

## LA BALANZA DE PAGOS Y LA LIBERALIZACION DE LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL

---

*Analistas Financieros Internacionales*

Según las cifras de la Dirección General de Aduanas, el déficit comercial en mayo ascendió a 333,4 m.m. de pesetas, con lo que su tasa de crecimiento medio anual se eleva ya hasta un 13,7%. La importante aceleración que ha experimentado el saldo negativo de la **balanza comercial** en estos cinco primeros meses del año responde a la continuación de las tendencias, ya iniciadas en el segundo semestre del pasado ejercicio, de nuestros flujos comerciales con el exterior: fortaleza de las importaciones y clara ralentización de las exportaciones. En la medida en que las circunstancias que las respaldan (la ampliación del déficit público y los efectos de los acontecimientos de 1992, y la debilidad de las economías internacionales, respectivamente) son, en principio, transitorias, de igual modo lo son estas tendencias.

Por otra parte, y según el Registro de Caja, el **déficit por cuenta corriente** experimentó en mayo un nuevo deterioro, aumentando su ritmo de incremento medio anual hasta un 25,6% desde el 20,8% de abril, como consecuencia principalmente de una sustancial reducción del saldo positivo de la balanza de servicios. En estas circunstancias, seguimos previendo un incremento del déficit por cuenta corriente en 1992 de un 28,5%, lo que provocaría un aumento de su porcentaje en términos del PIB hasta un 3,6% desde el 3,0% de 1991.

En cuanto a la financiación del déficit corriente en mayo, recayó exclusivamente, en contraste con los meses anteriores, en el capital a largo plazo, ya que los fuertes movimientos a corto plazo que tuvieron lugar se saldaron con una moderada salida neta, pese al importante recurso al endeudamiento exterior a este plazo de los residentes (de 110 m.m. de pesetas). En cualquier caso, los flujos netos de capital excedieron nuevamente la cuantía del déficit corriente, provocando una nueva acumulación de reservas en mayo, de 76,1 m.m. de pesetas. No obstante, el deterioro en la calidad de la financiación del déficit, como puede apreciarse en el gráfico 1, que excluye el crédito a largo plazo, ha sido muy fuerte en los últimos meses.

La fortaleza de las importaciones es mayor en términos reales que nominales, dado el favorable comportamiento de los precios de importación. Para soslayar el efecto distorsionador que sobre las cifras de comercio exterior indujo el desplazamiento de la festividad de Semana Santa distinguiremos dos períodos: el primero de ellos abarcaría los meses de enero y febrero de 1992, y el segundo, los meses de marzo, abril y mayo. En este último, hemos asistido a una aceleración de nuestras importaciones, sobre todo de las no energéticas, que incrementaron su tasa de variación interanual acumulada en estos tres meses hasta un 14,9% desde el 8,5% de los dos primeros meses del año, mientras los precios aceleraron su ritmo de descenso hasta un -2,3% interanual acumulado desde el -1,8% (Tabla 1).

Siguieron siendo las **importaciones de bienes de consumo las responsables de este dinamismo de nuestras compras exteriores**, con un ritmo de crecimiento interanual acumulado en este último período de un 24,3% frente al 19,8% de los dos primeros meses de 1992, aunque las importaciones de bienes intermedios registraron igualmente una importante aceleración hasta un 14,2% medio anual desde el 8,5% anterior. Sin embargo, las de bienes de capital acusaron una desaceleración de más de siete puntos porcentuales entre estos dos períodos, hasta un 2,1% interanual acumulado.

GRAFICO 1

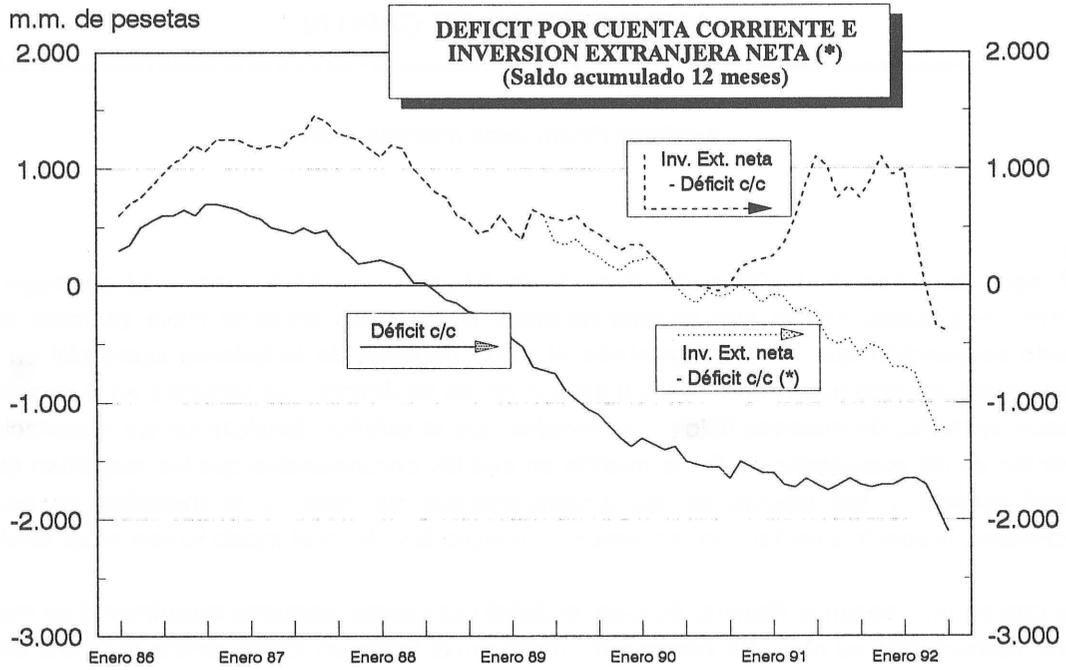


GRAFICO 2

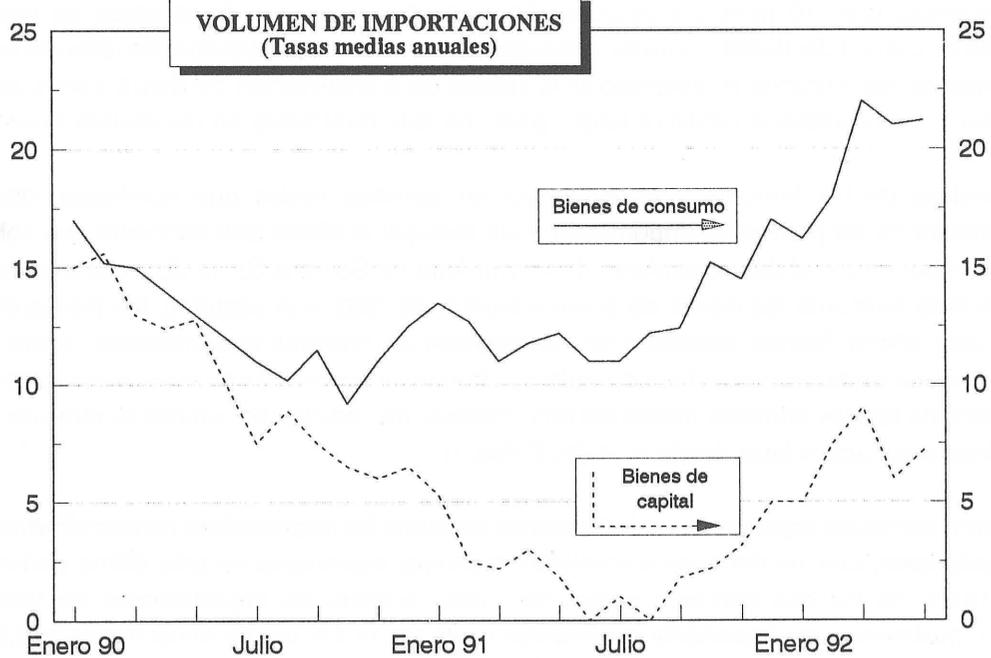


TABLA 1

TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL DE IMPORTACIONES Y EXPORTACIONES EN TERMINOS REALES (DE VOLUMEN) <sup>(*)</sup>							
	I-91	II-91	III-91	IV-91	I-92	En-Feb 92	Mar-May 92
<b>Importaciones</b>	6.1	9.8	13.3	17.7	17.6	10.9	2.1
Bienes de capital	-4.9	1.4	8.9	16.0	11.0	9.4	24.3
Bienes de consumo	7.9	13.4	19.0	26.8	28.2	19.8	14.2
Bienes intermedios	9.5	11.6	12.2	14.2	16.0	8.5	4.4
<b>Exportaciones</b>	13.5	14.3	7.2	12.3	8.6	6.5	4.4
Bienes de capital	6.0	4.1	-9.3	-0.3	15.4	13.6	2.7
Bienes de consumo	14.5	13.5	10.0	7.6	9.1	5.5	6.7
Bienes intermedios	14.8	17.9	10.0	19.4	5.9	4.8	3.3
<b>Pro-memoria:</b>							
Importaciones no energéticas	6.8	10.9	14.0	18.2	19.1	8.5	14.9
Precios importaciones no energéticas	-5.2	-2.6	-0.7	-2.4	-1.7	-1.8	-2.3
Precios exportaciones	-1.2	-1.0	-0.5	-2.9	-1.2	-1.7	-0.3

Fuente: D.G. de Previsión y Coyuntura (MEH).

Tasas calculadas sobre series sin desestacionalizar.

(\*) Nota: Las series han sido revisadas, no coincidiendo exactamente con las anteriores en su clasificación por destino económico.

En mayo, no obstante, parece detectarse un cierto freno a la tendencia fuertemente ascendente de las importaciones de bienes de consumo (freno que, en todo caso, precisa de datos posteriores que lo confirmen), que vendría explicado, en gran parte, por el **menor crecimiento que, en comparación con los meses anteriores, han registrado las importaciones de automóviles** (Gráfico 2). En efecto, y al hilo de un cierto agotamiento del proceso que ha podido ser el origen de la fuerte aceleración de las importaciones de este tipo de bienes en los primeros meses de 1992 (la realización de la demanda acumulada en los últimos meses de 1991 ante el anuncio de un posible descenso del IVA de automóviles), en mayo se han incrementado un 29% interanual que, aun siendo muy elevado, dista del espectacular crecimiento interanual acumulado hasta abril (de un 55%). De todos formas, este grupo de productos continuó erigiéndose como uno de los que mayor volumen de importaciones registró en mayo (su peso en el total en el período enero-mayo de 1992 es de un 6,7% frente al 4,5% en los cinco primeros meses de 1991).

Por otra parte, en mayo prosiguió la tendencia desaceleradora de las exportaciones, cuya tasa de crecimiento medio anual se sitúa en un 6,5% frente al 10,3% de diciembre de 1991. Siguiendo el mismo esquema que en el análisis de las importaciones, consideraremos dos períodos (véase la tabla 1). En estos últimos tres meses, los precios de exportación se mantuvieron prácticamente invariables respecto al mismo período del año anterior, y las exportaciones en términos reales se desaceleraron hasta un 4,4% de incremento interanual desde el 6,5% de los dos primeros meses de 1992 (a raíz de un espectacular descenso del ritmo de variación interanual acumulado de las exportaciones de bienes de capital hasta un 2,7% en el trimestre marzo-mayo de 1992 desde el 13,6% de enero-febrero). En este sentido, **la fuerte desaceleración que están sufriendo nuestras ventas a Alemania** (Gráfico 3) no se ha visto compensada por una mayor demanda del resto de los países industrializados, cuya recuperación aún se muestra vacilante. De esta manera, la desaceleración de las exportaciones a la CE, con un crecimiento hasta mayo de tan sólo un 4,9% interanual acumulado, frente al 13% que crecieron en el conjunto de 1991, se debe en gran parte, a la experimentada por nuestras ventas a Alemania (un 5% interanual acumulado frente al 31,3% de incremento en 1991). También ha influido la importante ralentización de las dirigidas a Italia (un -3,2% interanual acumulado frente al 17% al que aumentaron en el conjunto de 1991). Este efecto ha sido mitigado, aunque sólo en parte, por una ligera aceleración de nuestras ventas a Francia, que continúa siendo el principal receptor de nuestras exportaciones (un 20,6% de las mismas en estos primeros cinco meses del año).

GRAFICO 3

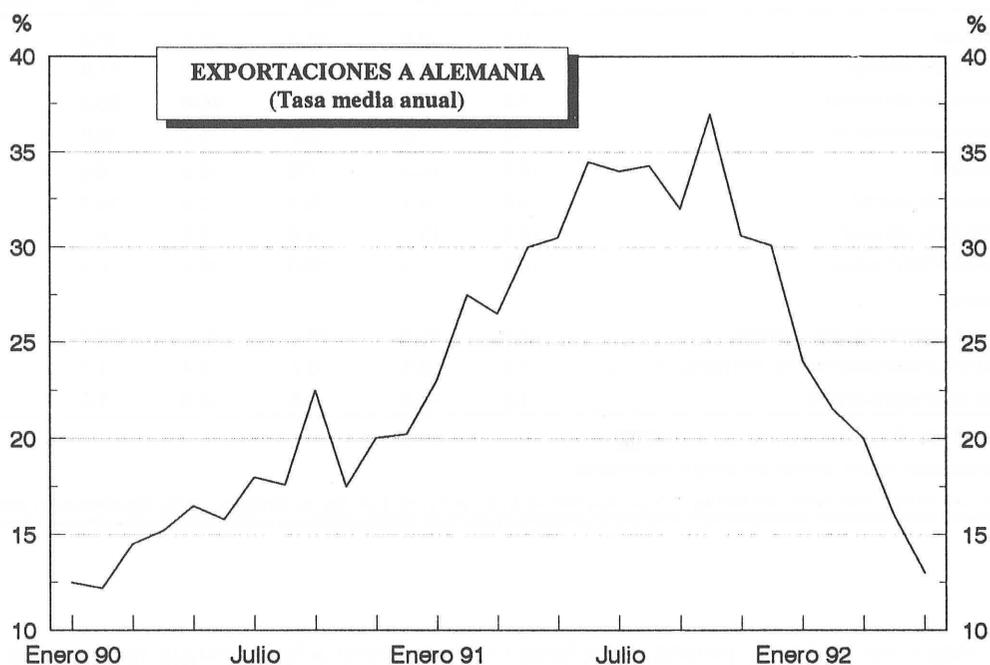
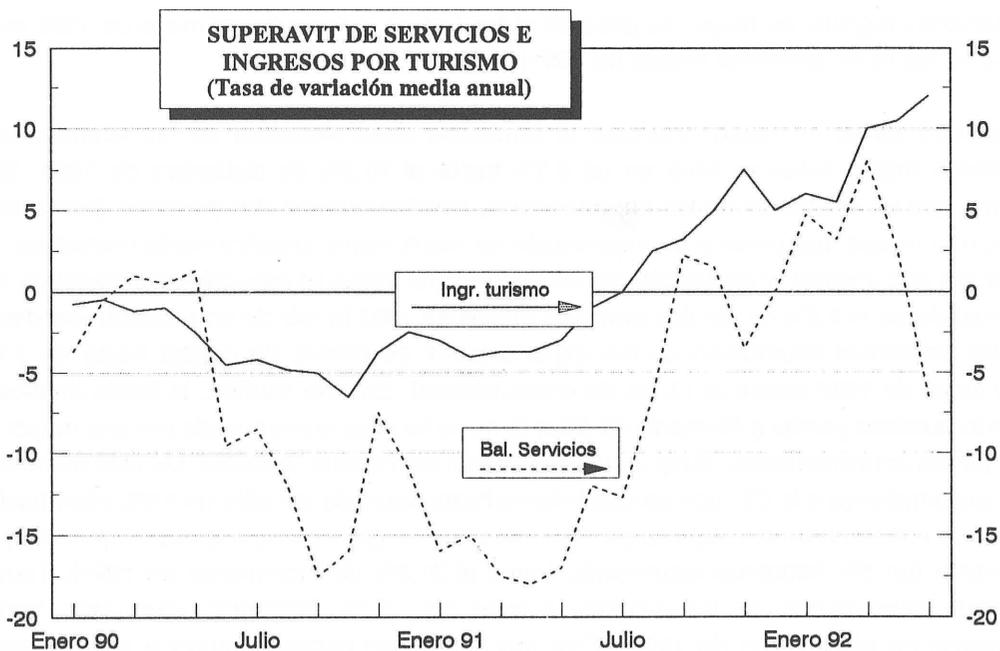


GRAFICO 4



Por último, cabría destacar de los datos de Aduanas el deterioro que ha experimentado **nuestra relación real de intercambio** (el cociente entre los índices de precios de las exportaciones y las importaciones), al aumentar en tasa interanual acumulada un 3,4% en mayo frente al 3,2% de abril, con la consiguiente pérdida de competitividad que ello supone para los productos españoles.

Atendiendo a los cobros y pagos efectivamente realizados con el exterior, recogidos en el Registro de Caja, el déficit comercial experimentó en mayo una suave aceleración, al ascender su tasa de crecimiento medio anual hasta un 14,1% desde el 13,8% de abril. No obstante, el déficit por cuenta corriente aumentó en casi cinco puntos porcentuales su tasa de variación media, como consecuencia principalmente de un sustancial deterioro del superávit de servicios. Los importantes pagos en concepto de **rentas públicas de inversión**, por segundo mes consecutivo, fueron los principales responsables, truncando desde el pasado mes la mejora que, al hilo de la recuperación de los ingresos por turismo desde mediados de 1991, venía experimentando el superávit de servicios (Gráfico 4). Las fuertes adquisiciones de deuda pública por no residentes en 1991 tienen ahora su contrapartida en forma de pagos por intereses, **hasta tal punto que logran contrarrestar los mayores ingresos por turismo que, al hilo de la Exposición Universal de Sevilla, están llegando a nuestro país**, pese a que éstos se han incrementado su tasa de variación media hasta un 11,6% en mayo, desde el 6,0% de diciembre de 1991.

TABLA 2

<b>BALANZA DE PAGOS</b>				
(Registro de Caja en m.m. de pesetas)				
	1991	Enero 91-Mayo 91	Enero 92-Mayo 92	Mayo 1992
<b>1. Balanza comercial</b>	-3296.8	-1273.1	-1558.7	-321.8
Importaciones	-9009.1	-3694.9	-4199.1	-831.3
Exportaciones	5712.3	2421.8	2640.4	509.5
<b>2. Balanza de servicios</b>	917.3	257.8	130.8	1.3
Turismo	1517.8	501.8	560.7	138.6
Rentas Privadas	-779.2	-296.9	-271.7	-63.6
Rentas Públicas	337.6	135.0	28.1	-34.1
Otros	-158.9	-82.1	-186.3	-39.7
<b>3. Transferencias</b>	722.0	297.6	260.1	59.4
Privadas	237.5	111.7	121.3	18.7
Públicas	484.5	185.9	138.8	40.7
<b>4. Balanza corriente</b>	-1657.6	-717.7	-1167.8	-261.1
(1+2+3 = 5+6+7+8)				
<b>5. Capital a largo plazo</b>	3554.8	1784.1	1375.2	337.3
Inversión neta	2566.7	1490.2	627.9	171.7
Crédito neto	988.0	293.9	747.3	165.6
<b>6. Capital a corto plazo</b>	827.2	109.0	433.2	-51.0
Capital a Corto	159.3	22.9	358.1	56.0
Variac. saldo pts. de no residentes	71.9	127.1	-175.8	-94.7
Variac. posic. divisas residentes	232.9	-41.0	250.9	-12.3
<b>7. Movimientos monetarios diversos</b>	-607.3	-200.7	-200.0	18.9
<b>8. Variación de reservas centrales</b>	-1350.0	-974.6	-440.6	-43.9
(-) aumento; (+) disminución				
<b>PRO MEMORIA</b>				
<b>BALANZA BASICA (4+5)</b>	1897.2	1066.4	207.4	76.1

GRAFICO 5

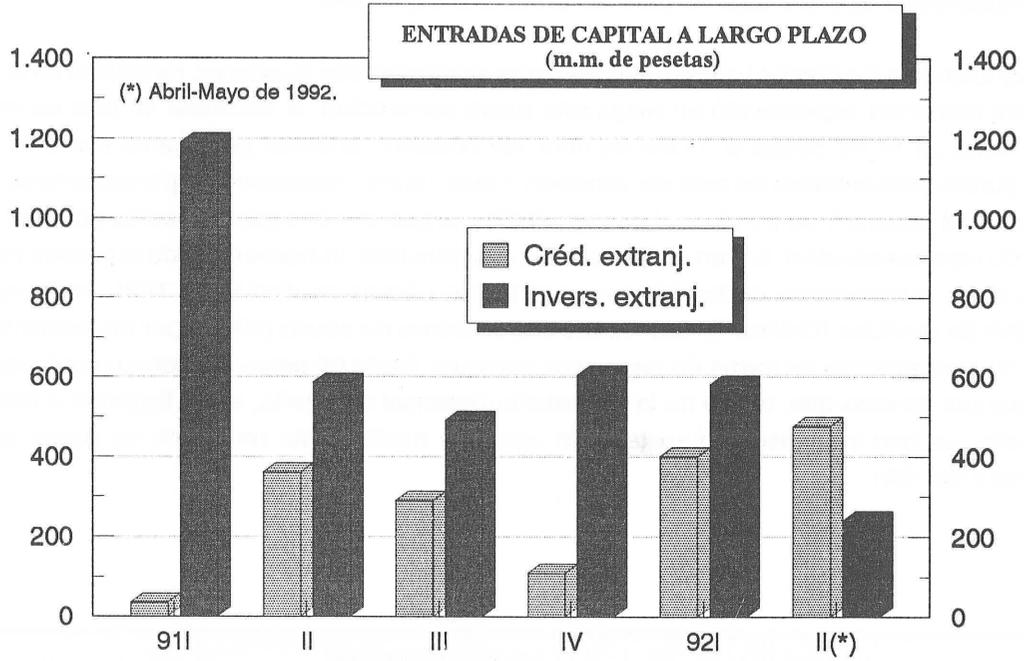
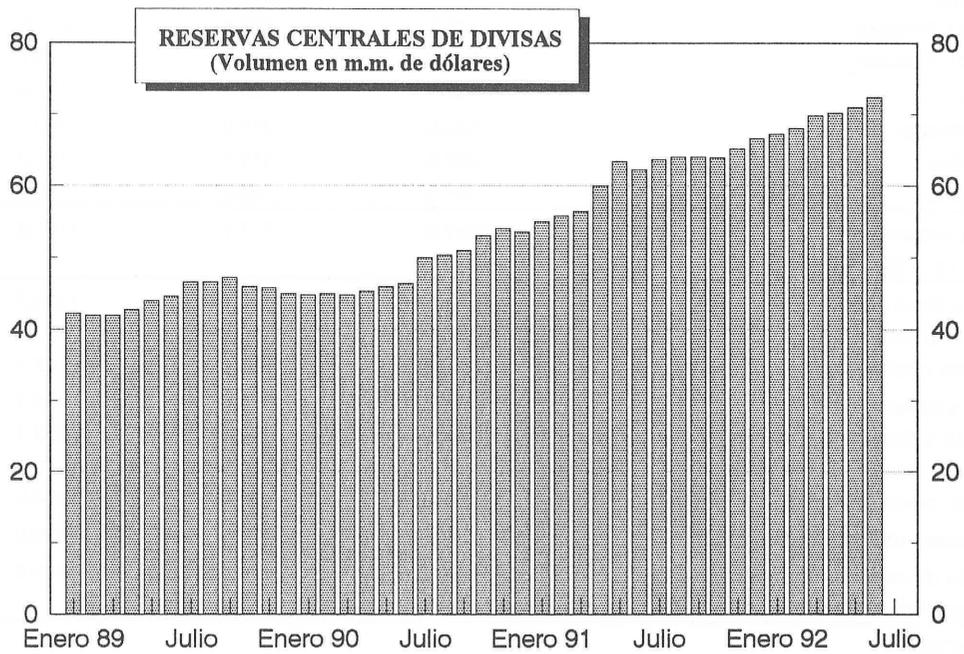


GRAFICO 6



En cuanto a la financiación del déficit por cuenta corriente en el mes de mayo, de 261,1 m.m. de pesetas, recayó exclusivamente en el capital a largo plazo, cuya composición, sin embargo, varió de manera sustancial respecto a los meses anteriores (Tabla 2). En efecto, **en mayo la inversión extranjera aumentó en gran medida**, ascendiendo a 198,8 m.m. de pesetas, superando de esta forma el recurso al endeudamiento de los residentes a largo plazo en dicho mes, de 178,5 m.m. de pesetas. Destaca el hecho de que **esta inversión extranjera se produjo pese a una ligera reducción en el saldo vivo de Deuda Pública española de no residentes**, por lo que posiblemente fue **la inversión directa** la principal receptora del capital extranjero a largo plazo. En cualquier caso, en datos acumulados hasta mayo, el endeudamiento sigue primando sobre la inversión dentro de la balanza de capital a largo plazo (Gráfico 5).

En el actual contexto de fuerte expansión del déficit corriente y de ralentización de la inversión extranjera, es relevante destacar cómo esta última se muestra ya incapaz, en saldo acumulado de doce meses, de financiar por completo a aquél. De esta forma, el excedente de la inversión extranjera neta sobre el déficit corriente fue negativo, en saldo acumulado, en mayo y por segundo mes consecutivo, quedando atrás el fuerte impulso que, al hilo de las masivas adquisiciones de Deuda Pública por no residentes, experimentara este excedente el pasado año. No hemos de olvidar, sin embargo, que descontando este efecto (el de la adquisición de Deuda Pública), este saldo era ya negativo desde mediados de 1991 (recuérdese el gráfico 1).

Por otra parte, **los movimientos a corto plazo** en mayo registraron en conjunto un saldo ligeramente negativo. Pese a que el capital extranjero, en el que están incluidos los créditos captados en el exterior por los residentes, alcanzó los 110 m.m. de pesetas, tanto el capital a corto español, de 54 m.m. de pesetas, como las variaciones en las cuentas en pesetas de no residentes (de -94,7 m.m. de pesetas) y en la posición en divisas de los residentes (- 12,3 m.m. de pesetas) determinaron una salida neta de capitales a corto plazo.

TABLA 3

MEDIA MENSUAL DE LOS MOVIMIENTOS A CORTO PLAZO (*)		
(m.m. de pesetas)		
	Enero 91-Enero 92	Febrero 92-Mayo 92
Capital a corto español .....	3.1	-59.4
Ingresos .....	280.9	466.3
Pagos .....	277.8	525.7
Capital a corto extranjero .....	13.5	150.6
Ingresos .....	543.0	578.8
Pagos .....	529.5	428.2

(\*) Ambos meses incluidos.

Cabría detenerse, por un momento, en los datos acumulados hasta mayo, para analizar cómo ha influido **la liberalización de los movimientos de capital el 1 de febrero del presente año** (Tabla 3). Destaca especialmente la intensificación de los movimientos del capital español a corto plazo, que prácticamente se han duplicado en media desde entonces, en relación al período que abarca desde enero de 1991 a enero de 1992, a la vez que la salida neta de capitales por esta vía. En estas circunstancias, el proceso de deslocalización de los depósitos bancarios (sólo posible a partir del 1 de febrero) podría haberse concretado en la apertura de cuentas en divisas o en europesetas y en la adquisición de títulos a corto en el exterior por una cuantía que supera los 500 m.m. de pesetas, a la vez que la utilización de dichas cuentas y la amortización o venta de los títulos incidiría en una intensificación de los movimientos en sentido inverso. En contraste, en el capital

extranjero a corto plazo, el espectacular incremento del saldo medio desde febrero (de 150,6 m.m. de pesetas frente a los 13,5 m.m. en media del período anterior) no se debe tanto a un aumento de los flujos que llegan a nuestro país como de una menor amortización o venta de los valores poseídos por los no residentes.

En todo caso, los flujos netos de capital excedieron en mayo la cuantía del déficit exterior provocando una nueva acumulación de reservas, acumulación que, según datos provisionales, ha proseguido en junio, hasta alcanzar un saldo de 72,4 m.m. de dólares (Gráfico 6).