

1 RASGOS BÁSICOS

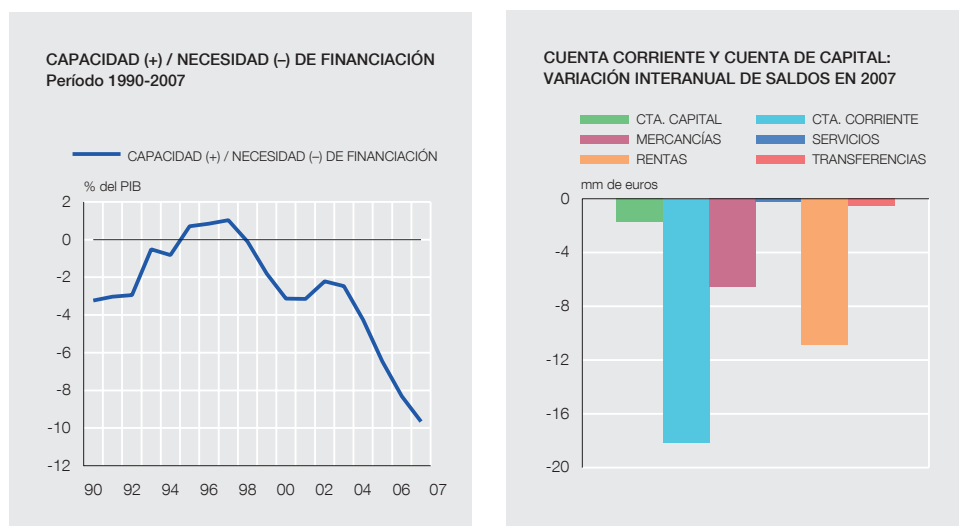
1 Rasgos básicos

En el año 2007, la economía mundial se mantuvo en una senda de dinamismo, impulsado, al igual que el año anterior, por la fortaleza de los países emergentes —especialmente, China e India—, mientras que las principales economías industrializadas mostraron signos de ralentización, sobre todo en el último trimestre del año. Con todo, el comercio mundial mantuvo una tasa de crecimiento notable, próxima al 7%, aunque algo inferior a la de los tres últimos años. No obstante, la magnitud de la desaceleración de la actividad en Estados Unidos, el significativo repunte de los precios de las materias primas y la rapidez con la que las turbulencias financieras surgidas en el mercado hipotecario de alto riesgo norteamericano adquirieron una dimensión global propiciaron un cambio significativo en la coyuntura internacional y una revisión a la baja en las previsiones de crecimiento y del comercio mundial para 2008 por parte de los principales organismos internacionales. La crisis de confianza que suscitó el episodio de inestabilidad financiera se trasladó de forma especialmente intensa a los mercados monetarios, así como también a los otros mercados de financiación mayorista, por la reevaluación generalizada del riesgo que se produjo en los mercados de capitales, lo que provocó un endurecimiento de las condiciones de acceso a la financiación del sector privado a nivel mundial. Al mismo tiempo, el euro continuó apreciándose frente al dólar, tendencia que ha proseguido en los primeros meses de 2008, hasta alcanzar máximos históricos.

A lo largo de 2007, la economía española inició una trayectoria de desaceleración, que, reflejaba, por un lado, la propia maduración del largo ciclo expansivo y, por otro, la incidencia en la segunda parte del año de la inestabilidad en los mercados financieros internacionales, que intensificó la ralentización de algunos componentes del gasto. No obstante, en el conjunto del año mantuvo un ritmo de crecimiento elevado, con una tasa promedio del 3,8%, tan solo una décima por debajo de la registrada el año anterior, al tiempo que proseguía el reequilibrio entre las fuentes externas e internas de crecimiento, ya que la pérdida de dinamismo de la demanda interna se vió contrarrestada por una mejora de la aportación de la demanda exterior neta al aumento del PIB. La aparición de tensiones inflacionistas a nivel internacional motivadas por las alzas de los precios de la energía y de las materias primas alimenticias condujo a un repunte sustancial de la tasa de inflación en España en los últimos meses del año y en los primeros de 2008, ampliándose el diferencial de crecimiento de los precios de consumo con la UEM, tras la mejora que había experimentado en la primera mitad de 2007.

A pesar de la pérdida de dinamismo de la demanda interna y de la mejora de la aportación del sector exterior al crecimiento del PIB, la necesidad de financiación de la economía española frente al resto del mundo volvió a aumentar en 2007, hasta el 9,7% del PIB (8,3% en 2006), según la metodología de la Balanza de Pagos (el saldo de la cuenta del Resto del mundo de la Contabilidad Nacional Trimestral —CNTR— registró un incremento similar, de 1,4 pp, hasta un 9,5% del PIB). No obstante, el ritmo de ampliación de la necesidad de financiación en 2007 se redujo con respecto al de años anteriores, como puede observarse en el gráfico 1.1, en el que se incluye su evolución desde el año 1990. Por tanto, el ahorro exterior siguió financiando la expansión de la formación bruta de capital, que ascendió al 31,1% del PIB en 2007 y superó al ahorro nacional bruto, que representó el 21,3% del PIB en dicho año, prolongando así la trayectoria descendente de los últimos años.

La ampliación de la necesidad de financiación refleja, básicamente, el aumento del desequilibrio por cuenta corriente, que se elevó hasta el 10,1% del PIB en 2007 (8,9% en 2006), y, en menor medida, la disminución del superávit de la cuenta de capital, de dos décimas de PIB,



FUENTE: Banco de España.

hasta el 0,4% (véase gráfico 1.1). Los componentes de la cuenta corriente que contribuyeron al incremento del déficit fueron, principalmente, la balanza de rentas y, en menor medida, la rúbrica de Turismo y viajes y el comercio de bienes.

El desequilibrio comercial ascendió al 8,6% del PIB en 2007, una décima por encima del valor alcanzado el año anterior (véase cuadro 1.1), aumento muy inferior al observado en los últimos años. Este resultado refleja la ampliación del déficit comercial en términos reales, en particular del componente no energético, ya que la relación real de intercambio se mantuvo prácticamente estable en el conjunto del año, a pesar del aumento del precio de las materias primas. Las importaciones de bienes en términos reales se ralentizaron hasta el 6% (dos puntos menos que en 2006, según datos de la CNTR), en línea con el menor dinamismo de la demanda final y de la actividad industrial. En cambio, las exportaciones presentaron una relativa fortaleza (un 4,7%, tasa similar a la observada en 2006), a pesar del menor crecimiento de los principales mercados de exportación de España y del deterioro de los indicadores de competitividad-precio. Con todo, en 2007 las importaciones de bienes, en términos reales, continuaron creciendo por encima de las exportaciones. Como resultado de la evolución de las ventas de España al exterior, las cuotas de exportación, en términos nominales, mostraron una cierta recuperación, tanto frente a la zona del euro como frente al resto del mundo. Sin embargo, en términos reales, las cuotas de exportación volvieron a disminuir frente a los países desarrollados, si bien a tasas más moderadas que en años anteriores. Al mismo tiempo, continuó aumentando la penetración de las importaciones de bienes, reflejando, en parte, la elevada competencia vía precio que ejercen los productos procedentes de los países que se han incorporado recientemente al comercio internacional.

En cuanto a la balanza de servicios, su saldo positivo, en términos nominales, se redujo en dos décimas de PIB, hasta el 2,1%, según datos de Balanza de Pagos (véase cuadro 1.1). Este descenso se explica por el menor superávit de la rúbrica de Turismo y viajes, que disminuyó hasta el 2,6% del PIB, ya que el déficit de los servicios no turísticos mantuvo su peso en el PIB (-0,5%). El moderado avance de los ingresos por turismo (un 3,6%, en términos nominales) confirma las dificultades a las que se enfrenta la economía española para ampliar su cuota de participación en los flujos internacionales de turistas en los últimos años y, concretamente, en relación con sus dos principales mercados, Alemania y Reino Unido. Esta dificultad está muy

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

FUENTE: Banco de España.

a. Variación de pasivos menos variación de activos.

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

ligada a la aparición de un buen número de destinos alternativos en el segmento de sol y playa, y al cambio en el perfil del turista, que tiende a realizar un mayor número de viajes a lo largo del año, pero de menor duración y gasto medio. La nota positiva del último año es la constatación de la recuperación del segmento de negocios y urbano, que por lo general llevan asociado un gasto por turista superior al gasto medio. Como resultado de todos estos desarrollos, en 2007 los ingresos reales por turismo permanecieron prácticamente estancados en los niveles de 2006, ya que descendieron un 0,3%, según la CNTR. Frente a la atonía de los ingresos, los pagos por turismo continuaron creciendo a tasas elevadas (un 9,3% en términos nominales, según datos de la Balanza de Pagos, y un 5,8% en términos reales, según la CNTR), favorecidos este año por la apreciación del euro, pero confirmando la trayectoria de desaceleración de los últimos años. Finalmente, tanto los ingresos como los pagos por los servicios no turísticos volvieron a mostrar tasas de crecimiento muy elevadas (del 18% y del 17%, respectivamente, en términos nominales), en línea con la tendencia que se percibe a nivel mundial de aumento de este tipo de transacciones. Destaca, en particular, la ampliación de los déficits de los servicios de transporte y los empresariales y la mejora del saldo de los servicios de construcción, financieros e informáticos. El dinamismo de los servicios no turísticos refleja los avances en la liberalización internacional del comercio de estas actividades —que se ha producido con cierto retraso respecto a la de bienes—, la fragmentación de los procesos productivos y el progreso técnico, que aumenta las posibilidades de comercialización de determinados servicios.

En 2007, el déficit de rentas fue el principal determinante de la ampliación del desequilibrio por cuenta corriente, al aumentar su peso en el PIB en nueve décimas, hasta el 3%. Este incremento se explica fundamentalmente por el mayor endeudamiento de la economía española frente al exterior y, en menor medida, por la evolución del diferencial de rentabilidades de los activos financieros y pasivos que España mantiene frente al resto del mundo. Por tipos

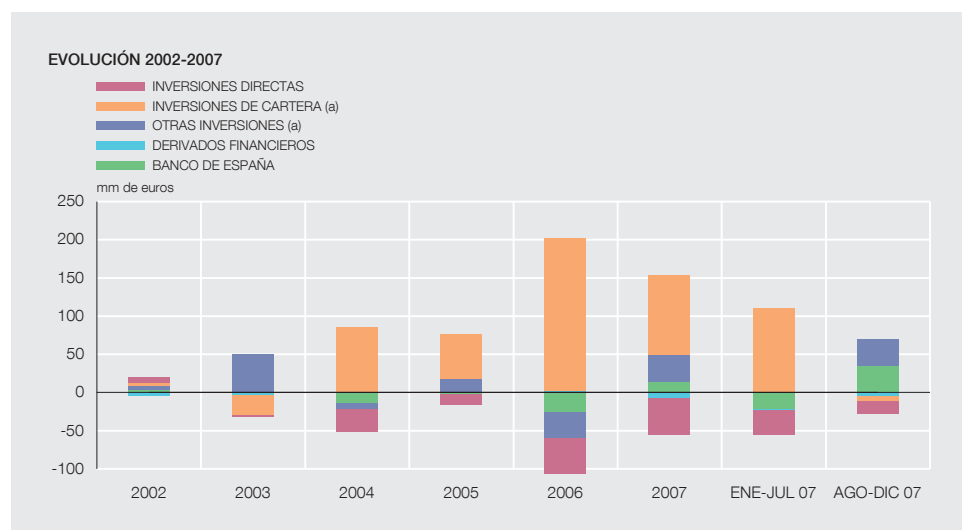
de instrumentos, el aumento de los pagos netos por rentas de inversión de cartera explica la mayor parte del deterioro del saldo de rentas, en consonancia con la forma en la que la economía española ha cubierto sus necesidades de financiación, principalmente con bonos y obligaciones emitidos por las instituciones financieras españolas. Estos valores se han emitido, en su mayor parte, con cupones indicados a tipos de interés a corto plazo, lo que hace que los pagos por rentas sean especialmente sensibles a las subidas de los tipos de interés a este plazo.

Finalmente, el saldo de transferencias corrientes se mantuvo estabilizado en torno al 0,6% del PIB, porque la favorable evolución de las transferencias netas con la UE prácticamente compensó el deterioro del saldo de las remesas de trabajadores y del resto de transferencias. Por último, el superávit de la balanza de capital, que depende, fundamentalmente, de las transferencias de capital con la UE, retrocedió en dos décimas de PIB, hasta el 0,4% del PIB.

En el conjunto de 2007, la mayor parte de las entradas netas de capital continuaron materializándose en forma de inversión de cartera —principalmente, en activos de titulización¹ y emisiones de filiales de las Instituciones financieras monetarias (IFM), que se clasifican dentro de los Otros sectores residentes (OSR)— y, en mucha menor medida, en otra inversión. Por el contrario, se produjeron salidas netas de fondos por las transacciones realizadas en inversión exterior directa (IED) y en derivados financieros. Sin embargo, estos resultados anuales no reflejan el cambio que se produjo a partir del verano en la forma en que la economía española ha cubierto sus necesidades de financiación. Desde el mes de agosto, la inestabilidad financiera en los mercados internacionales dificultó la obtención de financiación en los mercados mayoristas de deuda a largo y medio plazo, en especial, a través de la emisión de activos titulizados. En consecuencia, en la segunda parte del año las instituciones financieras españolas utilizaron la emisión de títulos a corto plazo y el recurso al mercado interbancario como canales alternativos para cubrir sus necesidades de liquidez.

El gráfico 1.2 ilustra el cambio mencionado en las fuentes de financiación. Así, mientras que en los primeros meses del año se produjeron entradas netas de capital en forma de inversión de cartera como consecuencia del aumento de las tenencias de no residentes de activos titulizados y de valores emitidos por las filiales de las IFM, a partir del mes de agosto las transacciones con el exterior en la inversión de cartera generaron salidas netas de capitales. Estas salidas reflejan la reducción del saldo en mano de los no residentes de los valores antes mencionados, y, en menor medida, de deuda pública, que solo fue parcialmente compensada por la repatriación de fondos del exterior y por las ventas de valores extranjeros que se encontraban en las carteras de los inversores residentes, principalmente, de los fondos de inversión. Este desplazamiento en las carteras de los agentes hacia valores nacionales es coherente con la mayor incertidumbre existente en los mercados financieros internacionales en la segunda parte del año. La menor captación de capital exterior vía inversión de cartera se compensó, en parte, con instrumentos financieros que se clasifican en otra inversión, mayoritariamente en depósitos de corto plazo, lo que eleva las necesidades futuras de refinanciación de las IFM en los próximos meses, aunque siguieron siendo moderadas dado el predominio de los instrumentos a medio y largo plazo que se habían venido utilizando. Con todo, la favorable acogida que han tenido entre los no residentes las recientes emisiones de bonos a medio y largo plazo y, concretamente, de cédulas hipotecarias, realizadas por las instituciones financieras españolas sugiere que los mercados de financiación mayoristas podrían estar comenzando a normalizarse.

1. Bonos de titulización, emitidos por los OSR, y cédulas hipotecarias, que corresponden a las IFM.



FUENTE: Banco de España.

a. Excluido el Banco de España.

En el año 2007, los activos netos del Banco de España frente al exterior registraron un ligero descenso, del 1,9% del PIB, frente al aumento del 2,6% del año anterior. Este cambio en la evolución de los activos netos frente al exterior refleja de forma indirecta el efecto que las turbulencias financieras han tenido sobre la forma en que la economía española ha cubierto sus necesidades de financiación a lo largo de 2007. El descenso se concentró en los activos netos del Banco de España frente al Eurosistema, reflejando el cambio en la forma en que las IFM han cubierto sus necesidades de liquidez, ya que tanto los otros activos netos como, en mucha menor medida, las reservas aumentaron.

Las entradas netas de capitales que se produjeron a lo largo de 2007 incrementaron el saldo deudor de España frente al resto del mundo, que, no obstante, se amplió a un ritmo inferior al del año anterior, alcanzando el 69,3% del PIB a finales de dicho año (11,2 pp por encima de su valor a finales del ejercicio anterior). Cuando se excluye el Banco de España, dicho porcentaje se eleva al 76,8% del PIB en 2007 (67,9% en 2006). A diferencia de lo ocurrido en otros años, las estimaciones realizadas sugieren que la contribución del efecto valoración al deterioro de la Posición de Inversión Internacional (PII) deudora neta de la economía española fue reducida, al compensarse los efectos, de magnitud similar pero de signo contrario, derivados de la apreciación del euro y de la evolución de los precios de los instrumentos que componen los activos financieros y pasivos exteriores. En consecuencia, la evolución de la PII en 2007 ha estado condicionada, principalmente, por las transacciones financieras realizadas en el período. En línea con este resultado, la ampliación de la PII deudora neta de España, excluido el Banco de España, se explica, principalmente, por la evolución del saldo deudor de la inversión de cartera y, en menor medida, por el de la otra inversión y el de los derivados financieros. Por el contrario, la posición acreedora de la IED se incrementó.

Respecto a las novedades que se describen en la presente edición de esta monografía, es preciso señalar que los principales cambios no se han introducido en 2007, sino en los primeros meses de 2008, por lo que no afectan a los datos contenidos en la misma. En primer lugar, en cuanto al sistema de información utilizado para elaborar la Balanza de Pagos y la PII, cabe destacar la elevación de 12.500 a 50.000 euros del importe por debajo del cual se exime a los

residentes de la obligación de declarar el concepto de las operaciones exteriores. Este cambio ha requerido la búsqueda de fuentes alternativas para estimar el importe de algunas rúbricas en las que se concentra un elevado número de transacciones de cuantía inferior al importe mencionado, tarea en la que se ha avanzado a lo largo de 2007. En segundo lugar, y relacionado con lo anterior, en abril de 2008 ha entrado en vigor un nuevo calendario de publicación y revisión de la Balanza de Pagos, motivado, principalmente, por los cambios que se están produciendo en el sistema de información que se utiliza para elaborar dicha estadística. Estos cambios han obligado a revisar la periodicidad de difusión de algunas rúbricas de la Balanza de Pagos para las que las fuentes de información actuales han dejado de ser mensuales. Finalmente, entre los cambios incorporados en la presente monografía destaca la mejora en el procedimiento de estimación de los beneficios reinvertidos de inversión directa, para el que se utilizan los datos del *stock* de inversión directa del Registro de Inversiones del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y de la Central de Balances.