

La Balanza de Pagos de España en 2011

César Martín Machuca*

Patrocinio Tello*

1. Introducción

La Balanza de Pagos es una estadística de carácter macroeconómico que, junto con la Posición de Inversión Internacional, resume de forma sistemática las relaciones económicas —reales y financieras— entre los residentes de una economía y los del resto del mundo¹. La reciente crisis financiera y económica ha puesto de manifiesto que se infravaloró el impacto negativo de la acumulación de desequilibrios exteriores elevados en países pertenecientes al área del euro. De ahí que en el marco actual de revisión de la gobernanza europea haya adquirido una mayor relevancia la vigilancia de los desequilibrios internos y externos y de la competitividad de los países miembros de la zona del euro, tal y como se refleja en el recientemente aprobado mecanismo de alerta y el Procedimiento de Desequilibrio Excesivo, que incorpora la Balanza de Pagos dentro de la batería de indicadores de supervisión macroeconómica².

* Servicio de Estudios del Banco de España. Departamento de Coyuntura y Previsión Económica.

¹ La Balanza de Pagos se elabora siguiendo las directrices del quinto Manual de Balanza de Pagos del FMI. Los conceptos y definiciones de este Manual son coherentes con los que se recogen en el Sistema de Cuentas Nacionales y —en su versión europea— en el Sistema Europeo de Cuentas, que son los manuales de referencia para la elaboración de las estadísticas económicas oficiales. Para más información véase el capítulo 3 de la *Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional de España 2011*, Banco de España, 2012.

² Para más información véase Matea, M.^a Llanos (2012). "Nuevo marco de vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos de la UE", *Boletín Económico*, Banco de España, marzo.

Antes de describir los principales rasgos de la Balanza de Pagos de España en 2011 conviene enmarcar su evolución en el entorno económico y financiero que ha caracterizado dicho año. En el plano económico internacional cabe destacar la interrupción de la paulatina recuperación de la economía mundial, con una ralentización de la actividad en la segunda mitad del año, en particular en las economías avanzadas. Tras el fuerte repunte experimentado en 2010, los flujos de comercio mundial se desaceleraron, lastrados por perturbaciones como el tsunami en Japón y los brotes de inestabilidad política en los países árabes. Junto a esta moderación de la actividad internacional, el hecho más relevante fue el agravamiento y extensión de la crisis de la deuda soberana en el área del euro en la segunda mitad del año, que terminó adquiriendo un carácter sistémico, afectó de forma acusada a la economía de la UEM, en general, y a España, en particular a lo largo de 2011 y en la primera mitad de 2012. En la zona del euro, la ausencia de presiones inflacionistas en el medio plazo permitió que, en respuesta al deterioro de la crisis, se adoptaran medidas de política monetaria dirigidas a recuperar un tono más expansivo de la política monetaria, restaurar el mecanismo de transmisión y estabilizar los mercados financieros. Estas medidas, en especial las inyecciones de fondos a tres años por parte del BCE, aliviaron las tensiones, al reducir los riesgos de liquidez de la banca. Al mismo tiempo, continuaron los procesos de consolidación fiscal en diversos países europeos y se introdujeron diversas reformas para fortalecer la gobernanza europea.

En España, la trayectoria de tenue recuperación iniciada en 2010 se debilitó en los meses de verano y en el último trimestre de 2011 cambió de signo, de manera

que la economía española recayó en una nueva recesión. El PIB creció en el conjunto de 2011 un 0,7%, como resultado de la aportación positiva de la demanda exterior neta, que se amplió considerablemente y compensó el retroceso de la demanda nacional, gracias al relativo dinamismo de las exportaciones y a la atonía de las importaciones. El recrudecimiento de la crisis de la deuda soberana suscitó la respuesta de las autoridades nacionales, que avanzaron en las reformas estructurales y la reestructuración del sistema bancario. A pesar de esta reacción, el pasado 25 de junio el Gobierno de España solicitó formalmente ayuda financiera al Eurogrupo con el fin de proceder a recapitalizar las entidades bancarias más débiles.

La estructura del artículo es como sigue: en el siguiente epígrafe se resumen los principales rasgos de la balanza por cuenta corriente de España en 2011. A continuación se analizan con más detalle las transacciones financieras de nuestra economía con el resto del mundo durante dicho año y, finalmente, en la cuarta sección se presentan las principales conclusiones.

2. La Balanza por cuenta corriente de España en 2011

La necesidad de financiación de la nación³ se redujo en 2011, según los datos de la Balanza de Pagos, hasta el 3% del PIB (0,9 pp menos que en 2010). La mejoría del saldo comercial no energético y la ampliación del

³ El saldo de la cuenta corriente más la cuenta de capital es lo que se denomina, en términos de Contabilidad Nacional, «la capacidad o necesidad de financiación de la economía».

superávit de servicios explicaron la corrección del saldo por cuenta corriente el pasado año, pues compensaron el deterioro de los déficit energético, en un contexto de subida del precio del petróleo, y de rentas, que acusó el encarecimiento de los costes de financiación (véase gráfico 1). La reducción del desequilibrio comercial respondió tanto a la fortaleza de las exportaciones, impulsadas por las ganancias de competitividad-precio y coste, como a la ralentización de las importaciones, en línea con la evolución de la demanda nacional. De hecho, la evidencia disponible apunta a que en 2011 continuó aumentando la cuota española en el comercio mundial de bienes en términos reales. Por su parte, la ampliación del superávit de servicios también se explica por el avance de las exportaciones, tanto turísticas, favorecidas por la inestabilidad geopolítica en el Norte de África, como del resto de servicios, entre las que destacaron las relacionadas con los servicios empresariales.

En los primeros meses de 2012 han continuado las tendencias observadas a lo largo de 2011, pues el incremento de los déficit energético y de rentas se ha visto compensado por la positiva evolución de los saldos de bienes no energéticos y de servicios, aunque tanto las exportaciones como las importaciones han mostrado una clara debilidad.

3. La cuenta financiera de España en 2011

Por primera vez desde el inicio de la UEM, las transacciones financieras entre España y el resto del mundo,

Gráfico 1

BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y BALANZA DE CAPITAL

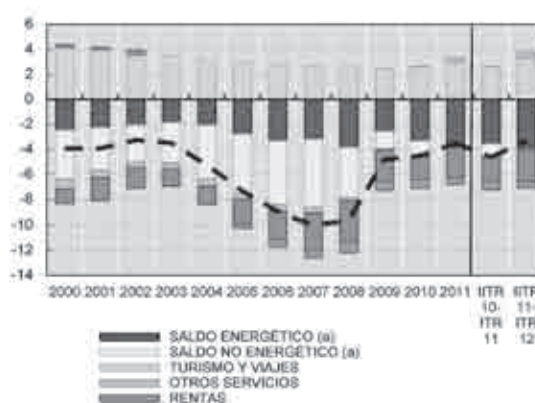
SALDOS

(Porcentaje del PIB)



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE. SALDOS

(Porcentaje del PIB)



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

Fuente: Banco de España y Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales de la Agencia Tributaria.

excluido el Banco de España, generaron en 2011 salidas netas de capitales (véase gráfico 2), que ascendieron a 75.307 millones de euros (7% del PIB) y se concentraron en el segundo semestre. Estas salidas, junto con las necesidades de financiación acumuladas por la economía (32.278 millones de euros), se cubrieron principalmente con el descenso, por quinto año consecutivo, de los activos netos del Banco de España frente al resto del mundo por valor de 109.153 millones de euros en 2011 (véase gráfico 3), variación que refleja de forma indirecta los elevados recursos que las entidades de crédito captaron en las subastas de liquidez del Eurosistema. Por componentes, los activos netos del Banco de España frente al Eurosistema se redujeron en 124.056 millones de euros, mientras que los otros activos netos del Banco de España y las reservas aumentaron (en 4.893 millones y 10.010 millones, respectivamente).

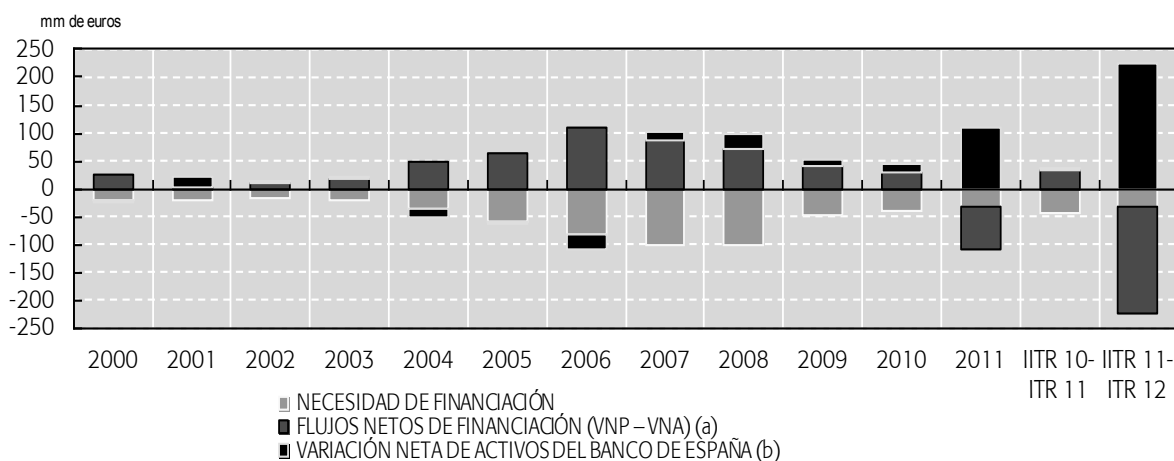
Al igual que en España, las transacciones financieras de la zona del euro estuvieron condicionadas por el impacto de la crisis de la deuda soberana y la preferencia de los inversores por activos más seguros y por activos nacionales, que se reflejó en una reducción del peso de los valores extranjeros en las carteras mantenidas por los residentes de la UEM y en una huida hacia la renta fija alemana, que actuó como activo refugio. Las dudas sobre la estabilidad de la zona del euro se intensificaron a partir del verano, cuando alcanzaron un carácter sistémico y afectaron a los canales habituales de transmisión de la política monetaria. Para frenar esta dinámica, los Go-

biernos europeos y las autoridades de la UEM adoptaron un conjunto amplio de medidas, que posteriormente se identificaron como insuficientes. Además de la ratificación a nivel nacional de los compromisos con la consolidación fiscal y con las reformas estructurales, a nivel europeo se reforzaron los instrumentos disponibles para mejorar la gestión de la crisis, ampliando su capacidad de reacción. Por su parte, el Consejo de Gobierno del BCE reaccionó adoptando una serie de medidas dirigidas a reafirmar el tono expansivo de la política monetaria, pero también a romper el proceso de retroalimentación entre riesgo soberano, crecimiento económico y sistema bancario. Estas medidas, algunas de ellas no convencionales, permitieron que las entidades de crédito que tenían problemas para captar fondos directamente en el interbancario los obtuvieran aumentando, como ya se ha comentado, su recurso al Eurosistema. Entre las medidas no convencionales destacaron la reanudación del Programa del Mercado de Valores y del segundo Programa de Adquisición de Bonos Bancarios Garantizados y, especialmente, las dos subastas extraordinarias de liquidez a tres años. Todos estos elementos condicionaron la forma en la que las instituciones financieras españolas cubrieron sus necesidades de financiación y, por tanto, la evolución de los activos netos del Banco de España frente al Eurosistema en el último tramo de 2011 y los primeros meses de 2012.

Los flujos de la cuenta financiera se pueden analizar desde una doble óptica, a partir de los sectores insti-

Gráfico 2

FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2000-ITR 2012)



(a) Excluido el Banco de España.

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

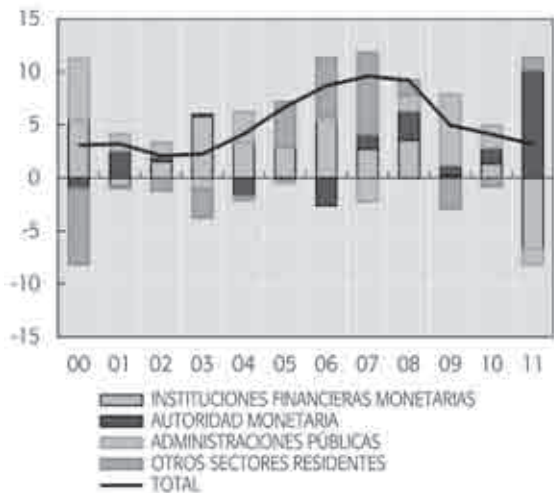
Fuente: Banco de España.

Gráfico 3

TRANSACCIONES FINANCIERAS CON EL EXTERIOR Y LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL POR SECTORES

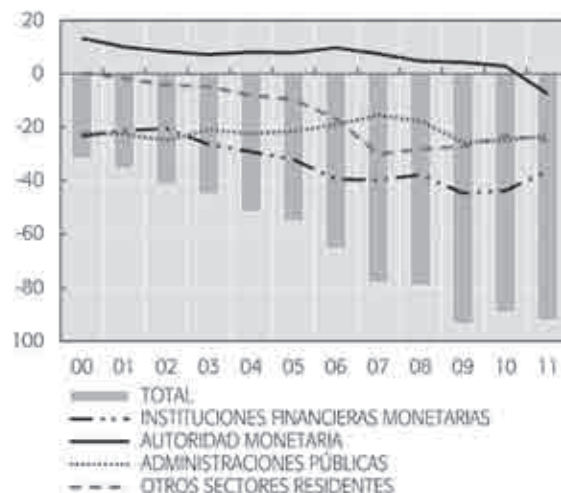
EVOLUCIÓN POR SECTORES DE LAS TRANSACCIONES FINANCIERAS (VNP-VNA)

Porcentaje del PIB



PII NETA POR SECTORES (EVOLUCIÓN 2000-2009)

Porcentaje del PIB



Fuente: Banco de España.

tucionales⁴ o de los instrumentos de inversión en los que se materializan. Considerando el primer punto de vista, las salidas netas acumuladas por la economía española en 2011 correspondieron mayoritariamente a las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) y, en menor medida, a las Administraciones Públicas (AAPP) (72.500 millones y 15.300 millones de euros, respectivamente). Por el contrario, los Otros Sectores Residentes (OSR), que aglutinan a las empresas no financieras, los hogares y otras instituciones (como las empresas de seguros y fondos de pensiones), captaron fondos por valor de 12.500 millones de euros. Cuando se consideran los instrumentos de inversión en los que se materializan las transacciones financieras con el resto del mundo, se observa que en 2011 se produjeron salidas netas de fondos en todos los instrumentos (véase gráfico 4), con

⁴ La balanza de rentas de la inversión y las distintas rúbricas de la cuenta financiera se subdividen en los siguientes sectores institucionales: Banco de España, Instituciones Financieras Monetarias, Administraciones Públicas y Otros Sectores Residentes. Este último sector comprende las instituciones financieras no monetarias, las empresas de seguros y fondos de pensiones, las sociedades no financieras (públicas y privadas) y los hogares e instituciones sin fin de lucro (ISFL al servicio de los hogares).

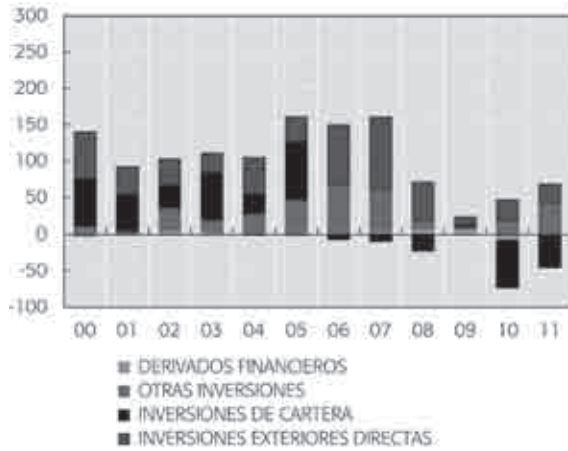
la excepción de los derivados financieros, destacando las salidas en forma de inversión de cartera y de otra inversión (fundamentalmente, préstamos, depósitos y *repos*)⁵. Las salidas netas de las IFM se extendieron a todos los tipos de instrumentos financieros, debido, principalmente, a la adquisición de activos exteriores y a las desinversiones de no residentes en instrumentos de cartera y en otra inversión a corto plazo. Por lo que se refiere a las AAPP, los no residentes redujeron sus tenencias de deuda pública, tanto a corto como a largo plazo. Finalmente, las entradas netas registradas por los OSR reflejaron mayoritariamente las inversiones del exterior en forma de inversión exterior directa (IED) y, en el caso de la inversión de cartera, las ventas efectuadas por residentes de bonos y obligaciones y de títulos de renta variable extranjeros, que superaron las desinversiones de valores de renta fija que realizaron los no residentes. En los primeros meses de 2012 se han intensificado, en líneas generales, estas tendencias, con salidas netas de fondos significativas en forma de inversión en cartera y de otra inversión.

⁵ Salvo indicación expresa, en esta sección se excluyen las operaciones financieras del Banco de España.

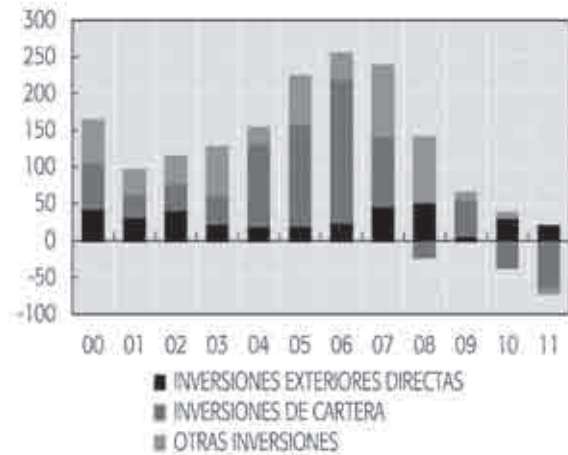
Gráfico 4

TRANSACCIONES FINANCIERAS CON EL EXTERIOR, POR INSTRUMENTOS (a)

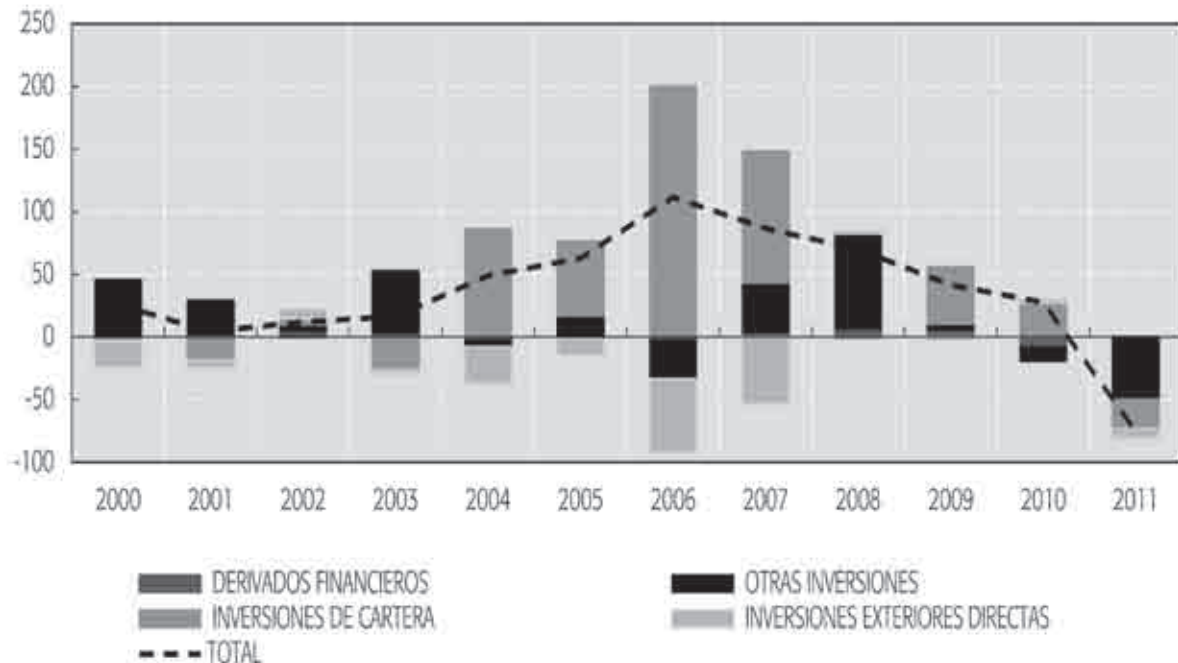
DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR
VARIACIÓN NETA DE ACTIVOS (b)
mm de euros



DEL EXTERIOR EN ESPAÑA
VARIACIÓN NETA DE PASIVOS
mm de euros



NETO (VNP-VNA)
mm de euros



(a) Excluido el Banco de España.

(b) Los derivados financieros se contabilizan como neto de netos y convencionalmente se han asignado a la variación neta de activos.

Fuente: Banco de España.

A continuación se analizan con mayor detalle las transacciones financieras de España con el exterior en 2011 correspondientes a cada instrumento de inversión.

a. Inversión exterior directa⁶

En 2011, la economía española acumuló salidas netas en forma de IED por valor de 6.428 millones de euros (0,6% del PIB), en un contexto de moderación

⁶ Conviene recordar que los datos de IED en la Balanza de Pagos española incluyen las operaciones de las denominadas Empresas de Tenencias de Valores Extranjeros (ETVE), que, en términos generales, no dan lugar ni a entradas ni a salidas de capital, sino que representan, principalmente, anotaciones contables. Las ETVE han sido establecidas, con frecuencia en los últimos años, por grupos multinacionales no residentes para centralizar la tenencia de sus inversiones directas exteriores en terceros países. Esta rúbrica incluye otras empresas de holding que, no siendo estrictamente ETVE, se han establecido en España con la finalidad principal de canalizar inversiones directas. Si se descuentan las operaciones realizadas por las ETVE, el comportamiento de la IED no cambia significativamente en 2011 en términos cualitativos.

tanto de las inversiones directas de España en el exterior como, particularmente, de las del exterior en España (véase gráfico 5). Este retroceso contrasta con la recuperación que se observa a escala internacional, según los datos de la UNCTAD (2012), si bien las entradas de IED en las economías desarrolladas todavía permanecen por debajo de los niveles registrados antes del inicio de la crisis financiera, al igual que ocurre en España. El diferente grado de exposición de los países a la crisis financiera, junto con las diferentes perspectivas sobre la evolución económica, ha condicionado la dirección de los flujos internacionales de capitales de IED. Así, el peso relativo de las economías en desarrollo asiáticas y latinoamericanas, tanto como receptoras como emisoras de IED, ha aumentado en detrimento de los países desarrollados⁷.

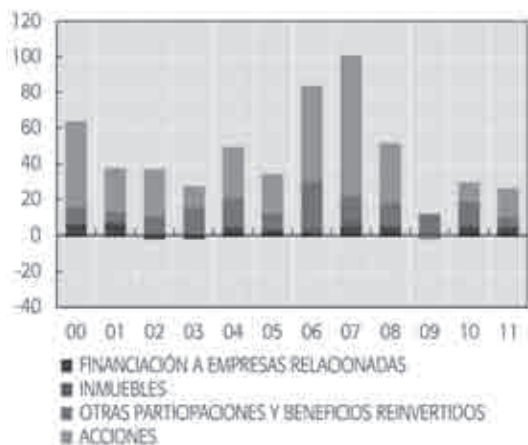
La inversión directa de España en el exterior se situó en 25.472 millones de euros, algo por debajo de la cifra del año anterior. Por instrumentos, las inversiones

⁷ Para un análisis más detallado de las últimas tendencias de la IED, véase recuadro 2.1 de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España 2011, Banco de España, 2011.

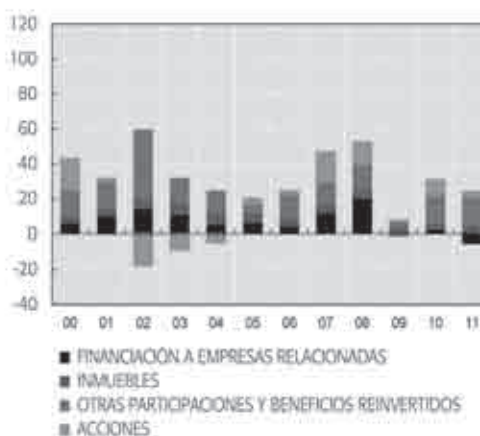
Gráfico 5

**INVERSIONES EXTERIORES DIRECTAS (a)
TRANSACCIONES FINANCIERAS CON EL EXTERIOR Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL**

SALIDAS
(Variación neta de activos)
mm de euros



ENTRADAS
(Variación neta de pasivos)
mm de euros



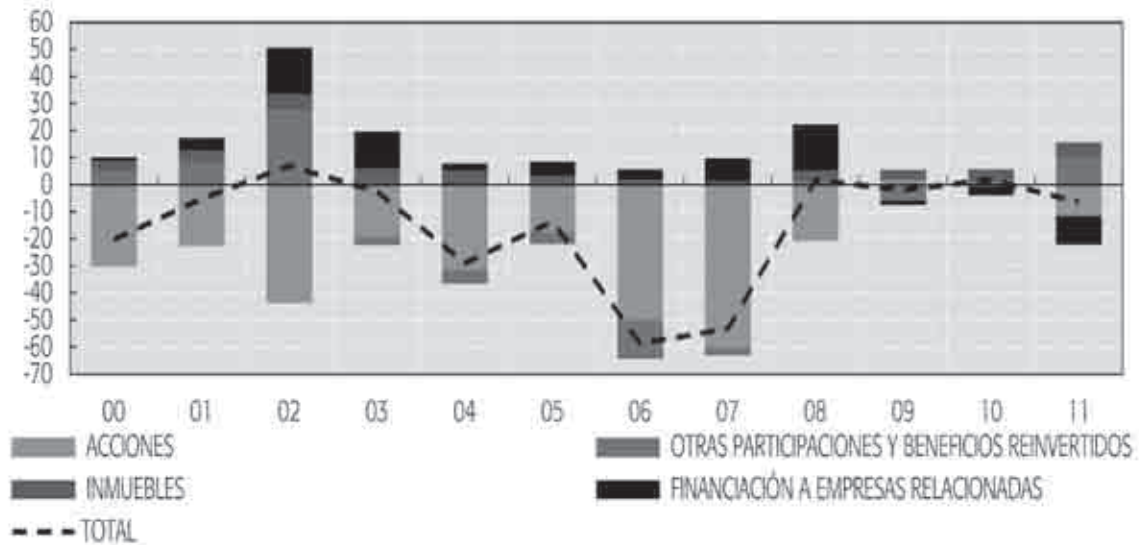
(a) Excluido el Banco de España.

Fuente: Banco de España.

Gráfico 5 (continuación)

INVERSIONES EXTERIORES DIRECTAS (a) TRANSACCIONES FINANCIERAS CON EL EXTERIOR Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL

NETO (VNP-VNA)
mm de euros



(a) Excluido el Banco de España.

Fuente: Banco de España.

en el exterior se materializaron básicamente en forma de acciones y, en menor medida, en otras formas de participación en el capital, mientras que la financiación entre empresas relacionadas se mantuvo en niveles moderados. Atendiendo a los sectores de actividad, buena parte de la IED en el exterior se concentró en los sectores financiero y de transporte y comunicaciones. Por lo que se refiere a la desagregación geográfica, destacaron las inversiones en Latinoamérica y en los nuevos países miembros de la UE (en torno a un 35% y un 20% del total en 2011, respectivamente).

Las transacciones de inversión directa del exterior en España ascendieron a 19.044 millones de euros, lo que supone un retroceso interanual del 38%. El desglose por instrumentos muestra que la mayor parte de la IED recibida por la economía española se canalizó a través de las participaciones en el capital distintas de las acciones. La financiación entre empresas relacionadas originó en 2011 flujos netos de salida, ligados a las decisiones de gestión de la liquidez de las multinacionales en un entorno de

elevada incertidumbre. Por ramas de actividad, destacaron los flujos materializados en transporte y comunicaciones y en inmuebles. La mayor parte de las inversiones procedentes del exterior correspondieron a la UEM (60%).

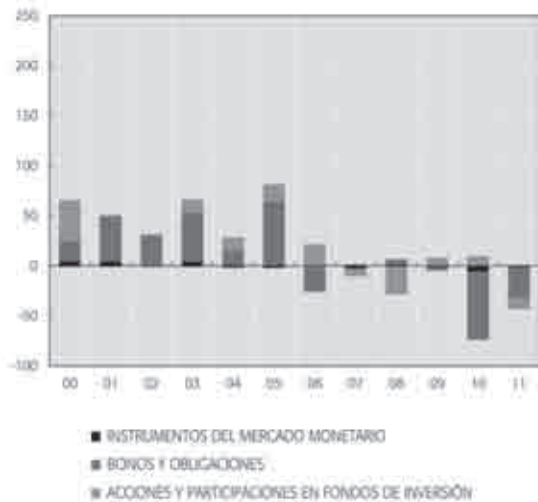
b. Inversión de cartera

Las transacciones en inversión de cartera originaron salidas netas de fondos en el conjunto de 2011 por valor de 23.948 millones de euros (2,2% de PIB), al superar las desinversiones efectuadas por no residentes en valores españoles las realizadas por residentes españoles en títulos extranjeros (véase gráfico 6). Este proceso de desinversión se enmarca, como ya se ha comentado, en un contexto de reducción generalizada del peso de títulos extranjeros en las carteras de los inversores internacionales. Estas salidas netas se concentraron en valores de renta fija, mientras que las transacciones en renta variable permitieron captar financiación neta del exterior, es decir, se registraron entradas netas de fondos, aunque esto reflejó, sobre todo, las ventas de acciones extranjeras realizadas por los residentes españoles.

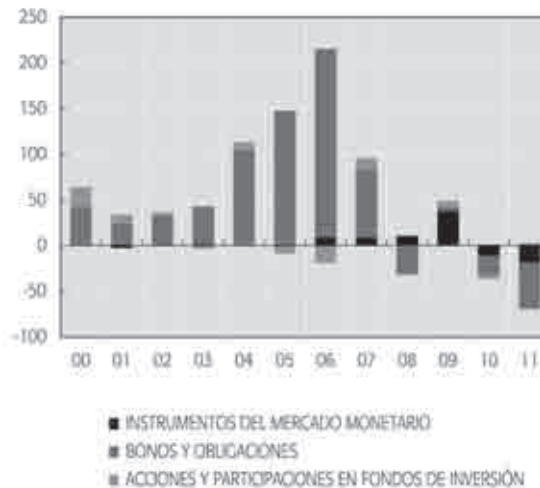
Gráfico 6

INVERSIONES DE CARTERA (a)
TRANSACCIONES FINANCIERAS CON EL EXTERIOR Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL

SALIDAS
 (Variación neta de activos)
 mm de euros



ENTRADAS
 (Variación neta de pasivos)
 mm de euros



NETO (VNP-VNA)
 mm de euros



(a) Excluido el Banco de España.

Fuente: Banco de España.

Por lo que se refiere a la inversión de cartera de España en el exterior, los residentes desinvertieron 42.336 millones de euros (3,9% del PIB) en títulos de inversión de cartera, debido a las ventas de bonos y obligaciones extranjeros (30.745 millones) y también, aunque en menor medida, de renta variable. Por sectores institucionales, la mayor parte de estas desinversiones correspondió a las instituciones financieras no monetarias⁸. También las AAPP, concretamente el Fondo de Reserva de la Seguridad Social, redujo sus tenencias de deuda pública extranjera, siguiendo con la estrategia de recomposición de su cartera a favor de valores emitidos por el Tesoro español.

También los no residentes realizaron cuantiosas desinversiones en títulos españoles, que alcanzaron 66.284 millones de euros (6,2% del PIB). Fundamentalmente, los no residentes vendieron valores de renta fija (68.913 millones de euros), en particular bonos y obligaciones emitidos por el sector privado (43.283 millones, frente a 13.000 millones de euros de instrumentos del mercado monetario). También disminuyeron las tenencias de no residentes de deuda pública a largo plazo (5.809 millones). Es importante recordar que estas desinversiones se producen bien porque no se han renovado los bonos y obligaciones en los que se había invertido tras su vencimiento o bien porque los no residentes han decidido vender estos títulos en el mercado antes de su vencimiento. En cuanto a sus inversiones en renta variable española, los no residentes incrementaron sus tenencias de acciones españolas por un importe de 2.629 millones. Como resultado de todas estas operaciones, en el conjunto de 2011 se produjeron importantes desinversiones del exterior en valores emitidos por el sector privado, que alcanzaron un 5% del PIB en 2011, cifra similar a la registrada el año anterior, y un 1,1% del PIB en títulos del sector público, lo que contrasta con las adquisiciones netas de años previos.

c. Otras inversiones (préstamos, depósitos y *repos*)

Las operaciones en otra inversión (fundamentalmente, préstamos, depósitos y *repos*) con el resto del mundo dieron lugar a salidas netas de fondos de 47.437 millones de euros en 2011 (4,4% del PIB). En este caso, las salidas netas se explican tanto por las desinversiones de los no residentes como por el aumento de los depósitos en el exterior de los españoles (véase gráfico 7). Atendiendo al plazo de emisión, estas salidas netas se canalizaron, fundamentalmente, mediante instrumentos

⁸ Fundamentalmente, Fondos de inversión, Empresas de Seguros y Fondos de pensiones, que se agrupan dentro de los "Otros Sectores Residentes".

de corto plazo (48.400 millones de euros). Como resulta habitual, la evolución de esta rúbrica estuvo muy condicionada por las operaciones de las IFM, que generaron salidas netas por valor de 37.500 millones (3,4% del PIB), que refleja los problemas de las entidades financieras para captar fondos en los mercados internacionales. Las IFM decidieron recurrir a las subastas de liquidez a tres años del Eurosistema, lo que, dadas las favorables condiciones y plazos, hizo que algunas entidades utilizaran una proporción de los recursos obtenidos para reemplazar otras formas de endeudamiento, como el interbancario colateralizado, frente al exterior. Las operaciones en otra inversión del resto de sectores también originaron salidas netas de fondos, aunque bastante más moderadas.

La otra inversión de España en el exterior se incrementó notablemente en 2011, hasta 42.464 millones de euros. La mayor parte de estas operaciones correspondió a las IFM, que se materializaron principalmente en instrumentos de largo plazo (26.821 millones de euros) -superando ampliamente las desinversiones en activos de corto plazo-. Las sociedades no financieras también aumentaron en 2011 sus depósitos en el exterior.

Por su parte, la otra inversión del exterior en España generó salidas de fondos por valor de 4.972 millones de euros en 2011, como resultado de las desinversiones en instrumentos de corto plazo (39.480 millones), que correspondieron principalmente a depósitos y *repos* mantenidos por los no residentes en las IFM. Las desinversiones de no residentes en este tipo de instrumentos reflejaron, sobre todo, la no renovación de los depósitos y *repos* que mantenían en las IFM en la segunda mitad del año.

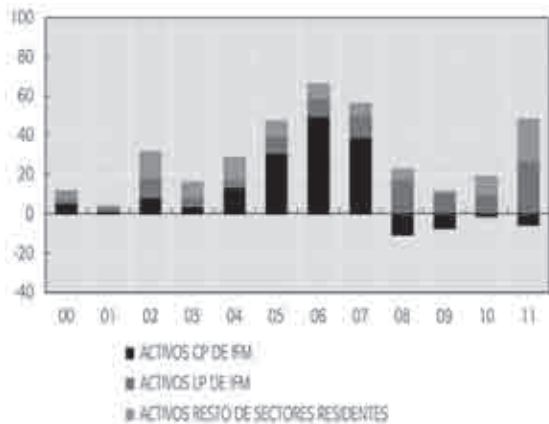
d. Instrumentos financieros derivados

Las operaciones en instrumentos financieros derivados generaron en 2011 entradas netas de fondos (2.505 millones de euros), muy inferiores a las registradas el año anterior. Como resulta habitual, las transacciones en derivados financieros fueron realizadas, fundamentalmente, por las IFM en mercados no organizados. Es importante tener en cuenta que este tipo de operaciones responden principalmente a decisiones estratégicas y de cobertura de riesgo de los agentes, por lo que las transacciones en este tipo de instrumentos suelen presentar una volatilidad elevada y aumentar en momentos de incertidumbre.

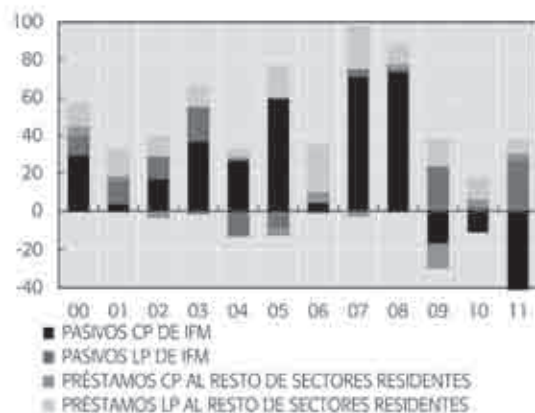
Gráfico 7

OTRAS INVERSIONES (a)
TRANSACCIONES FINANCIERAS CON EL EXTERIOR Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL

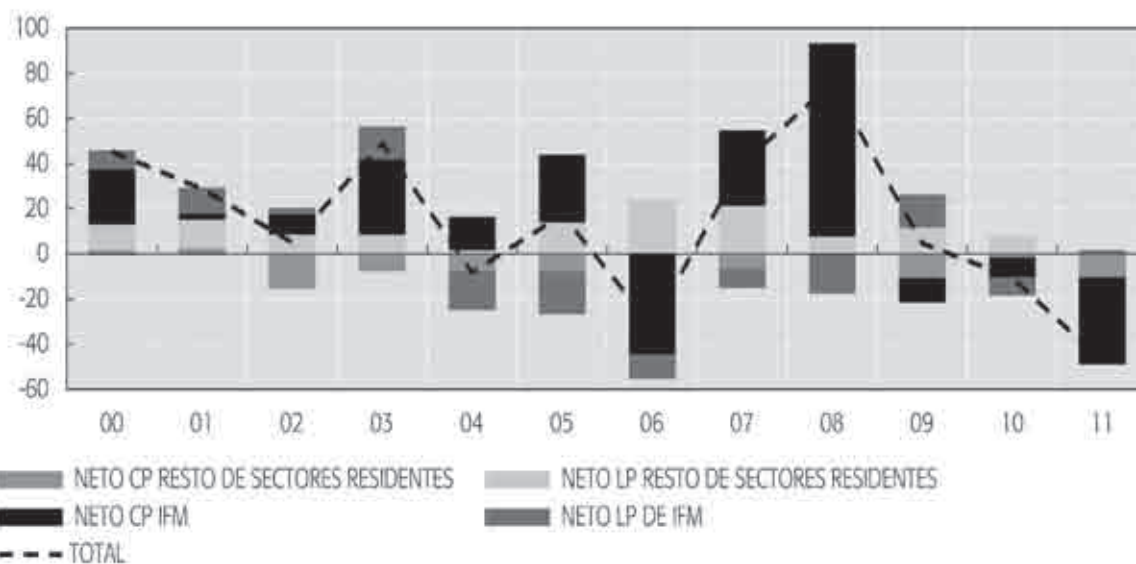
SALIDAS
 (Variación neta de activos)
 mm de euros



ENTRADAS
 (Variación neta de pasivos)
 mm de euros



NETO (VNP-VNA)
 mm de euros



(a) Excluido el Banco de España.

Fuente: Banco de España.

4. Conclusiones

La necesidad de financiación de la economía española continuó disminuyendo en 2011, hasta situarse en el 3% del PIB, 0,9 pp menos que el año anterior, como consecuencia de un descenso más pronunciado de la inversión que del ahorro nacional. De cara a 2012, se prevé que continúe esta tendencia, dada la perspectiva de debilidad de la demanda interna y el proceso de desapalancamiento en el que está inmersa la economía española.

Las transacciones financieras de la economía española con el resto del mundo se vieron condicionadas por el recrudecimiento de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro, que se intensificó sobre todo a partir del verano de 2011 y afectó con particular intensidad a España. En este contexto, las operaciones financieras entre nuestro país y el resto del mundo, excluido el Banco de España, acumularon salidas netas que alcanzaron el 7% del PIB el pasado año. Esas salidas de capital y el déficit exterior fueron financiados a través de la disminución de los activos exteriores netos del Banco de España, que se redujeron un 10,2% del PIB, lo que refleja de forma indirecta los elevados recursos que las entidades de crédito captaron el pasado año en las subastas de liquidez del Eurosistema.

En 2011, se produjeron salidas netas de fondos en todos los instrumentos de inversión, con la excepción

de los derivados financieros, y fueron particularmente significativas en la inversión de cartera y en los préstamos, depósitos y repos, que se engloban dentro de la "otra inversión". En los primeros meses de 2012, han continuado registrándose salidas netas de fondos por una cuantía apreciable y, aunque decreciente, un cierto déficit exterior, por lo que los activos exteriores netos del Banco de España han seguido disminuyendo.

Referencias

- BANCO DE ESPAÑA (2012), *Informe Anual 2011*.
- BANCO DE ESPAÑA (2012), *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España 2011*.
- BCE (2012), *Informe Anual 2011*.
- FMI (1993), *Manual de Balanza de Pagos*, quinta edición.
- MATEA, M.^a LLANOS (2012), "Nuevo marco de vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos de la UE", *Boletín Económico*, Banco de España, marzo.
- UNCTAD (2012), *World Investment Report 2011*.