

LA NUEVA BALANZA DE PAGOS: UNA NECESARIA Y DIFÍCIL ADAPTACIÓN AL FENÓMENO DE LA GLOBALIZACIÓN

Eduardo RODRÍGUEZ TENÉS
Ana M. SÁNCHEZ TRUJILLO (*)

I. INTRODUCCIÓN

DESDE el inicio de la década de los setenta, la economía mundial ha vivido una fase histórica de integración y globalización económica sin precedentes. Un número creciente de países, de todos los continentes y niveles de desarrollo económico, participa, en torno a la Organización Mundial del Comercio (OMC), en un activo proceso de negociación para la supresión de las barreras al libre intercambio de bienes y servicios, y mantiene, en los mercados financieros y cambiarios, regímenes de libertad para sus movimientos de capital y de convertibilidad para sus monedas.

No es sorprendente, por tanto, que la mundialización sea una referencia constante en cualesquiera estudios actuales de la ciencia económica. El análisis de relaciones más complejas constituye un desafío para los analistas, y genera, en consecuencia, una creciente demanda de información estadística. La mayor complejidad de los hechos a medir dificulta, a su vez, el proceso de obtención de las cifras requeridas, ampliando el *gap* entre oferta y demanda de datos.

En el caso de los análisis macroeconómicos, la información suministrada por la balanza de pagos es paradigmática, como síntesis global ordenada de las operaciones de un país con el resto del mundo. La importancia de conocer los efectos de la globali-

zación sobre la renta y la riqueza de los países ha estimulado las exigencias de información sobre los intercambios de bienes y servicios. Es más, los mismos procesos de negociación para la abolición de barreras al libre comercio han multiplicado las necesidades informativas de los organismos internacionales coordinadores y supervisores, especialmente la Organización Mundial del Comercio.

En los mercados financieros, su mundialización, como consecuencia de la liberalización de los movimientos de capital, ha multiplicado los estudios sobre sus posibles beneficios y riesgos, estimulados, en los últimos años, por la percepción por los analistas, y por las autoridades económicas, del aumento de los riesgos sistémicos ante la rapidez de transmisión de las crisis financieras. También en este caso ha surgido una intensa presión sobre los suministradores de la información estadística, ante el sentimiento generalizado, aunque no por todos compartido, de que una información adecuada habría facilitado la prevención de los efectos de algunas crisis recientes. Una vez más, la demanda de una información más fiable y completa se ha visto reforzada por los organismos internacionales responsables, principalmente el FMI. Es más, posiblemente no sea ajena a esta urgente demanda la aceleración en los calendarios establecidos por el Fondo para que sus miembros incorporen la

metodología de elaboración de la balanza de pagos contenida en la quinta edición del manual (FMI, 1993), sin duda con mejoras sustanciales en su adecuación a la situación actual de los mercados, en relación con la obsoleta versión de 1977.

Obviamente, la internacionalización económica ha afectado también, intensamente, a los mercados cambiarios. Según datos facilitados por el Banco de Pagos Internacionales, se estima que la negociación diaria en los mercados mundiales de divisas, en 1995, se situaba en torno a los 1.230 miles de millones de dólares. La interacción entre mercados financieros y cambiarios, y las dificultades para prevenir, y controlar, posibles movimientos desestabilizadores en mercados con un volumen de negocio de esta envergadura, han dado nuevo vigor a los análisis en torno a los diferentes regímenes cambiarios. Con ello, se ha recrudecido la nunca cerrada polémica sobre las ventajas relativas, en un contexto de mercados financieros abiertos, de unos u otros regímenes, estimulada desde la perspectiva de la transición europea hacia una moneda única. La literatura, teórica y aplicada, de larga tradición, pero de vigorosa actualidad, en torno a la paridad del poder de compra es suficientemente ilustrativa al respecto. El crecimiento del mercado español de divisas ha sido también significativo. Su volumen medio diario de operaciones, en 1995, se estima en torno a los 18.261 millones de dólares, frente a una cifra estimada de 4.500 en 1989 (Banco de España, 1995c).

También en este caso el aumento de la demanda de datos sobre las operaciones de los mercados cambiarios ha sido el corolario obvio al interés por su estudio, con la activa participación

de los organismos internacionales (el Banco Internacional de Pagos y el Instituto Monetario Europeo son, en este caso, los ejemplos de cita obligada). Sin embargo, los mercados cambiarios se han excluido del ámbito de este artículo, por la obvia necesidad de acotar sus objetivos, con independencia de que la balanza de pagos aporte escasa información sobre la operativa diaria de los mercados de divisas (1). Es importante advertir, sin embargo, aunque pueda parecer paradójico, que los autores de este artículo consideran que la información proporcionada por la balanza de pagos es crucial para el análisis del comportamiento del tipo de cambio a medio y largo plazo. Como consecuencia de la globalización de los mercados financieros, y la subsiguiente facilidad de reordenación de carteras entre residentes y no residentes, la formación del tipo de cambio y de sus expectativas a medio y largo plazo depende, cada vez más, no sólo de los «fundamentos» que determinan el comportamiento a largo plazo de la cuenta corriente, sino de los flujos financieros con el exterior, sobre los que la balanza de pagos proporciona una valiosa información. La interacción entre cuenta corriente y su financiación es, así, un indicador básico de cómo se están configurando las expectativas en torno a una economía y, por tanto, de la prima de riesgo que le es exigida.

En los próximos apartados, se intenta evaluar los resultados del proceso de adaptación de la balanza de pagos española para atender a una demanda de datos más fiables y completos sobre relaciones económicas más complejas. El artículo no pretende ofrecer una descripción de la metodología empleada en su elaboración —ni siquiera se describe el contenido de sus rúbricas—,

prolijamente explicada en los capítulos metodológicos de las monografías del Banco de España. Tampoco se pretende analizar los efectos de la mundialización sobre la economía española a través de sus cifras. La línea argumental del artículo, y su principal conclusión, es que *si las mayores dificultades de medición sin duda han generado un aumento de los errores de los datos, una parte importante de su aparente erraticidad y volatilidad no es fruto de esos errores, sino de la mayor sensibilidad y rapidez de respuesta de los agentes a cambios en los determinantes de sus decisiones en mercados más amplios, profundos y transparentes*. Ello significa que las mayores dificultades de elaboración de la información corren paralelas a aquellas a las que se enfrentan los analistas para identificar el entramado de relaciones complejas que las explican.

Con el fin de cubrir un período ilustrativo de toda la década, los cuadros y gráficos presentados incluyen, en algunos casos, una estimación para los años 1987, 1988 y 1989 —los datos oficiales del Banco de España sólo ofrecen series históricas desde 1990—, obtenida mediante una reordenación de la información contenida en el antiguo Registro de Caja, complementada con datos adicionales, extraídos, en su mayor parte, de los balances de las instituciones financieras. Se trata, por tanto, de estimaciones meramente tentativas que, aunque útiles para los objetivos de este artículo, carecen de la fiabilidad requerida para análisis más sofisticados.

El artículo se ha dividido en dos apartados básicos, relativos a las cuentas corriente y financiera, respectivamente. Aunque, en ambos casos, se trata de ayudar a deslindar en qué medida la creciente volatilidad de las series se

debe a mayores errores o al reflejo de relaciones económicas más complejas, el apartado sobre las operaciones financieras es más extenso porque es ahí donde la información proporcionada por la balanza de pagos es más rica. No se analizan aquellos epígrafes de la cuenta corriente que, desde la perspectiva de este artículo, no requieren especiales clarificaciones, como es el caso de las transferencias sin contrapartida, pese a la importancia de su contribución al superávit registrado en 1995.

Antes de pasar a los próximos apartados, y como telón de fondo, unas cifras agregadas preliminares dan idea de la envergadura de las dificultades para una elaboración fiable de los datos. En el tercer trimestre de 1995, el total de flujos brutos registrados en la balanza de pagos de España, incluyendo los de las entidades de crédito en *repo* o simultánea (*repos*, en adelante), pero excluyendo los del resto del sistema crediticio, ascendieron a casi 125.000 miles de millones de pesetas (en adelante m.m.) frente a 1.500 m.m. en igual trimestre de 1987. Como una parte importante de la información de las entidades de crédito se recibe en forma de flujos netos, no se ha incluido en las cifras anteriores. Adicionalmente, debido al sistema de recogida de datos —de tipo cerrado y con comprobación de saldos—, se registran también las compraventas de divisas contra divisas y contra pesetas que tienen lugar entre entidades de crédito residentes y las que efectúan con no residentes, cuyo importe trimestral supera los 200.000 m.m. —aunque sólo una proporción mínima de esta cifra se refleja en la balanza (2). Por tanto, el total contabilizado asciende a unos 325.000 m.m. De la importancia de la cifra da una idea su comparación con los 140.000

m.m. que resultan de la extrapolación trimestral, pasada a pesetas, de la cifra media diaria de negocio del mercado de divisas español antes citada.

Por último, una consideración metodológica final que sí merece, en este caso, una clarificación para los lectores. Aunque los datos oficiales españoles están elaborados con las directrices del quinto manual, no han incorporado todavía —y habrán de hacerlo, obligatoriamente, al concluir 1995— una de sus modificaciones, que, aunque supone una mera reordenación de los datos, dará origen, en todos los países, a una notable confusión terminológica. La balanza se desagrega en tres sub-balanzas: la *cuenta corriente*, de la que se excluyen, esencialmente, las transferencias capital; la *cuenta de capital*, integrada, básicamente, por aquéllas, y que nada tiene que ver, por tanto, con la antigua cuenta de capital; y la *cuenta financiera*, que recoge las operaciones antes contabilizadas en la cuenta de capital. Aunque a los lectores habituados al manejo de las Cuentas Nacionales —incluidas las cuentas financieras—, con las que el FMI ha hecho un notable esfuerzo de armonización, la adaptación a esta nueva terminología les será relativamente fácil, exigirá ciertos esfuerzos a los usuarios habituales de la balanza.

II. CUENTA CORRIENTE

Si el fenómeno de la mundialización determina una mayor presión de los demandantes de datos, su condición necesaria —la supresión de las barreras al libre movimiento de bienes, servicios y capitales— impone, paradójicamente, una pérdida en la riqueza y fiabilidad de la información proporcionada por la balanza de pa-

gos porque, con mercados sometidos a control de cambios, se pueden utilizar, con fines estadísticos, los datos registrales obtenidos en el proceso de verificación del cumplimiento de las normas reguladoras.

En sistemas de recogida de datos como el que se utiliza en España —y en la mayor parte de los países europeos—, con un papel preponderante de las entidades financieras en el suministro de las cifras, la pérdida de información inducida por la liberalización es más patente en las operaciones de bienes y servicios que en las de capital. En el caso de las mercancías, la supresión de las barreras arancelarias ha suscitado creciente preocupación, a escala europea, sobre la calidad relativa de unos datos que han tenido que pasar a recogerse sobre la base de declaraciones estadísticas instrumentadas a través del sistema Intrastat (3). En el caso del comercio de servicios, la de-

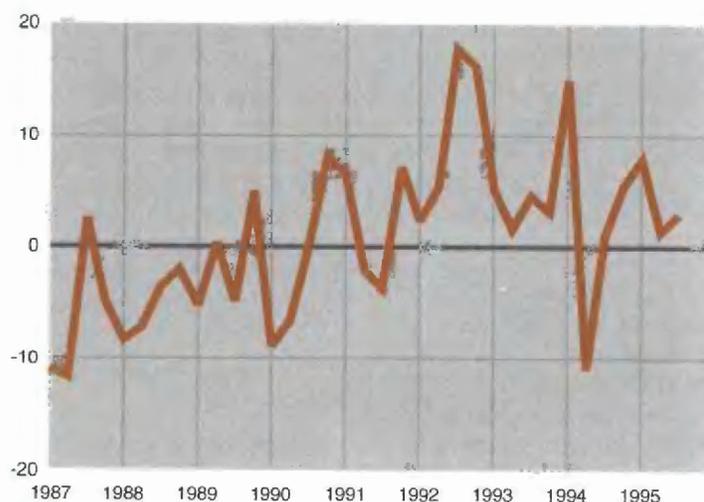
saparición del Registro de Caja, registro diseñado para el control de cambios, ha impuesto una inevitable renuncia al grado de detalle con que pueden obtenerse los datos sin deteriorar seriamente su fiabilidad, y sin imponer costes prohibitivos, no competitivos, al sistema bancario nacional.

1. Mercancías

La obtención de los datos del comercio comunitario mediante una declaración estadística ha suscitado mayores incertidumbres sobre su componente de error, acrecentadas por el aumento de la magnitud absoluta de los errores y omisiones, en su mayoría ligados al comercio de mercancías.

En efecto, la balanza de pagos española, y la de numerosos países, no recoge datos sobre el crédito comercial a corto plazo,

GRÁFICO 1
ERRORES Y OMISIONES (a)



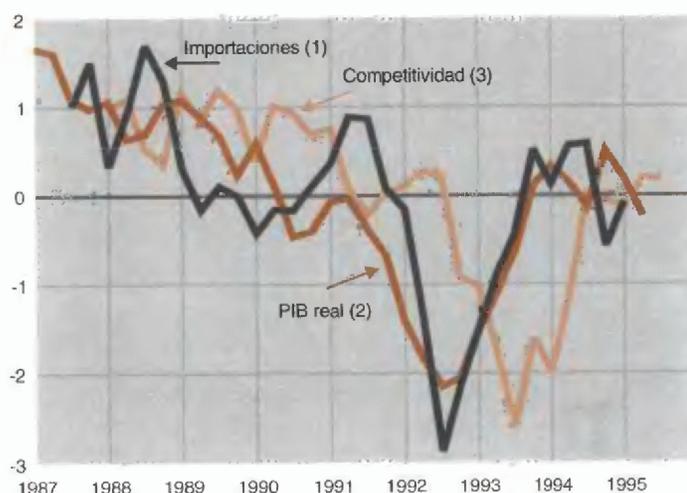
(a) Porcentaje de los errores y omisiones sobre la suma de exportaciones e importaciones de bienes.

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

pero sí contabiliza, a través de los datos aduaneros, el comercio de mercancías así financiado. La contrapartida financiera de este último, no registrada en la rúbrica de créditos de la cuenta de capital, aparece en errores y omisiones. La amortización del crédito se registra correctamente en la balanza, cuando se cobra o paga la mercancía. La rúbrica de errores y omisiones recogerá, por ello, junto a los errores atribuibles a otros conceptos: el importe del crédito comercial a corto; los errores de medición de los datos aduaneros, y los errores en el registro de la amortización del crédito, medida como el cobro o pago final de las mercancías. Hay dudas razonables sobre la posibilidad de que sean los dos últimos, o alguno de ellos, los que expliquen el crecimiento de la magnitud agregada.

En el gráfico 1, se ha recogido la evolución trimestral de los errores y omisiones, medidos en porcentaje de la suma del comercio de exportación e importación de bienes, puesto que el crecimiento de este último explica, por sí solo, el aumento razonable, y aceptable, que cabe esperar en aquéllos. Como se observa en el gráfico, la serie se mantuvo en niveles absolutos negativos desde 1987 hasta mediados de 1990, fase de fuerte apreciación, casi ininterrumpida, de la peseta. Hasta mediados de 1992, y con el tipo de cambio efectivo nominal estabilizado en las cotas más altas del período, la serie se sitúa en niveles absolutos positivos, pero relativamente moderados. A partir de esa fecha, los valores son predominantemente positivos, jalonados de acusados aumentos transitorios en fases de inestabilidad financiera y cambiaria (segunda mitad de 1992; últimos meses de 1993 y primeros de 1994; finales de 1994 y primer trimestre de 1995).

GRÁFICO 2
IMPORTACIONES REALES DE BIENES Y SERVICIOS
Y SUS DETERMINANTES
(Tasas de variación de las series normalizadas)



- (1) Importaciones: tasas de variación sobre trimestre precedente de la media de cuatro trimestres, centradas. Serie deflactada.
(2) PIB real: tasas de variación sobre trimestre precedente, centradas.
(3) Competitividad: medida con el tipo de cambio efectivo real de la peseta. Tasas de variación sobre el mismo trimestre del año anterior, sin centrar.

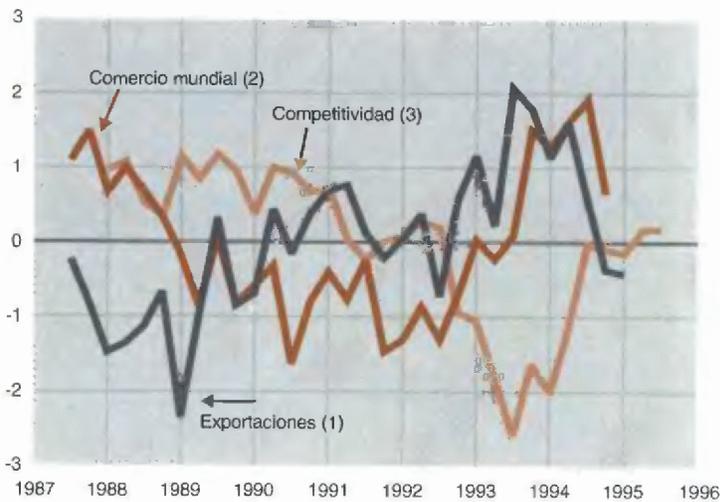
Fuente: Banco de España, INE, y elaboración propia.

De hecho, el análisis de un fenómeno esencialmente a corto plazo, y ligado a variaciones intensas y rápidas del tipo de cambio, requeriría una inspección más cuidadosa de los datos mensuales. Pero incluso la evolución trimestral de la serie parece coherente con el comportamiento que cabría esperar del crédito comercial, en línea con la evolución observada en las demás operaciones financieras de la balanza, que se describe en el próximo apartado: posición deudora neta en las fases de fortaleza del tipo de cambio o de diferenciales de interés elevados, y acreedora en las de inestabilidad. El signo negativo de los errores y omisiones en los primeros años recogidos en el gráfico es, así, coherente con un flujo neto de financiación positiva recibida de los compradores y suministradores de mer-

cancías —adelanto en el cobro de las exportaciones por los residentes y retraso en el pago de sus importaciones—; y el aumento del signo positivo, desde 1992, sería coherente con un flujo neto de financiación comercial otorgada al resto del mundo —retraso en el cobro de las exportaciones y adelanto en el pago de las importaciones. Desde esta óptica, una parte importante de la evolución de la rúbrica de errores y omisiones puede deberse al comportamiento razonable del crédito comercial que en ella se incluye.

Los gráficos 2 y 3 recogen la evolución de las exportaciones e importaciones de mercancías en términos reales, y sus principales determinantes teóricos —demanda y competitividad—, con el único objetivo de ilustrar, con un instrumental analítico tan ele-

GRÁFICO 3
EXPORTACIONES REALES DE BIENES Y SERVICIOS
Y SUS DETERMINANTES
(Tasas de variación de las series normalizadas)



(1) Exportaciones: tasas de variación sobre trimestre precedente de la media móvil de cuatro trimestres, centradas. Serie deflactada.
 (2) Comercio mundial: tasas de variación sobre igual trimestre del año anterior, centradas.
 (3) Competitividad: medida con el tipo de cambio efectivo real de la peseta. Tasas de variación sobre el mismo trimestre del año anterior, sin centrar.

Fuente: Banco de España, FMI, y elaboración propia.

mental como el meramente gráfico, el mantenimiento, a lo largo del período, del mismo tipo de rasgos genéricos en su comportamiento, sin que se observe una agudización de los problemas a los que ya se habían tenido que enfrentar los analistas en el pasado. Así, el comportamiento errático de las series mensuales de comercio exterior es bien conocido desde fechas muy anteriores a la supresión de las aduanas intracomunitarias, hasta el punto de haber sido calificadas de maniaco-depresivas, en expresión afortunada de uno de sus analistas (Maravall, 1983). En los gráficos, se han representado las tasas de variación de las medias móviles anuales de las series deflactadas (4), filtro de extracción de tendencia habitual para numerosas series macroeconómicas. Las variables de de-

manda —comercio mundial en el caso de las exportaciones, y PIB real, en el de las importaciones— siguen mostrando, en su evolución comparada con las del comercio de mercancías, su importancia como variables explicativas, en línea con lo que corroboran, con generalidad, los diferentes estudios econométricos. Su relación con el tipo de cambio efectivo real (5) es menos evidente, más notoria, en todo caso, en las exportaciones que en las importaciones, en línea también con lo que los estudios econométricos de datos previos a 1993 ya venían señalando. No es novedoso, por tanto, que los analistas tengan dificultades para extraer de los datos mensuales del comercio de bienes su contenido informativo a la hora de diagnosticar su tendencia, explicar las razones de su evolución

y predecir su futuro a corto y largo plazo.

2. Servicios

Las balanzas de pagos han sido, tradicionalmente, la única fuente de información sobre el comercio internacional de servicios. Los países, como España, utilizadores de los registros de control de cambios como fuente estadística para la elaboración de la balanza podían ofrecer, con un coste reducido, una gama relativamente rica de datos, en muchos casos con información sobre transacciones de importancia relativa menor desde la óptica de una estadística eminentemente macroeconómica como ésta. En economías liberalizadas, los costes de obtención de datos fiables similares crecen exponencialmente.

No es sorprendente, por ello, que los usuarios de los datos, sobre todo los organismos internacionales, y muy singularmente la OMC (antes el GATT), señalen, de forma insistente, las crecientes deficiencias, cualitativas y cuantitativas, de la información disponible a escala mundial. El FMI, haciéndose eco de estas presiones, ha incluido entre los componentes normalizados de su quinto manual una lista amplia de servicios, jerarquizada en sus prioridades, que, pese a haber sido considerada insuficiente por los utilizadores, es difícil de obtener por los productores.

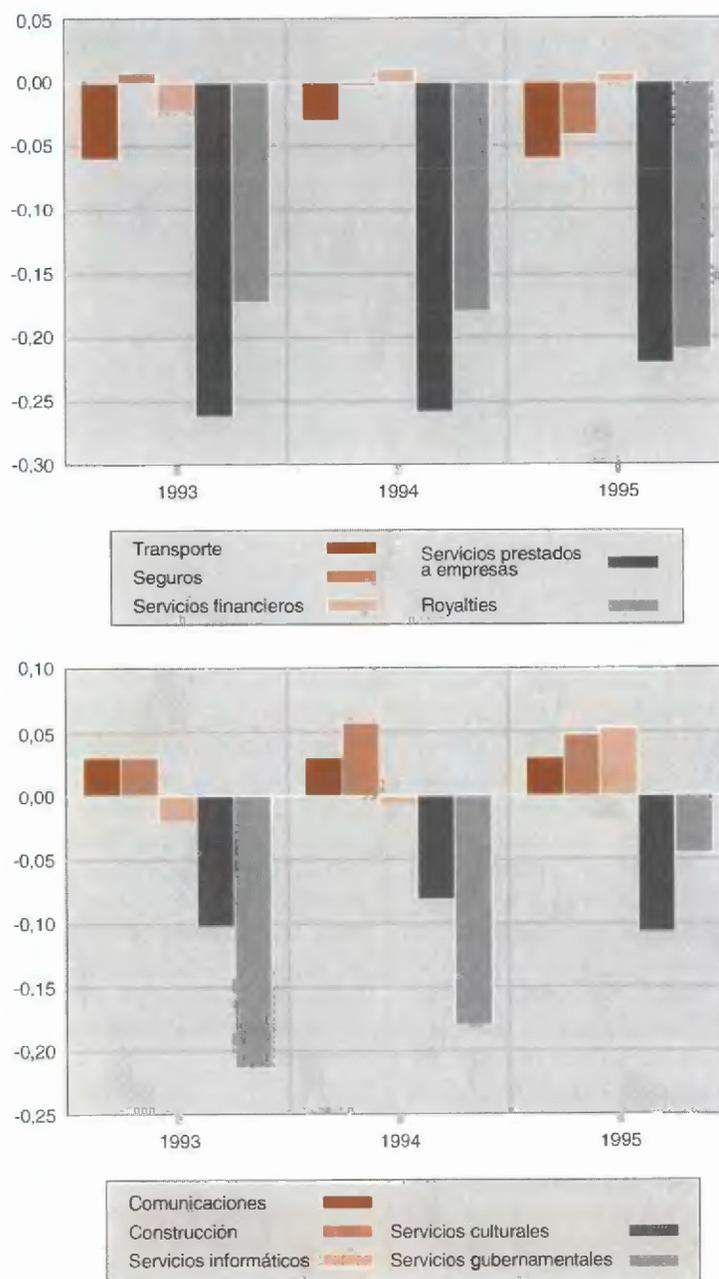
De hecho, en los foros internacionales de discusión entre los expertos en metodología estadística se ha abierto un amplio debate en torno a los sistemas de elaboración de la balanza de pagos que serían adecuados para atender a la demanda de datos, debate polarizado entre los defensores de sistemas basados

prioritariamente en encuestas, y los partidarios de sistemas de información del tipo del vigente ahora en España, con registro universal de todas las transacciones —con mínimos exentos más o menos generosos— y un papel preponderante de los intermediarios financieros. Las posturas más eclécticas se inclinarían por el sistema de encuestas para las operaciones por cuenta corriente, y por el segundo sistema para las financieras.

Sin embargo, este debate ha sido desbordado desde una óptica más amplia, que cuestiona la propia utilidad de las balanzas de pagos como suministradoras de datos de servicios, en un mundo donde su prestación se realiza, cada vez más, con presencia comercial en el país al que se vende, mediante filiales o establecimientos permanentes que, desde la óptica de la balanza de pagos, pasan a ser no residentes. La balanza sólo registra, en esos casos, los flujos de financiación entre las matrices y sus establecimientos, como inversión directa, y las rentas que generen. La importancia creciente de esta forma de penetración en los mercados supone que las necesidades de los usuarios requieran estadísticas empresariales específicas, fuera del ámbito de producción de datos de la balanza de pagos.

Al caso español le es aplicable todo lo señalado en los párrafos anteriores. A modo de ejemplo, cabe citar los resultados de un estudio sobre la actividad internacional de las empresas españolas de construcción, en el que se estima que sus empresas filiales en el extranjero aportan una cuarta parte del volumen global de la facturación exterior (SEOPAN, 1995). Los datos de servicios de la balanza de pagos española, de los cuales el gráfico 4 es una síntesis, tienen

GRÁFICO 4
OTROS SERVICIOS. PRINCIPALES COMPONENTES. SALDOS (a)



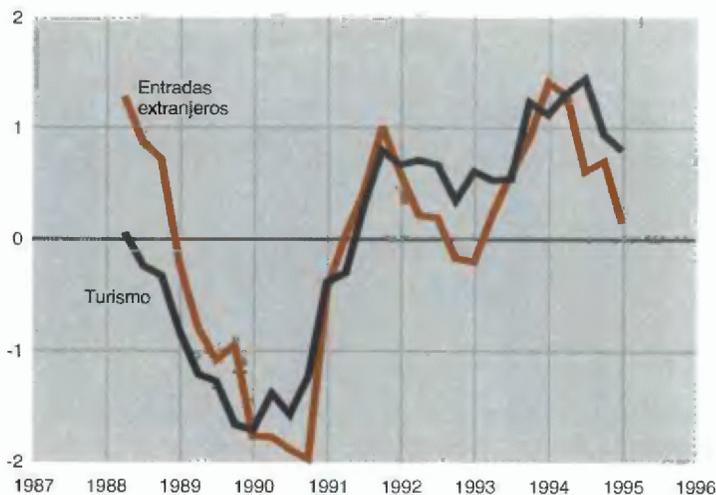
(a) Porcentajes del PIB. Los datos de 1995 son de los tres primeros trimestres.

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

así un contenido informativo limitado que los usuarios habrán de complementar con datos elabo-

rados desde perspectivas distintas de las de la balanza de pagos.

GRÁFICO 5
TURISMO REAL Y ENTRADAS DE EXTRANJEROS
Tasas de variación de las series normalizadas (a)



(a) Tasas de variación sobre igual trimestre del año anterior de las medias móviles trimestrales, sin centrar. La serie de turismo recoge los ingresos, deflactados por el IPC de los servicios.

Fuente: Banco de España, y Ministerio de Comercio y Turismo.

Mención especial merece la rúbrica de turismo, también sometida a mayor posibilidad de error cuanto mayor es el grado de libertad para los movimientos de capital, incluidos los realizados con billetes. Conviene advertir, no obstante, que no existen razones específicas para un agravamiento relativo de los errores de medición asociados a esta rúbrica, en relación con el resto de la balanza. Los ingresos por turismo han mostrado, históricamente, un comportamiento relacionado, a medio plazo, con las entradas de extranjeros por las fronteras, pero con discrepancias, a veces intensas, en la evolución mensual de ambas series; entre otras razones, porque también en este caso la financiación a corto plazo entre los operadores del mercado origina desfases temporales entre los ingresos cobrados y el movimiento físico de los viajeros. En el gráfico 5 se ha

recogido la evolución de los ingresos por turismo, deflactados, y de los extranjeros entrados. El usuario de estos datos ha de tener en cuenta que en las divergencias en su evolución debe considerar, como posibles variables explicativas, las mismas que afectan al crédito comercial a corto plazo: tipos de interés y expectativas cambiarias, principalmente.

3. Rentas

La globalización de los mercados financieros, y, en concreto, tanto la generalización del uso de instrumentos cuyos intereses se pagan al vencimiento —bonos cupón cero o con descuento— como el aumento de la financiación internacional instrumentada en valores negociables, han exigido una correlativa adaptación de la forma de contabilización de las

rentas del capital correspondientes, recogida en el quinto manual del FMI, que establece el principio general del devengo.

En el caso de los activos que pagan su interés al vencimiento, se pretende evitar asignar a un único periodo la renta correspondiente a toda la vida del instrumento. En el caso del incremento de las operaciones en los mercados de valores negociables, se trata de corregir las distorsiones que provocan tanto la incorporación en el precio de los valores de la renta devengada hasta el momento de las compraventas —cupón corrido— como la distribución no homogénea de los pagos de intereses.

Estas distorsiones son más importantes en un contexto general de globalización, al aumentar los flujos brutos de compras y ventas y las posibilidades de su distribución no homogénea, especialmente si se tiene en cuenta que, en el terreno impositivo, existen incentivos a la concentración de las compraventas en momentos concretos (lavado de cupón).

En la balanza de pagos española, se aplica el principio del devengo a las rentas pagadas por las administraciones públicas a los no residentes tenedores de bonos y obligaciones denominados en pesetas, en las que, aparte de su importancia cuantitativa, se producían las mayores distorsiones. La descripción del método seguido para ello se encuentra en las monografías periódicas del Banco de España, y no requiere, aquí, mayores comentarios.

La línea argumental de este artículo sobre las crecientes dificultades de análisis inducidas por la globalización financiera, con independencia de los mayores errores de medición, es aplicable a la balanza de rentas. Como se

señaló en la introducción, y a ello se dedica el próximo apartado, el rasgo sobresaliente de los flujos financieros en los últimos años es la alta, y frecuente, sustituibilidad entre sectores e instrumentos, y la facilidad para asumir posiciones acreedoras o deudoras. Ello explica que la relación entre los datos agregados de las rentas, y los de los *stocks* de los activos y pasivos frente a no residentes que las generan, sea cada vez más inestable —parece ocioso señalar que aún lo será más la relación entre rentas y flujos—, por lo que sólo una información muy desagregada, tanto de rentas como de *stocks*, permitiría analizar, con cierta precisión, el comportamiento de aquéllas.

A modo de ejemplo, cabe observar la mayor inestabilidad de las cifras mensuales de las rentas de las entidades de crédito, que, sin embargo, responde con cierta fidelidad a los cambios de posiciones del sector, materializadas, a su vez, en instrumentos cambiantes. De hecho, la mejora que, en promedio, se observa en el saldo de sus rentas en los últimos años responde al saldo acreedor neto que registran, también en promedio, las variaciones de la posición del sector desde mediados de 1992.

En el análisis de la evolución mensual de los datos, sin embargo, se requeriría información desagregada de los *stocks* correspondientes a los diferentes instrumentos —y, por supuesto, de sus rentabilidades— para poder extraer el contenido informativo que los datos aportan. Es más, en los instrumentos a muy corto plazo, el *stock* puede variar de forma importante *dentro de un mismo mes*, registrarse correctamente el flujo de las rentas que se producen, y disminuir inmediatamente, sin que ni siquiera una ambiciosa estadística mensual de *stocks* —inexistente en todos

los países— llegara a recogerlo. En este caso, la relación entre el flujo mensual de las rentas y los datos de *stocks* disponibles se rompe, complicando el análisis. La diversidad de instrumentos a corto disponibles, pero, sobre todo, la rápida negociabilidad de instrumentos de cualquier plazo como consecuencia de la internacionalización de los mercados, multiplica las posibilidades de variaciones rápidas de *stocks* intramensuales, no registradas por las más ambiciosas estadísticas imaginables.

III. CUENTA FINANCIERA

Como se señaló en la introducción, es en el registro de las operaciones financieras donde han sido más importantes los efectos de la internacionalización de los mercados a escala mundial y, en el caso español, de la liberalización de sus controles a principios de 1992. De hecho, los comportamientos que reflejan los datos de la cuenta financiera de la balanza española en los últimos años —profusamente comentados por los analistas coyunturales—, con mayor inestabilidad y volatilidad, recogen rasgos similares a los que han acompañado al proceso de globalización de los mercados financieros a escala mundial.

Lo importante a destacar, desde la óptica de este artículo, en la evolución de los flujos financieros exteriores de la economía española, no es tanto su resultado neto como las características de los flujos brutos, que es donde se percibe el impacto del proceso de internacionalización de los mercados financieros españoles tras la liberalización. En síntesis: un intenso crecimiento de los flujos brutos; una notable diversificación de instrumentos; una rápida incorporación de las operaciones

antes restringidas, especialmente de algunas rúbricas activas, al proceso general de crecimiento de las transacciones; y, sobre todo, un significativo aumento de la sustituibilidad entre instrumentos y sectores institucionales, con rápidos cambios de signo en las posiciones acreedoras o deudoras de los distintos agentes económicos.

Si, como se sostiene en este artículo, la mayor volatilidad de los datos se debe no tanto, o no sólo, a los mayores errores de medición, sino a la complejidad creciente de los flujos, las mayores dificultades de elaboración de la información corren paralelas a las mayores dificultades a las que se enfrentan sus analistas para identificar el entramado de relaciones macroeconómicas que las explican. No hay que olvidar que la integración financiera de economías con regímenes fiscales muy diferentes, y en abierta competencia en la captación del ahorro mundial disponible, constituye uno de los elementos esenciales en la explicación de una cuantiosa masa de flujos financieros fluyendo entre distintos países y distintos activos en busca del tratamiento fiscal más ventajoso.

Además, la integración financiera de economías distintas en otros aspectos macroeconómicos, y con diferentes prioridades políticas, induce reacciones en los mercados, motivadas por alteraciones en variables económicas y sociopolíticas distintas de la rentabilidad directa de los activos —entre ellas, los desequilibrios presupuestario e inflacionario—, que modifican las expectativas de los agentes y la prima de riesgo exigida a sus inversiones, con la subsiguiente reordenación de sus carteras. Las mayores posibilidades que unos mercados libres abren a los agentes para cambiar sus posiciones con menores costes suponen, de

hecho, una mayor sensibilidad a diferenciales cada vez menores en la rentabilidad y riesgo de los distintos activos y prestatarios, que no siempre son fáciles de identificar por el analista entre el amplio espectro de las numerosas variables que, en este contexto, se incorporan al siempre complejo proceso de formación de expectativas. Es más, todavía cabe añadir a la explicación de las diferencias en la rentabilidad esperada de los distintos activos las que surgen de los diversos regímenes reguladores de la actividad financiera en los mercados domésticos, incluidos los coeficientes de caja y las normas de solvencia y cobertura obligada de riesgos establecidas por las autoridades supervisoras de cada país. No es ocioso insistir, una vez más, en que nada más lejos de las pretensiones de este artículo que tratar de relacionar fenómenos tan complejos como los enumerados con los flujos recogidos en los datos de la balanza, pero sí destacar que ése es el desafío para los analistas.

En el próximo epígrafe, se recogen los datos de la suma de los ingresos y pagos brutos registrados, para cada rúbrica, en la balanza de pagos española, en los terceros trimestres de 1987 y 1995. Su objetivo es proporcionar un indicador del grado de amplitud e integración del mercado correspondiente, y de su evolución, mediante una medición del volumen global de su operativa en esos períodos, que sirva, a su vez, de indicación aproximada del mayor o menor grado de inestabilidad que cabe esperar en el comportamiento de los flujos de la rúbrica correspondiente.

1. El volumen de negocio de las operaciones financieras con no residentes

Antes de analizar los datos del cuadro n.º 1, conviene hacer algunas precisiones terminológicas. La balanza de pagos registra por separado las operaciones financieras activas y las pasivas, pero, para cada una de ellas, recoge sus flujos netos: inversiones menos desinversiones; disposiciones de créditos menos amortizaciones; colocación de depósitos menos su cancelación. Para el análisis económico de los datos, ésta es la información relevante, y la forma de contabilización recomendada por el FMI. No obstante, y a los efectos de este artículo, interesa conocer la suma de los flujos brutos de cada rúbrica activa y la de los de cada rúbrica pasiva. Ocasionalmente, además, es importante suministrar algunos datos del neto total (activos menos pasivos) de algunas rúbricas y del total de sus flujos brutos (total de ingresos y pagos de las operaciones activas y pasivas). Aunque se ha intentado utilizar la terminología con la máxima precisión, no siempre es sencillo de lectura ni, posiblemente, los autores hayan sido lo suficientemente hábiles.

Los datos de la suma de ingresos y pagos (flujos brutos) de las distintas rúbricas financieras de la balanza se recogen en el cuadro n.º 1. Se han excluido las operaciones del sistema crediticio, excepto los *repos*, porque no se dispone de datos para 1987. En aquellas fechas, el régimen de control de cambios que les era aplicable (Alvarez, 1988) eximía a las entidades bancarias —entidades delegadas— de la obligación de declarar las operaciones de toma de pasivos en moneda extranjera con no residentes para su colocación entre otros no

residentes. Esa operativa sólo quedaba reflejada por su saldo neto de activos menos pasivos.

Sin duda, el sector crediticio es, por sus propias características, el más sensible a las condiciones de rentabilidad y, desde ese punto de vista, la medición de sus flujos brutos no añadiría información cualitativa —pero sí cuantitativa— sustancial a lo que ya evidencian, con nitidez, sus flujos netos: rapidez de respuesta de su posición total neta, acreedora o deudora, frente a no residentes, y amplia sustituibilidad entre instrumentos, muy singularmente en su operativa a corto (*repos* y depósitos). En el epígrafe III.2, se ilustran algunos de estos rasgos.

Por lo que a los demás sectores se refiere, ya se señaló antes el protagonismo absoluto de las operaciones con deuda pública española en pesetas. En el tercer trimestre de 1995, el total de cobros y pagos registrado en estas operaciones, en forma de inversiones en firme o en *repo*, ascendió a más de 100 billones de pesetas. En 1987, esta operativa era prácticamente despreciable. En la información *pro-memoria* del cuadro, se han excluido estas operaciones para situar a las del resto de la balanza en su justa perspectiva, pero, dada su importancia, su análisis se hace en el epígrafe III.2. Como se puede observar en la *pro-memoria*, el resto de las operaciones —excluido el sistema crediticio— ascendió a 23.465,1 m.m. en el tercer trimestre de 1995 (un 133 por 100 del PIB), frente a 1.292,4 en igual trimestre de 1987 (14,1 por 100 del PIB). Aunque el aumento es significativo teniendo en cuenta el período de sólo cuatro años transcurrido desde la liberalización de los controles, una de las principales conclusiones de este artículo es que la operativa exterior, activa y pasiva, de

CUADRO N.º 1

OPERACIONES FINANCIERAS. INGRESOS MÁS PAGOS (a)

	1987 - 3.º TRIMESTRE		1995 - 3.º TRIMESTRE	
	Porcentaje PIB	m.m. Ptas.	Porcentaje PIB	m.m. Ptas.
Total operaciones, activos y pasivos	16,9	1.542,3	782,3	123.820,1
<i>Total pasivos</i>	15,9	1.454,0	603,3	106.370,0
Inversión excluidos valores negociables	—	—	—	—
Acciones, participaciones e inmuebles (b)	2,2	198,0	1,3	234,5
Financiación empresas relacionadas	0,5	49,3	8,8	1.554,2
Inversión en valores negociables	—	—	—	—
Acciones y fondos inversión	5,2 (d)	498,2 (d)	7,7 (b)	1.363,1 (b)
Otras. Administraciones públicas (c)	2,4	216,0	569,2	100.355,0
Otras. Sectores privados no crediticios	0,3	26,0	12,3	2.163,0
Otro capital	—	—	—	—
Administraciones públicas	1,0	89,5	1,8	325,5
Sectores privados no crediticios	2,0	181,7	4,1	716,9
<i>Total activos</i>	1,0	88,2	99,0	17.450,1
Inversión directa	—	—	—	—
Acciones, participaciones e inmuebles (b)	0,3	27,0	0,5	96,3
Financiación empresas relacionadas	0,0	0,0	0,3	52,5
Inversión de cartera	—	—	—	—
Acciones y fondos de inversión	0,1	13,1	1,3 (b)	223,3 (b)
Otras. Sectores privados no crediticios	0,1	11,2	2,0	361,2
Otro capital	—	—	—	—
Administraciones públicas	0,0	3,0	4,9	866,0
Sectores privados no crediticios	0,5	48,3	89,4	15.768,3
Pro-memoria				
Total operaciones, excepto AAPP y repos	14,1	1.292,4	133,1	23.465,1
Total pasivos, excepto inversión AAPP y repos	13,2	1.204,2	34,1	6.015,0
Total activos, sin repos	1,0	88,2	99,0	17.450,1
<i>Repos pasivos</i>	n.d.	n.d.	87,2	15.382,3
<i>Repos activos</i>	n.d.	n.d.	399,3	70.399,3

(a) Excluye las operaciones del sistema crediticio en inversiones, créditos y depósitos, excepto que se señale expresamente su inclusión.

(b) Incluye las operaciones del sistema crediticio.

(c) Inversión ajustada, obtenida como inversiones en administraciones públicas + repos pasivos - repos activos.

(d) Dato del tercer trimestre de 1988.

Fuente: Banco de España, y elaboración propia.

los sectores privados no crediticios sigue siendo modesta.

1.1. Pasivos

El componente más importante de la *inversión directa* del exterior en España (acciones no negociables, otras participaciones e inmuebles) ha registrado un cre-

cimiento muy modesto de sus flujos brutos (inversiones más desinversiones), en línea con la mayor estabilidad que cabe esperar en esta rúbrica, ligada a expectativas de rentabilidad empresarial a más largo plazo. No obstante, la evolución modesta de los flujos brutos —retroceso

en porcentaje del PIB— responde también a la disminución de las entradas netas por este concepto desde 1992, más acusada en el último año.

Por el contrario, el componente de la inversión directa que recoge el resto de la financiación, a cualquier plazo, entre matrices

extranjeras y filiales españolas, registra un crecimiento importante de sus flujos brutos, especialmente significativo en relación a su todavía escaso peso en la estructura de los flujos netos. Cabe esperar, por ello, una más creciente inestabilidad de la rúbrica total de inversión directa, en la medida en que este componente vaya creciendo en importancia. Es más, las cifras del cuadro son un indicador poco representativo de la actividad total de financiación entre las empresas de un mismo grupo económico, porque recogen sólo las entradas y salidas brutas ligadas a la actividad pura de préstamo entre ellas. La financiación instrumentada a través de cuentas interempresas no bancarias se mide por la variación de su saldo y, como tal, se registran sólo sus flujos netos. La internacionalización empresarial a través de grupos multinacionales tiene, en esta rúbrica de la balanza, un reflejo directo que, sin duda, está introduciendo un elemento de inestabilidad en el total de la rúbrica.

No es ocioso llamar la atención sobre el crecimiento que está teniendo, dentro de los grupos multinacionales, la gestión integrada de los cobros y pagos, de los riesgos, y de la política de financiación y gestión de tesorería de todas las empresas del grupo, a través de una de ellas («centro compensador»). Es práctica habitual en algunas de estas organizaciones que las distintas empresas del grupo, una vez realizadas sus propias operaciones, trasladen, en ocasiones diariamente, al «centro compensador» sus posiciones deudoras o acreedoras; es decir, que presen a dicho centro su tesorería, o reciban prestados los fondos que precisen. A la vista de las rentabilidades y expectativas de ganancias por la situación de los distintos mercados financieros, el

centro compensador decide colocar en determinados países, generalmente utilizando sus empresas radicadas en él, los excedentes de tesorería, así como tomar decisiones sobre la política financiera de todo el grupo, asumiendo, o cubriendo, riesgos de cambio o de tipo de interés globales.

En definitiva, cada una de las empresas del grupo mantiene con el «centro compensador» un saldo acreedor o deudor, cuyas variaciones se producen por razones que nada tienen que ver con los que, tradicionalmente, se han considerado los determinantes básicos de la inversión directa.

Por último, el progresivo aumento esperado en la participación de los no residentes en los mercados residentes de valores negociables abre una vía adicional a una mayor inestabilidad de los flujos de financiación de las matrices a sus filiales, ante las mayores posibilidades de negociación de las acciones de su propiedad, si bien siempre responderán a determinantes más estables que los que explican las inversiones de cartera en forma de acciones.

No obstante, como se observa en el cuadro n.º 1, el aumento de la participación de los no residentes en la actividad de compraventa de *acciones negociables* en los mercados españoles es, por ahora, modesto. Aunque, debido a la relativa estrechez de la Bolsa española, ésta puede registrar fluctuaciones en sus índices de cotización de cierta intensidad, inducidas por la actividad de los no residentes, lo cierto es que se suele tratar de operaciones muy selectivas en lo que a las acciones objeto de compraventa se refiere y, a la luz de los datos de la balanza de pagos, no parece que la liberalización haya tenido, por

ahora, resultados importantes en este mercado. Interesa señalar, no obstante, que sí se observa una operativa en fondos de inversión que, aunque todavía poco significativa en valor absoluto, empieza a adquirir cierta relevancia.

Es más importante la evolución registrada en la participación creciente de no residentes en los mercados de *bonos y obligaciones* del sector privado no crediticio, especialmente a través del mercado AIAF. Obsérvese que, en 1995, el importe de los flujos brutos de esta rúbrica es superior al del mercado de acciones y al de préstamos y, dentro de los pasivos de los sectores no crediticios, el segundo en importancia tras la deuda pública. No es ocioso destacar, en el contexto de este artículo, las dificultades añadidas que el previsible desarrollo de este mercado generará en el proceso de obtención de los datos de la balanza, incluidas las dificultades para separar la renta devengada y el cupón corrido. Por no mencionar las relativas a las operaciones en productos *derivados* —OTC o en mercados organizados—, para los que no existe todavía un consenso internacional sobre la forma correcta de contabilización. Como la operativa de no residentes en los mercados españoles de futuros y opciones es todavía menor, aunque creciente, y se trata de instrumentos financieros complejos que exigirían una explicación más extensa de lo que este artículo permite, no se analizan aquí.

En las operaciones de préstamos recibidos por las administraciones públicas, recogidas en la rúbrica de *otro capital*, se observa un aumento modesto de los flujos brutos que es reflejo, en parte, de la mayor estabilidad relativa del sector en su política de disposiciones y amortizaciones

—obviamente jalonada por sustituciones entre financiación a corto y largo plazo—, pero también del crecimiento, igualmente modesto, de la financiación neta así obtenida. Puesto que se trata, en general, de líneas de crédito negociadas previamente, con amplia libertad para seleccionar los momentos de su utilización, constituye una forma de financiación subsidiaria en los períodos de retirada de los no residentes del mercado de la deuda pública o de mayores dificultades de financiación con los residentes. Algo similar cabe decir de las emisiones en moneda extranjera de este sector en los mercados exteriores, aunque alcancen, a veces, importes sustanciales.

Los préstamos del exterior al sector privado también muestran un volumen de actividad relativamente moderado, tras su crecimiento inicial a raíz de su liberalización en 1992. Es posible que la inestabilidad cambiaria de los años 1992 y 1993 haya aumentado la sensibilidad a los riesgos de cambio de un tipo de prestatario menos ágil en su cobertura que los sectores financieros, lo que, en conjunción con el acortamiento de los diferenciales en el promedio del período, contribuiría a explicar los modestos importes, brutos y netos, de esta rúbrica en 1994 y 1995. Es importante señalar, adicionalmente, que, en línea con lo explicado antes, la internacionalización empresarial supone una desviación de los flujos antes contabilizados en esta rúbrica hacia la inversión directa.

1.2. Activos

Desde el lado de los activos, las cifras del cuadro n.º 1 son suficientemente ilustrativas sobre la escasa relevancia del aumento de la *inversión directa* española en el exterior a lo largo de todo el período. En ese sentido, los efec-

tos de la globalización internacional en la economía española son, por ahora, muy modestos. Aunque en algunos trimestres se observan flujos de cierta entidad, brutos y netos, están ligados a operaciones importantes, pero aisladas —entre los casos recientes más citados está la inversión en el sector telefónico peruano, y algunas del sector bancario. Conviene señalar, además, que el aumento de los flujos brutos no es sólo resultado del modesto crecimiento de la participación de los residentes en esta rúbrica, sino que recoge algunas peculiaridades de su instrumentación. En concreto, son frecuentes las reestructuraciones de grupos empresariales que dan lugar a comunicaciones compensadas de inversión y desinversión, sin que se produzca una variación neta de los activos y pasivos, sino sólo cambios de residencia de empresas o traspasos de activos entre filiales de empresas españolas residentes en distintos países.

Más importante, aunque todavía modesto, es el aumento de flujos brutos de las *inversiones de cartera* en el exterior. Téngase en cuenta, no obstante, que si no se hubieran excluido las operaciones del sistema crediticio en bonos y obligaciones, los importes crecerían significativamente, y que una parte, posiblemente importante, de los valores adquiridos por las entidades de crédito son vendidos, con posterioridad, a inversores no crediticios. El caso de los bonos matador es un ejemplo significativo. La balanza de pagos no los recoge en el sector residente acreedor final.

El aumento del total de los flujos brutos en operaciones activas de los sectores no crediticios se debe, básicamente, a la actividad de *depósitos* en el exterior del sector privado. La actividad de préstamo entre residentes no

crediticios y no residentes —excluida la que tiene lugar entre empresas de un mismo grupo, contabilizada en la inversión directa— es, por ahora, poco importante. Quizás interesa señalar, no obstante, que ese aumento de la actividad prestamista neta se está produciendo con un crecimiento considerablemente mayor de los flujos brutos, muy sensibles a las posibilidades de obtener una mayor rentabilidad de los fondos prestados a través de su localización en los territorios que otorgan mayores ventajas impositivas, incluidos los paraísos fiscales.

La actividad de depósito en el exterior de los sectores no crediticios —deslocalización, en terminología popular— es la que registra el crecimiento más importante de la actividad acreedora neta frente al exterior de la economía. Recuérdese que en el sector no crediticio, junto a las familias y empresas no financieras, está contabilizada, también, la operativa de numerosos intermediarios financieros (sociedades y agencias de valores, instituciones de inversión colectiva, compañías de seguros, etc.). Lo importante a destacar en esta rúbrica es que el aumento de sus flujos brutos ha sido muy superior al del flujo neto, que, tras su explosión inicial a raíz de su liberalización, en 1992, viene registrando importes siempre positivos —flujo neto de salida—, pero de magnitud relativamente estable teniendo en cuenta las características de este tipo de activos. Obviamente, en la evolución del saldo neto de esta rúbrica se observan numerosos reajustes significativos, especialmente en los períodos de inestabilidad cambiaria, como ocurrió, por ejemplo, en los primeros meses de 1995. Puesto que se trata de activos de fácil realización, su sensibilidad a las variaciones en los diferen-

ciales de tipos de interés y los riesgos de cambio, y, por supuesto, a su tratamiento fiscal, no es sorprendente ni, por tanto, la importancia cuantitativa relativa de la suma de los flujos totales de salida y retorno.

Por último, y por lo que se refiere a la actividad prestamista exterior de las administraciones públicas, contabilizada en su rúbrica de otro capital, recoge básicamente, el crédito FAD, cuyos importes, brutos y netos, en porcentaje del PIB, han permanecido casi estables a lo largo de todo el período. De hecho, el aumento de los flujos brutos que se observa en el cuadro n.º 1 se debe, exclusivamente, a la actividad de depósito de las administraciones públicas territoriales, cuyo importe neto es irrelevante.

2. Las operaciones de no residentes con deuda pública

Como ya se ha indicado, las operaciones de no residentes con deuda pública y su financiación por el sistema crediticio, mediante operaciones *repo*, fundamentalmente, determinan las grandes cifras de la cuenta financiera.

En el gráfico 6 se presenta, para el período 1993-1995, únicos años para los que se dispone de información detallada, una visión global de estas operaciones.

En este gráfico, se han representado las operaciones de no residentes con valores de deuda pública denominados en pesetas, separando, por un lado, las operaciones en firme (es decir, las que en la balanza de pagos se incluyen en la rúbrica de inversiones de cartera, y que, en la terminología de la Central de Anotaciones, constituyen una «cartera de vencimiento»), y los *repos* con entidades de crédito

residentes, desglosando los activos (adquisiciones del sistema crediticio) y los pasivos (cesiones del sistema crediticio). Además, se ha representado una serie, suma de las anteriores, que coincidiría con la definición de cartera ajustada utilizada en el *Boletín Estadístico* del Banco de España, o cartera disponible, o registrada, en la terminología de la Central de Anotaciones.

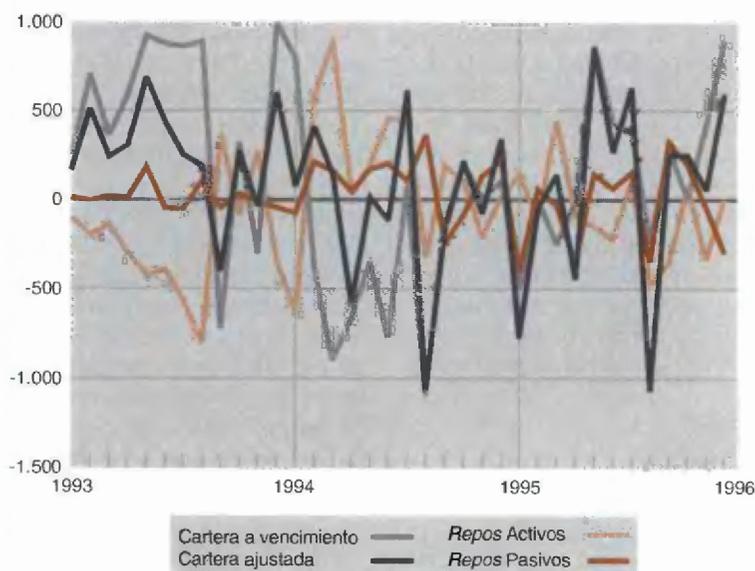
Sobre este gráfico es necesario realizar algunas precisiones. Por un lado, los importes reflejados son exclusivamente los cobros y pagos comunicados por las entidades que informan al Banco de España, sin corrección alguna, por lo que están incluidos los intereses de los *repos* y el cupón corrido en las operaciones en firme. Por otro lado, todas las series se representan de tal forma que los valores positivos in-

dican financiación concedida por no residentes a residentes (o menor financiación de residentes a no residentes), y los valores negativos, lo contrario.

Los datos del gráfico muestran que, de forma habitual, una gran parte de las inversiones de no residentes a vencimiento ha sido financiada por el sistema crediticio mediante operaciones *repo*, y que las ventas de esos valores adquiridos en firme suele llevar aparejada la cancelación de los *repos* que los financian. De esta forma, las variaciones de la cartera a vencimiento quedan frecuentemente atenuadas en la cartera ajustada.

Ahora bien, dentro de este contexto general, se observa un paulatino incremento de las operaciones *repo* pasivas, especialmente durante 1994 y 1995. En

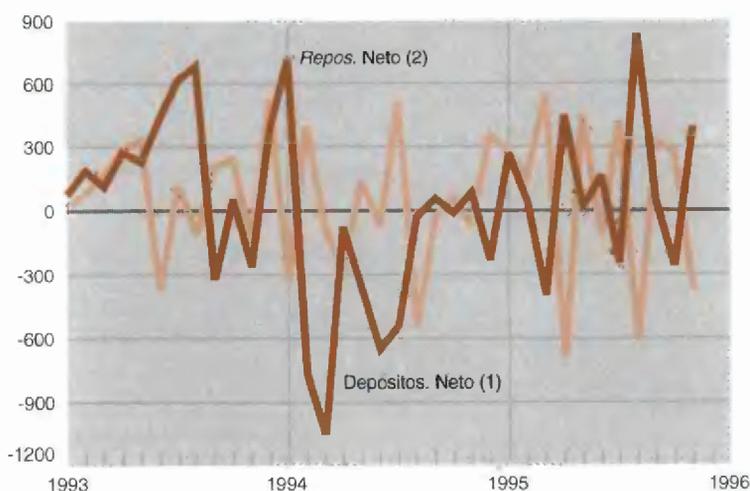
GRÁFICO 6
OPERACIONES DE NO RESIDENTES
EN DEUDA ANOTADA (a)



(a) Importes en miles de millones de pesetas. Datos mensuales.

Fuente: Banco de España, y elaboración propia.

GRÁFICO 7
REPOS Y DEPÓSITOS A CORTO PLAZO DEL SISTEMA CREDITICIO. OPERACIONES EN PESETAS (a)



(a) Importes en miles de millones de pesetas. Datos mensuales.
 (1) Depósitos. Neto: Depósitos en pesetas del sistema crediticio. Variación de activos menos variación de pasivos.
 (2) Repos. Neto: Repos en pesetas del sistema crediticio. Variación de activos menos variación de pasivos.

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

estos períodos, los no residentes han utilizado, en ocasiones, estas operaciones como forma de inversión alternativa a las operaciones en firme, de acuerdo con las expectativas de tipo de interés y, también, en operaciones de «lavado de cupón».

Con ello, la interpretación de las operaciones de no residentes en el mercado de deuda pública se ha ido haciendo más compleja, observándose comportamientos de las series aparentemente anómalos, pero no erróneos. Por ejemplo, en los meses de agosto de 1994 y agosto de 1995, fuertes ventas de no residentes con operaciones en firme (en 1995, también mediante repos pasivos) coinciden con cancelaciones de repos activos. Como consecuencia se producen, en ambos meses, importantes caídas de la cartera ajustada.

En gran parte, estas situaciones quedan explicadas por la sustituibilidad entre instrumentos; en este caso, repos y depósitos a corto plazo del sistema crediticio. En el gráfico 7 se muestran los datos de estas dos variables, ambas en pesetas, y definidas como el neto de activos menos pasivos.

Además de una fuerte correlación entre ambas series, puede observarse que, en torno a agosto de 1994 y 1995, los valores son especialmente importantes y, además, divergentes.

En definitiva, parece claro que una parte importante de las operaciones en el mercado de deuda pública está financiada con depósitos a corto plazo del sistema crediticio, y que los no residentes eligen una u otra forma de financiación en función de las cir-

cunstancias de los mercados; probablemente, para aprovechar pequeños diferenciales de tipos de interés.

IV. CONCLUSIONES

1. La globalización de los mercados dificulta el proceso de obtención de los datos de la balanza de pagos y, en consecuencia, aumenta sus posibles errores de medición. Pero la mayor complejidad de las relaciones económicas hace también más difícil la labor de los analistas, que pueden percibir como errores lo que no son sino comportamientos racionales de los agentes económicos ante las mayores posibilidades de respuesta a cambios en la rentabilidad esperada de los activos financieros.

2. Los datos de la cuenta corriente de la balanza de pagos española no parecen incorporar un aumento significativo del componente de error, aunque sí una pérdida de su contenido informativo inducida por los cambios en las estrategias empresariales de penetración en los mercados extranjeros, con mayor importancia relativa de la presencia comercial en relación a las transacciones transfronterizas.

3. La liberalización de las restricciones a los movimientos de capital se ha reflejado en un comportamiento más inestable de los datos de la cuenta financiera de la balanza de pagos española, que, sin embargo, parece responder a las mayores posibilidades de reacción de los agentes. No obstante, la incidencia es muy desigual en los distintos instrumentos y sectores institucionales.

4. Las operaciones con deuda pública española, y su financiación por el sistema crediticio español, son las protagonistas

absolutas de la cuenta financiera.

5. Los efectos de la liberalización sobre los sectores privados no crediticios son todavía globalmente modestos, si bien significativos, teniendo en cuenta el período transcurrido.

a) Es notable el aumento de las operaciones activas de estos sectores en depósitos en instituciones financieras no residentes (deslocalización).

b) Aunque de menor importancia cuantitativa absoluta, las operaciones de no residentes en bonos y obligaciones del sector privado residente evidencian también una tendencia ascendente, especialmente en el mercado AIAF.

c) Por el contrario, las operaciones de no residentes en acciones negociables no han registrado, por ahora, el desarrollo que podría esperarse.

d) Tampoco las inversiones directas del exterior en España a través de acciones no negociables y otras formas de participación tradicionales —dotaciones a sucursales— han registrado un aumento significativo en el volumen de negocio. Se observa, sin embargo, un crecimiento de la financiación entre matrices y filiales a través de préstamos y, sobre todo, de los flujos económicos

registrados en cuentas interempresas.

e) El volumen de operaciones de las inversiones directas en el exterior es, todavía, de importancia menor, excepto operaciones aisladas.

f) Las inversiones de cartera en el resto del mundo son, igualmente, poco significativas, aunque, en este caso, sí se observa un aumento de cierta entidad.

NOTAS

(*) Agradecemos la colaboración de Felipe Blanco, Remigio Echeverría y Juan Manuel Pecero, sin cuya ayuda este trabajo no habría sido posible.

(1) La balanza de pagos registra las operaciones valor vencido, por lo que las de plazo sólo se contabilizan cuando vencen. En los *swaps* contado/plazo, queda reflejada la operación de contado. Las tomas de posición en una divisa financiadas vía depósito se recogen en las rúbricas de depósitos. Pero si, como ocurre de forma creciente, esa toma de posición se instrumenta mediante lo que los mercados cambiarios denominan «financiación en *swap*», se están efectuando dos operaciones de contado de signo contrario y una a plazo, por lo que en la balanza de pagos no se registra nada —las dos operaciones de contado se neutralizan— hasta que vence la operación a plazo. Además, a su vencimiento, si la posición se renueva con un nuevo *swap*, práctica también habitual, el registro en la balanza de pagos se aplaza hasta el vencimiento de la nueva operación.

(2) En la balanza, sólo se registran las diferencias de valoración que surgen al convertir estas operaciones a pesetas, y los desfases en las comunicaciones de las entidades declarantes.

(3) El Departamento de Aduanas, responsable de la elaboración de las estadísticas del comercio exterior, ha editado numerosos folletos divulgativos sobre este sistema.

El *Boletín Estadístico* del Banco de España de abril de 1995 contiene un amplio resumen.

(4) Se han utilizado, como deflatores, los índices de valor unitario del comercio exterior elaborados por la Dirección General de Previsión y Coyuntura. Con objeto de incorporar en el mismo gráfico series de orden de magnitud diferente, las tasas se han calculado sobre las series normalizadas (media cero y desviación típica uno), por lo que no son comparables en valores absolutos, pero sí en el perfil de su evolución.

(5) Tipo de cambio efectivo real frente a países desarrollados, elaborado con precios al consumo.

BIBLIOGRAFÍA

ÁLVAREZ, LUCAS (1988), *Sector exterior y actividad bancaria*, Centro de Formación del Banco de España, Madrid.

BANCO DE ESPAÑA (1995a), *Balanza de Pagos de España*, 1994, Madrid.

— (1995b), *Central de Anotaciones en Cuenta*, 1994, Madrid.

— (1995c), «El mercado de divisas en España», *Boletín Económico*, octubre.

FMI (1993), *Manual de balanza de pagos*, quinta edición.

— (1995), *Balance of payments compilation guide*.

HARPER, Peter (1995), «Recording interest income in the balance of payments», *IMF Working Papers*, WP/95/71.

LINDE, Luis M. (1994), «La evolución de la peseta. 1984-1994», en AB ASESORES (ed.), *Historia de una década. Sistema financiero y economía española, 1984-1994*, Madrid.

MARAVALL, Agustín (1983), «Depresión, euforia y el tratamiento de series maniaco-depresivas: el caso de las exportaciones españolas», Banco de España, *Documento de trabajo*, n.º 8309, Madrid.

SEOPAN (ed.) (1995), *Estudio sobre la repercusión de las exportaciones del sector de la construcción en la economía española*, Price Waterhouse, septiembre.

Resumen

La línea argumental del artículo es que si bien la mayor complejidad de las relaciones económicas internacionales, inducida por la mundialización, ha aumentado los errores de medición de la balanza de pagos, una parte importante de la volatilidad de sus datos no se debe a errores, sino a la mayor sensibilidad y rapidez de respuesta de los agentes en mercados más amplios. Esta hipótesis se ilustra con datos de la balanza de pagos española sobre el grado de internacionalización de su economía, y con ejemplos seleccionados de comportamientos complejos, pero correctamente medidos.

Palabras clave: balanza de pagos, España, globalización.

Abstract

This paper's line of argument is that, even though the greater complexity of international economic relations —induced by globalization— has increased the measuring errors in the balance of payments, a significant part of the volatility of the data does not stem from errors, but rather from the greater sensitivity and swifter reaction of agents on larger markets. This hypothesis is illustrated by Spanish balance-of-payments data on the economy's degree of internationalization and by examples drawn from complex, but correctly measured, behavioral patterns.

Key words: balance of payments, Spain, globalization.

JEL classification: F020, F330.