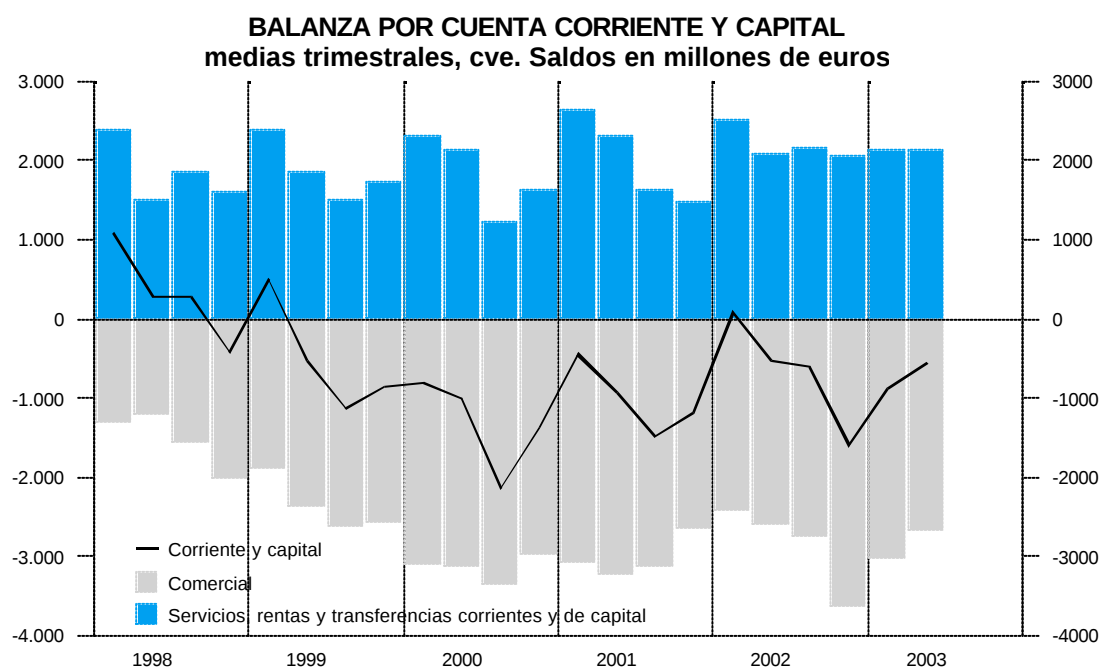


3.4.- BALANZA DE PAGOS

La necesidad de financiación de la economía española frente al resto del mundo se ha ampliado en el primer semestre del año en un contexto internacional desfavorable, donde los primeros meses estuvieron marcados por las incertidumbres geopolíticas y, posteriormente, por la debilidad de las expectativas de relanzamiento de la actividad, las cuales perduraron hasta bien entrado el segundo trimestre. Sin embargo, el mayor desequilibrio exterior ha sido financiado con holgura por entradas netas de capital extranjero, de forma que se ha registrado un crecimiento de los activos netos del Banco de España, actual contrapartida de todas las operaciones con no residentes.

Según la Balanza de Pagos elaborada por el Banco de España, las operaciones corrientes y de capital generaron un déficit conjunto, equivalente a **necesidad de financiación de la economía española frente al exterior**, de 5.565 millones de euros en los seis primeros meses del año, frente a los 2.389 millones del mismo periodo del año anterior. Este resultado fue consecuencia de un fuerte aumento del déficit de las operaciones corrientes, compensado sólo en una pequeña proporción por una ligera mejora en las de capital. En efecto, el déficit de la **balanza corriente** aumentó el 52,1 por ciento interanual, hasta situarse en 9.600 millones de euros, debido al deterioro del saldo de todas las operaciones excepto el turismo.

GRÁFICO 41



Fuentes: Banco de España y SGAM.

Los intercambios de mercancías dieron lugar a un *déficit comercial* de 16.293 millones de euros, con un crecimiento interanual del 14 por ciento. Las exportaciones e importaciones continuaron la recuperación iniciada en la segunda mitad de 2002, registrando avances interanuales notables (8 y 9,1 por ciento, respectivamente) en un ambiente internacional adverso, con un estancamiento de la actividad en la zona euro y una apreciación importante de la moneda única frente al dólar. El ritmo de crecimiento de las exportaciones fue ligeramente superior al del cuarto trimestre de 2002 y el de importaciones menor, aunque ambos se situaron muy por encima de los registrados en el mismo periodo de 2002. La ampliación del déficit comercial procede de un retroceso del 0,6 por ciento en la relación real de intercambio, aproximada por los índices de valor unitario, y de un incremento de las importaciones ligeramente superior en términos reales al de las exportaciones, contrariamente a lo sucedido en los seis primeros meses de 2002, cuando la disminución del 21,7 por ciento en el déficit comercial se explicaba, casi en su totalidad, por la mejora del 3,8 por ciento en la evolución de la relación real de intercambio.

Los *servicios* acumularon en el primer semestre un superávit de 11.680 millones de euros, superior en un 5 por ciento al del mismo periodo de 2002. Este mayor excedente fue consecuencia de un aumento del 5,3 por ciento en los ingresos netos por turismo, que compensó sobradamente la ampliación del 8,6 por ciento del déficit de servicios no turísticos. Los ingresos por turismo se fueron recuperando a lo largo del año hasta acumular un crecimiento del 4,4 por ciento en términos interanuales. Para el conjunto del año se espera una aceleración progresiva de esta variable a medida que la economía mundial adquiera un mayor ritmo de crecimiento, aunque el aumento medio anual se verá limitado nuevamente por una probable disminución del ingreso medio por turista, que refleja la política de ofertas, la moderación de precios en el sector y el acortamiento de la estancia media.

Los pagos por turismo en el extranjero crecieron en menor proporción, el 0,6 por ciento en términos interanuales, reflejando la mayor propensión de los españoles hacia los viajes por el interior, acrecentada por la difícil situación geopolítica que el mundo presentó durante los primeros meses del ejercicio. En cuanto al incremento del déficit de servicios no turísticos, se derivó de avances similares en ingresos y pagos, 6,2 por ciento y 6,4 por ciento, respectivamente, tasas que suponen una cierta desaceleración en el primer caso y una recuperación en el segundo. En conjunto, el saldo de bienes y servicios, el más representativo de la evolución del sector exterior, anotó un déficit de 4.613 millones de euros, con un aumento del 45,8 por ciento.

CUADRO 12

BALANZA DE PAGOS. OPERACIONES NO FINANCIERAS⁽¹⁾

Millones de euros

	Enero-junio 2002			Enero-junio 2003		
	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo
Cuenta corriente y capital	118.743	121.132	-2.389	127.071	132.636	-5.565
Cuenta corriente	14.353	120.663	-6.310	122.500	132.100	-9.600
Bienes	66.377	80.667	-14.291	71.718	88.011	-16.293
Servicios	30.044	18.917	11.127	31.626	19.947	11.680
<i>Turismo</i>	<i>14.459</i>	<i>3.084</i>	<i>12.375</i>	<i>16.139</i>	<i>3.104</i>	<i>13.036</i>
<i>Otros servicios</i>	<i>14.585</i>	<i>15.833</i>	<i>-1.249</i>	<i>15.487</i>	<i>16.843</i>	<i>-1.356</i>
Rentas	10.002	14.789	-4.787	10.634	16.826	-6.192
Transferencias corrientes	7.931	6.290	1.641	8.521	7.317	1.205
Cuenta de capital	4.390	469	3.921	4.571	536	4.035

(1) A veces, la suma de componentes no coincide con el total debido al redondeo.

Fuente: Banco de España

El déficit de la *balanza de rentas* retomó la tendencia creciente interrumpida en 2002, registrando en los seis primeros meses del año un crecimiento del 29,4 por ciento, hasta 6.192 millones de euros. Tanto ingresos como pagos se recuperaron tras el retroceso del año anterior, contabilizando aumentos del 6,3 y del 13,8 por ciento, respectivamente. Dentro de los ingresos, el avance se concentró en el sector Privado no financiero, cuyos ingresos aumentaron el 23,4 por ciento, mientras que los correspondientes a las Instituciones Financieras retrocedieron el 8,7 por ciento. En cuanto a los pagos, su crecimiento es común a todos los sectores, aunque muestra diferente intensidad. Así, los pagos efectuados por el sector Privado no financiero fueron los que registraron un aumento más vivo, el 32,8 por ciento, lo que es coherente con el favorable resultado de las grandes empresas españolas, en su mayoría participadas de capital extranjero. Los pagos efectuados por las Instituciones Financieras aumentaron el 7,5 por ciento y los de las Administraciones el 1,2 por ciento.

La *balanza de transferencias corrientes* acumuló en el periodo un superávit de 1.205 millones de euros, lo que supone un retroceso del 26,6 por ciento respecto al mismo periodo de 2002, resultado de un crecimiento de los pagos superior al de los ingresos, el 16,3 por ciento y el 7,4 por ciento, respectivamente. Dentro de los ingresos aumentaron los públicos, a pesar de la disminución de los fondos recibidos del Fondo Social Europeo (dirigidos fundamentalmente al fomento del empleo). En los privados destaca el avance de las subvenciones concedidas por el FEOGA-Garantía a los agricultores, mientras que el otro gran componente, las remesas de emigrantes, fue más estable. En cuanto a los pagos,

dentro de los privados el mayor incremento correspondió a las remesas de emigrantes y en los públicos se registraron comportamientos opuestos, pues los retrocesos del Recurso-IVA y de los Recursos Propios Tradicionales fueron ampliamente contrarrestados por el incremento del Recurso-PNB, partida compensatoria del presupuesto comunitario.

La **balanza de capital** generó hasta junio un excedente de 4.035 millones de euros, superior en un 2,9 por ciento al del mismo periodo del año anterior. Descendieron los ingresos privados y crecieron los públicos, en los que el positivo comportamiento del FEOGA-Orientación y, sobre todo, del FEDER, que compensó la minoración de las transferencias recibidas del Fondo de Cohesión. No obstante, conviene recordar la fuerte irregularidad de estos ingresos, dado el carácter plurianual de muchas de las acciones que financian.

La **balanza financiera**, excluidos los activos del Banco de España frente al exterior, acumuló unas entradas netas de capital de 12.910 millones de euros en el conjunto de los seis primeros meses del año, más del triple que en el mismo periodo de 2002. Este saldo se generó a partir de elevados flujos en ambas vertientes, aunque su nivel fue inferior al registrado un año antes, especialmente en los activos.

Dentro de la variación de pasivos, la *inversión extranjera* dio lugar a unas entradas netas de 26.988 millones de euros, cifra similar a la del primer semestre del anterior ejercicio. Por sectores, la destinada a la compra de títulos públicos, más sensible a las expectativas de los mercados, registró una desinversión neta de 3.154 millones de euros, en contraste con una inversión de 2.400 millones en el mismo periodo del año precedente. La dirigida al sector privado fue de 30.143 millones de euros, con un incremento del 22,6 por ciento en términos interanuales. Dentro de este último sector, la inversión directa, protagonizada mayoritariamente por el sector no financiero, acusó el repliegue general de esta inversión en el mundo y retrocedió el 17,3 por ciento en términos interanuales, observándose un avance en la compra de inmuebles, que pasa a ser la operación de mayor volumen de este sector con 3.545 millones, una fuerte recuperación en la compra de acciones no cotizadas y un retroceso en la financiación a empresas relacionadas, la modalidad más importante cuantitativamente hace un año y que en el actual contabilizó una inversión neta de escasa entidad.

En cuanto a la inversión extranjera en cartera, su crecimiento fue del 52,7 por ciento si se exceptúan los títulos públicos. El desglose de esta inversión por sectores muestra que aumentó la dirigida a empresas no financieras y, en mayor medida, la destinada a las Instituciones Financieras, que pasaron a ser el sector de mayor peso

relativo. La inversión en cartera se materializó fundamentalmente en la adquisición de bonos y obligaciones, mientras que la compra de acciones y participaciones de fondos de inversión cambió de signo, pasando a ser negativa.

CUADRO 13

BALANZA DE PAGOS. OPERACIONES FINANCIERAS ⁽¹⁾

Millones de euros.

	Enero-junio 2002			Enero-junio 2003		
	Variación neta pasivos	Variación neta activos	Saldo	Variación neta pasivos	Variación neta activos	Saldo
Cuenta financiera	55.917	53.528	2.389	55.305	49.740	5.565
- Excluido Banco de España	55.917	51.866	4.051	55.305	42.395	12.910
Inversiones de España en el exterior	-	32.697	-32.697	-	37.658	37.658
<i>Directas</i>	-	8.886	-8.886	-	2.424	-2.424
Instituciones financieras	-	1.485	-1.485	-	-1.234	1.234
Privado no financiero	-	7.401	-7.401	-	3.658	-3.658
<i>De cartera</i>	-	23.811	-23.811	-	35.235	-35.235
Instituciones financieras	-	10.024	-10.024	-	18.206	-18.206
Privado no financiero	-	13.787	-13.787	-	17.028	-17.028
Inversiones del exterior en España	26.991	-	26.991	26.988	-	26.988
<i>Directas</i>	10.590	-	10.590	8.757	-	8.757
Instituciones financieras	-1	-	-1	1.151	-	1.151
Privado no financiero	10.591	-	10.591	7.606	-	7.606
<i>De cartera</i>	16.402	-	16.402	18.231	-	18.231
Administraciones Públicas	2.400	-	2.400	-3.154	-	-3.154
Instituciones financieras	5.477	-	5.477	11.953	-	11.953
Privado no financiero	8.526	-	8.526	9.433	-	9.433
Otra inversión de España en el ext.	-	16.778	-16.778	-	1.936	-1.936
Administraciones Públicas	-	84	-84	-	139	-139
Instituciones financieras	-	7.396	-7.396	-	-5.147	5.147
Privado no financiero	-	9.297	-9.297	-	6.944	-6.944
Otra inversión del ext. en España	28.924	-	28.924	28.317	-	28.317
Administraciones Públicas	-344	-	-344	-1.631	-	-1.631
Instituciones financieras	25.222	-	25.222	27.197	-	27.197
Privado no financiero	4.047	-	4.047	2.751	-	2.751
Derivados financieros	-	2.391	-2.391	-	2.800	-2.800
- Banco de España	-	-2.832	2.832	-	4.305	-4.305
Reservas	-	414	-414	-	-4.552	4.552
Activos frente Eurosistema	-	-3.151	3.151	-	4.116	-4.116
Otros activos netos	-	-95	95	-	4.741	-4.742
- Errores y omisiones	-	4.494	-4.494	-	3.040	-3.040

(1) A veces, la suma de componentes no coincide con el total debido al redondeo
Fuente: Banco de España.

Las restantes operaciones de pasivo, las *otras inversiones extranjeras* (préstamos, depósitos y repos), contabilizaron hasta junio unas entradas netas de 28.317 millones de euros, lo que supone un descenso interanual del 2,1 por ciento. Por sectores, las Instituciones Financieras continuaron recibiendo la mayor parte de este capital, observándose un cambio hacia el corto plazo. Así, las cesiones temporales se multiplicaron casi por tres, alcanzando 9.662 millones, y los depósitos mantuvieron un nivel elevado, 8.250 millones de euros, aunque inferior al de un año antes. Por otra parte, la inversión dirigida al sector Privado no financiero disminuyó el 32 por ciento, materializándose en operaciones de préstamo a largo plazo, mientras que el corto plazo registró desinversiones de entidad.

Respecto a la variación de activos frente al exterior, las *inversiones españolas* generaron en el semestre unas salidas netas de capital de 37.658 millones de euros, cifra superior en un 15,2 por ciento a la de un año antes. La inversión directa, protagonizada en su mayor parte por el sector Privado no financiero, se vio afectada por el repliegue general de la inversión en el mundo ya citado, a lo que se añadió la incertidumbre socioeconómica en algunos de los principales países receptores, en especial en el área iberoamericana, y disminuyó el 72,7 por ciento, hasta 2.424 millones. Estos flujos se destinaron principalmente a la compra de acciones y otras formas de participación, mientras que la financiación a empresas relacionadas dio lugar a desinversiones de 1.349 millones de euros. Por su parte, la inversión de cartera contabilizó salidas netas de 35.234 millones de euros, lo que representa un avance interanual del 48 por ciento, destinándose mayoritariamente a la adquisición de bonos y obligaciones, como el año pasado. El análisis sectorial de este tipo de inversión muestra que el avance fue general, pasando las Instituciones Financieras a ser el principal protagonista en términos cuantitativos.

Por lo que se refiere a las demás operaciones de activos, las *otras inversiones españolas* (préstamos, depósitos y repos) generaron en el periodo unas salidas netas de 1.936 millones de euros, el 88,5 por ciento menos que un año antes. El sector Privado no financiero retrocedió el 25,3 por ciento, hasta 6.944 millones que se materializaron casi por completo en operaciones a corto plazo. Las Instituciones Financieras, por su parte, cambiaron de signo, pasando de salidas netas de 7.396 millones de euros a entradas de 5.147 millones, principalmente por la evolución de las operaciones a corto plazo en el que las adquisiciones temporales registraron entradas netas de 4.479 millones de euros y se cancelaron depósitos por 3.393 millones.

Como se comentaba al principio de esta sección, la entrada neta de capitales con que se saldaron las operaciones financieras, excluidas las del Banco de España, fue más

que suficiente para cubrir la necesidad de financiación del país generada por las operaciones corrientes y de capital, por lo que se produjo un aumento de los activos del Banco de España. Este crecimiento fue de 4.305 millones de euros y, por componentes, se desglosó en una reducción de 4.552 millones de las reservas e incrementos de 4.116 millones de los activos frente al Eurosistema y de 4.742 millones del resto de activos netos.