

## LA SOSTENIBILIDAD DE LA FINANCIACIÓN DEL DÉFICIT CORRIENTE EN ESPAÑA

María Jiménez  
Meritxell Soler (\*)

### 1. INTRODUCCIÓN

Un año más, la economía española ha cerrado el ejercicio con un significativo diferencial de crecimiento frente al conjunto de Europa. Sin embargo, una de las consecuencias de este modelo más dinámico de la economía en los últimos diez años, basado en la demanda interna, se traduce en un espectacular crecimiento del déficit corriente, que en el último año ha crecido del 2,8 por 100 del PIB en 2003 al 3,8 por 100 en los diez primeros meses de 2004 (pudiendo superar el 4 por 100 a cierre de ejercicio). Inevitablemente, este desequilibrio debe financiarse con ahorro externo y, considerando que la cuenta de capital se mantiene prácticamente estable por su dependencia de factores externos a la economía española, el ajuste necesario para equilibrar la balanza de pagos debe producirse en la cuenta financiera.

Aunque con excepciones, hasta 2004, España había dispuesto de la mejor forma de financiación posible gracias a la entrada de inversión directa, que es una excelente generadora de riqueza en el medio plazo. Sin embargo, en los últimos meses se ha manifestado un vuelco en la composición de la financiación que lleva a cuestionarse la sostenibilidad de un modelo de crecimiento con tan elevados déficit corrientes. Y es que se ha apreciado un cambio de signo de los flujos de inversión directa que ha tenido que ser compensado con incrementos de otras inversiones, primero, y de inversiones de cartera a partir de la segunda mitad del año. El problema radica en el corto plazo de estos flujos de capital, altamente volátiles por la dependencia que tienen de los mercados internacionales y, por tanto, menos deseables para la estabilidad de la economía española.

El objetivo de este artículo es el análisis de la cuenta financiera, así como de las causas que han

llevado al cambio en su composición y sus posibles implicaciones sobre la economía española. Para ello, después de revisar la situación del entorno internacional y la economía española en el último año, con especial atención a la generación del déficit corriente, nos centraremos en la desagregación de la cuenta financiera por rúbricas.

### 2. ENTORNO INTERNACIONAL Y ECONOMÍA ESPAÑOLA

El año 2004, a falta de los datos definitivos del cuarto trimestre, se habría saldado con un excelente crecimiento de la economía mundial. Las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) situaban el avance del Producto Interior Bruto (PIB) en un 5 por 100. Esta cifra superaría holgadamente el 3,9 por 100 de 2003 y el 3 por 100 de 2002, y más que duplicaría el 2,4 por 100 de 2001, poniendo de manifiesto la buena respuesta a los factores adversos que caracterizaron el inicio de la década actual. El crecimiento de 2004 sería el mayor alcanzado por la economía mundial desde justo antes de la primera crisis del petróleo en los setenta. De hecho, todas las principales áreas económicas han crecido a la vez, con mayor o menor intensidad, pero al unísono.

El análisis desagregado de las cifras de crecimiento mundial muestra una polarización en dos áreas geográficas claramente identificadas, como son Estados Unidos y el sureste asiático. La economía del país norteamericano habría crecido un 4,3 por 100 en 2004 y China un 9 por 100, ejerciendo un efecto arrastre considerable sobre otras zonas, como ha sido el caso de América Latina, para la que se estima un dinamismo cercano al 6 por 100. Con peores resultados entre los grandes bloques mundiales, el Área Euro registró un avance del 2,2 por 100, y a pesar de acelerar su creci-

CUADRO 1  
**CRECIMIENTO ECONÓMICO MUNDIAL**  
 (En porcentaje)

	2001	2002	2003	2004 (E)	2005 (P)
Mundo.....	2,4	3,0	3,9	5,0	4,3
Estados Unidos .....	0,8	1,9	3,0	4,3	2,9
China.....	7,9	8,2	9,1	9,0	7,5
Japón .....	0,4	-0,3	2,5	4,4	2,3
Área Euro .....	1,6	0,8	0,5	2,2	2,2
Alemania .....	0,8	0,1	-0,1	2,0	1,5
Francia .....	2,1	1,1	0,5	2,6	2,2
Italia .....	1,8	0,4	0,3	1,4	1,8
España .....	2,8	2,2	2,5	2,6	2,6

Fuente: FMI.

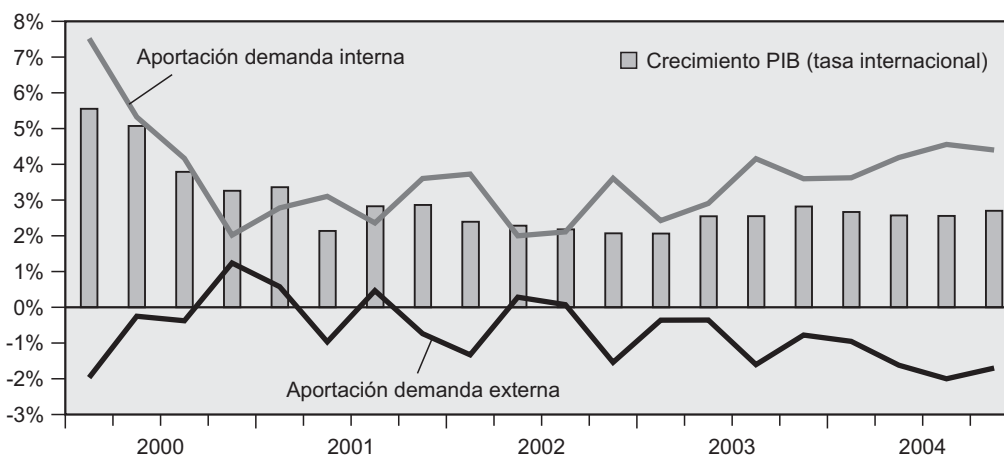
miento desde el 0,5 por 100 de 2003, no ha conseguido consolidar su reactivación económica (cuadro 1).

En este contexto, la economía española registró en 2004 una tasa de crecimiento del 2,6 por 100, cifra que sigue siendo superior a la de la mayoría de sus socios comerciales europeos. Y ello a pesar de la escalada del precio del crudo, que podría haber ocasionado mermas en el crecimiento del PIB de hasta medio punto porcentual, y de la apreciación del euro frente al dólar, que deteriora aún más la delicada posición competitiva de las exportaciones españolas, lo que unido al dinamismo de las importaciones, ha dado como resultado tam-

bién un importante y creciente drenaje al crecimiento del PIB (en concreto, dos puntos porcentuales en el crecimiento del 2,6 por 100 interanual del tercer trimestre de 2004) (gráfico 1).

Con unas condiciones de financiación extremadamente laxas para el punto del ciclo en el que se encuentra la economía española, el consumo privado ha mantenido el impulso de años anteriores, con una demanda por encima de la producción nacional. El mayor dinamismo de las importaciones (9,7 por 100) no ha podido ser compensado por el ritmo más modesto de crecimiento de las exportaciones (4,8 por 100 interanual). La pérdida de competitividad de las empresas españolas, el

GRÁFICO 1  
**CRECIMIENTO DEL PIB ESPAÑOL**



Fuente: INE y BDE.

mantenimiento de diferenciales de inflación positivos con los principales socios comerciales del Área Euro, la incorporación de nuevos mercados que se han beneficiado de la debilidad del dólar y los escasos incrementos de productividad que se acumulan desde hace años son las principales razones de este avance discreto de las ventas al exterior, a pesar del fuerte empuje del comercio internacional, que mostró tasas de dos dígitos.

Al déficit de la balanza de bienes se le añade el deterioro del superávit de la balanza de servicios, especialmente el procedente del turismo. En este sentido, a pesar de que ha habido un incremento del 3,4 por 100 en el número de turistas en 2004, el ingreso por turista habría caído un 1,7 por 100 en términos interanuales, lo que se traduce, junto al incremento en los pagos, en una reducción del superávit por turismo de un 3,7 por 100 interanual.

Por ambos factores, el déficit corriente asciende, en los diez primeros meses de 2004 a 30.098 millones de euros, un 3,8 por 100 del PIB, significativamente superior al 2,1 por 100 del mismo período de 2003. Es decir, el déficit corriente se ha deteriorado de forma considerable, alcanzando nuevos máximos históricos, entre otros motivos, por la imposibilidad de un ajuste mediante la depreciación del tipo de cambio, y ha debido financiarse con un incremento en la entrada de capitales (gráfico 2).

En los apartados siguientes, nos centramos en el análisis de los mecanismos de financiación del

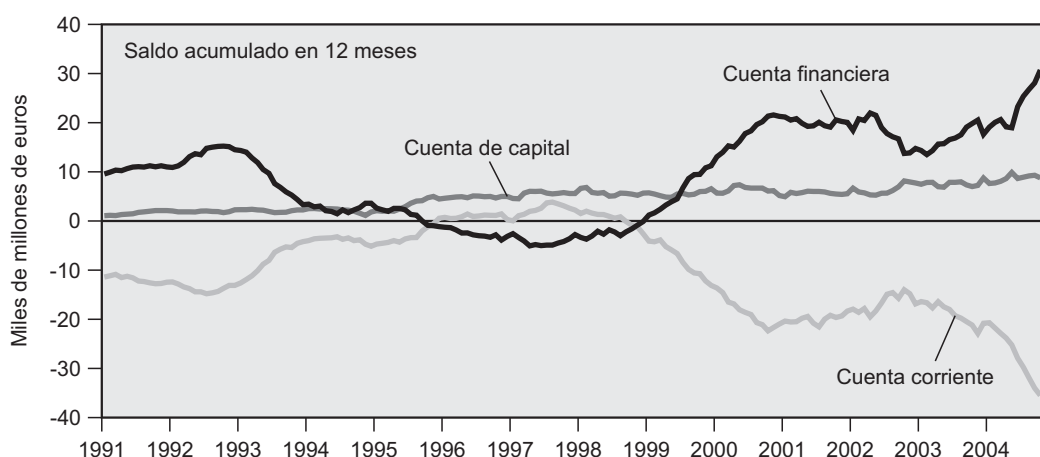
déficit corriente y las implicaciones que la utilización de uno u otro conlleva.

### 3. LA BALANZA FINANCIERA

Si bien el déficit corriente está reflejando el mayor dinamismo del consumo en el país de referencia, con relación a sus socios comerciales, su financiación inadecuada puede acarrear consecuencias inquietantes. Obviamente, el creciente déficit por cuenta corriente español se ha cubierto mediante un superávit de la cuenta financiera, que en el caso español ha contado con la ayuda marginal de las transferencias de capital procedentes de la Unión Europea (gráfico 3). Dicho superávit ha alcanzado los 27.806,9 millones de euros en los diez primeros meses de 2004, un 57,7 por 100 superior al del conjunto de 2003.

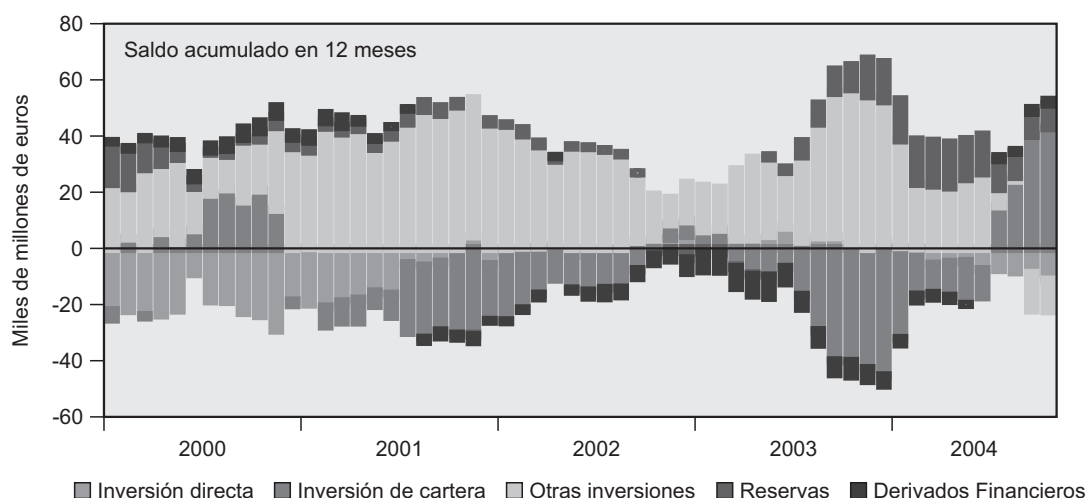
Descomponiendo la cuenta financiera, el superávit ha estado impulsado desde 1999 por una entrada neta de capitales dentro de la rúbrica de "Otras inversiones", que incluye préstamos, depósitos y repos, y alcanzaba a financiar el 175 por 100 de media del saldo de la cuenta financiera. En 2002, y especialmente en 2003, se añadió otra fuente de financiación mucho más estable, la inversión directa extranjera, si bien contribuía en sólo un 12 por 100 en promedio al superávit financiero. No obstante, el impulso del superávit de otras inversiones y de la inversión directa era parcialmente drenado por la inversión de cartera.

GRÁFICO 2  
BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA



Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 3  
BALANZA FINANCIERA DE ESPAÑA



Fuente: Banco de España.

Sin embargo, 2004 ha supuesto un cambio notable en la composición de la financiación desde la segunda mitad del año, aunque la cuenta financiera haya seguido manteniendo un saldo positivo y creciente. Por un lado, la rúbrica de otras inversiones ha dejado de contribuir positivamente al superávit financiero, pasando a drenarlo, por primera vez desde 1998, en un 40 por 100. Por otro lado, las inversiones directas se convirtieron en deficitarias, drenando aproximadamente un 30 por 100, mientras que la entrada de inversiones de cartera fue superior a la salida. De esta forma la inversión de cartera fue la principal rúbrica superavitaria, aportando un 140 por 100 a la cuenta financiera.

En los siguientes apartados veremos la evolución y composición de cada una de las rúbricas que componen la cuenta financiera, con el objetivo de identificar las razones que han llevado al radical cambio en la estructura de financiación.

#### 4. INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA

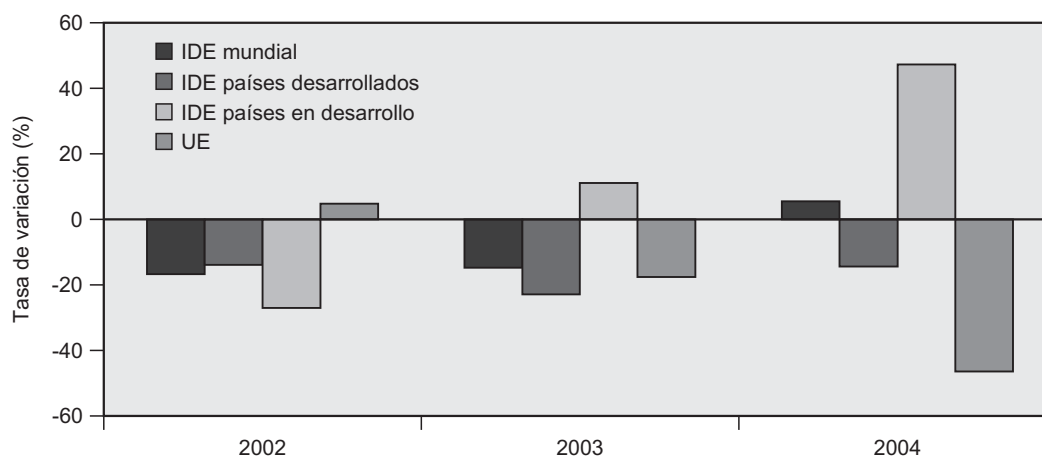
Tras tres años de acusados retrocesos (del 41 por 100 en 2001, del 17 por 100 en 2002 y del 15 por 100 en 2003), la Inversión Directa Extranjera (IDE) mundial estaba llamada a recuperarse en 2004 y según las estimaciones de la UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo), ha alcanzado los 612.000 millo-

nes de dólares, un 6 por 100 más que en el ejercicio precedente.

Estos resultados son fruto de la positiva evolución de una serie de factores macroeconómicos, microeconómicos e institucionales. Desde el plano macroeconómico, y tal y como hemos visto con anterioridad, las previsiones de crecimiento económico eran halagüeñas con respecto a los débiles resultados de ejercicios anteriores. Por otro lado, y con una perspectiva microeconómica, la mejora de los beneficios empresariales en los principales países emisores, y en particular en Estados Unidos, y la revalorización bursátil que se ha producido en 2004, se ha traducido en la reducción del nivel de endeudamiento empresarial y en la recuperación de la confianza de los inversores, impulsando la IDE. Desde el punto de vista institucional, el repunte en fusiones y adquisiciones, el principal motor de la inversión extranjera desde los años 80, ha ayudado a contrarrestar el repliegue generalizado del proceso de privatizaciones (salvo en China). Asimismo, la creciente liberalización del marco legislativo concerniente a la inversión extranjera también ha contribuido positivamente a los intercambios de flujos de inversión internacionales.

No obstante, y al igual que en el plano económico, las cifras muestran considerables disparidades por áreas geográficas, siendo Estados Unidos y los países en vías de desarrollo (fundamentalmente Asia) los principales impulsores de dicho cre-

GRÁFICO 4  
EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA (2002-2004)



Fuente: UNCTAD.

cimiento, mientras que la mayoría de países desarrollados, y particularmente los miembros de la Unión Europea (a excepción de los nuevos socios, Reino Unido y Portugal), han observado un nuevo retroceso en la recepción de capitales foráneos. Dicho retroceso de los países desarrollados (-14,5 por 100 en 2004) es el resultado de la intensificación de la caída registrada en 2003 por la Unión Europea (-46,4 por 100 en 2004 frente a -17,6 por 100 en 2003) (gráfico 4).

España es uno de los principales responsables de esta negativa evolución. Según las estimaciones de la UNCTAD, la IDE habría registrado un drástico retroceso en nuestra economía. Según el Banco de España, la entrada de inversión extranjera neta en España se ha desplomado en los diez primeros meses de 2004, situándose en los 3.921 millones de euros, una cifra radicalmente inferior a los 17.784 millones registrados en el mismo período de 2003, que, a su vez, ya suponían un retroceso frente a los 19.869 de enero-octubre de 2002, por lo que la caída acumulada sería de un -80,3 por 100 en tan sólo dos ejercicios.

Del lado de las salidas, la inversión neta española al exterior también ha continuado perdiendo vigor en los diez primeros meses de 2004, con una contracción del 4,1 por 100, si bien muy inferior a la observada en 2002-2003 (-38,1 por 100 en el ejercicio completo), lo que podría indicar la recuperación del sector inversor tras casi cuatro años de sucesivos retrocesos.

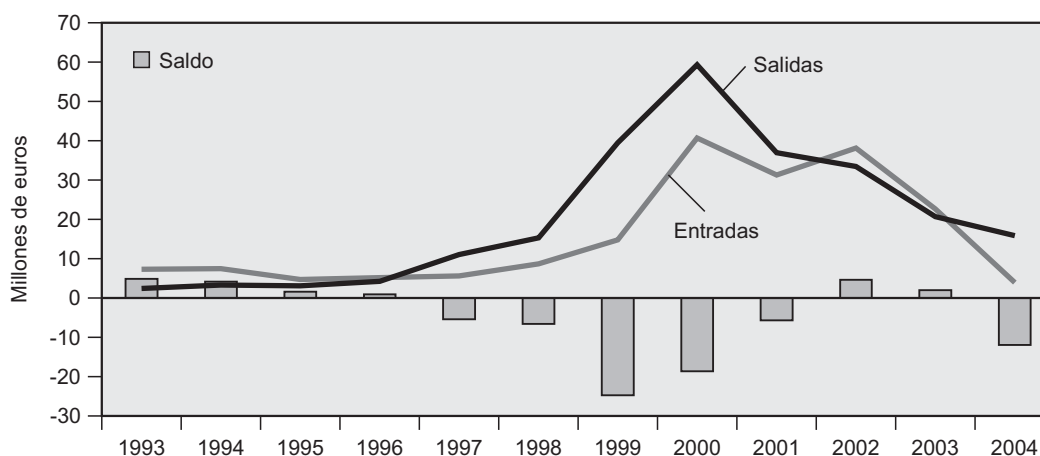
Con todo, las inversiones realizadas por España en el exterior, 15.872 millones de euros en el período de referencia en 2004, son muy superiores a las recibidas, lo que arroja como resultado un saldo deficitario de -11.950 millones de euros, de modo que España es un claro emisor de capitales. Esto supone recuperar de nuevo la negativa tendencia exhibida en 1997-2001, tras los ejercicios de 2002-2003 en los que las contribuciones a la cuenta financiera fueron favorables (gráfico 5).

Con todo, los paralelismos con la evolución mostrada por la inversión en el resto de países europeos deben ser matizados. De este modo, en el caso español entran en juego, además de factores coyunturales, otros de carácter estructural, que tienen que ver con su fuerte especialización geográfica y sectorial y con la pérdida de competitividad de la economía española. Veamos estos aspectos con más detalle, tanto en la inversión extranjera en España, como en la emitida por las empresas españolas fuera de nuestras fronteras (1).

#### 4.1. Inversión extranjera directa en España

La especialización geográfica de la inversión extranjera recibida en España es particularmente relevante para explicar la continuidad de los resultados negativos del primer semestre de 2004 (últimos datos disponibles en el Registro de Inversiones). La Unión Europea es el origen de buena parte del capital foráneo en España (74 por 100

GRÁFICO 5  
SALDO NETO DE LA INVERSIÓN ESPAÑOLA



Fuente: Banco de España.

en 1993-2003). En el primer semestre de 2004 se reproduce, aunque de forma menos acusada, dicha situación (65 por 100). La delicada coyuntura económica de la zona euro se ha sentido especialmente en España, al tiempo que otras regiones más diversificadas en cuanto a origen de la inversión y cuyos principales países emisores no han resultado tan afectados desde un punto de vista macroeconómico han podido sobrellevar mejor la menor afluencia de capital extranjero.

Pero sobre todo influye en dichos resultados la progresiva pérdida de competitividad de la economía española. Los menores niveles de productividad laboral en España en comparación con Europa (con crecimientos en 1996-2002 en términos de PIB por persona empleada del 0,5 frente al 1,2 por 100 de la Unión Europea de los 15, precisamente cuando ésta mostraba sus peores registros en este aspecto frente a la economía estadounidense) y el continuado retroceso de la misma (-0,4 por 100 por hora trabajada en dicho período de tiempo), unido al escaso gasto público en fortalecimiento de la base de capital y en educación, y al insuficiente aprovechamiento de la innovación y de las nuevas tecnologías, se saldan con una pérdida de representatividad de la inversión en industria, ya de por sí escasa frente al sector servicios. Así, la participación del sector industrial en el total del capital foráneo recibido en España se ha reducido del 20 por 100 en el período 1993-2000 al 13 por 100 en el 2001-2003, a favor del sector servicios.

Los datos correspondientes a los seis primeros meses de 2004 indican, por el contrario, un incremento del peso de la inversión industrial, que representa un 17,4 por 100 del total, resultado de una necesitada renovación de equipamiento, tras varios años de menor actividad debido a la situación económica.

Los resultados globales, comparados con los de otras áreas geográficas, apuntan a que España ha dejado de ser un destino atractivo para los capitales foráneos en aquellos sectores intensivos en trabajo en comparación a localizaciones como Asia o Europa del Este. Sin embargo, todavía no ha desarrollado su potencial para aquellos sectores intensivos en conocimiento, receptores de la inversión en las economías industrializadas. El cambio de modelo de desarrollo, hacia uno centrado en I+D e intensificación del contenido tecnológico, es absolutamente necesario y tanto más urgente cuanto mayor sea el retraso español en este ámbito.

#### 4.2. Inversión española directa en el exterior

Lo que en un principio parece una reactivación de los flujos de inversión españoles en el exterior en el primer semestre de 2004, en línea con la tendencia internacional, corresponde en realidad a operaciones puntuales de grandes compañías y sin garantías de continuidad, lo que pone nuevamente de relieve las debilidades españolas.

La excesiva concentración sectorial (el sector servicios —en su vertiente de intermediación financiera, comunicaciones, electricidad, gas y agua— es el principal emisor de capitales españoles al exterior) y geográfica (la Unión Europea y América Latina en los noventa, para volver a concentrarse en la Unión Europea en los últimos tres años, tras las sucesivas crisis en la región latinoamericana) es el mal del que adolece la inversión española en 1993-2003. En el primer semestre de 2004, dicho perfil inversor no se modificó y la inversión estuvo protagonizada por el sector bancario (61,6 por 100 del total), que redirige su capital a América Latina, y más concretamente a México (59,2 por 100 del total) en una única operación de gran volumen.

De este modo, aunque la senda alcista de la IDE española en el exterior en el primer semestre de 2004 invite momentáneamente al optimismo, su análisis sólo indica que el perfil inversor debería diversificarse, acometiendo mayores esfuerzos por ampliar mercados y sectores internacionalizados, especialmente teniendo en cuenta los retos que se plantean a determinados sectores industriales con el incremento de la competencia internacional.

## 5. INVERSIONES DE CARTERA

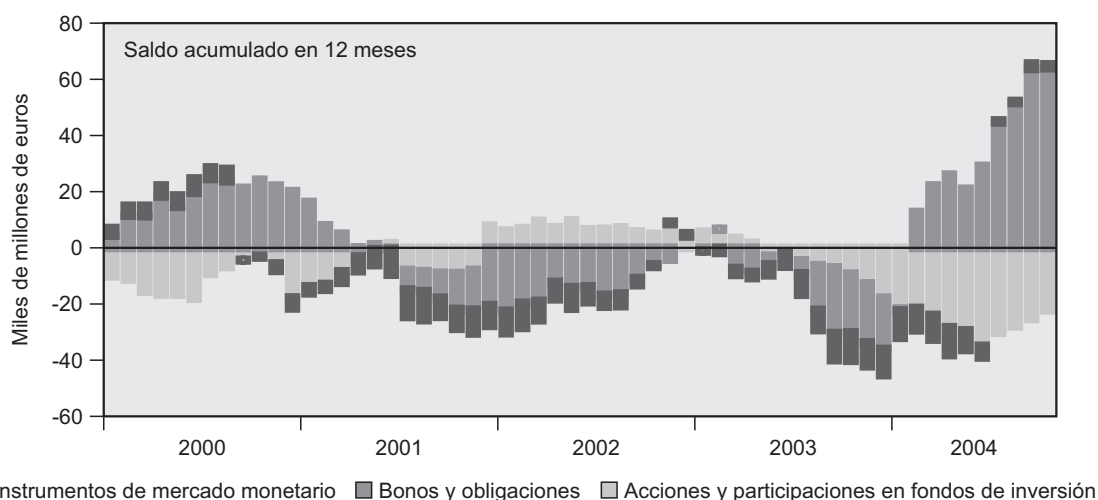
Como hemos apuntado al inicio, las inversiones de cartera se habían mantenido deficitarias en

buena parte de los últimos cuatro años, expuestas a las volatilidades dictadas por el ciclo económico internacional. Sin embargo, en 2004 experimentaron un vuelco, pasando de ser deficitarias a presentar un sustancioso superávit, que en los diez primeros meses de 2004 alcanzó el 6,5 por 100 del PIB. En realidad, el cambio de signo se produjo a partir de la segunda mitad del año, más que compensando la caída de las inversiones directas. De este modo, de enero a octubre de 2004 se produjo un saldo neto de entradas de 47.991 millones de euros, que contrarresta sobradamente la salida neta de 45.278 millones de euros en el conjunto de 2003. Es decir, los sectores residentes dejaron de prestar al exterior en forma de inversión de cartera para ser financiados (gráfico 6).

### 5.1. Inversiones de cartera del exterior en España

Las inversiones de cartera del exterior en España han aumentado de forma notable, explicando el superávit de las inversiones de cartera dentro de la cuenta financiera. De hecho, las inversiones de cartera del exterior en España han supuesto un 10,1 por 100 del PIB en los diez primeros meses de 2004, frente al escaso 4 por 100 del mismo período de 2003. El incremento de volumen podría explicarse por las expectativas de beneficios en el mercado de renta fija como consecuencia de la

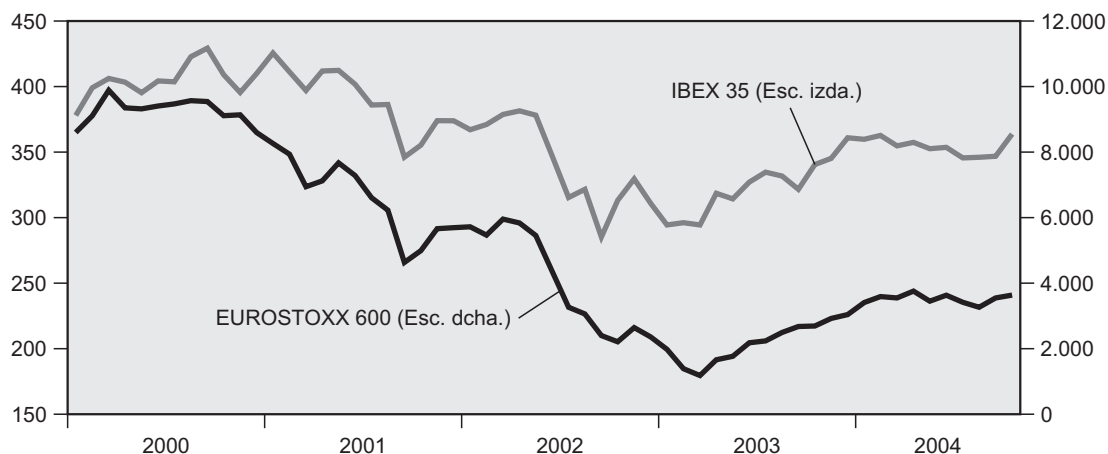
GRÁFICO 6  
SALDO NETO DE INVERSIONES DE CARTERA EN ESPAÑA  
(incluido Banco de España)



Fuente: Banco de España.



**GRÁFICO 7**  
**ÍNDICES BURSÁTILES**



Fuente: EcoWin.

caída de tipos de interés de la deuda a largo plazo a pesar de las perspectivas de recuperación económica mundial, así como por la reducción de las primas por riesgo hacia niveles de AAA, como es el caso del *rating* del Tesoro español.

La entrada masiva de capital del exterior a España se ha producido en forma de compra de deuda y obligaciones, mientras que ha tenido lugar una importante desinversión en acciones y participaciones por parte de los extranjeros. Con todo, cabe destacar la pérdida de intensidad de este último efecto en la medida que se obtenían relativamente mejores resultados del IBEX frente a los otros índices bursátiles internacionales (gráfico 7).

## 5.2. Inversiones de cartera de España en el exterior

A diferencia de las entradas, 2004 ha marcado el inicio de una nueva fase de retroceso de la inversión de cartera de España al exterior. Después de recibir un impulso del 165 por 100 en los diez primeros meses de 2003, en el mismo período de 2004 se ha experimentado una caída del 61 por 100, especialmente por la desinversión en deuda extranjera, que explica un 48 por 100 de la caída total. Mientras que las inversiones de cartera de España al exterior en los diez primeros meses de 2003 suponían un 9,5 por 100 del PIB, en el mismo período de 2004 éstas apenas representaban un 3,7 por 100.

Aunque este proceso se ha manifestado en todos los tipos de instrumentos financieros, el buen funcionamiento de los mercados bursátiles, especialmente en la segunda mitad de 2004, propició la mayor caída de la compra de bonos y obligaciones, con el consiguiente cambio en la composición de las salidas de capital al exterior en forma de inversiones de cartera. Así, mientras que en 2003 la inversión en bonos y obligaciones suponía aproximadamente un 85 por 100 del total de inversiones de cartera al exterior, en los diez primeros meses de 2004 este porcentaje se había reducido en más de 20 puntos. Por el contrario, la contribución de las acciones y participaciones se incrementó del 3,5 hasta el 29 por 100 en los diez primeros meses de 2004.

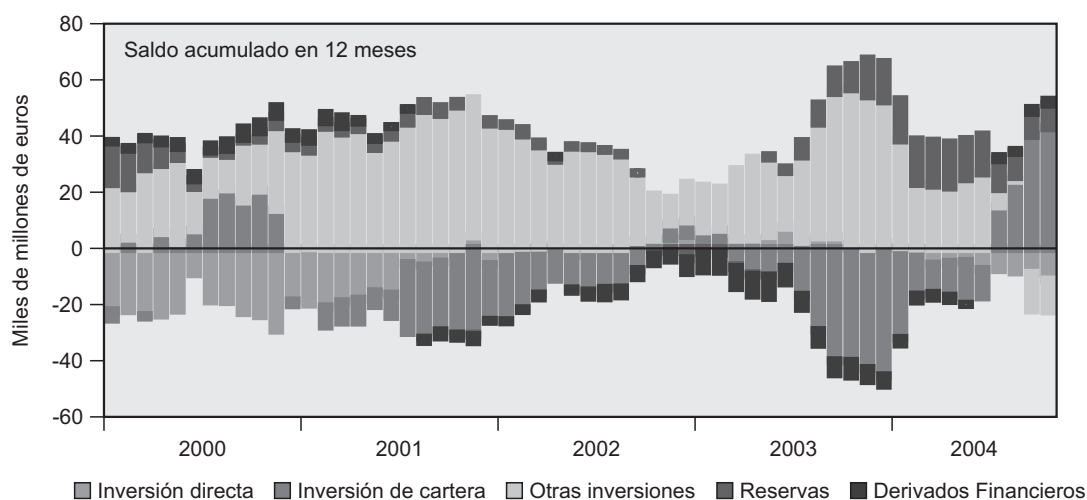
## 6. OTRAS INVERSIONES

Como hemos mencionado anteriormente, la rúbrica de "otras inversiones", que incluye operaciones de préstamos, depósitos y repos, ha sido la principal fuente de financiación del superávit financiero en los últimos años, una media del 175 por 100 en los tres últimos años, en el rango de los 45.000-50.000 millones de euros en 2001-2003 (gráfico 8).

En cualquier caso, la evolución de los flujos de capitales en "otras inversiones" ha mostrado un comportamiento extremadamente volátil en los últimos años, que se ha intensificado a partir de 2003. La descomposición de esta rúbrica revela que las



GRÁFICO 8  
SALDO NETO DE OTRAS INVERSIONES EN ESPAÑA



Fuente: Banco de España.

oscilaciones han venido marcadas por los movimientos de las Instituciones Financieras Monetarias (principalmente, cajas de ahorro y bancos), en las que se incluyen los movimientos del mercado interbancario, mientras que los otros sectores residentes y el sector público apenas son significativos.

Sin embargo, desde agosto de 2004 y por primera vez desde 1996, las operaciones de préstamos, depósitos y repos experimentaron una reversión del signo del saldo neto en términos acumulados en doce meses, de modo que los sectores residentes financiaron en términos netos al exterior. Esta variación es atribuible a un giro en las necesidades de financiación de las entidades financieras de los últimos años y, en menor medida, de los otros sectores residentes, mientras que el sector público ha incrementado su necesidad de financiación exterior. Un cambio en las decisiones de gasto de los hogares podría ser la causa del vuelco en la necesidad de financiación, en la medida que se agota el impulso del consumo privado de los años anteriores en España y que se recupera, aunque tímidamente, el consumo en el Área Euro.

## 7. RESERVAS Y DERIVADOS FINANCIEROS

Al margen de las inversiones directas y de cartera, existen otras dos rúbricas dentro de la cuenta financiera: la variación de reservas y los derivados financieros.

La variación de reservas carece de importancia con relación a los flujos de inversión comentados anteriormente, teniendo en cuenta que la adopción de la moneda única supone la pérdida de la capacidad de llevar a cabo una política cambiaria. El incremento del volumen de reservas, activos netos del Banco de España en moneda extranjera, financiaba en los tres últimos ejercicios un 22 por 100 del total de la cuenta financiera, si bien en los diez primeros meses de 2004 su participación se ha incrementado hasta el 50 por 100, superando los cinco mil millones de euros en ese período. Su adquisición se ha mantenido estable con relación al resto de flujos financieros, si bien cabe destacar que el momento de máxima adquisición de este activo fue en el primer cuarto de 2004 (coincidiendo con la pérdida de valor del euro en su cruce frente al dólar hasta niveles próximos a 1,19 dólares por euro en el mes de abril), para reducirse de forma paulatina posteriormente.

Los derivados financieros, por su parte, representan la parte más pequeña de la cuenta financiera, apenas un 4 por 100 del total de flujos. La reducción de la volatilidad en los mercados cambiarios a lo largo de 2004 ha resultado en un retroceso del volumen negociado en los mercados internacionales. De esta forma, el saldo neto ha registrado un vuelco desde junio de 2004 para situarse en terreno positivo después de dos años y medio de mayores salidas que entradas.

## 8. CONCLUSIONES

2004 ha introducido un cambio en la estructura de la cuenta financiera y, lógicamente, también de la financiación del déficit comercial estructural de la economía española. Así, en los ejercicios anteriores eran las rúbricas de "otras inversiones", servicios y en menor medida inversiones extranjeras directas en España, quienes contrarrestaban el saldo negativo de la balanza comercial. Sin embargo, el cambio de signo de la necesidad de financiación de las entidades financieras en 2004, el nuevo saldo negativo de la inversión directa y el deterioro del superávit de servicios, especialmente el procedente del turismo (a consecuencia del agotamiento del modelo de desarrollo turístico español frente a la competencia de otros destinos mediterráneos), ha dado paso a un mayor protagonismo de la inversión de cartera.

El peligro de dicha sustitución radica en la volatilidad de la inversión en cartera, puesto que se trata de inversiones con un horizonte temporal de corto plazo y muy susceptibles a las fluctuaciones de los mercados monetarios, cambiarios y de deuda, frente al mayor compromiso y voluntad de permanencia de la inversión extranjera, con su consecuente contribución a la estabilidad económica y financiera del país.

En cualquier caso, la financiación del déficit corriente está, de un modo u otro, garantizada en un entorno estable como el que se encuentra la economía española, teniendo en cuenta su integración en la Unión Europea. Las únicas consecuencias de esta nueva estructura de cobertura pueden ser una reducción de las reservas del Banco de España y/o una mayor recurrencia a la renta fija, reflejo de la actividad de las instituciones financieras en los mercados exteriores para financiar lo que no se ahorre en el mercado local, si bien con un posible encarecimiento del coste de dicha financiación.

Con todo, no pueden pasarse por alto las señales de alarma que los datos arrojan. El continuado

deterioro de la competitividad de la economía española puede traducirse en un posible mantenimiento o incluso intensificación de los retrocesos en la afluencia de capitales extranjeros a España, tanto en inversiones directas como en acciones, como resultado del mayor atractivo de otras localizaciones emergentes (léase Asia y Europa del este) en sectores intensivos en trabajo y el débil potencial de la economía española en sectores intensivos en conocimiento. Es por ello que urge la recuperación de la competitividad de la economía española, como forma de atracción de capital productivo.

### NOTAS

(\*) Analistas Financieros Internacionales.

(1) Nota metodológica: La base estadística utilizada a continuación en el apartado de inversión extranjera directa ha sido el Registro de Inversiones de la Dirección General de Comercio e Inversiones, puesto que permite un análisis de los datos de acuerdo a criterios geográficos y sectoriales que el Banco de España no ofrece.

### BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2003): "Balanza de Pagos y posición de inversión internacional de España".
- (2005): "Informe Trimestral de Economía Española", enero.
- Estadísticas de Balanza de Pagos.
- CONTHE, P. y PAREDES, J. (2004): "La inversión española en 2003 y perspectivas de futuro: ¿recuperación o agotamiento?", *Cuadernos de Información Económica*, núm. 181, julio-agosto, págs. 27-37.
- CONFERENCIA DE LAS NACIONES UNIDAS SOBRE COMERCIO Y DESARROLLO (UNCTAD): *Estadísticas de inversiones*.
- (2004): "World Investment Report 2004. The shift towards services".
- DIRECCIÓN GENERAL DE COMERCIO E INVERSIONES (2004): "Flujos de inversiones exteriores directas. enero-junio 2004", *Boletín Económico de ICE*, núm. 2826, noviembre-diciembre, págs. 9-37.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI) (2004): "World Economic Outlook", septiembre.
- Registro de Inversiones de la Dirección General de Comercio e Inversiones: Flujos de inversiones extranjeras en España y Flujos de inversiones españolas en el exterior.