversión exterior directa (IED)⁵ se redujo en 0,6 pp del PIB con respecto a su nivel en 2011, hasta situarse en el 0,8 %. Este descenso refleja tanto la disminución del valor del *stock* de la inversión de España en el exterior en términos del PIB (de 0,2 pp), hasta aproximadamente el 47 % del PIB, como el incremento de la inversión del exterior en España (0,4 pp del PIB, hasta cerca del 46 %) (véase gráfico 5). En cuanto al destino de las inversiones españolas, la UE es el área donde la presencia de las empresas españolas es más elevada (un 53 % de los activos totales de IED, con el 32 % en la zona del euro y el 15 % en el Reino Unido). Latinoamérica siguió siendo la segunda área en importancia tras la UE, con un 28 % de la IED total. Por lo que se refiere a la procedencia de los inversores extranjeros en las empresas españolas, también se observa un claro predominio de la UE (un 77 % del total), correspondiendo la mayor parte a la UEM (un 67 %).

Como se ha comentado, una parte significativa de la disminución de la posición deudora neta de la economía española correspondió a la inversión de cartera, cuyo saldo deudor

4 El porcentaje de deuda pública no segregada a vencimiento en manos de no residentes se redujo cerca de 4 pp en el primer semestre de 2012, hasta alcanzar el 31 % del total a finales de junio.

5 Cabe recordar que el procedimiento empleado para estimar el *stock* de la IED incorpora, para las participaciones en el capital de los OSR, los datos del Registro de Inversiones Exteriores del Ministerio de Economía y Competitividad cuando están disponibles; en esta ocasión, hasta 2010. Los datos posteriores, es decir, 2011 y 2012, se estiman por acumulación de flujos corregidos de tipo de cambio, por lo que no reflejan adecuadamente los cambios en los precios.

ACTIVOS Y PASIVOS FRENTE AL RESTO DEL MUNDO
Desglose por instrumentos (a)

CUADRO 5

% sobre el total

	Inversión exterior directa		Inversión de cartera		Otra inversión		Derivados financieros	
	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo
Media 2006-2008	31,2	18,8	34,2	48,4	29,6	29,3	5,0	3,5
2009	34,6	19,2	29,8	46,8	29,4	30,5	6,2	3,4
2010	38,4	21,1	24,6	42,6	29,4	32,2	7,5	4,1
2011	38,5	22,1	19,9	39,2	30,8	32,6	10,9	6,1
I TR 2012	37,7	22,9	20,5	38,7	31,6	32,2	10,1	6,2
II TR 2012	36,6	24,3	18,9	36,0	33,1	32,2	11,4	7,5

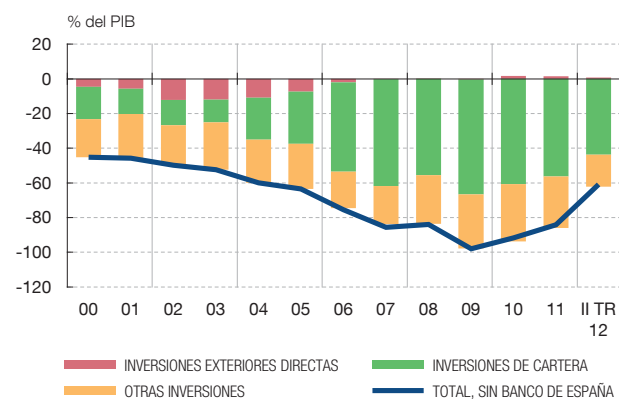
FUENTE: Banco de España.

a Excluido el Banco de España.

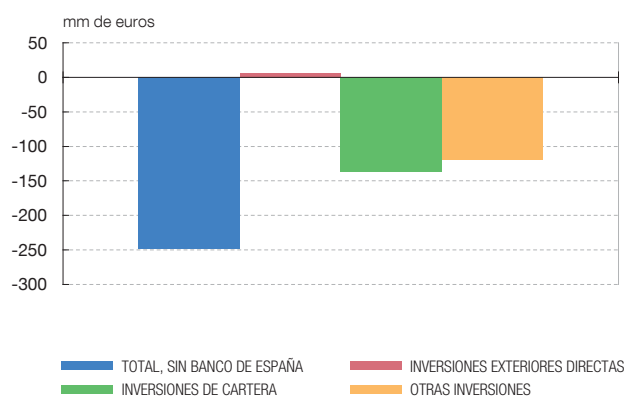
POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA POR INSTRUMENTOS (a)

GRÁFICO 4

EVOLUCIÓN 2000-II TR 2012



VARIACIÓN 2011-II TR 2012



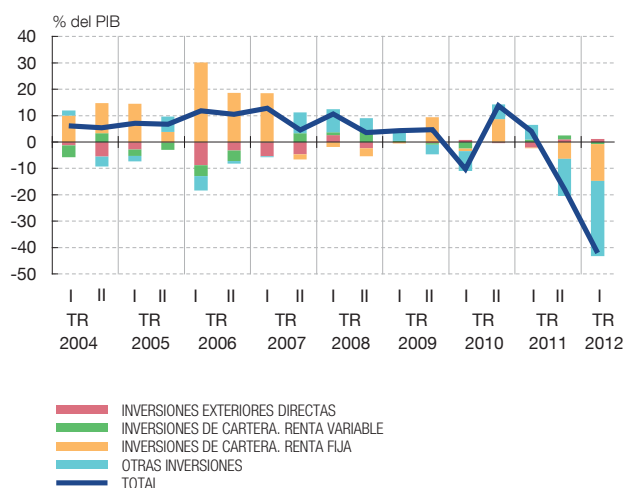
FUENTE: Banco de España.

a Excluido el Banco de España. No se incluyen derivados financieros.

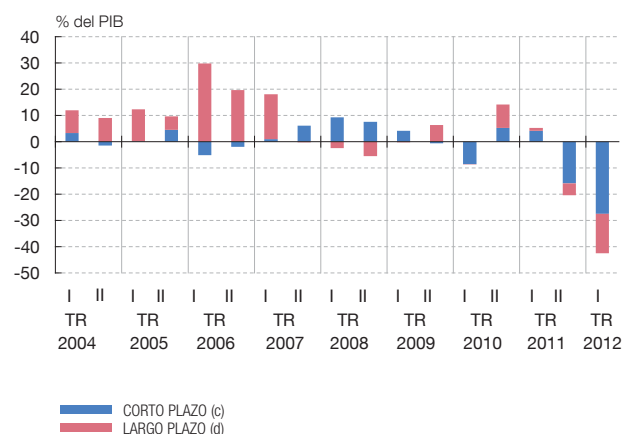
se redujo en 12,7 pp del PIB, hasta el 44 %. Este descenso reflejó el menor valor de los pasivos (de cerca de 13 pp del PIB, hasta aproximarse al 68 %), al que contribuyeron tanto los flujos financieros como los efectos de valoración, mientras que los activos se mantuvieron bastante estables, en torno al 24 %.

Cuando se analiza la inversión de cartera en el exterior destaca la elevada concentración de las tenencias de activos emitidos por residentes de la UE (un 82 % del total), especialmente de la UEM (72 % del total). En cuanto al país de procedencia de los inversores extranjeros en títulos

DETALLE POR INSTRUMENTOS (b)



INVERSIÓN DE CARTERA EN RENTA FIJA Y EN OTRA INVERSIÓN SEGÚN PLAZO



FUENTE: Banco de España.

- a Variación neta de pasivos menos variación neta de activos. Datos semestrales. Excluido el Banco de España.
- b Se excluyen los derivados financieros.
- c Instrumentos del mercado monetario y otra inversión a corto plazo.
- d Bonos y obligaciones y otra inversión a largo plazo.

españoles, la PII solo aporta información sobre la primera contrapartida no residente conocida, que en muchos casos difiere del tenedor final de los títulos, que es el relevante a efectos del análisis económico. La Encuesta Coordinada de Inversión de Cartera (CPIS, de acuerdo con las siglas de su denominación en inglés) del FMI ofrece información sobre el desglose geográfico de los activos de cartera de otros países frente a España⁶. Los últimos datos disponibles —aunque relativamente desfasados, pues corresponden al cierre de 2010— muestran el predominio de las inversiones procedentes de la UEM, especialmente de Francia y de Alemania como inversores finales (casi un 45 % de la inversión de cartera procedente del exterior), aunque también destaca el peso relativo del Reino Unido y de Estados Unidos (en torno a un 6 % y un 9 % de los pasivos, respectivamente).

Por su parte, el saldo deudor con el exterior de la otra inversión se redujo en 11,2 pp, hasta el 18,5 % del PIB. El valor del *stock* de los activos creció cerca de 5 pp, hasta el 42 % del PIB, mientras que el de los pasivos cayó algo menos de 7 pp, aproximándose al 61 % del PIB. En el período analizado, las salidas netas de fondos por este concepto se produjeron como consecuencia de la disminución de depósitos y *repos* constituidos por los no residentes en las IFM españolas y, en menor medida, del aumento por parte de estas últimas de sus depósitos y préstamos en el extranjero. La desagregación por áreas geográficas de la otra inversión muestra una concentración muy elevada en la UE (que representa el 80 % de los activos y el 95 % de los pasivos), en particular en la zona del euro (del 49 % en los activos y del 70 % en los pasivos). El Reino Unido también supone una fracción relevante de los activos y pasivos financieros exteriores en forma de otra inversión (un 30 % del activo y un 18 % del pasivo). Finalmente, el saldo acreedor en derivados financieros apenas registró variaciones.

10.10.2012.

6 Los datos de la CPIS se pueden consultar en la página web del FMI: <http://cpis.imf.org/>.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2012). *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España, 2011*.
— (2012). «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, abril.
— (2012). «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, julio-agosto.
BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (2012). *Quarterly Report*, septiembre.
FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1993). *Manual de Balanza de Pagos*, quinta edición.
MACÍAS, A., y Á. NASH (2007). *Efectos de valoración en la Posición de Inversión Internacional de España*, Documentos Ocasionales, n.º 0704, Banco de España.

