

LA BALANZA DE PAGOS Y LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA EN 2015

Este artículo ha sido elaborado por César Martín, Álvaro Menéndez y Fernando Nieto, de la Dirección General de Economía y Estadística.

Según la estadística de Balanza de Pagos, la economía española volvió a presentar una capacidad de financiación en el año 2015, a la que contribuyeron tanto factores de naturaleza transitoria (entre los que se incluyen el descenso del precio del petróleo o los reducidos tipos de interés) como otros de carácter permanente, relacionados con las ganancias acumuladas de competitividad y con el aumento en el número de empresas que exportan de forma regular. La Posición de Inversión Internacional (PII) deudora neta que presenta la economía española se redujo en 2015 por segundo año consecutivo. La capacidad de financiación de la nación y el aumento del PIB nominal contrarrestaron el impacto negativo de los efectos de valoración sobre la PII neta como porcentaje del PIB. En este artículo se describe con detalle la contribución de las distintas rúbricas que componen la Balanza de Pagos a la evolución de la capacidad de financiación, así como el desglose por sector institucional y por categoría funcional de las transacciones financieras y de la PII en 2015.

Introducción

En 2015, la economía española volvió a registrar un superávit externo, por cuarto año consecutivo. Según los datos de la Balanza de Pagos, la capacidad de financiación de la nación ascendió el pasado año al 2 % del PIB, superando a la registrada en 2014 (1,4 % del PIB)¹. La reducción de la factura energética y de los pagos netos de rentas de la inversión, junto con el dinamismo de las exportaciones de bienes y servicios, contrarrestó el impacto negativo sobre el saldo exterior de la fortaleza de las importaciones. Esta evolución reflejó el impacto de factores de naturaleza eminentemente transitoria, pero también de factores más persistentes, que continuarán contribuyendo positivamente a la generación de superávits exteriores en el futuro.

Por su parte, las transacciones financieras con el resto del mundo, excluido el Banco de España, presentaron un saldo neto acreedor equivalente al 6,8 % del PIB, como resultado de una inversión neta en el exterior de los agentes residentes (11,2 % del PIB) superior a la efectuada por los no residentes en España (4,4 % del PIB). Dado que este importe superó la capacidad de financiación de la nación, ello resultó en un aumento de la posición deudora neta del Banco de España. La capacidad de financiación de la economía, junto con el crecimiento del PIB, contribuyó a que la posición deudora neta que España mantiene frente al exterior se redujera en 2015 en 5,3 puntos porcentuales (pp) del PIB, hasta situarse en el 90,5 %. No obstante, tanto en términos históricos como en comparación con otros países de nuestro entorno, el endeudamiento neto de nuestra economía sigue siendo elevado, de modo que su corrección hacia niveles moderados exigirá el mantenimiento por un tiempo prolongado de superávits externos.

Esta evolución de las transacciones con el resto del mundo se produjo en un contexto en el que se intensificó la recuperación que la economía española inició a mediados de 2013, elevándose el ritmo de crecimiento en 2015 hasta el 3,2 %, desde el 1,4 % de 2014, tasa sensiblemente superior a la registrada en el conjunto de la UEM. El desglose por compo-

¹ Según la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), la capacidad de financiación de la economía española se situó en el 2,1 % del PIB en 2015.

entes evidencia un incremento del dinamismo de la demanda interna, que contrarrestó la mayor contribución negativa de la demanda exterior neta al avance del PIB. Esta evolución del gasto interno fue favorecida por un conjunto de factores, entre los que destacan la mejoría de las condiciones de financiación, la depreciación del euro en el promedio del año y la caída del precio del petróleo, que compensaron la ralentización de la economía global. A los dos primeros factores contribuyó de forma destacada la orientación más expansiva de la política monetaria del Eurosistema con la introducción de nuevas medidas como la extensión del programa de compra de activos a los valores de deuda pública, actuación que tuvo efectos tanto sobre los precios de los activos financieros como sobre los flujos financieros nacionales y transfronterizos. La evolución de los mercados financieros nacionales e internacionales también se vio condicionada por la incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento globales a raíz de las dudas crecientes sobre la marcha de algunas economías emergentes, que se reflejó en un incremento de la volatilidad de los precios negociados, especialmente durante el verano.

En este artículo se revisa, en primer lugar, la evolución de la balanza por cuenta corriente y de capital y de sus principales rúbricas durante 2015. A continuación, se describen las transacciones financieras de España con el resto del mundo, por sector institucional y por categoría funcional, y, finalmente, se analiza la posición financiera de la economía frente al exterior².

La balanza por cuenta corriente y de capital

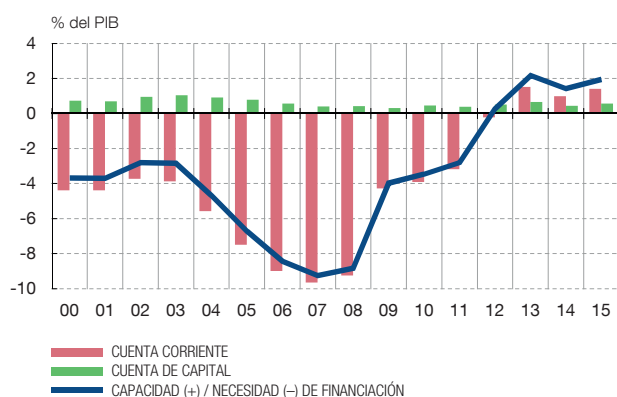
En 2015, la economía española registró una capacidad de financiación del 2 % del PIB, según los datos de la Balanza de Pagos, seis décimas superior a la registrada el año anterior. Esta mejora del saldo exterior se ha asentado en factores de muy diversa índole. Algunos de ellos, como el descenso del precio del petróleo o la disminución de los tipos de interés, son de naturaleza eminentemente transitoria. Además de estos factores, otros de naturaleza más permanente están desempeñando un papel muy relevante en la corrección del desequilibrio exterior que la economía española acumuló en la pasada fase expansiva. En particular, por su incidencia, cabe mencionar las mejoras de competitividad que se vienen registrando en los últimos años, que han permitido que, en buena medida, reviertan las pérdidas que se habían acumulado desde el inicio de la UEM. Esta mejora de la posición competitiva de la economía española ha favorecido el proceso de internacionalización del tejido empresarial español. Todos estos factores contrarrestaron el impacto negativo sobre el saldo exterior de la aceleración del crecimiento económico en España, que impulsó las importaciones, y la debilidad del crecimiento mundial en el conjunto del año 2015³.

En este contexto, el aumento de la capacidad de financiación en 2015 se explica por la ampliación del superávit de la balanza por cuenta corriente (en 0,4 pp, hasta el 1,4 % del PIB) y, en menor medida, de la de capital (en 0,2 pp, hasta el 0,6 % del PIB). En el caso de la cuenta corriente, el mayor superávit refleja la disminución del déficit comercial (de 0,1 pp, hasta el 2,1 % del PIB), en particular de la factura energética (en torno a 1,3 pp de PIB, hasta el 2,5 % del PIB, según datos de Aduanas) y el descenso de los pagos netos por rentas de inversión (0,4 pp, hasta el -0,5 % del PIB) (véase gráfico 1). El saldo de rentas secundarias también mejoró (en 0,2 pp del PIB, hasta el -0,9 %), mientras que, por el contrario, la balanza

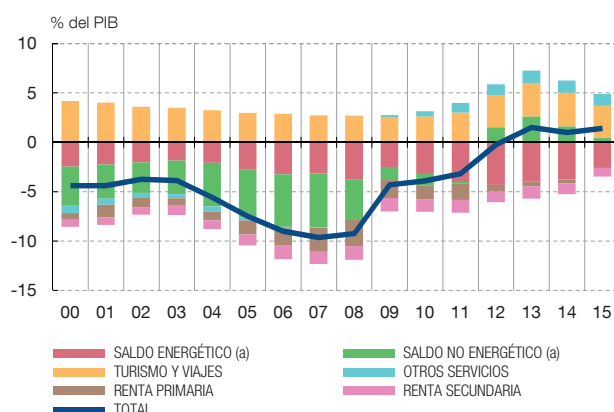
2 Los datos de las series temporales de los distintos componentes de la Balanza de Pagos (BP), la PII y la deuda externa están disponibles en la página de Estadísticas del sector exterior del sitio web del Banco de España. Esta misma página se puede consultar para una explicación detallada de la metodología y fuentes de información utilizadas en la elaboración de estas estadísticas, que se mantiene siempre actualizada a la metodología en vigor en la nota «Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España. Nota metodológica».

3 Un análisis detallado del papel de las ganancias de competitividad en la recuperación de la economía española y, en particular, sobre las exportaciones se realiza en el capítulo 2 del *Informe Anual, 2015* del Banco de España, «Ajuste competitivo y recuperación de la economía española», de próxima publicación.

1 SALDOS



2 BALANZA POR CUENTA CORRIENTE. SALDOS



FUENTES: Banco de España y Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales, de la Agencia Estatal de la Administración Tributaria.

a Los saldos energético y no energético son una estimación del Banco de España a partir de los datos de Aduanas.

de servicios y, en menor medida, la del resto de rentas primarias se deterioraron ligeramente en el conjunto del año (en dos y una décima, respectivamente).

En cuanto a la balanza comercial, la reducción del déficit en 2015 hasta 22,3 mm reflejó que las exportaciones de bienes mostraron un ritmo de crecimiento ligeramente superior al de las importaciones (4,9 % y 4,4 % anual, respectivamente, según los datos de Balanza de Pagos)⁴. Esta evolución tuvo lugar en un contexto de mejoría de la relación real de intercambio, por el abaratamiento de las materias primas, que permitió la reducción de la factura energética y que compensó la disminución del superávit no energético. Concretamente, según datos de Aduanas, el aumento de los déficits de bienes intermedios no energéticos y de equipo está relacionado con el repunte de las importaciones de este tipo de bienes vinculado a la expansión económica en España y las exportaciones de bienes con contenido importador elevado —por ejemplo, de automóviles—. Por áreas geográficas, la dependencia de la economía española de bienes de alto valor añadido, cuya demanda suele aumentar en las expansiones, explicaría la reducción del superávit comercial frente a la UE y, en particular, con respecto a la zona del euro, a pesar del buen comportamiento de las exportaciones hacia este destino (véase gráfico 2). En cambio, el saldo comercial que España mantiene frente al resto del mundo mejoró porque la reducción de los déficits con los países productores de petróleo superó el deterioro que registraron los saldos comerciales frente a las economías asiáticas, Estados Unidos y América Latina.

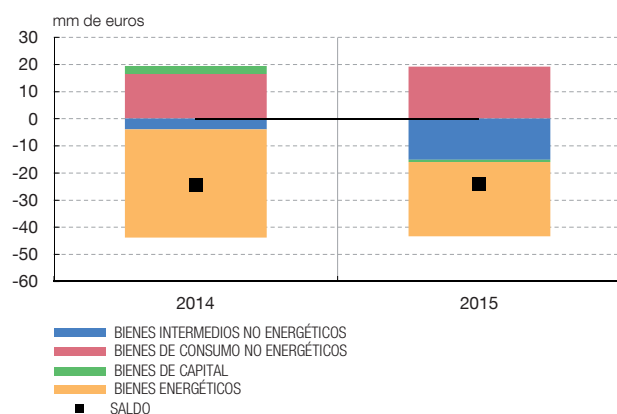
Las exportaciones de bienes en términos reales se incrementaron un 4,9 % en 2015 (4,5 % en 2014), según la información de la CNTR. Esta evolución fue cualitativamente similar a

4 El análisis de la evolución y de la estructura del comercio exterior se realiza a partir de la estadística elaborada por el Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales de la Agencia Estatal de la Administración Tributaria. Esta información constituye la fuente primaria para la elaboración de la balanza de mercancías de la Balanza de Pagos y de la Contabilidad Nacional, si bien con determinados ajustes que se realizan de forma coordinada con el INE. En primer lugar, las importaciones, que en las estadísticas del Departamento de Aduanas se valoran CIF (*Cost, Insurance and Freight*, en terminología inglesa), se ajustan para incluirlas en la BP por su valor FOB (*Free on Board*, en terminología inglesa). En segundo lugar, la información de Aduanas se ajusta para incluir aquellas transacciones con bienes que no cruzan la frontera, pero sí cambia su propiedad económica, y para excluir las mercancías que cruzan la frontera sin que exista un cambio de propiedad económica. Por último, los datos incluyen las estimaciones realizadas por el INE en el ámbito de la Contabilidad Nacional de actividades ilegales relacionadas con el comercio internacional de bienes. Para más información, véase la nota «Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España. Nota metodológica», diciembre 2015, Banco de España.

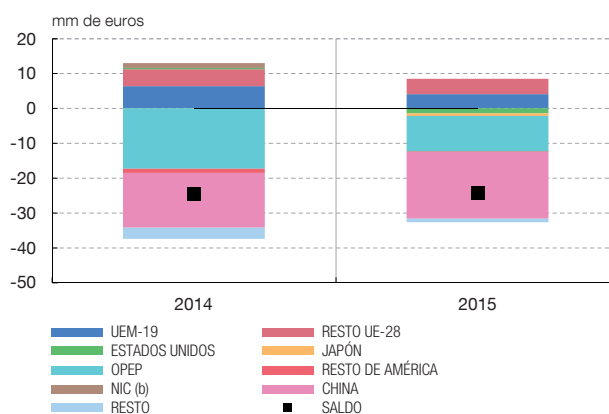
SALDO COMERCIAL EN TÉRMINOS NOMINALES (a)

GRÁFICO 2

1 POR GRUPOS DE PRODUCTOS



2 POR PAÍSES Y ÁREAS GEOGRÁFICAS



FUENTE: Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales, de la Agencia Estatal de la Administración Tributaria.

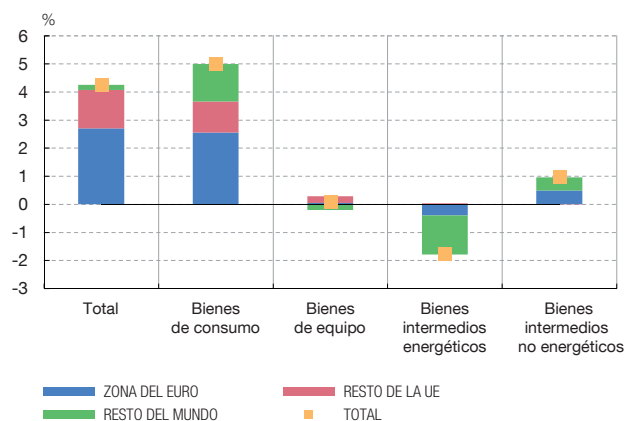
a Datos provisionales.

b Comprende: Corea del Sur, Taiwán, Hong-Kong y Singapur.

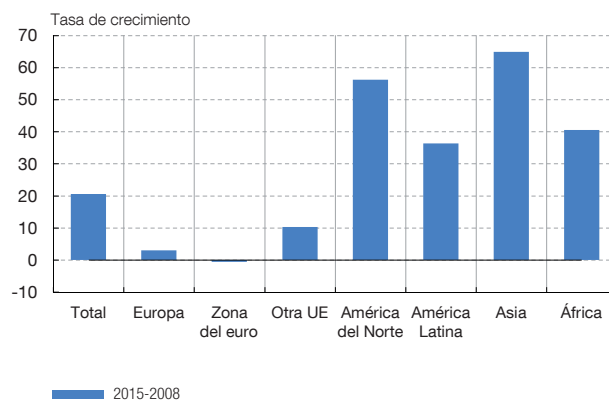
COMERCIO EXTERIOR DE BIENES

GRÁFICO 3

1 CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES NOMINALES Por área geográfica y por producto. 2015



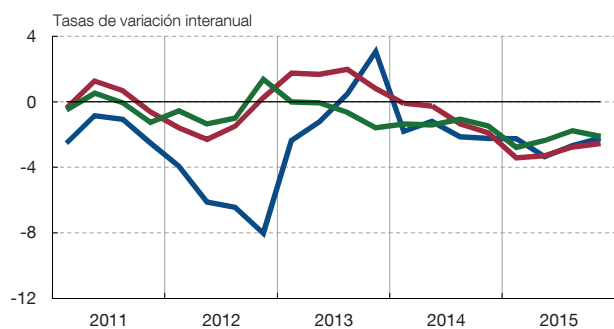
2 EMPRESAS REGULARES Por área geográfica



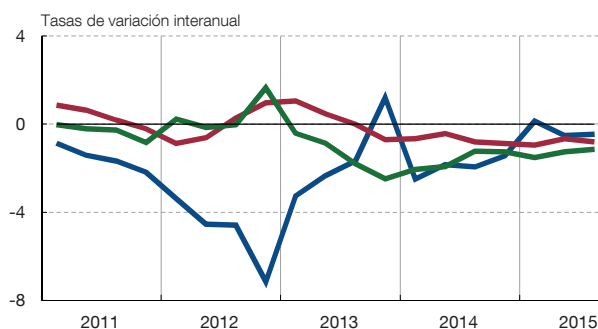
FUENTES: Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales, de la Agencia Estatal de la Administración Tributaria, e ICEX.

la que muestran los datos de Aduanas, según los cuales las exportaciones de bienes, en términos reales, se aceleraron ligeramente, ya que aumentaron un 3,7% anual en 2015 (3,4% en 2014). Este crecimiento superó al de las importaciones mundiales, por lo que España continuó ampliando su cuota de participación en los mercados internacionales. Por tipo de productos, el crecimiento de las exportaciones reales se apoyó, sobre todo, en las ventas de bienes de consumo, en particular de automóviles, mientras que las de bienes de equipo aumentaron modestamente, a pesar de la recuperación que experimentaron en el tramo final del año (véase gráfico 3). Por el contrario, las exportaciones de bienes intermedios disminuyeron levemente, por el descenso de las ventas de bienes energéticos, ya que las exportaciones de bienes intermedios no energéticos prácticamente se estancaron, reflejando la debilidad del crecimiento en las economías emergentes y en vías de desarrollo.

1 FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



2 FRENTE A LA ZONA DEL EURO (UEM-19)



— COSTES LABORALES UNITARIOS — PRECIOS DE CONSUMO — PRECIOS DE EXPORTACIÓN

FUENTE: Banco de España.

a Datos trimestrales. Tasas de variación positivas indican pérdidas de competitividad, y viceversa.

Al favorable comportamiento de las exportaciones españolas contribuyeron tanto las ganancias de competitividad —derivadas, sobre todo, de la depreciación del tipo de cambio en el conjunto del año— como el dinamismo de la demanda procedente de los países desarrollados y, especialmente, de las economías de la UEM. Concretamente, las exportaciones a la zona del euro aumentaron un 4,8 % en 2015 y compensaron, conforme avanzaba el año, la debilidad de las ventas extracomunitarias (0,5 %), en particular de las destinadas a las economías emergentes y en vías de desarrollo. Según la información desagregada por países, disponible en términos nominales, destacó el dinamismo de las exportaciones a Alemania y a Italia (con aumentos interanuales del 8,8 % y del 8,2 %, respectivamente), así como la recuperación de las ventas a Francia, tras el estancamiento que experimentaron el año anterior, mientras que disminuyeron ligeramente las dirigidas a Portugal. En cuanto a las exportaciones hacia países extracomunitarios, dentro de los países desarrollados, sobresalió el avance de las dirigidas a Estados Unidos, frente al retroceso de las destinadas a Japón. Por lo que se refiere a los mercados emergentes, la tónica general fue de debilidad, con la excepción de las dirigidas a América Latina y a China, que, de hecho, se aceleraron. Las caídas más acusadas correspondieron a las ventas destinadas a los nuevos países industrializados de Asia (NIC), tras el elevado incremento registrado el año anterior, y a Rusia y países asociados. Por su parte, prosiguió el descenso de las exportaciones a los países miembros de la OPEP.

La diferente evolución por áreas geográficas refleja no solo las distintas posiciones cíclicas de las economías, sino también el comportamiento desigual del tipo de cambio del euro frente a estas áreas. Los principales indicadores de competitividad-precio frente a las economías desarrolladas volvieron a mejorar, en términos generales, en 2015, como consecuencia de la evolución de los precios relativos y, sobre todo, de la depreciación del tipo de cambio efectivo nominal (véase gráfico 4). Con todo, el tipo de cambio del euro registró apreciaciones significativas frente a las monedas de algunos países emergentes y en vías de desarrollo, en particular frente al real brasileño y el rublo ruso, si bien se depreció frente a las divisas asiáticas, incluido el yuan chino⁵. En conjunto, la economía española con-

⁵ En los primeros meses de 2016 se han revertido parcialmente estas tendencias, con una apreciación del tipo de cambio efectivo nominal del euro, que refleja la evolución frente al dólar, la libra y las divisas de las economías industrializadas asiáticas.

tinuó registrando ganancias de competitividad-precio y costes laborales unitarios en 2015, en este último caso por séptimo año consecutivo.

Estos desarrollos han permitido que continúe el progresivo aumento de la base exportadora regular. De acuerdo con la información del ICEX, el número de empresas que han exportado de manera consecutiva en los últimos cuatro años se incrementó un 4,2 % en 2015. Este aumento fue generalizado por áreas geográficas, aunque más intenso en los mercados extracomunitarios, en especial en América del Norte. Esta diversificación reduce la concentración de las exportaciones españolas en torno a la zona del euro y a regiones con una elevada correlación con el ciclo europeo. Asimismo, estos factores contribuyen a elevar el potencial exportador de la economía española y, por tanto, a la mejora permanente del saldo comercial.

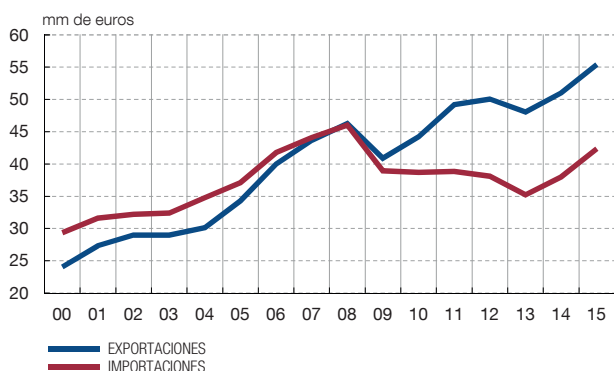
Las importaciones de bienes mantuvieron un elevado dinamismo en 2015, con un crecimiento del 7,4 %, en términos reales, según la CNTR (6,4 %, según Aduanas), que se moderó en el último tramo del año. La fortaleza de los componentes de la demanda final con mayor contenido importador (consumo privado, inversión no residencial y exportaciones) impulsó las compras de bienes al exterior, pese al encarecimiento de los bienes no energéticos. El dinamismo de las importaciones fue generalizado: las compras al exterior de bienes de equipo y consumo duradero crecieron a tasas de dos dígitos (un 14,4 % y un 12,8 %, respectivamente), seguidas por las importaciones de bienes intermedios no energéticos (8,6 %). En sentido contrario, las compras de bienes energéticos retrocedieron en términos reales, frente al moderado avance del año anterior. Esta evolución confirma la alta dependencia de nuestro tejido industrial de insumos productivos importados de elevado valor añadido en las fases expansivas⁶.

El superávit de la balanza de servicios se situó en 48 mm de euros en 2015 (un 4,4 % del PIB), inferior al registrado el año previo (4,7 % del PIB). Esta reducción se explica por el menor superávit turístico (un 3,2 % del PIB, dos décimas menos que el año anterior), ya que el superávit de servicios no turísticos se amplió (en una décima, hasta el 1,2 % del PIB). En el caso del saldo turístico, el deterioro refleja la aceleración que mostraron los pagos por turismo (17,9 %, frente a un 9,8 % en 2014), en un contexto de significativa fortaleza del consumo privado, ya que los ingresos continuaron creciendo a un ritmo elevado (3,9 %), especialmente al cierre del año. La depreciación del tipo de cambio del euro en el conjunto del año, la recuperación económica de los principales países emisores de turistas hacia España y la incidencia de diferentes conflictos en algunos países competidores contribuyeron al buen desempeño del turismo extranjero en España en 2015, año en el que volvieron a alcanzarse máximos históricos en las entradas de turistas, como se describe en el recuadro 1.

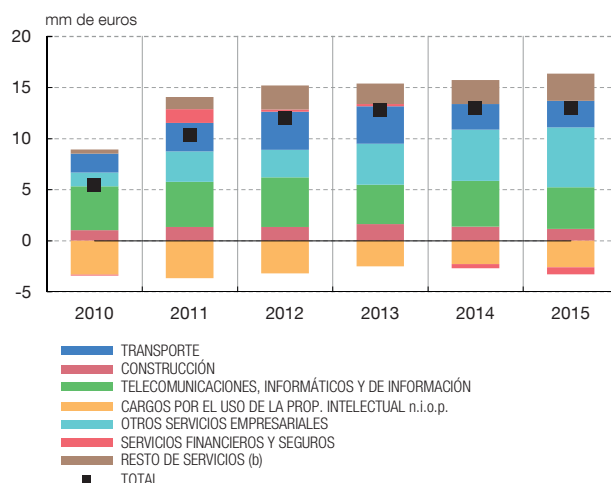
La mejoría del saldo de servicios no turísticos se produjo en un contexto de notable dinamismo de las exportaciones e importaciones (con incrementos interanuales del 8,7 % y del 11,5 %, respectivamente) (véase gráfico 5). Según la información preliminar de la Organización Mundial del Comercio (OMC), la cuota de los servicios no turísticos de España habría mejorado en 2015. El ascenso de los ingresos de servicios no turísticos tuvo lugar en un entorno de avance de las exportaciones de bienes y turismo. Este ascenso fue bastante generalizado por tipo de servicios, con la excepción de las relacionadas con los servicios de construcción y los personales. Las rúbricas que más contribuyeron al incremento de las exportaciones no turísticas fueron las de servicios de transporte y empresariales.

6 Véanse los recuadros «La penetración de las importaciones en la economía española: un análisis por componentes de la demanda final» y «La evolución reciente de las importaciones y sus determinantes», publicados en sendos informes trimestrales de la economía española correspondientes al *Boletín Económico* del Banco de España de julio-agosto de 2008 y de abril de 2014, respectivamente.

1 INTERCAMBIOS COMERCIALES (a)



2 SALDOS (a)
Por tipo de servicio



FUENTE: Banco de España.

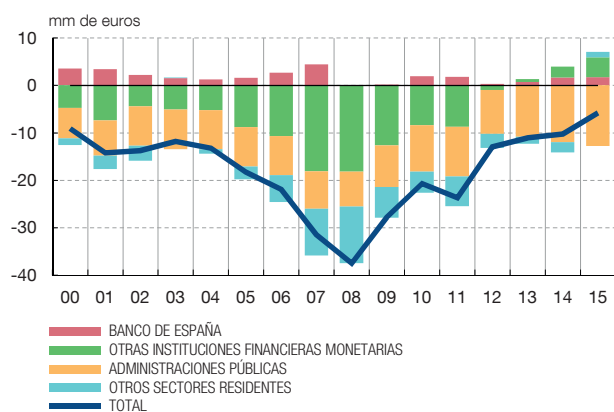
- a La estructura del conjunto de los otros servicios experimenta una cierta discontinuidad en el año 2013, debida a cambios en la Encuesta de Comercio Internacional de Servicios (ECIS).
- b Incluye servicios de transformación y reparación, gubernamentales, personales, culturales y recreativos.

También sobresalió el incremento de los ingresos por *royalties*. Por áreas geográficas, al igual que en el caso de los bienes, las exportaciones a la UE crecieron con mayor intensidad que las extracomunitarias (un 10,5 % y un 6,7 %, respectivamente). Dentro de la UE, las exportaciones a la UEM fueron más dinámicas que las dirigidas al resto del área, destacando las destinadas a Portugal, Francia y Alemania. En cuanto a las exportaciones extracomunitarias, sobresalieron las dirigidas a Estados Unidos y a las economías asiáticas. En cuanto a las importaciones de servicios no turísticos, su avance, al igual que en el caso de las exportaciones, fue bastante generalizado por tipos de servicios, con la excepción de los de construcción y transformación de bienes sin traspaso de la propiedad, mantenimiento y reparación. Las partidas que más contribuyeron a su crecimiento fueron las de transporte y otros servicios empresariales. Asimismo, sobresalió el avance registrado por los pagos al resto del mundo en concepto de *royalties*. Por áreas geográficas, el crecimiento de las importaciones se concentró en Asia y, sobre todo, en la UE.

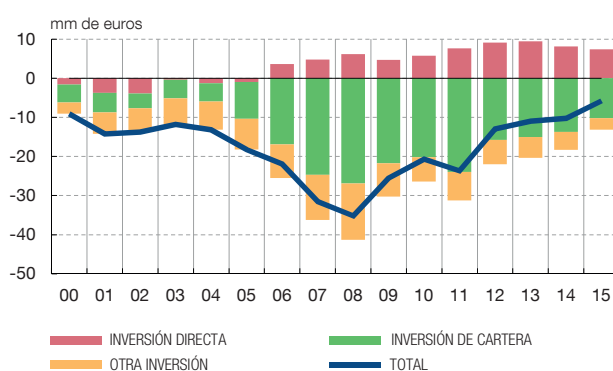
Por su parte, el déficit de la balanza de rentas primarias⁷ disminuyó en 0,3 pp del PIB, hasta el 0,1 % del PIB (0,9 mm), como resultado de la corrección parcial del déficit de las rentas de inversión (en 0,4 pp, hasta el 0,5 % del PIB). Por su parte, el saldo del resto de rentas primarias —fundamentalmente, transferencias con la UE— se redujo en una décima del PIB (véase gráfico 6). La disminución de los pagos netos de rentas de inversión al resto del mundo refleja los menores pagos por intereses, en un entorno de tipos de interés en niveles muy reducidos —que, además, contribuyeron a la ampliación del diferencial positivo de las rentabilidades implícitas de los activos y pasivos exteriores—, y la recomposición de las tenencias de inversores extranjeros hacia la deuda pública, cuya rentabilidad es, en media, más baja que la de la renta fija privada. Los mayores ingresos en concepto de rentas procedentes del exterior de participaciones en capital y en fondos de inversión también contribuyeron a la mejoría del saldo de rentas de la inversión, acentuado por el aumento de las

7 La renta primaria incluye rentas del trabajo, de la inversión, impuestos sobre la producción y la importación, y subvenciones. La secundaria incluye transferencias personales, impuestos corrientes, cotizaciones y prestaciones sociales, transferencias relacionadas con operaciones de seguros, cooperación internacional corriente y otras diversas.

1 SALDOS POR SECTORES



2 SALDOS POR CATEGORÍAS FUNCIONALES



FUENTE: Banco de España.

tenencias de renta variable extranjera en manos de residentes. En línea con estos desarrollos, la mayor parte de la corrección del déficit de rentas de la inversión se explica por las relacionadas con las inversiones de cartera (0,4 pp, hasta el 0,9 %), seguidas por las correspondientes a las otras inversiones (0,1 pp, hasta el 0,3 %). Esta evolución compensó el deterioro del superávit de rentas de las inversiones directas (0,1 pp, hasta el 0,7 %). Por sectores institucionales, descendieron los pagos netos de rentas del sector privado, principalmente, de los otros sectores residentes (OSR), lo que compensó la ampliación del déficit de rentas de las AAPP, cuyos pasivos exteriores netos aumentaron en el conjunto del año, en línea con el renovado interés de los no residentes en deuda pública española.

El déficit de la balanza de rentas secundarias, que recoge el grueso de las transferencias corrientes, se redujo en 0,2 pp del PIB, hasta el 0,9 %, situándose en 9,6 mm de euros, por el aumento de los cobros (12,4 %) y, en menor medida, por el descenso de los pagos (1,3 %). Esta corrección reflejó, principalmente, la mejoría del saldo de las transferencias corrientes de las AAPP con la UE, por el aumento de ingresos (véase cuadro 1). También contribuyó, aunque en menor medida, la disminución del déficit de rentas secundarias del sector privado, propiciada por un mayor crecimiento de los ingresos que de los pagos.

El superávit de la balanza de capital, cuya evolución viene determinada fundamentalmente por las transferencias de capital con la UE, se amplió un 34,2 %, hasta alcanzar 6 mm. Este fuerte aumento refleja el retorno a niveles previos a 2014, año en el que descendió sensiblemente, debido, mayoritariamente, a la caída de los ingresos relacionados con los fondos comunitarios FEDER.

Las transacciones financieras con el resto del mundo

En 2015, el saldo de las transacciones financieras con el resto del mundo, excluido el Banco de España⁸, fue positivo por un importe de 73,6 mm de euros (6,8 % del PIB) (véase panel 1 del gráfico 7), como resultado de una inversión neta en el exterior de los agentes

⁸ Desde el inicio de la Unión Monetaria, además de las reservas, la posición neta del Banco de España frente al Eurosistema debe considerarse como una partida acomodaticia del resto, por lo que, para facilitar el análisis económico, se vienen presentando los datos con una primera separación en la cuenta financiera entre la del Banco de España y la del resto de los sectores. Para una explicación detallada de los motivos de esta presentación y cómo debe interpretarse, se puede consultar en la página de estadísticas del sector exterior del sitio web del banco de España la nota estadística «Los activos del Banco de España frente al Eurosistema y el tratamiento de los billetes en euros en la Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional». Véase también sobre este punto Martínez Pagés (2016).

Millones de euros

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos	11.332	11.645	12.308	12.754	13.542	12.486	10.571	11.892
Renta primaria	5.561	6.596	6.231	5.990	6.049	5.564	5.503	4.520
FEAGA	5.561	6.596	6.231	5.990	6.049	5.564	5.503	4.520
Renta secundaria. Transferencias	874	1.125	676	1.747	1.623	994	732	1.426
FSE	720	974	526	1.589	1.422	737	592	1.093
Otros fondos	154	150	150	158	202	257	140	332
Transferencias de capital	4.897	3.924	5.401	5.017	5.869	5.928	4.337	5.946
FEDER	2.697	2.481	2.428	2.939	4.031	3.889	2.517	4.370
FEADER	977	618	858	981	818	1.039	966	1.169
Fondo de cohesión	741	762	1.917	853	843	643	626	245
FEOGA-Orientación-IFOP y otros	482	62	198	244	178	358	227	162
Pagos	10.635	11.430	10.390	11.768	11.331	11.976	11.309	11.236
Renta primaria	1.586	1.336	1.544	1.560	1.447	1.324	1.514	1.759
Recursos propios tradicionales (b)	1.586	1.336	1.544	1.560	1.447	1.324	1.514	1.759
Renta secundaria. Transferencias	9.049	10.095	8.846	10.208	9.884	10.652	9.795	9.477
FED	188	203	218	242	222	246	254	267
Recursos propios de la UE derivados de IVA y RNB	8.860	9.892	8.628	9.966	9.663	10.406	9.541	9.210
Saldo	697	214	1.918	986	2.210	510	-738	656

FUENTES: Ministerio de Economía y Competitividad, Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente, Ministerio de Asuntos Exteriores y de Cooperación, y Banco de España.

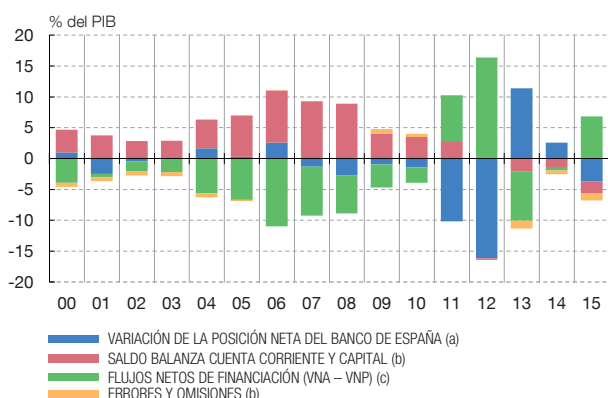
- a Con motivo de la reforma de la Política Agraria Común (PAC) en 2004 [Reglamento (CE) 1782/2003 y desarrollos posteriores], y en virtud del Reglamento (CE) 1290/2005, se crean dos nuevos fondos europeos agrícolas: el Fondo Agrícola de Garantía (FEAGA) y el Fondo Europeo Agrícola de Desarrollo Rural (FEADER), que vienen a sustituir a todos los efectos, desde el 16 de octubre de 2006, al anterior Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola (FEOGA) en sus dos vertientes: Garantía y Orientación.
- b El 25 % (10 % hasta 2002) 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.

residentes (11,2 % del PIB) superior a la efectuada por los no residentes en España (4,4 % del PIB)⁹. Desde el punto de vista de los sectores institucionales, las inversiones que, en términos netos, realizó la economía española en el exterior se canalizaron a través del sector privado, principalmente de los OSR (9,9 % del PIB) y, en menor medida, de las IFM distintas al Banco de España (2,9 % del PIB), mientras que las AAPP captaron fondos netos en el extranjero, por un importe equivalente al 6 % del PIB (véase panel 2 del gráfico 7).

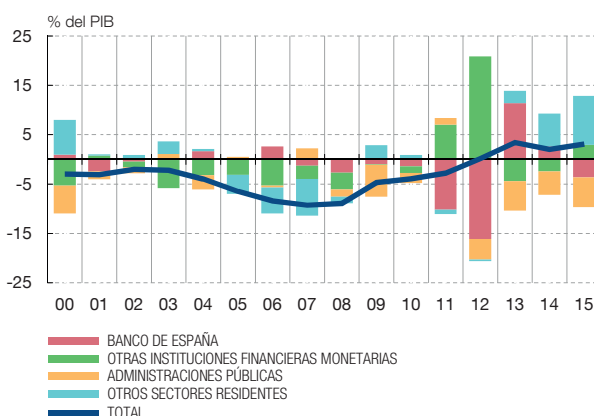
Analizando con mayor detalle las transacciones financieras con el resto del mundo, excluyendo al Banco de España, se observa que en 2015 las operaciones de pasivo registraron un importe neto de 4,1 pp de PIB inferior al registrado un año antes (véanse panel 3 del gráfico 7 y cuadro 2). Esta disminución estuvo muy condicionada por el flujo negativo en la rúbrica de la «otra inversión» (del -3,2 % del PIB, frente al 0,5 % del PIB de 2014), que se explica en gran medida por la reducción que presentó el saldo de la financiación captada por las IFM residentes mediante depósitos interbancarios frente a no residentes (de 22 mm, un 2 % del PIB). Esta evolución se habría visto influida por la disponibilidad de abundante liquidez generada por las medidas no convencionales de expansión cuantitativa adoptadas por el Eurosistema a lo largo del año, que habría sido aprovechada por las entidades de

⁹ Las series históricas de la mayoría de las rúbricas comentadas en este artículo pueden encontrarse en el capítulo 17 del *Boletín Estadístico* del Banco de España.

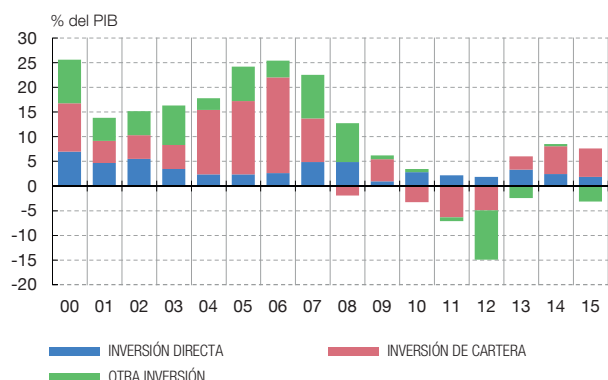
1 BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL Y TRANSACCIONES FINANCIERAS CON EL EXTERIOR



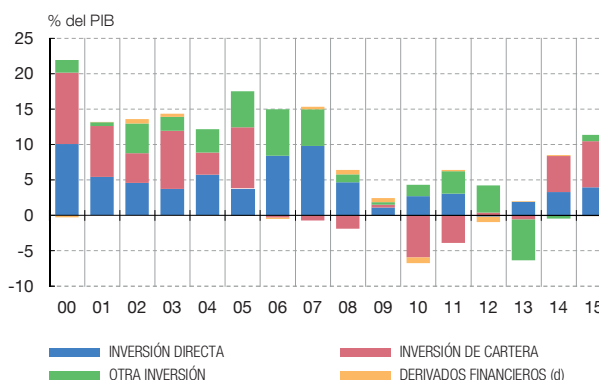
2 TRANSACCIONES FINANCIERAS NETAS (VNA - VNP) DESGLOSE SECTORIAL



3 VARIACIÓN NETA DE PASIVOS (VNP)



4 VARIACIÓN NETA DE ACTIVOS (VNA)



FUENTE: Banco de España.

- a Variación de activos menos variación de pasivos. Un signo positivo (negativo) recoge una disminución (aumento) de los pasivos netos exteriores del Banco de España.
- b Cambiado de signo.
- c Excluido el Banco de España.
- d Los derivados financieros se contabilizan en términos netos (VNA - VNP) y, por convención, se asignan a la variación neta de activos.

crédito para cancelar pasivos, en un contexto en el que mantener volúmenes elevados de activos líquidos puede tener un coste apreciable debido a los tipos de interés negativos negociados en los mercados monetarios¹⁰. En contraposición, tanto el volumen neto asociado a la inversión directa como el de la inversión en cartera de los no residentes en España volvieron a ser positivos (1,8% y 5,8% del PIB, respectivamente). Las inversiones en cartera se mantuvieron como la principal vía de captación de fondos, aumentando por cuarto año consecutivo, y se registraron importes positivos tanto en renta variable como fija (del 1,9% y del 3,9% del PIB, respectivamente). En el caso de esta última, el grueso de recursos se canalizó nuevamente a través de títulos emitidos por las AAPP (6,5% del PIB, frente al 4,8% de 2014)¹¹, si bien los no residentes adquirieron también, aunque en una cuantía muy inferior, bonos emitidos por sociedades no financieras. Por el contrario, y en línea con el proceso de desapalancamiento en el que se encuentra inmerso el sector bancario y con la mayor preferencia por financiarse a través de fuentes más estables como los depósitos, las tenencias de títulos de renta fija emitidos por las instituciones financieras en

10 Para más detalles, véase Martínez Pagés (2016).

11 Del total de la cartera de deuda de las AAPP, el porcentaje en manos de no residentes aumentó en 2015 en 3 pp, hasta el 45,9%.

DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS

CUADRO 2

% del PIB

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Saldo de la cuenta financiera (VNA – VNP) (a)	-3,8	-2,5	7,4	16,3	-7,9	-0,5	6,8
Variación neta de activos frente al exterior (VNA) (a)	2,4	-2,4	2,5	3,2	-4,4	8,0	11,2
Inversión directa	1,1	2,7	3,0	-0,2	1,9	3,3	4,0
Instituciones financieras monetarias	0,6	-0,6	1,6	0,0	0,0	0,9	1,0
Otros sectores residentes	0,5	3,3	1,4	-0,2	1,9	2,4	2,9
Inversión de cartera	0,4	-6,0	-3,9	0,4	-0,6	5,1	6,5
Administraciones Públicas	-1,1	-0,6	-0,1	-0,5	-0,1	-0,2	0,0
Instituciones financieras monetarias	0,8	-3,2	-0,7	2,1	-0,9	0,0	-0,2
Otros sectores residentes	0,7	-2,2	-3,1	-1,3	0,4	5,3	6,7
Otra inversión (b)	0,4	1,6	3,2	3,8	-5,8	-0,5	0,9
Administraciones Públicas	0,1	0,3	0,6	1,9	0,8	0,4	-0,1
Instituciones financieras monetarias	0,3	0,8	1,6	1,5	-6,9	-0,8	0,9
Otros sectores residentes	-0,1	0,6	0,9	0,5	0,4	-0,1	0,1
Derivados financieros (c)	0,6	-0,8	0,2	-0,8	0,1	0,1	-0,1
Variación neta de pasivos frente al exterior (VNP) (a)	6,2	0,1	-4,9	-13,1	3,6	8,5	4,4
Inversión directa	0,9	2,8	2,2	1,8	3,3	2,4	1,8
Instituciones financieras monetarias	0,1	0,2	0,2	0,3	0,1	0,2	0,1
Otros sectores residentes	0,8	2,6	2,0	1,6	3,2	2,2	1,8
Inversión de cartera	4,5	-3,3	-6,4	-5,0	2,7	5,7	5,8
Administraciones Públicas	5,3	1,3	-1,0	0,3	6,0	4,8	6,5
Instituciones financieras monetarias	1,5	-2,0	-3,1	-3,9	-0,8	1,6	1,1
Otros sectores residentes	-2,3	-2,7	-2,3	-1,3	-2,5	-0,7	-1,8
Otra inversión (b)	0,8	0,6	-0,8	-10,0	-2,5	0,5	-3,2
Administraciones Públicas	0,2	0,5	0,2	5,3	0,7	0,2	-0,6
Instituciones financieras monetarias	0,7	-0,7	-1,8	-14,5	-3,0	0,7	-2,4
Otros sectores residentes	-0,1	0,8	0,8	-0,9	-0,1	-0,5	-0,2
Variación de la posición neta exterior del Banco de España (d)	-1,0	-1,5	-10,2	-16,2	11,4	2,6	-3,7
Activos de reserva	0,4	0,1	0,9	0,2	0,1	0,4	0,5
Posición neta frente al Eurosistema	-0,6	-0,9	-11,6	-14,8	13,3	4,5	-4,7
Otros activos netos	-0,8	-0,6	0,4	-1,6	-2,0	-2,3	0,5
Errores y omisiones (e)	-0,8	-0,5	0,0	-0,1	1,2	0,6	1,1
Pro memoria							
Saldo de la cuenta financiera, incluyendo Banco de España	-4,7	-4,0	-2,8	0,2	3,4	2,0	3,1

FUENTE: Banco de España.

a Excluido el Banco de España.**b** Incluye, principalmente, préstamos, depósitos y repos.**c** Se contabilizan como neto de activo y pasivo.**d** Variación de activos menos variación de pasivos. Un signo positivo (negativo) recoge una disminución (aumento) de los pasivos netos exteriores del Banco de España.**e** Un signo positivo indica que se están infravalorando ingresos y/o sobrevalorando pagos, lo que equivale a decir, en la cuenta financiera, que se infravaloran los pasivos y/o sobrevaloran los activos. Un signo negativo indica lo contrario.

manos de no residentes (y, en concreto, las de bonos de titulización —emitidos por los fondos de titulización de activos, que se engloban en el sector OSR— y cédulas hipotecarias) disminuyeron por octavo año consecutivo. Por su parte, las inversiones directas de los no residentes en España, que fueron 0,6 pp inferiores a las de 2014, se concentraron en los OSR y volvieron a materializarse mayoritariamente en participaciones en capital (las formalizadas en forma de instrumentos de deuda presentaron en términos netos un importe ligeramente negativo, en contraste con lo observado en los dos años previos).

Por el lado de los activos, la inversión neta de los residentes en el resto del mundo, excluyendo el Banco de España, aumentó 3,2 pp en relación con el PIB en 2015, hasta alcanzar el 11,2 % (véanse panel 4 del gráfico 7 y cuadro 2). El desglose por categorías funcionales evidencia que los importes netos asociados a las transacciones financieras exteriores fueron positivos, y mayores que los observados en 2014, tanto en forma de inversiones directas y de inversiones en cartera como, en menor medida, de otras inversiones. Las inversiones directas se incrementaron un 25%, situándose próximas a los 43 mm de euros (4 % del PIB), como resultado de las mayores adquisiciones tanto de las instituciones financieras monetarias distintas del Banco de España como, en mayor medida, de los OSR, y se materializaron mayoritariamente en participaciones en el capital (incluyendo los fondos de inversión). En cualquier caso, la inversión directa en el resto del mundo se situó todavía muy por debajo de los valores promedio registrados entre 2000 y 2007 (55 mm). Del mismo modo, el grueso de las inversiones netas de cartera, que crecieron más de un 30 % con respecto al año previo, hasta los 70,2 mm (6,5 % del PIB), se materializó en participaciones en capital y fondos de inversión (53 mm). Así, en un contexto de tipos de interés reducidos y de mayor propensión a la diversificación geográfica de las carteras, las inversiones en renta variable extranjera de los residentes (y, en concreto, de los OSR) crecieron sensiblemente, por cuarto año consecutivo, hasta el 4,9 % del PIB. Se incrementaron también las tenencias de renta fija a largo plazo en el exterior, en casi 19 mm, mientras que se redujeron, aunque por un pequeño importe, las de la deuda a corto plazo. El flujo neto asociado a las otras inversiones (fundamentalmente, préstamos, depósitos y *repos*) fue positivo, en contraposición a lo observado en el bienio previo, por un importe equivalente al 0,9 % del PIB. Finalmente, las operaciones con derivados financieros presentaron un saldo deudor por valor de 1,4 mm, en contraste con el saldo acreedor de 1,1 mm registrado el año anterior.

El saldo acreedor de las operaciones financieras netas con el exterior de la economía española, excluido el Banco de España, superó, ajustado de errores y omisiones, el superávit de las balanzas por cuenta corriente y de capital, lo que se reflejó en un aumento de la posición deudora del Banco de España frente a los no residentes (véase panel 1 del gráfico 7). Esto último interrumpió la tendencia descendente que dicha partida venía registrando desde 2013. En cualquier caso, este ascenso no debe interpretarse como una señal de reaparición de problemas de financiación de la economía española como los que se registraron en 2012, como ilustra, por ejemplo, el hecho de que el resto del mundo haya seguido adquiriendo pasivos emitidos por residentes. En este sentido, la evolución observada es, en parte, el resultado de que algunos agentes residentes han aprovechado la mayor liquidez disponible para invertir en activos foráneos o para reducir su endeudamiento exterior¹².

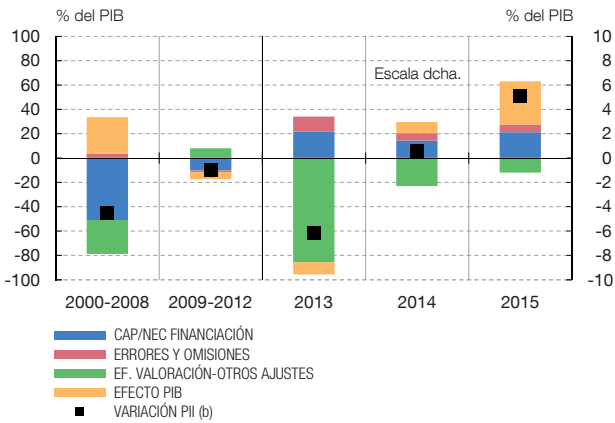
La Posición de Inversión Internacional y la deuda externa bruta¹³

En 2015, el saldo deudor de la PII de la economía española frente al exterior se redujo 5,1 pp en relación con el PIB (véase panel 1 del gráfico 8), hasta situarse en el 90,5 %. Esta disminución se materializó en un aumento del saldo de los activos exteriores en relación con el PIB, hasta el 152 %, ya que el de los pasivos se mantuvo en el 242 %. A esta evolución contribuyeron fundamentalmente tanto la capacidad de financiación que el pasado año presentó la nación como el crecimiento del PIB (denominador de esta ratio). Por el contrario, los efectos de valoración y los otros ajustes tuvieron un efecto en la dirección opuesta en una cuantía equivalente a 1,2 pp del PIB (véase recuadro 2).

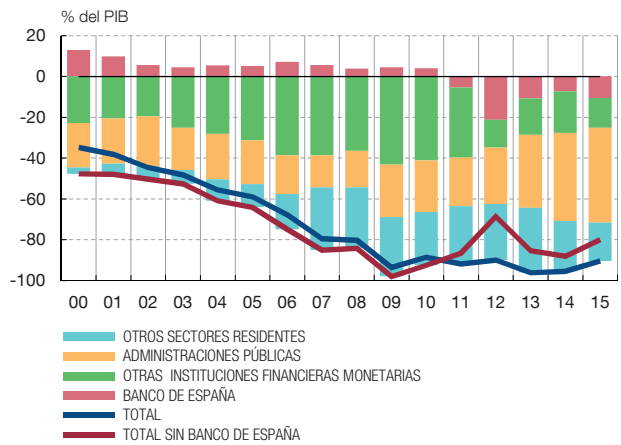
¹² Véase Martínez Pagés (2016).

¹³ Las series históricas de las rúbricas comentadas en este artículo pueden encontrarse, en la mayoría de casos, en el capítulo 17 del *Boletín Estadístico* del Banco de España.

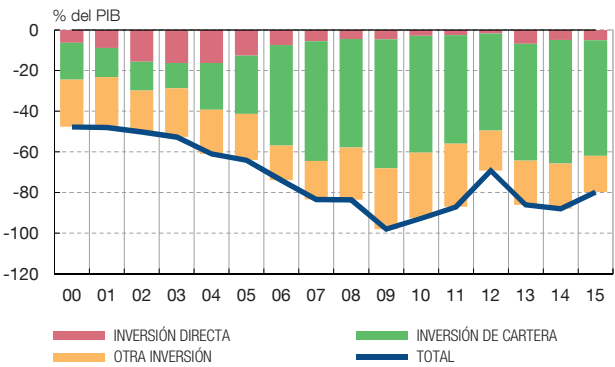
1 DETERMINANTES DE LA VARIACIÓN DE LA PII NETA (a)



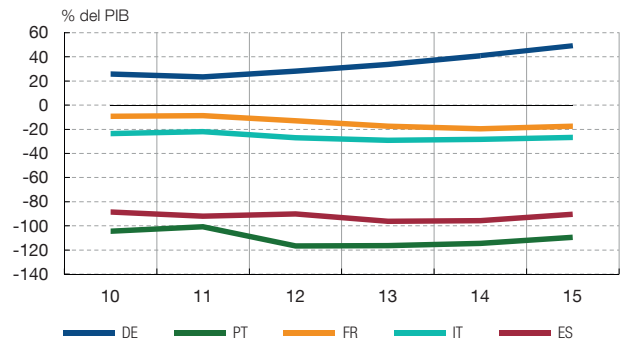
2 PII NETA (a). DESGLOSE SECTORIAL



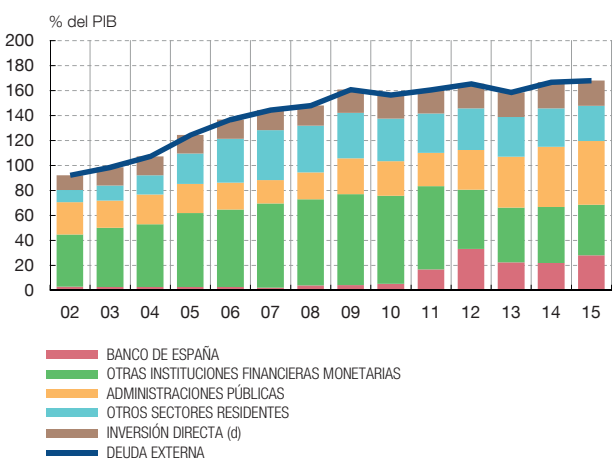
3 PII NETA (a). DESGLOSE POR CATEGORÍAS FUNCIONALES



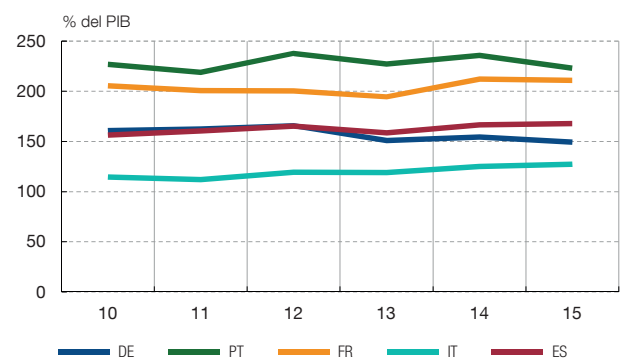
4 PII NETA (a). COMPARACIÓN INTERNACIONAL



5 DEUDA EXTERNA BRUTA (c). DESGLOSE POR SECTORES



6 DEUDA EXTERNA BRUTA (c). COMPARACIÓN INTERNACIONAL



FUENTE: Banco de España.

- a La PII neta es la diferencia entre el valor de los activos exteriores de los sectores residentes y el de los pasivos frente al resto del mundo.
- b Un signo positivo (negativo) recoge una disminución (aumento) de los pasivos exteriores netos frente al resto del mundo.
- c La deuda externa bruta comprende los saldos de todos los pasivos que conllevan obligaciones futuras de pagos por amortización, por intereses o por ambos (esto es, todos los instrumentos financieros, excepto las participaciones en el capital y los derivados financieros).
- d Incluye únicamente la inversión directa materializada en forma de deuda.

Por sectores, la posición deudora neta frente al resto del mundo de las AAPP aumentó 2,8 pp, hasta el 46,4 % del PIB, mientras que tanto la de las otras instituciones financieras monetarias como la de los OSR descendieron en una cuantía equivalente a algo menos de 6 pp en ambos casos, situándose en el 14,6 % y en el 18,9 % del PIB, respectivamente (véase panel 2 del gráfico 8). Por su parte, los pasivos exteriores netos del Banco de España aumentaron en 3,2 pp, hasta el 10,6 % del PIB, debido fundamentalmente al ascenso de la posición deudora neta frente al Eurosistema, que más que compensó el incremento de las reservas y otros activos del banco central. De este modo, excluyendo el Banco de España, la PII deudora neta se redujo en 8,3 pp, hasta situarse en el 79,9 % del PIB.

El desglose por categorías funcionales evidencia un descenso de la posición deudora neta materializada en inversiones en cartera, que se mantiene, en cualquier caso, como la rúbrica con un saldo deudor más abultado, y también en las otras inversiones, mientras que la vinculada a la inversión directa aumentó ligeramente (véase panel 3 del gráfico 8).

A pesar del descenso observado en 2015, la PII deudora neta de la economía española se mantiene todavía en unos niveles muy elevados tanto en términos históricos como en comparación con otros países de nuestro entorno (véase panel 4 del gráfico 8), lo que constituye un elemento de vulnerabilidad frente a perturbaciones adversas. La corrección de dicha posición hasta niveles moderados requerirá, por tanto, el mantenimiento recurrente de saldos positivos de las balanzas por cuenta corriente.

Para valorar mejor el grado de vulnerabilidad asociada al saldo de la posición internacional de nuestra economía resulta útil complementar la información de la PII con otros indicadores como el volumen de la deuda externa bruta (que incluye únicamente los pasivos que generan obligaciones de pago, que en España suponen alrededor del 75 % del total¹⁴) y su composición. En efecto, para un nivel dado de la PII, la vulnerabilidad exterior tenderá a ser mayor cuanto más elevados sean estos pasivos. En 2015, la deuda externa bruta se incrementó en 1,3 pp del PIB, hasta el 167,9 % (véase panel 5 del gráfico 8), como resultado de un aumento de los pasivos exteriores del Banco de España (6,1 pp, hasta el 27,8 % del PIB) y de las AAPP (2,9 pp, hasta el 51 % del PIB) superior al retroceso de las deudas con el resto del mundo de los demás sectores (de 7,7 pp¹⁵). Pero, si se excluyen los pasivos del Banco de España, que no están sujetos directamente a un riesgo de refinanciación¹⁶, se observa una reducción de 4,8 pp del PIB, hasta el 140,1 %. Por otra parte, la comparación con otros países de nuestro entorno muestra que el endeudamiento exterior de España en relación con el PIB se sitúa en un nivel intermedio, siendo algo superior al de Alemania, pero inferior al registrado en Francia o en Portugal (véase panel 6 del gráfico 8).

Si se analiza la composición de la deuda externa en función del plazo de emisión, se observa que predomina la que tiene vencimiento a largo plazo (representa en torno al 73 % del total, proporción que ha aumentado ligeramente en los últimos años) y, dentro de esta, la emitida por el sector público (en torno al 50 % del total, que también ha tendido a elevarse

14 La deuda externa de un país 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).

15 Aunque para la inversión directa no se presenta el desglose sectorial, hay que tener en cuenta que este tipo de inversión se concentra en el sector privado (OSR y otras instituciones financieras y monetarias).

16 Aunque los pasivos intrasistema del Banco de España no están sujetos a un riesgo de refinanciación, el seguimiento de estos en los análisis de la vulnerabilidad de la posición exterior podría ser relevante en algunos contextos, como, en particular, en aquellos casos en los que estos surjan como consecuencia de las dificultades de financiación de otros sectores, como ocurrió en 2012. En dichos contextos, la exclusión de dichos pasivos podría subestimar el alcance de los riesgos.

recientemente). Asimismo, casi un 90 % está denominada en euros, por lo que el riesgo asociado al tipo de cambio para el conjunto de este tipo de pasivos frente al exterior es reducido.

10.5.2016.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2008). «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, julio-agosto.
- (2014). «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, abril.
 - (2015). *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España, 2014*.
 - (2016). *Informe Anual, 2015*, de próxima publicación.
- MARTÍNEZ PAGÉS, J. (2016). «Las medidas de expansión cuantitativa del Eurosistema y la cuenta financiera», *Boletín Económico*, abril, Banco de España.

Las llegadas de turistas foráneos a España en 2015 superaron los elevados niveles registrados en el ejercicio precedente, alcanzando la cifra récord de 68 millones de personas (un 5 % más que en 2014), que se tradujo en un significativo aumento del gasto total realizado, del 6,7 %, hasta situarse en 67,3 mm de euros. Esta evolución del turismo extranjero, que el pasado año vino acompañada por una apreciable recuperación de la demanda interna, permitió que la actividad vinculada al sector turístico creciera a un ritmo superior al del PIB general de la economía¹ (véase gráfico 1).

Diversos factores contribuyeron a este dinamismo del turismo extranjero. Entre los determinantes tradicionales, cabe mencionar la recuperación de las economías desarrolladas (que representan casi el 90 % de nuestros mercados emisores de turistas) (véase panel 2 del gráfico 1), las ganancias de competitividad vía tipo de cambio derivadas de la notable depreciación que experimentó el euro frente a las monedas de las principales áreas durante la mayor parte del año (como se observa en el panel 3, en el conjunto de 2015 el TCEN frente al grupo de países desarrollados no pertenecientes al área del euro se debilitó un 9,3 %)², y el desplome del precio del petróleo en los mercados internacionales, que al abaratar los precios del transporte impulsó los desplazamientos mundiales de turistas. Asimismo, los conflictos geopolíticos que han tenido lugar en algunos de nuestros principales destinos competidores del norte de África (véase panel 4), y que se han recrudecido en el último año, incrementaron el atractivo turístico de España como destino seguro. Por último, el clima excepcionalmente benigno de los últimos meses de 2015 también contribuyó a una afluencia de turistas superior a la habitual en esas fechas.

No obstante, otros elementos de naturaleza más estructural incidieron en la fortaleza que ha mostrado el sector turístico en los últimos años, como el intenso ajuste de los costes laborales que se ha producido en la economía española durante el período más reciente —que ha sido particularmente notable en las ramas de actividad relacionadas con el turismo, muy intensivas en mano de obra—, o el dinamismo con que el sector ha afrontado su adaptación a los cambios tecnológicos demandados por los turistas, que han permitido a España liderar, por primera vez en 2015, el Índice de Competitividad Turística que elabora el Foro Económico Mundial (véase panel 5). Estas ganancias de competitividad se han traducido, en los últimos tres años, en un aumento sostenido de la cuota de España en el turismo internacional, consolidándose como tercer destino mundial en número de turistas recibidos y en ingresos turísticos —con datos aún provisionales para 2015—.

Con el objetivo de identificar la contribución de los diferentes factores mencionados en la evolución reciente de los ingresos por turismo no residente en España, se estima una ecuación tradicional de demanda, en la que la variable dependiente son los ingresos reales por turismo, y que incluye como factores explicativos, además de

sus determinantes tradicionales (renta y competitividad), otras variables que, de acuerdo con los desarrollos recientes, parecen haber condicionado su comportamiento (precio del petróleo y evolución del turismo en el norte de África)³. Los resultados obtenidos confirman que, en 2015, la caída del precio del petróleo y la pérdida de turistas por parte de nuestros competidores directos —Egipto y Túnez— habrían aportado en torno a 0,6 pp y 1 pp, respectivamente, a su crecimiento (que se situó en el 4 % en términos reales).

Además de la importancia de los anteriores factores, esta estimación apunta a que el avance de los ingresos el año pasado fue algo inferior al esperado a partir de la evidencia histórica⁴. Esta observación podría estar relacionada con el perfil de los turistas llegados durante el ejercicio, que se decantaron por estancias más cortas y alojamientos más baratos, lo que explica que el aumento en el número de turistas no se trasladara en igual medida al gasto total.

En este sentido, el alojamiento no hotelero, que lleva asociado un gasto medio diario por turista inferior a otras alternativas, ha ganado peso frente al hotelero en los últimos años. Esta evolución podría estar relacionada con la tendencia creciente de los turistas a organizar su viaje de forma independiente (un 71 % del total), y al uso de viviendas privadas en régimen de alquiler, frente al uso del paquete turístico, que continuó perdiendo peso en 2015. Estos desarrollos reflejan las distintas preferencias de los turistas en función de su país de procedencia, ya que en dicho año el mercado francés, que realiza una buena parte de sus pernoctaciones en campings, fue el que más contribuyó al crecimiento total del número de turistas, mientras que los procedentes de Alemania, con una mayor inclinación hacia los establecimientos hoteleros, registraron una ligera caída. El cambio en el patrón del turista vino acompañado de una reducción de la estancia media. En cuanto al motivo del viaje, si bien continuaron predominando las llegadas de turistas relacionadas con el ocio (el 86 % del total), las asociadas a motivos profesionales mostraron un dinamismo superior en 2015 que en 2014, en línea con la reactivación de la economía española y la de los países de nuestro entorno.

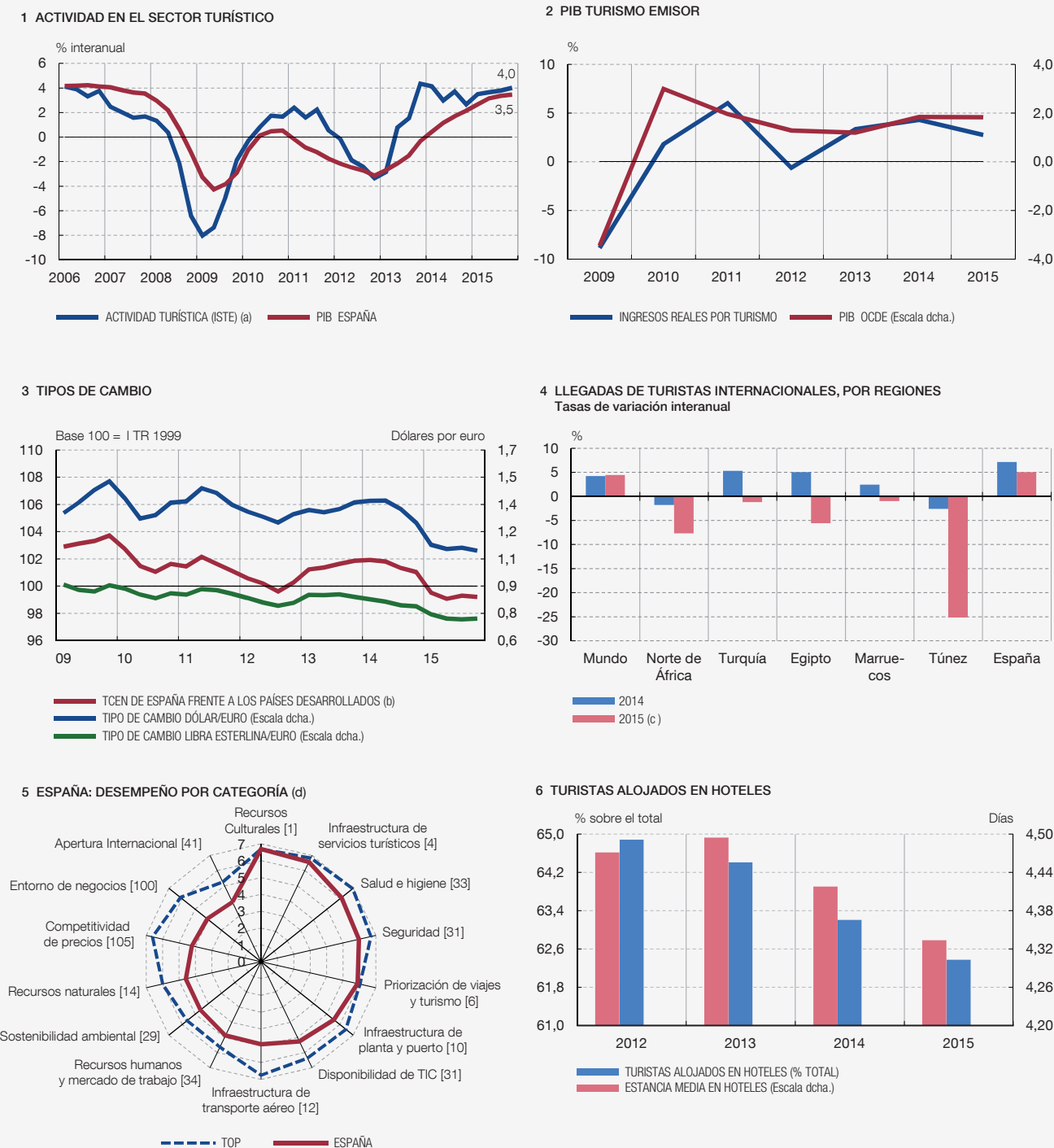
3 Concretamente, se estima un modelo de mecanismo de corrección de error en una única etapa para el logaritmo de los ingresos reales de turismo de no residentes con datos trimestrales para el período 2000-2014. Para un análisis más detallado, véase Álvarez *et al.* (2007), «Un análisis de los determinantes del turismo no residente en España», *Boletín Económico*, junio, Banco de España. La variable dependiente se construye deflactando la serie nominal de ingresos por turismo y viajes de la Balanza de Pagos, con un índice de precios representativo del consumo turístico. En cuanto a los determinantes fundamentales, la renta de los turistas se aproxima por un indicador ponderado del PIB real de los principales mercados de origen de los turistas que visitan España, y la variable de competitividad se calcula como un índice sintético de competitividad —con precios de consumo— frente a clientes y competidores. En el corto plazo se incorporan además, como variables explicativas, el precio del petróleo (relativo al índice de precios utilizado en el indicador de competitividad), así como una serie que se inicia en 2011 y recoge el número de turistas que dejaron de visitar Egipto y Túnez a raíz del estallido de las «primaveras árabes». Todas las variables se expresan en logaritmos. Finalmente, se incluyen variables artificiales para capturar la estacionalidad de los ingresos por turismo de la Balanza de Pagos.

4 Esto se observa a partir de los residuos negativos de la ecuación.

1 De acuerdo con la CNE, solamente la rama de hostelería representó, en 2014, en torno al 7 %, tanto del VAB como del empleo de la economía total.

2 Con todo, el tipo de cambio de euro se apreció frente la divisa de algunos países, como Rusia (en torno a un 30 % en el conjunto de 2015), país desde el que las llegadas de turistas a España habían mostrado un gran dinamismo en los últimos años.

Gráfico 1
EVOLUCIÓN Y DETERMINANTES DE LOS INGRESOS POR TURISMO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Exceltur, Eurostat y OMT.

- a Indicador Sintético del PIB Turístico Español, elaborado por Exceltur.
- b Un aumento del índice representa una pérdida de competitividad, y viceversa.
- c Datos provisionales.
- d Entre corchetes, posición en el ranking por categoría.

Uno de los aspectos más novedosos y sobresalientes que incluye la sexta edición del *Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional* del FMI (BMP6) es la mayor atención que se presta a la Posición de Inversión Internacional (PII) de las economías y a los distintos factores que pueden estar detrás de sus variaciones. Así, en esta edición, se define un *Estado integrado de la PII* (variaciones de la PII, transacciones de la cuenta financiera y otros flujos)¹ que permite realizar un mejor análisis de la posición financiera externa de una economía. La importancia de la PII² se ha puesto de manifiesto también al considerarse, junto con el saldo de la cuenta corriente, como uno de los indicadores para el seguimiento sistemático de los desequilibrios externos dentro del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos Europeo³. El Banco de España viene publicando la serie de la PII en el capítulo 17 del *Boletín Estadístico* y, desde octubre de 2014, la metodología seguida es la del sexto manual. Se está trabajando para ofrecer al usuario estos detalles en los próximos meses. En este recuadro se analiza una primera estimación de algunos de ellos.

Los flujos financieros, o variaciones netas de la PII (o de cualquiera de sus componentes), entre dos fechas, pueden expresarse

- 1 Véase cuadro 7.1 del manual.
- 2 Las series temporales de la PII pueden consultarse la página de estadísticas del sector exterior del sitio web del Banco de España.
- 3 Véanse los reglamentos n.º 1174/2011 y n.º 1176/2011, publicados en el *Diario Oficial de la Unión Europea* L306, de 23 de noviembre de 2011.

como la suma de las transacciones de la cuenta financiera (CF) de la Balanza de Pagos (BP) ocurridas en el período, y de los denominados *otros flujos*, que a su vez se descomponen en revalorizaciones y otros cambios en volumen (OCV).

Las variaciones significativas de la PII se producirán, generalmente, por transacciones y/o por revalorizaciones, ya que los OCV tienen un carácter puntual y normalmente no son de cuantía elevada⁴. Las revalorizaciones se producen por variaciones en los precios de los instrumentos financieros, pues la posición se valora a precios de mercado, y también, para aquellos denominados en moneda extranjera, por variaciones de los tipos de cambio, puesto que la posición se expresa siempre en euros⁵. Esta visión integrada de la cuenta financiera de la BP y la PII permite realizar un análisis más completo de la situación financiera de la economía y de cómo a ella contribuyen su capacidad o necesidad de financiación y otros factores.

- 4 Los OCV pueden producirse, por ejemplo, por cancelaciones contables por reconocimiento de la imposibilidad de recuperación de fondos, reclasificaciones por las que un activo/pasivo financiero cambia de características o de condición, sin que se produzca una transacción (como una conversión de préstamos en valores). En la práctica, este componente puede recoger también discrepancias estadísticas entre la PII y la BP que se derivan de diferentes fuentes de datos o de distinto momento de actualización.
- 5 Para una explicación algo más detallada, véase el recuadro 2.1 de la publicación *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España, 2014*.

Cuadro 1
DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DE LA PII EN SUS COMPONENTES EN EL AÑO 2015

% y mm de euros

	Peso en el total (a)		Peso moneda extranjera (a)		Variación de la PII y sus componentes (mm de euros)								
					Variación de la PII			De la cual					
	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo	Neto	Transacción CF de la BP			Revalorización		
								Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo	Neto
Total (incluyendo BdE)							17			33			-13
Total (excluyendo BdE) (a)	100	100	45,7	8,3	87	34	53	123	48	75	-33	-15	-18
ID. Participaciones de capital	34,9	18,4	71,9	0,5	3	18	-15	33	21	13	-31	2	-33
ID. Instrumentos de deuda	7,5	10,0	31,7	19,1	12	1	11	9	-1	10	2	3	-1
IC. Participaciones de capital y en fondos de inversión	16,7	12,9	28,1	0,0	48	11	37	53	20	33	-4	-12	8
IC Instrumentos de deuda	16,0	34,8	16,8	5,8	11	30	-19	17	42	-25	-7	-12	5
OI	24,9	23,9	43,7	17,9	13	-26	39	10	-35	44	7	5	2
Derivados financieros							1			-1			2
Banco de España							-37			-40			3
Reservas							8			5			3
Posición neta frente al Eurosistema							-51			-51			0
Otros							5			6			0

FUENTE: Banco de España.

a En estos cálculos no se incluyen los derivados financieros.

Las implicaciones para valorar la evolución de la sostenibilidad de la posición exterior son muy distintas en función de cuál sea el origen de la variación en la PII. Así, por ejemplo, una economía que experimente en un período capacidad de financiación y, por tanto, un saldo neto total positivo de las transacciones financieras de la BP (variación de activos mayor que la de pasivos) podría tener, a fin de ese mismo período, un saldo neto total de la PII más deudor que el inicial como consecuencia de los efectos de valoración. Realizar el análisis integrado a medida que se desciende en los detalles por categoría funcional, instrumento y sector ayuda a evaluar mejor el impacto relativo de las transacciones y de los otros flujos por componentes. Así, por ejemplo, un aumento de los pasivos de la PII en instrumentos de deuda generará un aumento de las obligaciones futuras de pago de los sectores residentes (por intereses o por devolución del principal) si refleja principalmente transacciones, mientras que, si viene asociado a incrementos en los precios de dichos instrumentos, no tiene, en principio, ningún efecto sobre las obligaciones futuras de pago e incluso podría ser indicativa de una mejora en la capacidad de pago de los emisores residentes. Por el contrario, un aumento de la posición deudora neta causado por un menor valor de los activos tiene una interpretación menos favorable para la sostenibilidad de la posición exterior.

El análisis integrado de la PII española en 2015 (véase cuadro adjunto)⁶ muestra que la posición deudora neta se redujo 17 mm de euros, como resultado de un saldo positivo de las transacciones financieras por valor de 33 mm, que fue parcialmente compensado por el impacto negativo (-13 mm) que sobre la PII neta tuvieron las revalorizaciones registradas durante dicho año. Los OCV, que no se muestran en el cuadro, tuvieron un peso muy reducido (-3 mm).

La reducción de la posición deudora neta se produjo por la de la correspondiente a los sectores residentes excluido el Banco de España, especialmente por los flujos netos positivos registrados en la inversión de cartera en participaciones de capital y en fondos de inversión (37 mm) y en la otra inversión (39 mm).

Por lo que respecta a la inversión en cartera en renta variable, la mejora en la posición deudora se produjo por aumento significativo de la posición activa -48 mm-, mayor que el de la posición

pasiva -11 mm-, que refleja, fundamentalmente la adquisición de activos (por valor de 53 mm). No obstante, los no residentes también adquirieron en 2015 instrumentos de esta naturaleza emitidos por residentes por 20 mm, que se vieron compensados por disminuciones de valor de 12 mm, debidas a la caída de las cotizaciones bursátiles de las acciones de las empresas españolas en manos de los no residentes. Continuando con la inversión de cartera, en los instrumentos de deuda la variación de la posición neta fue negativa (aumento de la posición deudora), como resultado de mayores transacciones de pasivos (elevadas compras de deuda por parte de los no residentes) que de activos, que solo fueron parcialmente compensadas por efectos de valoración negativos. Estos efectos reflejan las caídas de valor del conjunto de instrumentos de renta fija que forman parte tanto de los pasivos como de los activos.

La posición deudora neta de la otra inversión también disminuyó, como consecuencia de los importes registrados por transacciones, especialmente por la disminución de pasivos (en un contexto de cancelación de estos por parte de las IFM, influido por la abundante liquidez de que han dispuesto en 2015), que fue solo ligeramente compensada por los efectos de subidas de valor asociados a la apreciación del dólar y la libra esterlina frente al euro. Nótese que, en general, en la otra inversión no se produce efecto precio, puesto que los instrumentos (que son, básicamente, préstamos y depósitos) se computan a valores nominales.

Por su parte, los flujos de la posición neta de la inversión directa en participaciones en el capital fueron más reducidos y negativos (aumento de la posición deudora neta). En este caso, las elevadas transacciones (de 33 mm en los activos y de 21 mm en los pasivos) arrojaron un saldo neto positivo que fue más que compensado por la disminución del valor de los activos, que estuvo condicionada tanto por descensos en los precios como por la depreciación frente al euro de algunas monedas latinoamericanas⁷. El resto de la inversión directa registró flujos positivos (descenso de la posición deudora neta) por un importe de 11 mm, que resultaron, fundamentalmente, de operaciones financieras.

Finalmente, la posición deudora del Banco de España se incrementó en 37 mm como consecuencia de unas elevadas transacciones netas negativas concentradas en la posición neta frente al Eurosistema.

⁶ En los próximos meses se trabajará para ofrecer al usuario, en el marco del *Boletín Estadístico*, los detalles de los otros flujos que se muestran en el cuadro.

⁷ Hay que tener en cuenta que el peso de los activos denominados en moneda extranjera es aquí elevado (71,9%).

