

5 LA BALANZA DE PAGOS Y LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL:
NOTA METODOLÓGICA

5 La Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional:

Nota metodológica

5.1 Introducción

A lo largo de 2005 han continuado incorporándose mejoras en el sistema de información y en los procedimientos de cálculo utilizados para medir las transacciones económicas entre los residentes en España y los residentes en el resto del mundo, así como los *stocks* de activos y pasivos financieros correspondientes. Estas mejoras incorporan nuevos resultados del proceso de adaptación al contexto de internacionalización de las operaciones reales y financieras, iniciado en años anteriores. El desarrollo de nuevas fuentes de información y las revisiones de las existentes han permitido, al igual que en otros años, incrementar los desgloses de las estadísticas del sector exterior y revisar los datos difundidos en algunas rúbricas de la Balanza de Pagos para aproximarlos más a la realidad.

Por este motivo, en los datos que se presentan en esta monografía algunas de las rúbricas de la Balanza de Pagos han registrado revisiones adicionales a las que habitualmente se producen en el cierre de los datos de cada año. Las principales modificaciones corresponden a los ingresos de la rúbrica de Turismo y viajes, las rentas del trabajo y de las inversiones de cartera, los pagos por remesas de trabajadores y determinadas transacciones que se incluyen dentro de las transferencias corrientes de los sectores privados. Todas estas modificaciones se han realizado de forma coordinada con el INE e incrementan aún más la coherencia entre los datos de la Balanza de Pagos y los de la Cuenta del resto del mundo de la Contabilidad Nacional. A continuación se introducen brevemente estos cambios, cuya descripción más detallada se realiza en la sección de novedades del presente capítulo.

Por lo que se refiere a los ingresos por turismo y viajes, se ha modificado el procedimiento de cálculo desde los datos correspondientes a enero de 2005. Desde esa fecha, los ingresos por turismo se obtienen exclusivamente a partir de la información proporcionada por la encuesta de gasto en frontera EGATUR, fuente que ya venía utilizándose con anterioridad, si bien complementada con otros indicadores. Las mejoras metodológicas en el cálculo de la rentas afectan tanto a las del trabajo como a las de la inversión de cartera. En las primeras, se han complementado los datos en términos netos que se venían incorporando en la Balanza de Pagos con información sobre los pagos e ingresos de cotizaciones sociales e impuestos sobre el factor trabajo, lo que ha permitido calcular de forma más correcta los ingresos y los pagos de dichas rentas. Esta modificación, que afecta principalmente a los ingresos y a los pagos, pero no al saldo de la rúbrica Remuneración de asalariados, se ha incorporado a los datos desde el año 1995. En cuanto a las rentas de la inversión de cartera, a partir de los datos del año 2005, tanto los ingresos como los pagos de la rúbrica se registran siguiendo el criterio de devengo, que anteriormente solo se aplicaba a una parte de los pagos. La sustitución de los datos de ingresos y pagos por los del devengo se ha realizado utilizando la información valor a valor sobre las inversiones de cartera a la que se viene haciendo referencia en las sucesivas ediciones de esta monografía. La revisión de los pagos de la rúbrica Remesas de trabajadores tiene como objetivo medir de forma más exacta los envíos generados por el creciente flujo inmigratorio que se ha producido en España en los últimos años. Si bien, como se describe en la sección de novedades del presente capítulo y como se venía indicando en ediciones anteriores de esta monografía, los pagos por remesas que venía registrando la Balanza de Pagos mostraban un crecimiento significativo en paralelo con dicho flujo inmigratorio, y su comparación con otros indicadores disponibles y con sus principales determinantes apuntaba a que podrían estar infraestimándose. La introducción de nuevos procedimientos de cálculo en esta rúbrica se ha reflejado en una revisión al alza de los pagos de remesas de aproximadamente un 20% para el período 2001-2005 y en su mejor distribución

por países de contrapartida. Finalmente, en la rúbrica de Otras transferencias del sector privado los fondos transferidos por el Fondo Europeo de Orientación y de Garantía Agrícola (FEOGA), en su sección de Garantía, han comenzado a registrarse cuando se devengan y no cuando se produce el pago por parte de la Comisión Europea a España. Esta modificación se ha aplicado a los datos desde el año 1995.

Las mejoras introducidas en los procedimientos de cálculo de diversas rúbricas de la Balanza de Pagos, brevemente descritas en el párrafo anterior, han permitido, adicionalmente, difundir un mayor detalle de algunas de las rúbricas de la cuenta corriente en las que se concentra gran interés por parte de los usuarios de los datos; en concreto, las de remesas de trabajadores y otros servicios. En cuanto a la primera, en esta monografía se ofrecen, por primera vez en la Balanza de Pagos, datos acerca del destino final de los fondos enviados desde España. Sobre los ingresos y pagos de otros servicios, durante el año 2005 se comenzó a difundir en la página de libre acceso en Internet del Banco de España, trimestralmente, el detalle de sus principales componentes por países y áreas económicas de contrapartida que anteriormente solo se difundía de forma anual.

Como en ediciones anteriores de esta monografía, todos los cambios mencionados se detallan más adelante en el apartado de novedades. En esta ocasión, además, dicho apartado destaca el carácter internacional y generalizado del proceso de adaptación de las normas metodológicas al actual contexto económico y financiero, dedicando un epígrafe al proceso de revisión de la quinta edición del *Manual de Balanza de Pagos* del FMI, que está teniendo lugar.

Además de las revisiones de carácter extraordinario comentadas en los párrafos anteriores, conviene mencionar los motivos que justifican las revisiones habituales de los datos difundidos. Estas revisiones, en el caso de la Balanza de Pagos, se realizan normalmente cada año cuando se publican los datos del mes de enero, afectando a los dos años anteriores, y son consecuencia de la corrección de errores o de la inclusión de operaciones cuya información se ha recibido con retraso. Hasta ahora, la más importante de las revisiones que afectaban a la cuenta corriente era la derivada de la incorporación de las cifras revisadas del comercio de bienes publicadas por el Departamento de Aduanas de la Agencia Estatal de la Administración Tributaria. A partir del año 2005, es preciso añadir la que corresponde a los beneficios reinvertidos de inversión directa, debido al método utilizado para su estimación, que incorpora información todavía de carácter preliminar y, por lo tanto, está sujeta a importantes revisiones. En la cuenta financiera, las revisiones más importantes afectan a las rúbricas de Inversión directa e Inversión de cartera. Las primeras son debidas, en parte, a la actualización de los beneficios reinvertidos ya comentada y, en parte, a la incorporación de información procedente del Registro de Inversiones Exteriores, del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, que permite incluir operaciones que, por no producir cobro o pago alguno, se reciben con cierto retraso. En cuanto a la rúbrica de Inversión de cartera, las revisiones se deben a la todavía reciente implantación del nuevo sistema de declaración de valores negociables y a la adaptación de los declarantes a dicho procedimiento de información.

Por lo que se refiere a los datos de la Posición de Inversión Internacional, las revisiones periódicas de los datos, que se realizan coincidiendo con el cierre de cada trimestre, afectan al año en curso y a los dos anteriores —esto es así salvo para el cierre correspondiente al primer trimestre de cada año, momento en el que se revisan los tres años previos—. Estas revisiones se deben, en general, a la incorporación de información actualizada en las fuentes de información y por los mismos factores que los mencionados para la cuenta financiera de la Balanza de Pagos cuando esta es una fuente de estimación de los *stocks*.

Los datos de la Balanza de Pagos del capítulo 6 de la presente monografía son estrictamente coherentes con las cifras recogidas en el capítulo 16 de la edición de abril de 2006 del *Boletín Estadístico* del Banco de España. Las correspondientes series históricas, que como se ha indicado para determinadas rúbricas han sido revisadas desde 1995, están disponibles, con frecuencia mensual y desde 1990, en el caso de la Balanza de Pagos y, con frecuencia trimestral y desde 1992, en el de la Posición de Inversión Internacional¹, y se pueden encontrar en el sitio del Banco de España en Internet —<http://www.bde.es>—, sección de Estadísticas². Cabe resaltar que en el *Boletín Estadístico* aparecen, además, cuadros adicionales de detalle trimestral de la rúbrica de Otros servicios de la Balanza de Pagos y del desglose por prestatarios y prestamistas del *stock* de créditos recibidos del exterior por los sectores no crediticios y la composición de los activos de reserva de la Posición de Inversión Internacional.

La Posición de Inversión Internacional se elabora utilizando la misma información y representa el mismo fenómeno económico general que la cuenta de saldos —*stocks*— de activos y pasivos financieros frente al resto del mundo de las *Cuentas Financieras de la Economía Española*. El Banco de España viene publicando en una monografía anual, con el mencionado título, esta otra estadística, que se elabora siguiendo la metodología establecida por el Sistema Europeo de Cuentas Nacionales en su versión de 1995 —SEC/95—. Aunque, por lo tanto, la metodología de referencia no es la misma, hay que señalar que el ámbito conceptual de ambas estadísticas es muy semejante, por lo que arrojan resultados agregados parecidos. De hecho, el FMI, al elaborar el Quinto Manual, avanzó en esta dirección homogeneizadora, hasta el punto de que las estadísticas de la Balanza de Pagos y de la Posición de Inversión Internacional que se compilan bajo el Quinto Manual, a diferencia de las ediciones previas, son coherentes con la Revisión 4 del Sistema de Cuentas Nacionales —SCN/1993—. No obstante, las diferentes fechas de elaboración y de cierre de los datos de una y otra estadística explican las discrepancias que pueden existir en un momento dado entre ambas fuentes de información.

Por lo que se refiere a la presentación de los datos en esta monografía de la Balanza de Pagos y de la Posición de Inversión Internacional, tal como se ha mencionado anteriormente, se mantiene la principal modificación realizada en el pasado reciente, que consiste en presentar de forma separada las operaciones y saldos del Banco de España. Es importante advertir de que el mencionado cambio es una mera reasignación de la información, que se continúa elaborando siguiendo estrictamente las directrices metodológicas del Quinto Manual de Balanza de Pagos del FMI. Este organismo ha de presentar los datos en sus publicaciones de forma similar para todos los países, con el objeto de permitir su comparabilidad internacional. Por este motivo, ante la singularidad de un fenómeno como la UEM, ha tenido que optar por una solución contable homogénea. Esta solución ha consistido en incluir la variación de los activos de los bancos centrales de los países de la UEM frente al Eurosistema, y sus otros activos y pasivos que no sean reservas, en los totales de las rúbricas correspondientes, dejando tan solo las reservas como contrapartida final del resto de la Balanza de Pagos de la UEM. La solución del FMI es coherente no solo con la presentación adecuada para la mayor parte de los países, sino, además, con la de la Balanza de Pagos agregada de la UEM frente al resto del mundo. Sin embargo, adolece de serias deficiencias para el análisis de la Balanza de cada uno de los países aisladamente considerados.

Por todo lo anterior, en esta publicación se mantiene la doble presentación de la cuenta financiera de la Balanza de Pagos y de la Posición de Inversión Internacional:

1. Para los activos de reserva, la periodicidad es mensual y la fecha de comienzo es enero de 1962. 2. Por otra parte, existen series históricas 1980-1990, elaboradas por la Secretaría de Estado de Comercio, según las directrices del Cuarto Manual del FMI.

- En los cuadros resumen de las principales rúbricas, tanto de la Balanza de Pagos como de la Posición de Inversión Internacional, la cuenta financiera se ha desglosado en la correspondiente al Banco de España y la correspondiente a otros sectores. La cuenta financiera del Banco de España proporciona información separada tanto de las reservas como de la variación del saldo de su cuenta con el Eurosistema, dado su distinto significado analítico, en el contexto de la pertenencia del país a una unión monetaria, con una moneda única. Además, por claridad en la presentación, se ha incluido también el neto de otros activos y pasivos del Banco de España, que recoge, fundamentalmente, los activos de inversiones de cartera y los pasivos relacionados con las reservas. En el epígrafe 5.2.5 de este mismo capítulo se describe el contenido de cada una de las rúbricas de la Balanza, por lo que el lector encontrará una breve explicación de cada una de las que integran la cuenta financiera del Banco de España.

- En los cuadros de detalle, se ha optado por mantener la presentación de los componentes estándar del Quinto Manual del FMI, que es la que permite la comparabilidad internacional. En ellos, por tanto, las operaciones del Banco de España distintas de las reservas aparecen en la rúbrica de Otras inversiones y, a partir de 2002, también en Inversiones de cartera, si bien separadas de las referidas a otras instituciones financieras monetarias. En todos los cuadros se explicita con claridad el contenido de cada rúbrica en lo que a su cobertura de los distintos sectores institucionales se refiere, por lo que no cabe confusión al respecto.

Cabe resaltar también, que las notas a pie de todos los cuadros del capítulo 6 explicitan la convención del signo utilizada en el registro de las operaciones de Balanza de Pagos. Adviértase que, en el caso concreto de las reservas, se ha optado por utilizar la misma convención en todos los cuadros. En concreto, el aumento de las reservas —que supone un pago neto al exterior, al aumentar los activos del país— se ha registrado con signo negativo, y su disminución, con signo positivo.

Respecto a los cuadros referidos a la distribución de las transacciones por áreas geográficas, conviene reiterar que esta distribución, en el caso de la cuenta financiera, se basa, en numerosas ocasiones, en la asignación al país de la primera contrapartida conocida —*first known counterpart*, en la terminología inglesa—. Este hecho debe ser tenido en cuenta por los analistas, especialmente en los pasivos de las inversiones de cartera, en los que el país de la primera contrapartida puede, con mucha frecuencia, no coincidir con el del titular final de la operación. Por el lado de los activos, como se explica más adelante, aunque en muchas transacciones se utiliza el código *ISIN* —*International Securities Identification Number*—, que, en general, permite conocer el país del emisor, no siempre es posible asegurar la correcta asignación geográfica de las emisiones. Se recuerda, además, que la contabilización de los derivados financieros como neto de pasivos y activos impide que puedan ser distribuidos geográficamente.

Este capítulo se ha organizado como se explica a continuación. Después de esta introducción, la sección 5.2 se dedica a la estadística de Balanza de Pagos, describiendo: las fuentes de información; el marco conceptual determinado por los criterios generales de residencia, valoración y otros; la clasificación de las operaciones por rúbricas y sectores; la estructura y contenido de los cuadros del capítulo 6, y, en último lugar, determinados aspectos específicos de cada rúbrica. En la sección 5.3 se recogen los siguientes puntos relativos a la Posición de Inversión Internacional: fuentes de información y criterios de valoración, procedimientos de obtención de las posiciones, estructura y contenido de los cuadros del capítulo 7, notas

específicas para cada rúbrica y principales diferencias entre la variación de los saldos de la Posición de Inversión Internacional y los flujos de la Balanza de Pagos. Finalmente, en la sección 5.4 se explican las novedades más relevantes en el sistema de información y en los procedimientos de cálculo, en la difusión de las estadísticas, en el diseño e implementación de nuevas fuentes de información y, finalmente, se dedica un epígrafe a la revisión de la quinta edición del *Manual de Balanza de Pagos* del FMI.

5.2 Balanza de Pagos.

Metodología

5.2.1 FUENTES DE INFORMACIÓN

a. Balanza comercial

La Balanza de Pagos de España utiliza como fuente de información básica, para la balanza comercial, la estadística de comercio exterior elaborada por el Departamento de Aduanas, de la Agencia Estatal de la Administración Tributaria, si bien con los ajustes pertinentes. En el epígrafe I.4.1 de la monografía de 1993 se incluyó una descripción del sistema de recogida de los datos por parte del Departamento de Aduanas, de la Agencia Estatal de la Administración Tributaria, responsable de su elaboración, con especial referencia al utilizado para el comercio intracomunitario desde la supresión de las correspondientes fronteras aduaneras, que se conoce como sistema *Intrastat*. Las líneas generales de lo allí escrito siguen siendo válidas. El lector interesado en este tema encontrará bibliografía divulgativa abundante al respecto, elaborada por el propio Departamento de Aduanas, y podrá conocer el funcionamiento práctico del sistema en las Resoluciones que se publican anualmente y que recogen la normativa aplicable. La última Resolución es del 10 de abril de 2006 y se publicó en el BOE de 1 de mayo. Además, el Banco de España incluyó en la edición de abril de 1995 de su *Boletín Estadístico* notas metodológicas referidas a los datos del comercio exterior, con un resumen del sistema de recogida de los datos, en general, y de *Intrastat*, en particular.

Las diferencias que el usuario de los datos encontrará entre las cifras del comercio exterior, tal como aparecen en las publicaciones del Departamento de Aduanas, y las de la balanza comercial de la Balanza de Pagos se derivan, en su mayor parte, de las directrices de contabilización establecidas en el Quinto Manual del FMI. En primer lugar, las importaciones que en las estadísticas publicadas por el Departamento de Aduanas se valoran CIF, se ajustan para incluir las en la Balanza de Pagos por su valor FOB. Ello exige estimar los fletes y seguros específicamente asociados a las importaciones registradas en Aduanas, que constituyen servicios y que pueden haber sido prestados tanto por residentes como por no residentes. La estimación de los fletes y seguros que se han de deducir de las cifras CIF de importaciones de Aduanas se realiza a partir de información proporcionada por el INE y de forma coordinada con este organismo, con el objeto de garantizar la coherencia entre la Cuenta del resto del mundo de la Contabilidad Nacional y la Balanza de Pagos. Con este mismo objeto, se suma a las cifras de Aduanas de importaciones y exportaciones la estimación realizada para Contabilidad Nacional de las operaciones de comercio intracomunitario de bienes de importe inferior al umbral mínimo para la declaración *Intrastat*. También se deducen los importes correspondientes a las introducciones o expediciones de bienes cedidos en virtud de contratos de arrendamiento de explotación.

Existen, además, otras diferencias en el contenido y valoración del comercio de mercancías según Aduanas y Balanza de Pagos. Cabe citar, por su mayor importancia relativa, la contabilización en Balanza de Pagos de importaciones y exportaciones de mercancías que no traspasan las fronteras y, por tanto, no están recogidas en la estadística de comercio de Aduanas.

Conviene señalar que, al utilizar los datos aduaneros para estimar la balanza comercial, se está registrando todo el comercio de bienes, incluso el financiado a corto plazo directamente entre los suministradores y sus clientes. Además, las transacciones se registran, en líneas generales, en el período en que tiene lugar el movimiento físico de las mercancías —véanse, no obstante, las matizaciones a esta afirmación que se deducen de la lectura del epígrafe

5.2.2 de este capítulo—. Puesto que, como más adelante se señala, la cuenta financiera no recoge datos del crédito comercial a corto plazo, la contrapartida de estas operaciones, no cobradas o pagadas en el momento de su registro, aparece en la rúbrica de Errores y omisiones, una parte de la cual responde, por tanto, a los llamados *leads* y *lags* del comercio exterior —adelantos y retrasos entre el movimiento físico de las mercancías por las fronteras y su cobro o pago correspondiente—.

b. Resto de operaciones

Para la elaboración de las demás rúbricas de la Balanza de Pagos, el Banco de España recoge información directamente de los siguientes colectivos de declarantes:

a) Entidades de depósito

Estas entidades, constituidas por bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, han de informar de las operaciones que realizan con no residentes, tanto en nombre propio como por cuenta de clientela, de acuerdo con las normas contenidas en la Circular 15/1992 del Banco de España. Las operaciones de clientela son, a efectos de información, responsabilidad del residente titular de la operación, que habrá de proporcionar a la entidad los datos de la transacción para que los transmita al Banco de España. Cuando el importe liquidado por una entidad sea el neto de varias operaciones —propias o de clientela—, la entidad deberá incluir en sus declaraciones los importes brutos detallados.

Además, de acuerdo con el sistema de información sobre valores negociables, cuyas normas están contenidas en la Circular 2/2001 del Banco de España, las entidades depositarias residentes deben facilitar información mensual, valor a valor, de las operaciones y saldos de valores negociables que realicen con no residentes, en su nombre o por cuenta de su clientela.

b) Otras entidades financieras inscritas en los registros oficiales del Banco de España o de la Comisión Nacional del Mercado de Valores

Las entidades de esta naturaleza —establecimientos financieros de crédito, fondos del mercado monetario e instituciones financieras no monetarias— que realizan operaciones con no residentes por cuenta de su clientela informan directamente al Banco de España, tanto de las operaciones efectuadas por cuenta de sus clientes residentes como de la totalidad de las propias, si las hubiera. Por tanto, operan, a efectos de declaración, como las recogidas en el punto a) anterior, siéndoles de aplicación la misma normativa contenida en la Circular 15/1992.

Las instituciones que operen con no residentes exclusivamente por cuenta propia pueden optar, a voluntad, entre declarar directamente todas sus operaciones al Banco de España, de acuerdo con las normas de la Circular 15/1992, o utilizar los servicios de las entidades de depósito para declarar las transacciones con no residentes que liquiden a través de ellas. En este último caso, y a estos efectos, les es de aplicación la misma normativa que a las personas físicas y jurídicas no financieras.

Al igual que las entidades recogidas en el apartado anterior, estas entidades están obligadas al cumplimiento de los requisitos de información contenidos en la Circular 2/2001.

c) Titulares de cuentas a la vista o de ahorro en instituciones de crédito no residentes

Todos los residentes que mantengan cuentas de esta naturaleza deben informar al Banco de España de su apertura y cancelación, y de las operaciones que liquidan a través de ellas, por sus importes brutos, de acuerdo con las normas contenidas en la Circular 24/1992 del Banco de España.

d) Titulares de cuentas interempresas con empresas no residentes

Todas las empresas residentes que mantengan cuentas con empresas no bancarias no residentes —normalmente, con empresas de un mismo grupo económico, pero no necesariamente— deben informar al Banco de España de su apertura y cancelación, y de las operaciones abonadas y adeudadas en ellas por sus importes brutos, de acuerdo con las normas de la Circular 24/1992. Por tanto, las obligaciones de declaración de este colectivo se regulan en la misma Circular que las del descrito en el apartado anterior. Sin embargo, conviene advertir de que, desde la óptica de la Balanza de Pagos y del análisis económico, la separación de ambos tipos de cuentas es importante, porque la variación de sus saldos se asigna a rúbricas distintas de la Balanza, como se verá más adelante.

e) Titulares de operaciones de compensación con no residentes

Se entiende por compensación la operación que, por suponer un cobro y un pago de igual importe y signo contrario, no da lugar a liquidación alguna mediante abono o adeudo en cuenta bancaria o cuenta interempresa. Los residentes que realicen transacciones de esta naturaleza con no residentes han de declararlas directamente al Banco de España, de acuerdo con las normas de su Circular 6/2000.

Un caso especial de este tipo de operaciones es el comercio de mercancías financiado con créditos directos entre vendedores y clientes. La Circular 6/2000 establece las obligaciones de declarar este tipo de transacciones, pero solo cuando el plazo de vencimiento del crédito otorgado sea superior a un año. Por tanto, el crédito comercial a corto plazo aparecerá dentro del epígrafe de Errores y omisiones, siendo esta omisión —en puridad, no es un error— una parte muy importante de la rúbrica. Además, precisamente por no ser un error, su comportamiento está relacionado con el de otras variables macroeconómicas —tipos de interés y expectativas de tipo de cambio, entre otras—, por lo que su evolución no puede considerarse como la de una variable aleatoria, pudiendo registrar un comportamiento y un signo sistemáticos durante determinados períodos.

f) Residentes que realicen operaciones en valores negociables directamente a través de intermediarios no residentes

Los inversores residentes que realicen operaciones en valores negociables directamente a través de un intermediario financiero no residente han de proporcionar información, valor a valor, de las operaciones y saldos de valores negociables directamente al Banco de España, de acuerdo con las normas de su Circular 2/2001.

La información obtenida de los colectivos anteriores pretende cubrir, en principio, toda la gama de posibles operaciones con no residentes: las realizadas a través de entidades financieras residentes, las realizadas directamente por estas en su propio nombre, las liquidadas a través de cuentas bancarias o interempresas en el exterior y las que no originan liquidación alguna —compensaciones—. Un problema concreto es el que plantea la distribución por rúbricas de las operaciones de menos de 12.500 euros, que están exentas de la obligación de declarar su concepto, pero de las que sí se conoce su importe total. Como indicador principal de su distribución se están utilizando las operaciones de importes inmediatamente superiores, pero, sin duda, esto reduce la fiabilidad estadística de las rúbricas que —como la de transferencias privadas, con especial peso en los últimos años de las remesas de trabajadores, y aquellas otras que recogen servicios personales— incorporan numerosas operaciones de estos importes.

Por otro lado, cabe señalar, en lo que a fuentes de información se refiere, el uso creciente de la información proporcionada por otras instituciones y por otros departamentos del Banco de España, en ocasiones como complementaria a la suministrada por las fuentes principales, y en ocasiones como sustitutiva de la misma. En este sentido, se pueden destacar, en la balanza de servicios, las nuevas estimaciones de los ingresos de turismo o los servicios del seguro. En la balanza de rentas, se utiliza la información proporcionada por la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores —Iberclear— para el cálculo de las rentas de la inversión de cartera, así como de otros indicadores de la evolución de los mercados financieros. Por su parte, en las transferencias se incorporan, por un lado, los datos facilitados por el Tesoro y por el Fondo Español de Garantía Agraria (FEGA) para la estimación de las transferencias con la UE —transferencias corrientes— y, por otro, información directa, de la Compañía Española de Seguro de Crédito a la Exportación —transferencias de capital—. Para el cálculo de la inversión directa se tienen en cuenta los datos procedentes del Registro de Inversiones, del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, y de la Central de Balances del Banco de España. La utilización de estas fuentes externas en la Balanza de Pagos se comentará con más detalle en los epígrafes dedicados a cada rúbrica.

Por último cabe resaltar otras fuentes de información que se utilizan para la obtención del sector institucional y del sector económico, así como de la asignación geográfica de los datos. El sector institucional se obtiene de una base de datos del Servicio de Estudios del Banco de España a partir del NIF del residente declarado en la información de Balanza de Pagos. Esta base se nutre de numerosas fuentes de información, como los registros oficiales del Banco de España, de la Dirección General de Seguros, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, etc. El sector de actividad económica se obtiene también a partir del NIF, con una base de datos que lo relaciona con el sector y que se nutre de la información de la Central de Balances del Banco de España, del Directorio Central de Empresas —DIRCE— del INE y de la información disponible en el Departamento de Balanza de Pagos del Banco de España sobre las empresas que declaran información directamente. Por su parte, el país del emisor no residente de los valores negociables registrados en los activos de cartera se obtiene a partir de las dos primeras posiciones del código *ISIN*. Dado que cuando se trata de emisiones en mercados internacionales estas dos primeras posiciones pueden ofrecer un país erróneo o indeterminado, en estos casos se utiliza la información contenida en una base de datos proporcionada por el Banco de Pagos Internacionales, que contiene el país mencionado para cada código *ISIN*. La asignación geográfica de la rúbrica Otras inversiones de las instituciones financieras monetarias se realiza complementando la información que declaran las entidades de crédito al Departamento de Balanza de Pagos con los estados contables que estas entidades presentan de acuerdo con las circulares correspondientes.

La Balanza de Pagos de España se elabora siguiendo las directrices del quinto *Manual de Balanza de Pagos* del FMI. En este epígrafe no se entra en la descripción detallada de los diferentes capítulos a lo largo de los cuales el Quinto Manual articula lo que, en su propia denominación, constituye el marco conceptual de la Balanza de Pagos, ya que es lo suficientemente detallado en lo que se refiere a conceptos como territorio económico y residencia, criterios de valoración de las transacciones, momento de registro, etc., como para ser, directamente, la referencia bibliográfica. Por ello, en aquellos aspectos que no plantean especiales dificultades, solo se hará un breve resumen. Por el contrario, sí parece adecuado abordar con algo más de detalle los que son más importantes desde la óptica de una interpretación adecuada de los datos.

a. Residencia

La Balanza de Pagos registra las transacciones entre los residentes de un país y los del resto del mundo, con independencia de su nacionalidad. El FMI considera que una unidad institucional es una unidad residente cuando tiene un centro de interés económico en el territorio del país.

Aunque el Quinto Manual dedica un capítulo a precisar el concepto de residencia, su concreción incorpora, inevitablemente, una cierta discrecionalidad por parte del compilador de los datos. El FMI considera que «una empresa tiene un centro de interés económico y es una unidad residente de un país cuando produce una cantidad significativa de servicios en dicho país o posee tierras o edificios ubicados en él». Se trata, por tanto, de un concepto lo suficientemente impreciso como para que, en la práctica, el propio FMI recomiende como pauta para la consideración de la residencia la permanencia en el país durante un año o más.

La mencionada definición del concepto de residencia es importante, porque el alcance y contenido de las diferentes rúbricas de la Balanza dependen, fundamentalmente, de esta definición. En efecto, la penetración en los mercados exteriores a través de la creación de establecimientos, filiales o sucursales, es un fenómeno generalizado, especialmente en el mercado de servicios. Los servicios transfronterizos, en los que hay un desplazamiento físico del suministrador del servicio, han dejado paso a la creación de establecimientos comerciales que, en numerosos casos, son unidades residentes del país en el que se distribuyen los servicios correspondientes. En esos casos, los únicos flujos que aparecen en la Balanza de Pagos son los correspondientes a la inversión directa y a las rentas generadas en forma de beneficios, con la consiguiente pérdida de información sobre la naturaleza de los servicios vendidos o comprados. La prestación de servicios a través del establecimiento comercial es un fenómeno tan importante, que los organismos internacionales encargados de las negociaciones para liberalizar los mercados internacionales, y muy singularmente la Organización Mundial del Comercio, han puesto en marcha estadísticas sobre los establecimientos comerciales residentes en los distintos países, que son filiales o sucursales de matrices localizadas en otros territorios, para suplir la pérdida de contenido de los datos del comercio de servicios de las Balanzas de Pagos.

b. Momento de registro de la transacción: el principio del devengo

En la Balanza de Pagos, las transacciones deben registrarse en valores devengados. Utilizando la terminología del FMI, esto significa que deben registrarse con referencia «al momento en que se crea, transforma, intercambia, transfiere o extingue un valor económico». Por tanto, los flujos que recoge no tienen por qué coincidir con los cobros o pagos líquidos que generen. De hecho, en numerosas ocasiones las transacciones de la Balanza de Pagos no dan lugar a cobros o pagos líquidos y, en otras, su registro tiene lugar en un momento distinto. En la práctica, sin embargo, la aplicación de este principio a todas las operaciones con no residentes es difícil y costosa, por lo que muchas transacciones se registran en el momento en que originan cobros y pagos.

En la Balanza de Pagos española se introducen modificaciones en los datos del sistema general de información para adaptarlos al principio del devengo, fundamentalmente en el caso del comercio de mercancías, de las rentas de inversión de cartera, de los beneficios reinvertidos de las empresas de inversión directa y en las transferencias recibidas de la UE a través del FEGA. En el resto de la Balanza, las transacciones se registran, en principio, en el momento en que se produce el cobro o pago efectivo³, aunque, tal como se explica en el epígrafe precedente, se recogen también numerosas operaciones que no generan pagos —compensaciones, operaciones que se abonan o adeudan en cuentas interempresas, etc.—, o que lo hacen solo por importes muy inferiores al valor contabilizado.

El comercio de mercancías se registra, en líneas generales, por el principio del devengo, cuando tiene lugar la transacción real, puesto que se utiliza la estadística aduanera como fuente de información. No obstante, en el comercio intracomunitario, debido a la desaparición de las fronteras aduaneras, pueden existir desfases entre el momento del movimiento físico de los bienes y su declaración y registro estadísticos, especialmente en los datos mensuales provisionales, que son los que se utilizan, en estas publicaciones monográficas de la Balanza de Pagos, para el último año que se cierra —en este caso, 2005—. El Departamento de Aduanas revisa la periodificación mensual de sus datos cuando publica los revisados del año precedente, asignando las operaciones a los períodos en que efectivamente se produjeron.

En la balanza de rentas, desde 1993 los pagos por rentas de inversión a no residentes derivados de los intereses de los bonos y obligaciones emitidos en pesetas y en euros por las Administraciones Públicas españolas se han contabilizado teniendo en cuenta los intereses devengados y no los pagados, y desde el año 2005 para el resto de rentas de inversión de cartera. Cuando los intereses devengados en el período son superiores a los pagados, esta modificación implica también contabilizar la contrapartida de la diferencia, es decir, los intereses devengados pendientes de pago, como un mayor valor de las inversiones. Cuando los intereses devengados en el período son inferiores a los pagados, la modificación implica llevar la diferencia como un menor valor de las mencionadas inversiones.

El Quinto Manual recoge de forma expresa la aplicación del principio contable del devengo en la contabilización de las rentas por concepto de intereses. La versión española, editada por el propio FMI en 1993, establece, literalmente, en su párrafo 282: «Los dividendos deberán registrarse en la fecha en que son pagaderos. La renta por concepto de intereses debe registrarse en valores devengados. En caso de que no se efectúe el pago de los intereses, debe registrarse un asiento de renta con su correspondiente contrapartida en la cuenta financiera —según el instrumento de que se trate— para reflejar un aumento de la obligación cuyo pago no se ha efectuado». Esta contabilización de las rentas por el devengo implica, por tanto, que, a su vez, en la cuenta financiera se contabilicen como mayor valor de la inversión los intereses devengados durante el período correspondiente.

Como se explica en el apartado de novedades, a partir de los datos de 2005 los datos de todas las rentas de inversiones de cartera siguen los criterios metodológicos del Manual del FMI en cuanto a la aplicación del criterio del devengo. No obstante, la información detallada de rentas, valor a valor, que contendrá la Base de Datos Centralizada de Valores que está elaborando el Banco Central Europeo permitirá, en un futuro, aplicar el principio del devengo de forma más correcta en el cálculo de las rentas de todos los valores incluidos en dicha rúbrica.

3. Téngase en cuenta que, en numerosos casos, la diferencia que se produciría entre la aplicación de ambos criterios es mínima, siendo, por lo general, las rúbricas en las que se incluyen los ajustes mencionados, aquellas en las que se introducen los ajustes mencionados en el párrafo.

Por otra parte, en el párrafo 383 del Quinto Manual se recoge lo siguiente: «Las utilidades reinvertidas de las empresas de inversión directa se registran en la Balanza de Pagos en el período en que se devengan». Se considera, además, que la parte que de estos beneficios reinvertidos —utilidades reinvertidas en la traducción del Quinto Manual— corresponda al inversionista directo representa una contribución al capital de las empresas que aumenta el valor de las tenencias de activos y pasivos sobre el exterior de la economía. Por consiguiente, al registrarse en la Balanza de Pagos, deberán efectuarse los asientos correspondientes a las rentas de la inversión directa y al capital de inversión directa. El procedimiento de cálculo utilizado para estimar los beneficios reinvertidos de la inversión extranjera directa en España no es el mismo que el utilizado para calcular los generados por la inversión extranjera de España en el exterior. En cada caso, el procedimiento utilizado depende de las fuentes de información disponibles, aunque ambos se basan en el cálculo de tasas medias de rentabilidad aplicadas a datos de posición de inversión directa. En el caso de las empresas residentes en España, la tasa se obtiene a partir de la información contable de la Central de Balances del Banco de España con datos elevados al total del sector de sociedades no financieras. Por su parte, los beneficios reinvertidos correspondientes a las empresas no residentes se calculan a partir de los flujos de beneficios reinvertidos publicados por Eurostat para la Unión Europea frente a los principales países de contrapartida de la inversión directa española en el exterior —véase la sección de novedades de la monografía de 2004 para una explicación más detallada de estas estimaciones—.

c. Valoración. Flujos y *stocks*

La Balanza de Pagos española se elabora, desde 1999, en euros. Las series históricas, elaboradas en pesetas hasta diciembre de 1998, se han convertido a euros al tipo de cambio irrevocable de 166,386 pesetas/euro. La utilización de la moneda nacional como unidad de valoración es una práctica común en la mayor parte de los países desarrollados, y casi general en Europa. De hecho, el FMI solo recomienda expresamente la utilización de unidades de medida alternativas en los países con monedas volátiles.

Las transacciones se declaran en la moneda original, habiéndose utilizado para su conversión a euros el tipo de cambio medio decenal, en el caso de las operaciones declaradas por las entidades financieras, y el medio mensual, en las demás —obviamente, las operaciones realizadas, antes de 1999, en monedas de los países de la Unión Monetaria se han pasado a euros, mediante simple multiplicación por sus tipos de cambio irrevocables—. Se trata, por tanto, de una aproximación bastante precisa al principio teórico de valoración recogido en el Quinto Manual del FMI, que establece que todas las transacciones deben valorarse a los precios de mercado vigentes en la fecha de la operación. El FMI es inequívoco en este aspecto. Las estimaciones de las distintas rúbricas de la Balanza no deben recoger variaciones inducidas por las fluctuaciones de los tipos de cambio o de los precios de mercado de los distintos activos o pasivos financieros. Tampoco deben contabilizarse en la Balanza de Pagos las diferencias que puedan surgir al valorar en una moneda común los cobros y pagos de operaciones de compensación o de compraventa de divisas, idénticos, por definición, en la transacción originaria convenida entre las partes de la operación.

No es ocioso insistir en la importancia de este criterio de valoración, porque es fundamental para entender la relación entre flujos y *stocks*, o, lo que es igual, la relación entre la Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional. El Quinto Manual define la Posición de Inversión Internacional como el valor del *stock* de cada uno de los activos y pasivos financieros definidos en los componentes normalizados de la Balanza de Pagos. Para cada componente normalizado de la cuenta financiera, la Posición de Inversión Internacional debe reflejar el valor del *stock* de ese tipo de activos o pasivos, al principio del año, y su valor al final. La diferencia entre ambos ha de ser igual a la suma de las transacciones efectivamente realizadas con esos

activos o pasivos —que es lo que ha de aparecer en la Balanza de Pagos—, más la variación en el valor del *stock* inducida por alteraciones en el tipo de cambio, más la originada por las variaciones en el precio de los activos o pasivos correspondientes, además de otros ajustes diversos —véase Quinto Manual, párrafo 466—.

De esta forma, el Quinto Manual establece vínculos explícitos entre las tenencias de activos y pasivos financieros de una economía y las variaciones o flujos en los instrumentos financieros correspondientes, al establecer, para cada una de las rúbricas que configuran la cuenta de las operaciones financieras, su correspondiente *stock* o Posición de Inversión Internacional.

En el epígrafe 5.3 de este capítulo, dedicado a la Posición de Inversión Internacional, se explican, con más detalle, los criterios de valoración utilizados en la elaboración de dicha estadística y su relación con los flujos correspondientes.

d. Ordenación de los flujos financieros en torno a la variación de activos y a la variación de pasivos. Signos utilizados

En los cuadros del capítulo 6, las operaciones de la cuenta financiera se contabilizan como variación neta de los activos o como variación neta de los pasivos de las unidades residentes frente a las no residentes. Los datos recogen solo los flujos activos netos —adquisiciones por residentes de activos frente a no residentes, menos sus ventas y sus amortizaciones— y los flujos pasivos netos —adquisiciones por no residentes de activos emitidos por residentes, menos sus ventas y sus amortizaciones—. Ello se debe a que el registro de los flujos brutos carece de significado, dada la extraordinaria movilidad del capital que incrementa de forma exponencial los flujos de compraventa de los distintos activos financieros; y no solo los instrumentados con valores negociables, entendidos en su sentido tradicional, sino prácticamente toda la gama de activos y pasivos a los que la innovación financiera y tecnológica ha dotado de una elevada movilidad.

En efecto, la participación de sociedades y agencias de valores, servicios de compensación, sociedades liquidadoras y todo tipo de intermediarios financieros, residentes o no residentes, en la colocación de valores negociables entre clientela, que, a su vez, puede ser tanto residente como no residente, generan, en el proceso de recogida de la información, flujos brutos que pueden no tener más significado económico que la mayor complejidad de la actividad mediadora interpuesta entre los agentes finales de la operación. Incluso en el caso de las operaciones en forma de préstamos y créditos, en las que parecen tener un significado más claro los flujos brutos de disposición de los fondos y los de su amortización, su instrumentación con frecuencia compleja —créditos *revolving*, créditos sindicados con entradas y salidas en el sindicato de instituciones financieras residentes o no residentes— puede determinar flujos brutos entre el prestatario y distintos prestamistas de diversas nacionalidades, a los que no cabe otorgar el significado de los préstamos tradicionales con prestamista, prestatario y plazos de amortización concretos.

Los signos de anotación de la Balanza de Pagos exigen una convención contable. Incluso en el caso de las transacciones de la cuenta corriente, el signo podría ser distinto según se intentara resaltar la óptica del residente o la del no residente implicados en la operación. Así, una exportación de mercancías es un ingreso para el residente exportador, pero un pago para el no residente comprador. En la Balanza de Pagos de España se adopta la óptica del residente. Sin embargo, en la cuenta financiera esta convención contable no bastaría por sí misma para definir de forma inequívoca el fenómeno que se ha de reflejar. Por ejemplo, un aumento de los activos de un residente frente a un no residente supone un pago al exterior —una salida de fondos—. Si lo que se desea resaltar en un cuadro es el hecho de que los activos del país aumenten o disminuyan, habrían de registrarse con signo positivo en el primer caso y negati-

vo en el segundo. Pero, si se adopta el criterio de registrar las operaciones financieras teniendo en cuenta el que generen un ingreso, o un pago, el aumento de activos habría de contabilizarse con signo negativo, y la disminución, con signo positivo. Puesto que todas las ópticas, la del residente o la del no residente, combinadas con distintos criterios para representar el aumento o la disminución de los activos y pasivos correspondientes, o los cobros o pagos que generan, son igualmente válidas, en cada cuadro del capítulo 6 de esta publicación, tal como se señaló antes, se ha detallado la convención contable utilizada.

La rúbrica de Errores y omisiones es el mero ajuste de la diferencia entre el total de cobros y el total de pagos. No es, por tanto, una rúbrica de la cuenta corriente, de la cuenta de capital o de la cuenta financiera. En los cuadros del capítulo 6 se registra, separadamente, como un saldo. Si su signo es positivo —negativo—, significa que hay una infravaloración —sobreevaluación—, por errores u omisiones del saldo neto de la cuenta corriente más la de capital, es decir, de la capacidad o necesidad de financiación de la nación, en relación con el saldo neto de la cuenta financiera.

Conviene señalar que, en el caso de los flujos de inversión directa, la regla de contabilización en torno a activos y pasivos exige algunas calificaciones, ya que el FMI establece el criterio de la «dirección» para la ordenación de estas transacciones, tal como se explica en el subapartado «inversiones directas» del apartado a) del epígrafe 5.2.5.

5.2.3 CLASIFICACIÓN DE LAS OPERACIONES POR RÚBRICAS Y SECTORES INSTITUCIONALES

Las operaciones de la Balanza de Pagos se ordenan en torno a tres cuentas básicas: corriente, de capital y financiera.

a. Clasificación por rúbricas

La *cuenta corriente* se subdivide en cuatro balanzas básicas: bienes, servicios —que incluye turismo y viajes—, rentas y transferencias. Es interesante advertir, por tanto, que las rentas del trabajo y las rentas de inversión configuran una balanza con identidad propia, diferenciada de la de los servicios.

La *cuenta de capital* incluye las transferencias de capital y la adquisición y disposición de activos no producidos no financieros. En el caso español, las transferencias de capital son, con gran diferencia, la rúbrica más importante de esta cuenta. Las notas específicas de estas dos rúbricas —véase epígrafe 5.2.5— detallan su contenido.

La *cuenta financiera* se ha estructurado de forma que las operaciones del Banco de España tengan un tratamiento separado, con lo que se ofrece una primera apertura, contemplando una cuenta con las operaciones de los distintos sectores, excluido el Banco de España, y otra con las operaciones del Banco de España. Dentro de la primera se ofrecen cuatro balanzas, diferenciadas por el tipo de activos y pasivos en los que se materializan las operaciones correspondientes: inversiones directas, de cartera, otra inversión y derivados financieros. En las tres primeras se ofrece información separada de las operaciones activas y pasivas, mientras que los derivados financieros se contabilizan como variación de pasivos menos variación de activos. La asignación de las operaciones a los diferentes sectores institucionales se realiza de acuerdo con el de pertenencia del residente titular de la operación. La sectorización institucional se utiliza también en la balanza de rentas de la inversión. La delimitación de los sectores institucionales se explica en el apartado 2 de este epígrafe.

Por lo que se refiere al contenido básico de las distintas subbalanzas de la cuenta financiera, las *inversiones directas* incluyen las que reflejan un objetivo del inversor de obtener una rentabilidad permanente en la empresa en la que invierte, alcanzando un grado significativo de influencia en sus órganos de dirección. La regla práctica especificada en el Quinto Manual defi-

ne como inversor directo al propietario de un 10% o más del capital de la empresa de inversión directa. Aunque la mencionada regla no es determinante, ya que se acepta que puede existir dominio de la dirección de la sociedad invertida con una participación menor o, por el contrario, ser insuficiente, aunque se supere el 10%, el FMI aconseja utilizar el mencionado porcentaje como la línea divisoria esencial entre las inversiones directas y las de cartera en las inversiones materializadas en acciones. Obviamente, la inversión directa incluye también las otras formas de participación en el capital que, por su propia naturaleza, reúnen los requisitos de una inversión permanente —dotaciones a sucursales, etc.—, así como los beneficios reinvertidos. La inversión en inmuebles se recoge en este mismo epígrafe. Además, la rúbrica de Inversión directa ha de incluir no solo los flujos de la transacción original por la que se establece la condición de inversor directo, sino todos los flujos posteriores de financiación, cualquiera que sea su naturaleza, tanto en la forma de nuevas adquisiciones de acciones, bonos y obligaciones como los instrumentados mediante préstamos comerciales o financieros de cualquier plazo. Esta amplia definición supone que puedan existir elementos que introduzcan cierta volatilidad en el comportamiento de la rúbrica. En efecto, cabe esperar que los préstamos entre empresas relacionadas, y especialmente los de corto plazo, sean más sensibles a los tipos de interés, en sus distintos plazos, y a las expectativas cambiarias, que las participaciones en el capital, en las que la rentabilidad esperada se configura como la variable explicativa básica, habitualmente menos volátil a corto plazo. Esta previsible variabilidad que cabe esperar en los flujos así contabilizados se ve reforzada por la inclusión de los flujos de financiación entre empresas indirectamente relacionadas a través de su pertenencia a un mismo grupo multinacional.

Las *inversiones de cartera* recogen las transacciones en valores negociables, excluidas las que, materializadas en acciones, cumplen los requisitos para su consideración como inversiones directas. No se incluyen los derivados financieros, aunque sean negociables. Esta balanza se divide en tres componentes principales: acciones, bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario. El contenido concreto de cada una de estas rúbricas en la Balanza española se detalla en el epígrafe 5.2.5.

La balanza de *Otra inversión* recoge, esencialmente, las operaciones de préstamos —comerciales y financieros—, separando el corto del largo plazo, y las de depósitos, incluidas las tenencias de billetes extranjeros. Es importante advertir de que el Quinto Manual considera que las operaciones en valores con pacto de recompra son, a efectos contables, similares a préstamos con garantía o a depósitos. En concreto, las cesiones temporales realizadas por residentes a no residentes deben registrarse, en la variación de pasivos, como préstamos recibidos si el cedente no es una entidad de crédito, y como depósitos del exterior en España si el cedente es una entidad de crédito. Las adquisiciones temporales por residentes de valores en poder de no residentes deben registrarse, en la variación de activos, como depósitos en el exterior si el no residente es una entidad de crédito, y como préstamos al exterior si el no residente no es entidad de crédito. Por tanto, las operaciones *repo* y simultáneas se incluyen en la balanza de Otra inversión. Aunque en los datos del capítulo 6 todas las operaciones *repo* y simultáneas realizadas por las entidades de crédito residentes se han recogido en una rúbrica específica, parece importante resaltar su consideración teórica como préstamos o depósitos —en la que coinciden los expertos contables de los diferentes organismos internacionales—, ya que no se trata de una mera convención contable, sino de una decisión basada en su mayor proximidad a, y sustituibilidad con, ese tipo de activos. Dicho en otras palabras, los determinantes de la demanda de este tipo de activos en las carteras de los inversores son más próximos a los de los préstamos y depósitos que a los de las inversiones de cartera en valores negociables. Son, por tanto, razones analíticas y teóricas las que explican su forma de registro, y no convenciones contables más o menos arbitrarias.

Los *derivados financieros* recogen todos los instrumentos de esta naturaleza que puedan valorarse porque exista un precio de mercado para el activo subyacente, independientemente de que se negocie, o no, en mercados organizados, e independientemente de cuál sea el activo subyacente. En el epígrafe 5.2.5 se describe el contenido concreto de esta rúbrica en la Balanza de Pagos de España.

Por último, en lo que se refiere a la *cuenta financiera de las operaciones exteriores del Banco de España*, incluye la variación de las reservas, la variación de la cuenta del Banco de España con el Eurosistema y el resto de los activos y pasivos exteriores de esta institución. En el epígrafe 5.2.5, en el que se explica el contenido de cada rúbrica de la Balanza, se describen estas operaciones. Además, en cada cuadro del capítulo 6 en el que aparecen, se detalla en nota a pie de cuadro la convención contable utilizada para el signo de su variación. Basta señalar aquí que, en los cuadros resumen de las principales rúbricas de la Balanza, los otros activos y pasivos exteriores del Banco de España —excluidas reservas y cuenta con el Euro-sistema— se han recogido en un único renglón, como neto de pasivos menos activos, mientras que en los cuadros de detalle posteriores aparecen desglosados en variación de activos, por un lado, y variación de pasivos, por otro.

b. Clasificación por sectores institucionales

La balanza de rentas de la inversión y las distintas rúbricas de la cuenta financiera se subdividen en los tres sectores institucionales que a continuación se relacionan, con el detalle de su contenido:

- 1 *Sector Instituciones financieras monetarias*
 - 1 Banco de España
 - 2 Otras instituciones financieras monetarias
 - 1 Entidades de crédito
 - 1 Bancos
 - 2 Cajas de ahorros
 - 3 Cooperativas de crédito
 - 4 Establecimientos financieros de crédito
 - 5 Instituto de Crédito Oficial
 - 2 Fondos del mercado monetario (FMM = FIAMM)
- 2 *Sector Administraciones públicas*
 - 1 Administración Central
 - 1 Estado
 - 2 Organismos de la Administración Central —incluye los Organismos Autónomos Administrativos (excepto las unidades de la Seguridad Social), universidades y empresas que se consideran Administraciones Públicas—
 - 2 Comunidades Autónomas
 - 3 Corporaciones Locales
 - 4 Administraciones de Seguridad Social
 - 1 Sistema de Seguridad Social
 - 2 Otras administraciones de Seguridad Social
- 3 *Sector Otros sectores residentes*
 - 1 Instituciones financieras no monetarias —excepto empresas de seguros y fondos de pensiones—
 - 1 Otros intermediarios financieros —excepto empresas de seguros y fondos de pensiones—
 - 1 Instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios —excepto FMM = FIAMM—
 - a) Sociedades de inversión mobiliaria

- b) Fondos de inversión mobiliaria —excepto FMM = FIAM—
- 2 Instituciones de inversión colectiva en inmuebles
 - a) Sociedades de inversión inmobiliaria
 - b) Fondos de inversión inmobiliaria
- 3 Sociedades de valores
- 4 Fondos de titulización de activos
- 5 Sociedades y fondos de capital-riesgo
- 6 *Holdings* financieros
- 7 Sociedades emisoras de participaciones preferentes y otros valores negociables
- 2 Auxiliares financieros
 - 1 Fondos de Garantía de Depósitos
 - 2 Sociedades gestoras de cartera y de otras instituciones financieras y de seguro
 - 3 Organismos rectores de los mercados oficiales
 - 4 Agencias de valores
 - 5 Agencias de calificación financiera
 - 6 Sociedades de tasación
 - 7 Fondos de regulación del mercado hipotecario
 - 8 Sociedades de garantías
 - 9 Comisión liquidadora de entidades aseguradoras (hasta su absorción por el Consorcio de Compensación de Seguros)
 - 10 Establecimientos de cambio de moneda
 - 11 Sociedades de compensación y liquidación de valores
 - 12 *Holdings* que realizan actividades de auxiliares financieros
- 2 Empresas de seguros y fondos de pensiones
 - 1 Seguros privados
 - 2 Entidades de previsión social
 - 3 Consorcio de Compensación de Seguros
 - 4 Fondos de pensiones
- 3 Sociedades no financieras —públicas y privadas—
- 4 Hogares e instituciones sin fin de lucro —ISFL al servicio de los hogares—

La asignación de las operaciones a los diferentes sectores institucionales se realiza de acuerdo con el de pertenencia del residente titular de la operación. Así, si un banco residente adquiere letras del Tesoro americano, se contabiliza como una inversión de cartera en el exterior —variación de activos— del sector Instituciones financieras monetarias —IFM—. Por el contrario, si un banco extranjero adquiere letras del Tesoro español, se contabiliza como una inversión de cartera del exterior —variación de pasivos— en el sector de Administraciones Públicas. Adviértase que, en las inversiones del exterior en España, el sector institucional se asigna de acuerdo con el destinatario final de la inversión, que no necesariamente es el titular del cobro o pago correspondiente, ni quien ha declarado la operación al Banco de España. De hecho, en las inversiones del exterior en valores negociables emitidos por residentes, realizadas en los mercados secundarios, el vendedor residente puede ser cualquier poseedor de los valores en cuestión, apareciendo el *broker* o agente mediador como liquidador de la operación. Sin embargo, utilizando el número de identificación fiscal del emisor del valor, se asigna correctamente la operación al sector institucional de pertenencia de este último.

5.2.4 ESTRUCTURA Y CONTENIDO DE LOS CUADROS DEL CAPÍTULO 6

Los cuadros del capítulo 6, que son los que recogen los datos de la Balanza de Pagos, se han estructurado de acuerdo con el esquema de balanzas, subbalanzas y rúbricas de los componentes normalizados del Quinto Manual del FMI, tal como se acaba de describir. El contenido

específico de cada rúbrica sigue el que se estableció en la edición de 2004 de la presente monografía, que se explica en el próximo epígrafe.

En el índice general, con el que se inicia esta publicación, aparece la relación detallada de los cuadros. Los que comienzan por 6.1 recogen los datos de 2005, y los que comienzan por 6.2, los de 2004 revisados. Los datos desde el año 1992 se pueden consultar en los ficheros CSV que acompañan a los cuadros del capítulo 6 en la versión electrónica de esta publicación, disponible en el sitio web del Banco de España. En ambos casos —2005 y 2004— se incluye el mismo número de cuadros, con idéntico contenido y numeración; salvo el nuevo cuadro 6.1.12, que recoge el desglose geográfico de la inversión directa para el período 1999-2005. El primer cuadro recoge los datos anuales de las rúbricas más esenciales de las cuentas corriente, de capital y financiera, mientras en los demás se ofrece, para cada rúbrica, junto con los datos anuales, la estimación de su distribución trimestral en cada uno de los dos años. Los dos primeros cuadros son un resumen de las rúbricas principales, y el resto contiene los datos desagregados, con mayor detalle. Adviértase que estos dos primeros cuadros incorporan la modificación introducida el año 2000 para recoger de forma aislada las operaciones del Banco de España, quedando el grueso de las operaciones financieras de los otros sectores bajo el epígrafe Cuenta financiera, excluido Banco de España.

Respecto a los cuadros de detalle de la cuenta corriente, concretamente para 2005 y 2004, los cuadros 6.1.3 y 6.2.3 contienen estimaciones de las distintas rúbricas de los servicios. Los cuadros 6.1.4 y 6.2.4 ofrecen la desagregación de las rentas de inversión por sectores institucionales. Su desagregación por instrumentos aparece en los cuadros 6.1.5 y 6.2.5. Los cuadros 6.1.6 y 6.2.6 contienen el detalle de las transferencias corrientes, desagregadas por sectores institucionales, y con desglose de las que tienen como contrapartida a la UE.

Los datos de la cuenta de capital aparecen en los cuadros 6.1.7 y 6.2.7. En ellos, las transferencias de capital se han desagregado también por sectores institucionales, ofreciéndose, igualmente, las cifras de las que proceden de la UE.

Las diferentes rúbricas en las que se han desagregado las operaciones de la cuenta financiera se recogen en dos cuadros con información similar, pero con presentaciones alternativas. En la primera de ellas —cuadros 6.1.8 y 6.2.8— aparece, para los principales tipos de instrumentos financieros, la desagregación de las transacciones de los diferentes sectores institucionales. En la segunda —cuadros 6.1.9 y 6.2.9— se presentan, para cada sector institucional, los datos desagregados de sus operaciones, por instrumentos. Por las razones aducidas en el epígrafe 5.1 de este capítulo, para facilitar la comparabilidad internacional se ha mantenido un cuadro con una presentación similar a la que utiliza el FMI en sus publicaciones. Así, en los cuadros 6.1.8 y 6.2.8 el epígrafe de Otra inversión incluye al Banco de España, si bien como sector institucional diferenciado de las otras IFM, quedando las reservas como rúbrica independiente. En los cuadros 6.1.9 y 6.2.9, por el contrario, todas las operaciones financieras del Banco de España, y no solo las reservas, aparecen de forma separada, como en los dos primeros cuadros resumen.

Los cuadros 6.1.10 y 6.2.10 recogen, para 2005 y 2004, respectivamente, los flujos totales de inversión directa, con el detalle del importe materializado a través de Empresas de Tenencia de Valores Extranjeros —ETVE— residentes en España. Como consecuencia del establecimiento de un régimen fiscal especial⁴ que ofrece ventajas importantes para las ETVE españolas, estas empresas vienen siendo utilizadas por grupos multinacionales no residentes, con

4. Véanse la Ley 43/1995, del Impuesto de Sociedades, y la Ley 6/2000.

frecuencia, en los últimos años, para centralizar la tenencia de sus inversiones directas exteriores en terceros países. Así, se han venido registrando, por este motivo, aumentos de los pasivos, por la participación de la empresa matriz no residente en la ETVE residente, y aumentos de los activos en la Balanza de Pagos, de similar magnitud por la participación de la ETVE española en el exterior. De esta manera, aunque la incidencia de estas operaciones en el neto de activos y pasivos resulta menor, es muy importante identificar separadamente los flujos correspondientes a estas empresas, para poder analizar la evolución de la inversión directa española de forma adecuada. Nótese que, en estos casos, la empresa residente española se limita a registrar las operaciones en su balance sin que se produzcan aportaciones de capital, y, por tanto, sus operaciones no deben intentar relacionarse con los determinantes de la inversión española directa en el exterior ni con los de la del exterior en España.

Por esta razón, con el objeto de facilitar el análisis económico, los cuadros 6.1.10, para 2005, y 6.2.10, para 2004, ofrecen una estimación de los flujos de inversión directa que han tenido como origen o destino una ETVE residente en España⁵. La estimación se ha realizado sobre la base del desglose de la inversión directa por actividad económica —CNAE— de la empresa residente, tomando el sector Gestión de sociedades de cartera —*holding*—. En este sentido, los datos ofrecidos pueden incluir, además de las empresas ETVE, otras empresas *holding* que, no siendo ETVE, han realizado una operativa similar, de manera que, en la práctica, constituyen una buena estimación de las operaciones que distorsionan, por los motivos mencionados, el análisis de los datos de inversión directa en este sentido. Conviene advertir de que en este concepto de ETVE no se incluyen las empresas *holding* que han llevado a cabo operaciones de inversión directa o han sido objeto de las mismas, cuando se trata de operaciones que suponen una aportación real de fondos entre España y el resto del mundo. Estas empresas han sido clasificadas en el sector de actividad económica correspondiente a la actividad principal del grupo en España cuando esta ha podido ser determinada.

Por su parte, los cuadros 6.1.11 y 6.2.11 recogen estimaciones de las principales rúbricas de la Balanza de Pagos para un conjunto de zonas económicas y geográficas, seleccionadas entre las definidas habitualmente por los organismos internacionales y algunos países individuales.

Desde el año 2004 se incluye información de la distribución por países de las operaciones de las IFM. Por el contrario, la contabilización como neto —variación de pasivos menos variación de activos— de los derivados financieros imposibilita su reparto geográfico. Conviene, adicionalmente, llamar la atención sobre algunos aspectos que limitan especialmente el contenido informativo de algunos de estos datos. Así, resulta útil recordar que no se dispone de información individualizada sobre las operaciones de menos de 12.500 euros, por lo que su distribución por países se ha hecho utilizando como indicador la distribución del resto de las operaciones de las distintas rúbricas a las que han sido asignadas. Además, es de destacar que, en la mayor parte de las inversiones de cartera del exterior en España, los declarantes designan como país de la transacción el de residencia de la institución que gestiona y ejerce la custodia de los valores correspondientes, lo que explica la concentración de estas operaciones en países como el Reino Unido.

5.2.5 NOTAS ESPECÍFICAS PARA CADA RÚBRICA

a) Balanza comercial

a. Cuenta corriente

En esta rúbrica se incluyen tanto las mercancías que cruzan las fronteras del país como aquellas otras cuyo comercio se realiza sin traspaso físico a través de ellas.

5. No se dispone aún de una estimación para el *stock* de inversión directa.

Se incluyen, además, los suministros de mercancías a medios de transporte, tanto de combustible como de cualquier otro tipo.

Como se señaló antes, los datos relativos a las mercancías que cruzan frontera son los suministrados por el Departamento de Aduanas, de la Agencia Estatal de la Administración Tributaria, si bien con algunos ajustes. En el caso de las importaciones, el ajuste más significativo es el que se realiza con el objetivo de registrar las importaciones en la Balanza de Pagos valoradas FOB, en lugar de CIF, que es como se valoran en las estadísticas de comercio exterior del Departamento de Aduanas. Los datos incorporan una estimación, obtenida de la información facilitada por el INE, sobre la parte del comercio exterior exenta de declaración en el sistema *Intrastat* de medición del comercio intracomunitario. Esta estimación se incorpora desde los datos referidos a 1995. También desde ese año se ha incorporado un nuevo ajuste a las cifras de Aduanas para deducir de las mismas el importe neto de las introducciones o expediciones de bienes cedidos en virtud de contratos de arrendamiento de explotación. Las mercancías que cruzan las fronteras temporalmente con este fin se recogen en las estadísticas de Aduanas por sus importes brutos, de manera que con este ajuste se aproximan los importes netos, pero no los brutos, a lo requerido por el manual de Balanza de Pagos, que excluye el *leasing* operativo de las importaciones y exportaciones de mercancías, incluyéndolo en las de los servicios —véase el capítulo de novedades de la monografía de 2004 para más detalle sobre los nuevos ajustes introducidos—. Los datos correspondientes a 2004 son los revisados por el Departamento de Aduanas. Los relativos al año 2005 son provisionales. Además, por falta de información específica, se ha contabilizado, ya sea como exportación o como importación, el valor total de las mercancías que cruzan las fronteras, incluso cuando se trasladan para su reparación, pese a que el FMI recomienda, en estos casos, su registro neto.

b) Turismo y viajes

Esta rúbrica incluye los bienes y servicios adquiridos en una economía por viajeros, residentes en otra, que se desplazan para fines de negocios o personales —incluidos los de salud y educación—, con estancias inferiores a un año. El sistema de recogida de datos para esta rúbrica, en la Balanza española, no permite desglosar los diferentes motivos de los viajes correspondientes.

Como se explica con más detalle en el epígrafe de novedades, las cifras de ingresos por turismo correspondientes al año 2005 se han calculado, por primera vez, utilizando información procedente exclusivamente de la encuesta de gasto en fronteras —EGATUR—. En el caso de los pagos por turismo, continúa utilizándose el procedimiento descrito en la edición de 2004 de esta monografía.

c) Transportes

Las rúbricas de transporte recogen tanto los fletes y pasajes como los servicios auxiliares. Estos últimos reúnen toda la amplia gama de servicios prestados a los medios de transporte en puertos, aeropuertos, terminales, etc., tales como los de carga y descarga, almacenamiento de equipo y, en general, gastos relacionados con la escala de medios de transporte. Se excluyen los suministros de combus-

tible y otras mercancías, que están contabilizados en la balanza comercial. Se incluye el fletamento a plazo con tripulación.

d) Comunicaciones

En esta rúbrica se contabilizan los servicios postales y de correos, los relacionados con la transmisión del sonido, la imagen, télex y telefax, telegrama, cable, radiodifusión, comunicación por satélite, correo electrónico, etc.

e) Construcción

Los datos de servicios de construcción se han obtenido sobre la base de una definición precisa del concepto de residencia de las empresas implicadas, a los efectos de deslindar, en la contabilización de las operaciones de esta naturaleza, las que cabe registrar como servicios de construcción propiamente dichos y las que deben aparecer como flujos entre empresas relacionadas por vínculos de inversión directa. Por tanto, los correspondientes ingresos por servicios recogen los prestados por empresas residentes, y los pagos registran los realizados por no residentes, cuando no hay una sucursal o filial en el país donde se realiza la obra.

El usuario de los datos debe ser consciente de que los límites de separación, en epígrafes como este, entre la subbalanza de servicios y la de inversiones directas no están claramente determinados. Adicionalmente, aunque el servicio debería incluir solo su valor, es posible que se estén incluyendo conceptos de naturaleza distinta, debido a las dificultades para identificar los diversos componentes en operaciones que, con frecuencia, se facturan de forma conjunta.

f) Seguros

Los servicios de los seguros incorporan las estimaciones proporcionadas por las Cuentas Nacionales sobre el valor del servicio propiamente dicho. En el caso de los reaseguros, los ingresos recogen el neto de los reaseguros aceptados, y los pagos, el de los reaseguros cedidos.

Además de los seguros comerciales, se incluyen en este epígrafe los de vida, las aportaciones a fondos de pensiones, los seguros personales de accidente, sanitarios, accidente de vehículos, responsabilidad civil, incendios y daños a la propiedad, etc., y los reaseguros. Se excluyen las prestaciones y cotizaciones a la Seguridad Social, que se registran en la balanza de transferencias. También se excluyen los seguros de crédito a la exportación, que se contabilizan en la rúbrica de Servicios financieros.

g) Servicios financieros

En esta rúbrica se recoge la amplia gama de los servicios de intermediación financiera. Aunque sin ánimo exhaustivo, cabe citar las comisiones y gastos relacionados con las inversiones exteriores, tales como las de emisión, colocación, rescate y amortización de valores y, en general, las comisiones de intermediación en inversiones directas, de cartera, o compraventa de inmuebles, las comisiones y gastos relacionados con la obtención y colocación de fondos en depósitos,

transferencias, pago y conformación de cheques, cambio de moneda, cheques de viaje, obtención y concesión de préstamos, *leasing* financiero, tarjetas de crédito, *swaps*, opciones, operaciones en futuros, servicios de administración y gestión de activos, tesorería, asesoría financiera, *factoring*, avales, garantías, seguros de crédito, etc. Obviamente, se excluyen los cobros y pagos asociados al principal y a los rendimientos de las operaciones mencionadas, que se contabilizan en la balanza financiera y en la de rentas, respectivamente.

h) Servicios informáticos y de información

Registra los cobros y pagos por servicios de *hardware*, entendiendo por tales los de asesoría y configuración de los equipos informáticos, incluidos su mantenimiento y reparación; servicios de *software*, como los de su desarrollo y puesta a punto, incluidos el análisis, diseño, implantación, documentación y mantenimiento del sistema; servicios de información, tales como los de las agencias de noticias, reportajes —incluidos los fotográficos—, crónicas de prensa, etc.; procesamiento automático de datos, incluida su grabación, cambio de soporte, etc., y, en general, servicios de base de datos. Conviene advertir de que no se incluyen en esta rúbrica ni la compra de paquetes de *software* general —no a la medida—, ni los servicios de formación, que se recogen en la rúbrica de Otros servicios prestados a las empresas.

i) Servicios prestados a las empresas

En esta rúbrica, además de los servicios comerciales y del *leasing* operativo, se incluye, bajo la denominación genérica de Otros servicios prestados a las empresas, una amplia gama de transacciones de este tipo que no cabe encuadrar en otros conceptos. Como toda rúbrica definida por exclusión, recoge gran número de operaciones variadas, que explican su importancia cuantitativa en relación con otras rúbricas definidas de forma más precisa. A título meramente ilustrativo, cabe citar los servicios de publicidad y estudios de mercado, investigación y desarrollo, servicios jurídicos, contables, de asesoría, arquitectura, ingeniería, traducción e interpretación, seguridad, servicios de formación, etc. Se incluyen los servicios prestados por empresas matrices a sus filiales, sucursales o sociedades participadas, facturados como contribución a los gastos generales de la casa matriz.

Los servicios comerciales recogidos en este epígrafe incluyen las comisiones y corretajes sobre exportaciones e importaciones de mercancías, y la denominada «Negociación internacional de mercancías» —*merchanding*, en la terminología inglesa—, entendiendo por tales las operaciones triangulares de compra de mercancías en el extranjero, por residentes a no residentes, para su posterior venta a otros no residentes, sin realizar su importación y exportación al territorio nacional. Los ingresos netos de estas operaciones triangulares —la diferencia entre el importe de la venta y el de la compra de la mercancía— se registran como una exportación de servicios.

El *leasing* operativo incluye el alquiler de maquinaria y medios de transporte en este régimen, con la opción de su compra, y el alquiler de medios de transporte sin tripulación. Se excluyen tanto el principal como los intereses del *leasing* financiero, que se registran en la cuenta financiera y en la cuenta de rentas, respectivamente.

j) Servicios personales, culturales y recreativos

Esta rúbrica recoge los servicios audiovisuales y el conjunto de servicios personales, culturales y recreativos.

Entre los servicios audiovisuales se incluyen la producción de películas y de programas de radio y televisión, y los derechos de su distribución cedidos a los medios de comunicación; también se incluye la remuneración de actores, productores, etc. Se excluye, por el contrario, la cesión de derechos, por los propios autores, de películas, grabaciones de obras musicales, libros, etc., que se registran en la rúbrica de *Royalties* y rentas de la propiedad inmaterial.

En el epígrafe relativo a Otros servicios culturales y recreativos se registran los cobros y pagos derivados de servicios de esta naturaleza no incluidos en la rúbrica anterior, tales como circos, teatros, orquestas, museos, bibliotecas, deportes, etc. En esta rúbrica se contabilizan las suscripciones a diarios y publicaciones periódicas.

k) Servicios gubernamentales

Agrupar los cobros y pagos ligados a gastos de embajadas, consulados, unidades militares, etc., y los gastos relacionados con la prestación, por el gobierno español, de servicios de salud, educación, gastos administrativos, oficinas de turismo, instituciones educativas, etc.

l) *Royalties* y rentas de la propiedad inmaterial

En esta rúbrica se registran los cobros y pagos de los derechos de explotación de patentes, marcas, modelos e inventos, así como los derechos de autor. Se excluyen los derechos derivados de la distribución de películas y obras audiovisuales, que se contabilizan en la rúbrica de servicios designada con ese nombre.

m) Rentas de trabajo

Comprende la remuneración de los trabajadores fronterizos, estacionales y temporeros. A partir de los datos que se presentan en esta monografía, los datos de la rúbrica incluyen, desde el año 1995, las cotizaciones sociales e impuestos directos de las remuneraciones percibidas (pagadas) por (a) los trabajadores residentes (no residentes). Es decir, como se indica en el epígrafe de novedades, a partir de ese año los datos se registran en términos brutos, como recomienda el Quinto Manual de Balanza de Pagos, y no en términos netos, como ocurría anteriormente.

n) Rentas de inversión

Las rentas de inversión se presentan con el mismo desglose por instrumentos que las correspondientes rúbricas de la cuenta financiera, contabilizándose la renta generada por cada uno de los activos y pasivos recogidos en ella. Por tanto, solo cabe señalar aquí algunas precisiones al respecto.

A partir de los datos de 2005, las rentas de todas las inversiones de cartera se calculan de acuerdo con el criterio del devengo, tal y como lo recomienda el

Manual del FMI. Hasta los datos de dicho año, el criterio del devengo se aplicaba, exclusivamente, a los pagos de rentas de las emisiones de bonos y obligaciones, denominadas en euros, de las Administraciones Públicas.

El sistema general de recogida de información no cubre de forma adecuada los beneficios no distribuidos ni las transferencias para compensación de pérdidas efectuadas por inversionistas directos a sus filiales y sucursales. Por ello, el cálculo de estas transacciones debe realizarse por un procedimiento que utiliza distintas fuentes de información, tal y como se detalla en el capítulo de novedades de la edición de 2004 de esta monografía.

Los intereses de los préstamos filial-matriz siguen el mismo criterio utilizado en los flujos de principal, descritos en el apartado «Inversiones directas» del epígrafe 5.2.5: los intereses pagados por matrices no residentes a sus filiales residentes se computan como un menor pago por rentas de inversión directa, y los pagados por matrices residentes a sus filiales no residentes se computan como un menor ingreso por rentas de inversión directa.

Como rendimientos de inversiones, se incluyen también las transferencias efectuadas con el producto de alquileres o cualquier otra forma de explotación de inmuebles. Las diferencias de valoración entre el precio de adquisición y el de venta de las inversiones en inmuebles se registran, en general, como las de cualquier compraventa de activos, dentro de la cuenta financiera, y no como rentas.

Según las directrices del Quinto Manual, todos los instrumentos financieros derivados deben incluirse, como tales, en la cuenta financiera, incluso si los instrumentos subyacentes son tipos de interés u otras rentas. Aunque las instrucciones para la comunicación de estas operaciones especifican que se comuniquen, de forma separada, los derivados propiamente dichos y las otras transacciones financieras con las que están asociados, es posible que no se esté realizando así en todos los casos. Por ello, las permutas financieras de tipos de interés y los contratos de tipos de interés futuro —*Forward Rate Agreement*, FRA—, cuando están asociados a otra transacción —por ejemplo, a un préstamo—, se pueden estar registrando como flujos de intereses de dicha transacción, con lo que, implícitamente, se estarían incluyendo, por neto, en las rentas de la inversión de la categoría correspondiente al instrumento al que estén asociados. Cuando tales instrumentos se negocian independientemente, hay mayor seguridad de que se estén tratando, correctamente, como instrumentos financieros derivados, y no incluyéndose, por tanto, en las rentas. En el apartado «Instrumentos financieros derivados», del epígrafe 5.2.5, letra c, se hacen algunas consideraciones adicionales sobre las dificultades de registro que plantean las operaciones en derivados.

Por lo que se refiere a los rendimientos de las transacciones con valores negociables, no son fáciles de estimar separadamente de su principal. En concreto, no se incluyen como rentas ni los beneficios generados por participaciones en fondos de inversión, ni los rendimientos de valores representativos de empréstitos emitidos a descuento. Los intereses de las operaciones con pacto de recompra de las IFM están correctamente tratados, pero hay más dudas sobre los intereses de dichas operaciones, cuando son realizadas por sectores no crediticios, aunque su importancia cuantitativa es menor.

o) Transferencias corrientes

La distinción entre transferencias corrientes y de capital no es sencilla, no solo de instrumentar, sino incluso de definir conceptualmente. El Quinto Manual prefiere definir las de capital, para registrar —por exclusión— todas las demás como corrientes. Se transcriben aquí los párrafos del Manual que establecen las líneas generales de la distinción.

Según el FMI, «en primer lugar, una transferencia en especie es una transferencia de capital cuando entraña: a) el traspaso de propiedad de un activo fijo, o b) la condonación de un pasivo por parte de un acreedor sin que se reciba a cambio una contrapartida. En segundo lugar, una transferencia de efectivo es una transferencia de capital cuando está vinculada o condicionada a la adquisición o enajenación de un activo fijo —por ejemplo, una donación para inversión— por una o ambas partes de la transacción. Una transferencia de capital debería provocar una variación de la misma magnitud en las tenencias de activos de una o ambas partes de la transacción. Además, las transferencias de capital suelen ser cuantiosas y poco frecuentes, pero no pueden definirse en función de su magnitud o frecuencia. Las transferencias corrientes comprenden todas las que no son transferencias de capital. Afectan directamente al nivel de renta disponible y deberían influir sobre el consumo de bienes o servicios; en otras palabras, reducen las posibilidades de ingreso y consumo del donante en tanto se elevan las posibilidades de ingreso y consumo del beneficiario».

En la práctica, se trata de una desagregación de difícil concreción. En los cuadros del capítulo 6, las transferencias corrientes del sector privado recogen las remesas de trabajadores, los impuestos, las prestaciones y cotizaciones a la Seguridad Social, donaciones destinadas a la adquisición de bienes de consumo, retribuciones a personal que presta servicios en el exterior en programas de ayuda, pensiones alimenticias, herencias, premios literarios, artísticos, científicos y otros, premios de los juegos de azar, cotizaciones a asociaciones benéficas, recreativas, culturales, científicas y deportivas, etc. Se incluye, adicionalmente, la parte de las operaciones corrientes de las compañías de seguros no contabilizada como remuneración del servicio —indemnizaciones más primas menos remuneración del servicio—. Además, se incluyen también como transferencias al sector privado los ingresos procedentes de la UE a través del FEOGA-Garantía.

Las transferencias corrientes del sector de las Administraciones Públicas cuantitativamente más importantes son las que tienen como contrapartida a la UE. Entre los ingresos más significativos figuran los recibidos por ayuda al empleo y a la formación profesional (FSE). En los pagos, destacan los llamados «Recurso IVA» y «Recurso RNB». Los ingresos obtenidos en concepto de cobros por los servicios de recaudación prestados a las instituciones comunitarias se contabilizan como ingresos de servicios

b. Cuenta de capital

a) Transferencias de capital

Las transferencias de capital del sector privado recogen, fundamentalmente, los movimientos de fondos que se generan por liquidación del patrimonio de los emigrantes o inmigrantes, incluidos los cambios en la titularidad de sus activos y pasivos, al cambiar de residencia. La cobertura de estas operaciones, dado el

sistema de recogida de información de la Balanza de Pagos española, es incompleta.

La parte cuantitativamente más importante de esta rúbrica es la que recoge los ingresos por transferencias de capital del sector de las Administraciones Públicas con la UE. Entre ellos cabe destacar los fondos para el desarrollo regional (FEDER) y los llamados «fondos de cohesión», que, en el caso español, se destinan íntegramente a mejoras estructurales en proyectos industriales y de medio ambiente. También se incluyen aquí los fondos procedentes del FEOGA-Orientación.

Además, de acuerdo con las directrices de Eurostat, se están registrando como pagos en transferencias de capital de las Administraciones Públicas las indemnizaciones pagadas por la Compañía Española de Seguro de Crédito a la Exportación (CESCE), por riesgos asumidos por dicha compañía por cuenta del Tesoro español. Cuando dichas indemnizaciones se pagan a un acreedor residente —exportador o banco que financió la operación—, el débito en la cuenta de capital tiene su contrapartida en un crédito en la cuenta financiera, como cancelación de dicho activo. Los posibles recobros recibidos por CESCE de no residentes, como consecuencia de estos riesgos, se registran como ingresos en concepto de transferencias de capital de las Administraciones Públicas.

b) Adquisición de activos inmateriales no producidos

La cuenta de capital debe recoger, junto con las transferencias de capital, la adquisición/enajenación de activos financieros no producidos. Esta rúbrica recoge, en definición del propio Quinto Manual, «las transacciones relacionadas con activos tangibles que puedan utilizarse o necesitarse para la producción de bienes y servicios, pero que en sí no han sido producidos —por ejemplo, tierras y recursos del subsuelo—, y las transacciones relacionadas con activos intangibles no producidos —por ejemplo, patentes, derechos de autor, marcas registradas, concesiones, etc., y arrendamientos u otros contratos transferibles—. No obstante, en el caso de transacciones de tierras —incluidos los recursos del subsuelo— entre residentes y no residentes, se considera que toda adquisición/enajenación tiene lugar entre unidades residentes, y que el no residente adquiere un activo financiero frente a una unidad residente hipotética. La única excepción es la compra o venta de tierras por parte de una embajada, cuando esta operación entraña el traspaso del activo de un territorio económico a otro. En esos casos, la transacción de tierras entre residentes y no residentes se registra como adquisición/enajenación de activos no financieros no producidos». Adviértase que, por tanto, en la práctica, y puesto que la parte de compraventa de tierras y recursos del subsuelo aquí recogida es de importancia mínima —además, no se dispone de datos al respecto—, la rúbrica registra solo la compraventa de los mencionados activos inmateriales no producidos y, por tanto, esta es la denominación utilizada en los cuadros.

c. Cuenta financiera

Las diferentes rúbricas de la cuenta financiera recogen la variación neta de los activos y pasivos correspondientes, y así está expresamente señalado en los correspondientes cuadros de los capítulos 6.1 y 6.2. No obstante, a lo largo de los próximos epígrafes, y por razones de sencillez expositiva, no siempre se insiste, en cada caso, en su naturaleza de registro de flujos, por lo que se omite, con frecuencia, la palabra «variación neta», que, en pureza, debería utilizarse en todos los casos.

Antes de describir los componentes de esta rúbrica, conviene señalar que la ordenación de los flujos de inversión directa presenta algunas peculiaridades en su estructuración en torno a la variación de los activos y a la variación de los pasivos de la economía. Esta rúbrica se ordena, en primer lugar, atendiendo a la «dirección» de la inversión; en segundo lugar, al instrumento en el que se materializa —acciones, préstamos, etc.—; y, en tercer lugar, a la naturaleza de activos o pasivos de dichos instrumentos, es decir, al carácter acreedor o deudor del residente que realiza la operación.

De forma muy resumida, esto quiere decir que las operaciones entre una empresa matriz residente en España y sus filiales o sucursales en el exterior se registrarían de la siguiente forma: las financiaciones, de todo tipo, que la matriz residente conceda a sus filiales o sucursales no residentes se incluirán dentro de las inversiones españolas en el exterior, de forma similar a lo que ocurre con el resto de las operaciones de la cuenta financiera. En cambio, las financiaciones, de todo tipo, que las filiales o sucursales no residentes pudieran conceder a su matriz española se clasifican como una menor inversión española en el exterior, en lugar de como una inversión extranjera en España, como ocurriría de no existir una relación de inversión directa.

De forma simétrica, las financiaciones concedidas por matrices no residentes a sus filiales o sucursales residentes se incluirán en inversiones extranjeras en España, y las financiaciones concedidas por las filiales o sucursales residentes a la matriz no residente se clasifican como una menor inversión extranjera en España.

La aplicación de este principio, clara en casos como el descrito, se hace más difícil en los grupos empresariales con estructuras complejas. Por ejemplo, cuando dos empresas —una residente en España y otra no residente— mantienen participaciones cruzadas en sus respectivos capitales, superiores, en ambos casos, al 10%, las financiaciones concedidas por la empresa residente a la no residente se deben clasificar como inversión española en el exterior, y las financiaciones concedidas por la empresa no residente a la residente deben incluirse en inversión extranjera en España. Es decir, en este caso el tratamiento sería el mismo que el utilizado en el resto de la cuenta financiera.

En los casos más complejos, de grandes grupos multinacionales, una clasificación correcta de las operaciones requeriría determinar la relación de inversión directa de las dos empresas que intervienen, lo cual es, en muchas ocasiones, extremadamente complicado.

Las inversiones directas se dividen en acciones, otras formas de participación, beneficios reinvertidos, financiación entre empresas relacionadas e inversiones en inmuebles.

a) Acciones

Se incluyen las suscripciones y compraventas de acciones cuando el importe de la participación del inversor es igual o superior al 10% del capital social de la sociedad emisora. Se incluyen también las compras de derechos de suscripción por inversores directos. Las transacciones se registran por el importe efectivo cobrado o pagado, excluidos los gastos y comisiones.

b) Otras formas de participación

En otras formas de participación se incluyen la adquisición y venta de títulos representativos del capital, distintos de las acciones, las dotaciones a sucursales o

establecimientos y, en general, cualquier otra forma de participación en empresas que no se materialice en acciones. Se incluyen también en esta rúbrica las aportaciones de capital con destino a sociedades en proceso de constitución o a cuenta de ampliaciones de capital y las dotaciones para gastos de funcionamiento de sucursales o establecimientos que carezcan de fondos propios, cuando tales dotaciones no constituyan préstamo, ni exista obligación de reembolso.

c) Beneficios reinvertidos

Los beneficios reinvertidos se incluyen como transacciones de capital de inversión directa, como contrapartida de los importes computados en la cuenta de rentas. Es decir, en el caso de la inversión directa de España en el exterior, los beneficios (pérdidas) no distribuidos dan lugar a un aumento (disminución) de dicha inversión y a un cobro (cobro negativo) de rentas de inversión directa. De forma similar, dichas transacciones se registran en la inversión directa del exterior en España y en las rentas relacionadas.

Se incluye la participación del inversionista directo —en proporción a su participación directa en el capital social— en los beneficios o pérdidas que las filiales o empresas asociadas no hayan distribuido como dividendos y las utilidades de las sucursales que no se hayan remitido al inversionista directo.

d) Financiación entre empresas relacionadas

Esta rúbrica incluye, en general, las operaciones de préstamo entre las empresas matrices y sus filiales o sociedades participadas y entre filiales de un mismo grupo, siempre que no se trate de entidades de crédito. Las operaciones de préstamo o depósito entre entidades de crédito se incluyen, de acuerdo con lo indicado en el *Manual de Balanza de Pagos* del FMI, dentro de Otra inversión, aunque se trate de operaciones entre matrices y filiales.

En concreto, figuran dentro de este epígrafe los préstamos concedidos por las empresas matrices a sus filiales y empresas participadas, y los anticipos reintegrables concedidos a sucursales o establecimientos, menos los préstamos en sentido inverso, es decir, los concedidos por las sucursales o filiales a sus propios inversores directos, que, como se acaba de explicar, se restan de los anteriores. También se incluyen los préstamos concedidos entre empresas de un mismo grupo, aunque no se trate de préstamos directos de las matrices a sus filiales, o viceversa. De acuerdo con lo indicado en el Quinto Manual, los préstamos concedidos por empresas residentes filiales de una empresa no residente a otras empresas no residentes del grupo, distintas de la matriz, se incluyen en inversión directa española en el exterior, mientras que los importes recibidos por empresas residentes filiales de una empresa no residente, como consecuencia de préstamos concedidos por otras filiales no residentes, se incluyen en inversión directa extranjera en España.

Además de las financiaciones en forma de préstamos entre los inversores directos y sus filiales o sucursales, se incluyen, dentro de este epígrafe, las variaciones de los saldos de las cuentas interempresas. Por cuentas interempresas se entienden las cuentas entre sociedades filiales y matrices, o entre empresas del

grupo, en las que se liquidan transacciones mutuas, o transacciones del grupo empresarial con terceros.

Dichas transacciones dan lugar a variaciones de saldo de las cuentas interempresas, que constituyen un crédito concedido o recibido de la empresa matriz, o de la empresa del grupo que gestiona la tesorería. Este crédito debe ser incluido dentro de la financiación entre empresas relacionadas, inversión extranjera en España, cuando la sociedad residente es una filial o sucursal de matriz no residente, y en inversión española en el exterior cuando la sociedad residente es un inversor directo.

Finalmente, se excluyen de esta rúbrica los préstamos concedidos a sus inversores directos residentes por sociedades instrumentales establecidas en países que tienen la consideración de paraísos fiscales. Estos préstamos se incluyen dentro de la variación de pasivos, en la rúbrica Otra inversión.

e) Inversiones en inmuebles

Este apartado comprende la adquisición de la propiedad, u otros derechos reales, sobre bienes inmuebles, incluida la adquisición de cuotas proindivisas de dichos bienes inmuebles para su disfrute a tiempo parcial, y la adquisición de inmuebles mediante *leasing* financiero.

Inversiones de cartera

Las inversiones de cartera se desagregan en acciones y participaciones en fondos de inversión, bonos y obligaciones, e instrumentos del mercado monetario.

a) Acciones y fondos de inversión

Se incluyen la suscripción y compraventa de acciones y derechos de suscripción que no constituyan inversión directa, y la compraventa de participaciones en fondos de inversión. Estas operaciones se registran por el precio efectivo pagado o cobrado, descontadas las comisiones y gastos.

b) Bonos y obligaciones, e instrumentos del mercado monetario

Las operaciones con valores representativos de empréstitos se presentan divididas entre bonos y obligaciones, por una parte —en líneas generales, títulos emitidos con vencimiento inicial a más de un año—, e instrumentos del mercado monetario, por otra —en su mayoría, títulos emitidos con vencimiento inicial de un año o menos, si bien se incluyen las letras del Tesoro a dieciocho meses—. Las transacciones con valores emitidos con vencimiento superior a un año se clasifican siempre como bonos y obligaciones, aunque su vencimiento residual, en el momento de producirse la inversión, sea menor de un año. Las transacciones con valores emitidos con plazo de un año, o inferior, se registran dentro de instrumentos del mercado monetario.

Se incluyen las transacciones con cualquier tipo de valores representativos de empréstitos, con la única condición de que sean negociables en mercados españoles o extranjeros, e independientemente de que se trate de emisiones denominadas en euros o en moneda extranjera. Por el contrario, las inversiones en valores representativos de empréstitos que no sean negociables se recogen dentro de Otra in-

versión. No obstante, conviene señalar que algunas emisiones, como las de euro-notas y papel comercial, reúnen características de negociabilidad que determinan su inclusión en la rúbrica de Inversión de cartera, aunque no se negocien en mercados organizados y se pongan en circulación mediante colocaciones privadas.

La asignación de estas operaciones al sector institucional correspondiente se realiza en función del residente emisor, en el caso de los pasivos, y del residente que suscribe o compra los valores, en el caso de los activos. Por lo tanto, los valores emitidos por no residentes, suscritos en primera instancia por entidades de crédito y vendidos posteriormente a otros residentes, figuran dentro de las IFM.

Se excluyen de esta rúbrica las operaciones de adquisición y cesión temporal, por no residentes, de valores representativos de empréstitos emitidos por residentes, que se incluyen en Otra inversión, dentro del sector residente que efectúa la operación, como variación de activos —adquisiciones por residentes—, o variación de pasivos —cesiones por residentes—.

Otra inversión, excluido el Banco
de España

Con esta denominación se recogen, por exclusión, las variaciones de activos y pasivos financieros frente a no residentes no contabilizadas como inversiones directas o de cartera, o como reservas. Está constituida, fundamentalmente, por las operaciones de préstamo y depósito. Se incluyen las cesiones y adquisiciones temporales entre residentes y no residentes de títulos emitidos por unos u otros, bien sea en *repo* o «simultánea», y que, a los efectos de la Balanza de Pagos, se consideran préstamos con la garantía del valor cedido, o depósitos. Sobre el sistema de asignación de las operaciones temporales a préstamos o a depósitos, véase el párrafo relativo a la Otra inversión del apartado 1 del epígrafe 5.2.3 de este mismo capítulo.

La asignación a este concepto, o al de inversiones de cartera, de algunos instrumentos financieros, no es siempre inequívoca, y encierra, inevitablemente, algún componente de discrecionalidad. En principio, se asigna a esta rúbrica cualquier activo, o pasivo, que se instrumente mediante un contrato privado, o mediante la emisión de valores representativos de empréstitos que no sean negociables. Recuérdese, no obstante, que algunas de estas emisiones, tales como emisiones privadas de pagarés, papel comercial, euronotas, etc., por sus características de negociabilidad, se contabilizan como inversiones de cartera, incluso aunque no coticen en mercados organizados.

En concreto, se incluyen en Otra inversión: los préstamos entre residentes y no residentes —excluidos, como ya se comentó, los concedidos por empresas de un mismo grupo económico, excepto cuando se trate de financiaciones entre entidades de crédito, que se contabilizan íntegras en esta rúbrica, aunque se realicen entre instituciones de un mismo grupo—; los créditos comerciales con vencimiento superior a un año, concedidos directamente por el proveedor al comprador; los créditos de tercero financiador; las operaciones de *leasing* financiero sobre mercancías; los depósitos a la vista, o a plazo, en entidades de crédito; los activos derivados de ejecuciones de avales y garantías; la compra de instrumentos financieros no negociables, y las adquisiciones y cesiones temporales de activos⁶.

6. El registro de las cesiones/adquisiciones temporales en la rúbrica de Otra inversión, y no en la de Inversiones de cartera, dificulta la comparación de los datos de la Balanza de Pagos y los de Iberclear sobre las operaciones de no residentes con deuda pública española. En las ediciones anteriores de esta monografía sobre la Balanza de Pagos española, y especialmente en *Balanza de Pagos de España*, 1993, epígrafe 1.7.2.2, se incluyó un análisis detallado de las diferencias, que, en sus líneas generales, sigue siendo válido.

Asimismo, se registran, dentro de los activos de las Administraciones Públicas a largo plazo, las cuotas con carácter de participación en organismos internacionales. Finalmente, se incluye, dentro de los activos de los Otros sectores residentes, en la rúbrica de depósitos, la variación del saldo de billetes extranjeros en poder de los residentes.

La medición separada de los depósitos activos y pasivos de las IFM plantea, en la práctica, numerosas dificultades. La diferenciación entre los depósitos activos y pasivos se ha realizado utilizando información procedente de los balances de las entidades de crédito solo para los años 1998 y siguientes. Para los años anteriores no ha sido posible efectuar dicha separación, por lo que, para esos años, solo se dispone del flujo neto de pasivos menos activos, que se han distribuido, convencionalmente, asignando a los activos los denominados en moneda extranjera, y a los pasivos, los denominados en pesetas. En el epígrafe I.5.5.3 de la publicación *Balanza de Pagos de España, 1994* se hizo una exposición detallada de las razones por las que, en esta rúbrica, la fiabilidad del flujo neto total —pasivos menos activos— es muy superior. Adicionalmente, en ese mismo epígrafe se incluyeron algunas consideraciones sobre la relación entre estos flujos y la información sobre los saldos en depósitos y cuentas del Sistema crediticio contenidos en los balances de las instituciones de crédito, que, en líneas generales, siguen siendo válidas, por lo que se remite a ellas al lector interesado en el tema.

Desde los datos referidos a 2002, esta rúbrica incluye, dentro de los activos, una estimación del importe neto de los billetes denominados en euros que han sido adquiridos por residentes a no residentes como consecuencia, fundamentalmente, de pagos de servicios turísticos realizados por los viajeros. Esta estimación ha sido revisada de acuerdo con la realizada en la rúbrica Turismo y viajes.

Instrumentos financieros derivados

Como ya se ha comentado en anteriores ediciones de esta Nota metodológica, el FMI revisó, en 1997, las directrices del quinto *Manual de Balanza de Pagos* sobre el tratamiento de los instrumentos financieros derivados, en su publicación *Medición estadística de los instrumentos financieros derivados* (FMI, Departamento de Estadística, noviembre de 1997). El cambio más importante, con respecto a las recomendaciones iniciales, consistió en aclarar que todo instrumento financiero derivado que pueda valorarse porque exista un precio de mercado para el activo subyacente, debe incluirse en la cuenta financiera, independientemente de que se negocie, o no, en mercados organizados, e independientemente de cuál sea el activo subyacente. El manual, en la redacción que ha sido revisada, recomendaba incluir en la cuenta corriente, como rentas, los derivados cuyo activo subyacente fueran tipos de interés, y además excluía de la cuenta financiera determinados derivados que no se negociaran en mercados organizados.

Además, el FMI decidió clasificar los instrumentos financieros derivados en una cuenta independiente, en lugar de incluirlos dentro de la de Inversión de cartera, como un componente más.

No obstante, el FMI reconoce las dificultades prácticas de sus recomendaciones. En concreto, en sistemas de información como el español sigue planteando problemas la separación del precio del derivado y del activo subyacente, cuando la ejecución del contrato tiene lugar con entrega del subyacente. Asimismo, la clasificación de las transacciones con derivados, dentro de los activos o pasivos, es difícil, no solo desde el punto de vista práctico, sino también conceptualmente, dado que determinados instrumentos pasan de una a otra categoría, en función de la cotización del activo subyacente. De hecho, este problema ha llevado al Banco Central Europeo a decidir que, en la Balanza de Pagos de la Unión Económica y Monetaria,

los instrumentos derivados se contabilicen como un neto de variación de pasivos menos variación de activos, tal y como se presentan en esta publicación.

En los datos de esta publicación se han incluido: las opciones emitidas a la medida o en mercados organizados, los futuros financieros emitidos en mercados organizados o a la medida, los *warrants*, ya sean sobre acciones o sobre valores representativos de empréstitos, las compraventas de divisas a plazo, los acuerdos de tipos de interés futuro (FRA), las permutas financieras de moneda o de tipos de interés y cualquier otra permuta financiera o *swap*, sea sobre índices o sobre cualquier otra clase de activos.

De acuerdo con la metodología recomendada por el FMI, las transacciones con opciones a la medida se están registrando por el importe de la prima, excluidas las comisiones y gastos, aunque es difícil, en ocasiones, diferenciar ambos conceptos. En tales casos, se pueden estar incluyendo las comisiones como parte del precio de las opciones. Al vencimiento, si la opción expira sin ejercerse, no se realiza ninguna anotación en esta rúbrica. Si la opción se ejerce y se liquida por diferencias, se registra el importe pagado o cobrado; y, si se ejerce con compra o venta del instrumento subyacente, la diferencia entre el precio de ejercicio y el precio de mercado del activo subyacente se incluye en derivados, y la compra o la venta del instrumento subyacente se registra, por el precio del mercado, en la rúbrica en la que se incluyen las transacciones con dicho instrumento —por ejemplo, bonos y obligaciones, instrumentos del mercado monetario, etc.—. Dada su complejidad, el tratamiento de este último caso puede no ser siempre correcto.

Las inversiones en los mercados organizados de opciones y futuros financieros se registran por el importe de la prima más (o menos) los sucesivos pagos que reflejen beneficio (o pérdida), excluyendo el depósito que se efectúa como garantía de la operación, que se incluye en Otra inversión.

Las transacciones en *warrants* se registran por el importe pagado o cobrado, y en la liquidación se procede de la misma forma que se ha indicado para las opciones a la medida.

Las compraventas de monedas a plazo (los FRA), las permutas financieras de monedas o de intereses y los *swaps* se registran por la diferencia de los importes cobrados y pagados. No obstante, cuando estos instrumentos están asociados a otra transacción, pueden estarse registrando incorrectamente dentro de la rúbrica correspondiente a dicha transacción, dadas las dificultades prácticas para diferenciarlos.

Cuenta financiera
del Banco de España

La cuenta financiera del Banco de España registra las variaciones de sus activos y pasivos exteriores, desglosados entre la variación de las reservas, la variación de los activos del Banco de España frente al Eurosistema y la variación de sus otros activos y pasivos exteriores.

Desde la creación de la UEM, las reservas de sus países miembros se definen como los activos líquidos en moneda extranjera que sus bancos centrales nacionales mantienen frente a residentes de países distintos de la UEM. No incluyen, por tanto, ningún tipo de activos en euros, ni los activos en moneda extranjera que se mantengan frente a residentes de países de la UEM. Desde enero de 2000, en esta rúbrica se siguen las directrices publicadas por el FMI en el Documento *Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity, Operational Guidelines*, octubre de 1999 —<http://dsbb.imf.org/guide.htm>—, que constituye la referencia obligada para el lector interesado en un detalle pormenorizado sobre esta rúbrica. El Banco de España publica toda la información requerida por el FMI en dicho documento, tanto sobre las reservas propiamente dichas como sobre la liquidez general en moneda ex-

tranjera del Banco de España y del Tesoro público, y los pasivos que constituyan drenajes predeterminados o contingentes a corto plazo de esa liquidez. Los datos completos se encuentran en el sitio web del Banco de España, en el apartado de Datos estadísticos del capítulo de Balanza de Pagos de la sección de Estadísticas.

Los *activos del Banco de España frente al Eurosistema* recogen los activos mantenidos por esta institución frente a los bancos centrales de los otros países de la UEM y frente al Banco Central Europeo. Sus principales variaciones son las producidas por la liquidación de las operaciones transfronterizas entre residentes y no residentes a través del sistema Target, en las que, como a continuación se explica, el Banco de España y el resto del Eurosistema aparecen interpuestos entre los residentes y no residentes titulares finales de la operación. Adicionalmente, desde enero de 1999 incluyen las variaciones de los activos del Banco de España frente al BCE, como consecuencia de la transferencia de reservas y sus actualizaciones. Desbordaría el marco de esta Nota metodológica de Balanza de Pagos un análisis pormenorizado y riguroso del funcionamiento del Target. No obstante, para los lectores no familiarizados con ese sistema de liquidación, puede ser útil una breve exposición esquemática de su funcionamiento. Si un importador residente español ha de hacer un pago a un residente de Francia, el Banco de España adeuda la cuenta que tiene con él el banco español del importador —que, obviamente, habrá adeudado, a su vez, la cuenta de su cliente— y abona la cuenta que tiene con el Banco de Francia. Este último abonará la cuenta del banco francés en el que, a su vez, tenga su cuenta el cliente vendedor destinatario final de los fondos. Como resultado de la operación, hay una variación del saldo de la cuenta de un banco español con el Banco de España —además de la operación de dicho banco con su cliente— y una operación del Banco de España con un banco central del Eurosistema —aparte de las operaciones entre residentes franceses—.

En la Balanza de Pagos de España no aparece la operación entre el Banco de España y el banco español, ni la de este con su cliente, al ser operaciones entre residentes. La anotación por partida doble es un pago por importación, y un cobro por disminución del saldo de la cuenta del Banco de España con el Banco de Francia, es decir, con el Eurosistema. Aunque en la práctica la operativa es más compleja, el resultado final es el mismo a los efectos de la anotación contable en la Balanza de Pagos. Dada la importancia cuantitativa de las operaciones transfronterizas entre residentes y no residentes liquidadas a través de Target, no es preciso insistir en su relevancia en la Balanza de Pagos. Conviene resaltar, sin embargo, que, desde un punto de vista analítico, tal relevancia va más allá de la mera importancia cuantitativa de la rúbrica.

Adviértase que, pese a su denominación genérica de «Activos frente al Eurosistema», esta cuenta, que es en realidad una cuenta mutua, puede tener un saldo positivo —acreedor— o negativo —deudor— en distintos momentos del tiempo. Puesto que la Balanza de Pagos recoge los flujos, es decir, la variación de los saldos de esta cuenta, el signo que estos flujos han de recibir en la Balanza de Pagos depende de la convención contable que se use al respecto, pero es independiente de que, en un momento dado, su saldo sea positivo o negativo. En las notas a pie de cuadro del capítulo 6 se especifica la convención contable utilizada: un aumento del saldo activo neto de esta cuenta —aumento del valor absoluto de su saldo, si es acreedor; disminución del valor absoluto de su saldo, si es deudor; cambio desde una posición deudora a una acreedora— se registra en los cuadros del capítulo 6 con signo negativo. Una disminución del saldo activo neto —disminución del valor absoluto de su saldo, si es acreedor; aumento del valor absoluto de su saldo, si es deudor; cambio desde una posición acreedora a una deudora— se registra en los cuadros del capítulo 6 con signo positivo. En los cuadros 6.1.9 y 6.2.9, en los que se ha optado por la presentación estándar del FMI, la varia-

ción del saldo de esta cuenta aparece en la rúbrica de Otras inversiones de España en el exterior, junto con los otros activos del Banco de España —excepto las reservas—. Adviértase que, por lo antes señalado, el que, en estos cuadros, se integre esta cuenta en los activos —Inversiones en el exterior— o en los pasivos —Inversiones del exterior— es otra convención contable, ya que su saldo puede ser acreedor o deudor. Como en el caso español el saldo acreedor ha sido el que ha prevalecido desde la creación de la UEM, se ha optado por incluir esta rúbrica, en los cuadros mencionados, dentro de Otras inversiones en el exterior.

Los *otros activos netos* recogen la variación neta de los otros pasivos y activos del Banco de España no incluidos en las dos rúbricas anteriores. Como se señalaba antes, en los cuadros resumen del capítulo 6, y en los cuadros 6.1.8 y 6.2.8, se han medido como la variación de los pasivos menos la de los activos. En los cuadros 6.1.9 y 6.2.9, los activos aparecen, bien junto con la cuenta del Banco de España, en Otras inversiones de España en el exterior, o bien, desde 2002, en Inversiones de cartera; y los pasivos, en Otras inversiones del exterior en España. Los activos recogen aquellas inversiones del Banco de España —distintos de la cuenta con el Eurosistema— que, por su naturaleza, no pueden considerarse reservas. Conviene advertir de que se incluyen aquí la contribución del Banco de España al capital del BCE, realizada en 1998, y sus sucesivas actualizaciones. Los pasivos incluyen también algunos pasivos exteriores del Banco de España de importancia igualmente menor, y los pasivos que el FMI denomina «pasivos ligados a las reservas», en donde se recogen aquellas operaciones de toma de financiación por las autoridades monetarias que generan, a su vez, variaciones en las reservas. Cabe citar los *swaps* de oro y la financiación obtenida por operaciones de cesión temporal de activos.

5.3 Posición de Inversión Internacional. Metodología

La estadística de la Posición de Inversión Internacional (PII) presenta los saldos de los activos y pasivos financieros externos de una economía, ordenados con la misma estructura y desde la misma óptica que los correspondientes flujos de la Balanza de Pagos, y elaborados en el mismo marco de normas metodológicas establecidas en el quinto *Manual de Balanza de Pagos* del FMI. Por ello, en lo que a la clasificación de los activos y pasivos se refiere, sigue siendo válido todo lo señalado en el epígrafe 5.2.3 de este mismo capítulo. Tan solo cabe señalar que, en los datos de posición que se presentan en esta publicación, no se han incluido los derivados financieros, por falta de información fiable al respecto. En el futuro estará disponible, para el sector de otras IFM, la información de un nuevo estado contable recogido en la Circular 4/2004 del Banco de España, que establece las «Normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros». En cuanto al desglose de los datos por sectores institucionales, su delimitación es también idéntica a la de la Balanza de Pagos, por lo que se remite, igualmente, al mencionado epígrafe 5.2.3.

La norma fijada por el Quinto Manual establece que todos los activos y pasivos exteriores deben valorarse a los precios de mercado vigentes en cada momento. En algunos casos específicos —inversión directa—, no obstante, se admite que se utilice el valor contable, si bien se incide en que dicha valoración se revise regularmente en función de su valor de mercado. En cuanto al tipo de cambio aplicable para convertir los saldos en moneda extranjera a la moneda de presentación de la posición, el Quinto Manual sugiere utilizar el tipo de cambio medio de mercado —media del comprador y vendedor— de la fecha a la que se refiera la posición.

Según estos criterios, la posición de final de un período se corresponderá con la posición del principio de período más las transacciones realizadas en dicho período, que se reflejan normalmente en la Balanza de Pagos, más los cambios de valoración que se hayan producido en el período considerado —tanto por variaciones en los tipos de cambio como en los precios de los activos y pasivos financieros— y más otras variaciones en el volumen de los activos finan-

cieros y pasivos, como, por ejemplo, la cancelación unilateral de un préstamo por parte del acreedor.

Las series históricas de la PII aparecen en el capítulo 7 y se publican en el *Boletín Estadístico* del Banco de España. Conviene llamar la atención del lector sobre la estadística Deuda externa de España, que el Banco de España comenzó a difundir en 2003. Esta estadística, de periodicidad trimestral, se diferencia de los pasivos de la PII en que no incluye los pasivos en forma de participaciones en el capital ni los derivados financieros. No obstante, la Deuda externa efectúa una clasificación de los pasivos distinta a la de la PII, por lo que se trata de estadísticas complementarias. La serie trimestral de la Deuda externa que comienza en diciembre de 2002 está disponible en el *Boletín Económico* del Banco de España, así como en el sitio web.

5.3.1 FUENTES DE INFORMACIÓN Y CRITERIOS DE VALORACIÓN

Las principales fuentes estadísticas que suministran información relevante para la elaboración de la Posición de Inversión Internacional de España son:

1 Banco de España

El Banco de España dispone de la información sobre los activos de reserva, así como sobre el resto de sus activos y pasivos exteriores que se incluyen en la Posición de Inversión Internacional.

2 Instituciones financieras

La Circular 4/2004 del Banco de España, de 22 de diciembre, establece las normas contables que las entidades de crédito deben aplicar y los modelos de estados financieros que deben presentar periódicamente al Banco de España. Esta Circular entró en vigor el 30 de junio de 2005; con anterioridad, estas normas estaban recogidas en la Circular 4/1991. Estas circulares constituyen el desarrollo y adaptación al sector de las entidades de crédito de las normas contables establecidas en el Código de Comercio, la Ley de Sociedades Anónimas y otra normativa legal específica que les sea de aplicación. Los balances de las entidades de crédito se han utilizado directamente para la obtención de los saldos de sus activos y pasivos financieros frente al resto del mundo en las rúbricas de Inversión directa y Otra inversión de la PII. Los criterios de valoración que esta fuente utiliza se encuentran recogidos en la norma duodécima de la Circular 4/2004.

Separación entre préstamos y depósitos

La distinción entre depósitos y préstamos es difícil y variable, en función del criterio que se adopte para su separación. El convenio adoptado para los activos y pasivos exteriores ha sido el siguiente:

Activos frente al exterior: como depósitos se recogen los activos de entidades de crédito residentes frente a entidades de crédito no residentes. No se incluyen las dotaciones a sucursales en el extranjero, que figuran como acciones y otras formas de participación; como préstamos se recogen los activos de las entidades de crédito residentes frente a no residentes que no sean entidades de crédito.

Pasivos frente al exterior: como depósitos se recoge la totalidad de los pasivos de las entidades de crédito residentes frente a no residentes —entidades de crédito y resto—.

3 Registro de valores negociables

Esta estadística se elabora por el Banco de España a partir de la información proporcionada por los inversores residentes que realizan operaciones en valores negociables directamente a través de un intermediario financiero no residente y por Iberclear, que proporciona información desglosada valor a valor de sus cuentas de valores cuyos titulares son no residentes, incluidas las que mantiene con otras Entidades Depositarias Centrales de Valores. Se dispone de información de los importes nominales y de los importes a precios de mercado, de acuerdo con las normas de la Circular 2/2001.

4 Registro de los préstamos exteriores recibidos y concedidos por sectores residentes no crediticios

Esta estadística se elabora por el Banco de España a partir de los documentos contable-administrativos creados para el seguimiento de los préstamos recibidos y concedidos al exterior y de los valores no negociables emitidos por residentes no crediticios a favor de no residentes. Una descripción detallada de esta estadística puede verse en las notas del *Boletín Estadístico* de octubre de 1995 y en el *Boletín Económico* de septiembre del mismo año. Hay que mencionar que las cifras obtenidas de esta fuente incluyen los préstamos entre empresas relacionadas —matrices y filiales—, si bien los datos se han distribuido, correctamente, entre las inversiones directas —préstamos matriz/filial, filial/matriz y préstamos entre empresas indirectamente relacionadas—, y Otra inversión —los demás préstamos—.

5 Balanza de Pagos de España

Esta estadística del Banco de España se ha utilizado para construir los saldos, por acumulación de flujos, cuando no existen censos estadísticos fiables de algún instrumento financiero específico, como, por ejemplo, las inversiones directas de Otros sectores residentes, que constituye la principal laguna estadística en la actualidad.

6 Banco de Pagos Internacionales

Los datos que difunde esta institución se utilizaron para estimar los saldos iniciales, referidos a diciembre de 1992, de la posición activa de los sectores residentes no financieros en entidades de crédito no residentes.

7 Otras fuentes de información

Al igual que en la Balanza de Pagos, también se utiliza la base de valores negociables del Banco de Pagos Internacionales para obtener, a partir del código ISIN, el país del emisor no residente en los activos de cartera.

5.3.2 PROCEDIMIENTO DE OBTENCIÓN DE LAS POSICIONES

Los saldos de los instrumentos financieros que componen las posiciones activas y pasivas a una fecha dada se han determinado, fundamentalmente, por uno de los procedimientos siguientes:

Directo. A partir de las fuentes de información disponibles, cuando proporcionan el dato en saldos. Este ha sido el caso de la totalidad de las series del activo y pasivo del sistema credi-

ticio en préstamos y depósitos, cuyos datos provienen de los estados contables en vigor en cada momento, y están valorados, en la mayor parte de los casos, a precios de mercado; de los saldos de valores negociables de todos los sectores que se obtienen del sistema de información regulado por la Circular 2/2001; de los préstamos recibidos y concedidos por otros sectores residentes, obtenidos del registro de estos préstamos, y de las series del Banco de España.

Por acumulación de flujos. En las partidas en que se ha utilizado este procedimiento, y a menos que se indique otra cosa, se ha partido del saldo inicial de finales de 1992, estimado normalmente, a su vez, por acumulación de flujos, corregidos del efecto valoración por tipo de cambio, si procede, de la Balanza de Pagos en términos de caja —Registro de Caja— disponibles desde 1959. Los saldos elaborados a partir de 1993 se han obtenido acumulando al saldo inicial los flujos de las partidas de la cuenta financiera de la Balanza de Pagos, añadiendo, si procede, un ajuste de valoración por tipo de cambio. Este ajuste se ha realizado aplicando a los flujos acumulados, en cada moneda, el tipo de cambio medio de mercado de la fecha a la que se refiere la posición. Asimismo, estos flujos acumulados se han corregido por la variación de los precios de los instrumentos financieros en los casos en los que este efecto ha sido significativo y se dispone de información para ello. Este procedimiento se utiliza para calcular las inversiones directas y depósitos activos de Otros sectores residentes.

5.3.3 ESTRUCTURA Y CONTENIDO DE LOS CUADROS DEL CAPÍTULO 7

En el capítulo 7 se recogen los datos de la Posición de Inversión Internacional de España, estimados con la metodología y fuentes de información descritas en el epígrafe anterior. Se publica un cuadro resumen con datos anuales desde 1996 y dos cuadros más detallados con datos trimestrales, para cada uno de los años 2004 y 2005. En esta edición se ha añadido, además, un cuadro para cada año, con un desglose por países y áreas tanto económicas como geográficas. Como se señaló antes, en el capítulo 16 del *Boletín Estadístico* del Banco de España, y en su versión electrónica disponible en el sitio web de esta institución, se irán publicando las estimaciones correspondientes a los sucesivos trimestres, a medida que se disponga de ellas, y las revisiones de los datos provisionales de los trimestres anteriores.

El cuadro resumen, de forma similar al de los correspondientes de la Balanza de Pagos, separa la posición del Banco de España de la de los otros sectores institucionales. Las razones analíticas que justifican este diseño son las mismas que en el caso de la Balanza de Pagos, y se han explicado detalladamente en el epígrafe introductorio. En los cuadros de detalle, para facilitar la comparabilidad internacional, se ha optado por una presentación similar a la de las publicaciones del FMI, separando la posición activa y pasiva del Banco de España de la correspondiente a las otras IFM. Se trata, por tanto, de una presentación similar a la de los cuadros 6.1.8 y 6.2.8 de la Balanza de Pagos. Se recuerda que en ninguno de los cuadros de la Posición aparecen datos de derivados financieros.

Tanto las inversiones de España en el exterior como las del exterior en España aparecen desglosadas en sus tres grandes categorías —directas, de cartera y otra inversión—, con información desagregada, para cada una de ellas, de acuerdo con los instrumentos financieros en que se materializa la inversión. Además, en las de cartera y en la otra inversión se ofrece, para cada instrumento, el desglose de la posición por sectores institucionales. En las inversiones de España en el exterior aparecen, separadas, las reservas.

Se recuerda al lector que en el índice general, incluido al principio de esta publicación, figura un índice detallado de los cuadros de la Posición de Inversión Internacional, tal como aparecen en el capítulo 7.

Las rúbricas de los cuadros de la Posición coinciden con las del *Manual de Balanza de Pagos*, con la mencionada excepción de no incluir información sobre los derivados financieros.

a. Posición de Inversión
Internacional, excluido el Banco
de España

Inversiones de España en el exterior
—activos financieros de residentes—

a) Inversión directa

El contenido de este epígrafe coincide, prácticamente, con lo señalado en el Quinto Manual. La rúbrica Acciones y otras formas de participación comprende los títulos y cualquier otra forma de participación en el capital de una sociedad que reúna los requisitos señalados en el Quinto Manual. El contenido del epígrafe Acciones y otras formas de participación incluye las acciones emitidas por sociedades no residentes que no estén admitidas ni en curso de admisión a cotización en bolsa y las inversiones directas en acciones cotizadas. Las otras formas de participación están constituidas por las participaciones de residentes en la propiedad de empresas y entidades no residentes, distintas de las materializadas en acciones, tales como dotaciones a sucursales y establecimientos, inversiones materializadas en cuentas de participación, comunidades de bienes, fundaciones, agrupaciones de interés económico, cooperativas y uniones temporales de empresas. Incluye también las aportaciones realizadas por empresas matrices residentes a sus sucursales y establecimientos no residentes para gastos corrientes de mantenimiento y compensación de pérdidas, así como para la adquisición de inmuebles para instalación del establecimiento. Comprende, asimismo, los bienes inmuebles de residentes situados en el exterior, incluidos los poseídos proindiviso para su disfrute a tiempo parcial.

Por su parte, la financiación a empresas relacionadas recoge la concedida por empresas matrices residentes —que no sean entidades de crédito— a sus filiales y sociedades participadas no residentes, de cualquier tipo, instrumentación y plazo, y la concedida por filiales españolas a otras sociedades del grupo, no residentes, distintas de la matriz, deduciéndose de este importe las operaciones de financiación recibida por la matriz residente de las filiales no residentes. Este concepto incluye, igualmente, el saldo de las cuentas interempresas cuando la empresa residente es la matriz de la no residente.

Los saldos de las IFM proceden de sus estados contables, y los de los otros sectores residentes se han obtenido por acumulación de flujos, que incluyen los beneficios reinvertidos, excepto los préstamos, que se han obtenido de su registro, antes descrito. En los casos en que se han acumulado flujos, se han corregido de efectos de valoración de tipo de cambio. Sin embargo, por falta de información adecuada, la acumulación de flujos no se ha corregido de las variaciones de los precios de los activos, lo que constituye una limitación de las estimaciones de esta rúbrica.

b) Inversión de cartera, excluido el Banco de España

Los diversos instrumentos de este epígrafe coinciden con los señalados en el Quinto Manual. Los datos se han obtenido a partir del sistema de información para valores negociables regulado por la Circular 2/2001, que proporciona información directa de *stocks*, valor a valor, a precios de mercado.

c) Otras inversiones, excluido el Banco de España

Los conceptos de este epígrafe recogen las distintas inversiones señaladas en el Quinto Manual. Las operaciones de adquisición de valores con pacto de reventa —operaciones *repos* y simultáneas— realizadas por el sector residente de IFM con no residentes que no sean entidades crediticias se clasifican como préstamos, y las realizadas entre entidades de crédito residentes y entidades de crédito no residentes, así como la totalidad de las realizadas por los demás sectores residentes —en su mayor parte, con entidades de crédito—, se clasifican como depósitos. Además, se incluyen como préstamos los créditos de ayuda al desarrollo —créditos FAD— otorgados por el Estado a otros países para financiar la adquisición a residentes de bienes y servicios.

Los préstamos concedidos por las IFM a no residentes se han obtenido directamente de los balances de las entidades de crédito, mientras que los correspondientes a otros sectores residentes se han obtenido del registro de préstamos. Por su parte, los datos de los depósitos entre entidades de crédito provienen, también, de los balances de las propias entidades crediticias, y los de los otros sectores residentes proceden, hasta 1993 inclusive, del Banco de Pagos Internacionales, y, a partir de esa fecha, se han obtenido por acumulación de flujos de Balanza de Pagos a ese saldo inicial de 1993, corrigiéndose del efecto valoración de tipo de cambio aquellos depósitos denominados en moneda extranjera.

Por último, el epígrafe Otros activos incluye las reservas técnicas del seguro constituidas en instituciones no residentes y las participaciones de España en los organismos internacionales.

Desde 2002, esta rúbrica incluye una estimación del saldo neto de los billetes denominados en euros que han sido adquiridos por residentes a no residentes como consecuencia, fundamentalmente, de pagos de servicios turísticos de los viajeros.

Inversiones del exterior en España
—pasivos de residentes—

a) Inversión directa

El contenido del epígrafe Acciones y otras formas de participación incluye las acciones emitidas por sociedades residentes que no estén admitidas ni en curso de admisión a cotización en bolsa y las inversiones directas en acciones cotizadas. Asimismo, este epígrafe incluye las participaciones de no residentes en la propiedad de empresas y entidades residentes, distintas de las materializadas en acciones, tales como dotaciones a sucursales y establecimientos, inversiones materializadas en cuentas de participación, comunidades de bienes, fundaciones, agrupaciones de interés económico, cooperativas y uniones temporales de empresas. Incluye también las aportaciones realizadas por empresas matrices no residentes a sus sucursales y establecimientos residentes para gastos corrientes de mantenimiento y compensación de pérdidas, así como para la adquisición de inmuebles para la instalación del establecimiento. Por último, este epígrafe incorpora los inmuebles situados en territorio español propiedad de no residentes, incluidos los poseídos pro indiviso para su disfrute a tiempo parcial.

La financiación a empresas relacionadas recoge la financiación de cualquier tipo, instrumentación y plazo, concedida por empresas matrices no residentes a sus filiales y sociedades participadas residentes, y la financiación concedida por em-

presas filiales no residentes a otras empresas residentes del mismo grupo distintas de la matriz. Se deducen las operaciones de financiación recibida por la matriz no residente de sus filiales residentes —no se incluye la financiación de entidades de crédito no residentes a sus participadas y sucursales en España que sean, a su vez, entidades de crédito—. Los saldos de las cuentas interempresas están incluidos en este epígrafe cuando la empresa no residente es la matriz de la residente, o se trata de dos empresas indirectamente relacionadas por su pertenencia a un mismo grupo.

Los datos de Acciones y otras formas de participación de las IFM y de financiación a empresas relacionadas se han obtenido como verdaderos saldos, con la información disponible en los balances de las IFM y en el registro de préstamos. Los datos de Acciones y otras formas de participación de otros sectores residentes se han calculado mediante la acumulación de los flujos de Balanza de Pagos, que incluyen los beneficios reinvertidos corregidos de las variaciones de tipo de cambio, pero no de las variaciones de precios, lo que constituye una limitación de las estimaciones.

b) Inversión de cartera

La serie de Acciones y participaciones en fondos de inversión incluye las acciones y los instrumentos representativos de acciones emitidas por residentes que estén admitidas o en curso de admisión a cotización en bolsa o se negocien en mercados extranjeros, excluidas las que son inversiones directas. Este epígrafe recoge la participación de no residentes en fondos de inversión residentes de renta fija, renta variable, en inmuebles o mixtos.

Los diversos instrumentos de este epígrafe coinciden con los señalados en el Quinto Manual. Los datos se han obtenido a partir del sistema de información para valores negociables regulado por la Circular 2/2001, que proporciona información directa de *stocks*, valor a valor, a precios de mercado.

c) Otras inversiones, excluido el Banco de España

Comprende los pasivos no incluidos en otras categorías, tal como señala el Quinto Manual. El epígrafe de préstamos recoge, además de estos instrumentos y los créditos propiamente dichos, las deudas contraídas por residentes como consecuencia de la ejecución de avales y garantías prestadas por no residentes. Asimismo, incluye el saldo de la cuenta entre las Administraciones Públicas y la UE, las adquisiciones de activos con pacto de reventa realizadas por no residentes a residentes distintos de las entidades de crédito. Por el contrario, las realizadas por no residentes —normalmente, entidades de crédito— a entidades de crédito residentes están clasificadas junto con los depósitos. En cuanto a las fuentes estadísticas, los préstamos recibidos por las Administraciones Públicas y por otros sectores residentes provienen directamente del registro de préstamos. La información sobre depósitos y *repos* proviene de los estados contables de las entidades de crédito residentes.

Es preciso señalar que los datos sobre préstamos se refieren estrictamente a préstamos y créditos; es decir, en el caso de los recibidos por las Administraciones Públicas, no incluyen ni las euronotas ni el papel comercial, que se registran

como inversiones de cartera del exterior en España; y, en el caso de los recibidos por los otros sectores residentes, no incluyen los préstamos entre matrices y filiales, o empresas de un mismo grupo, contabilizados como inversiones directas aplicando el principio direccional descrito en el epígrafe correspondiente, ni las colocaciones privadas de valores negociables, que, al igual que las de las Administraciones Públicas, se registran como inversiones de cartera.

Por último, el epígrafe Otros pasivos recoge los depósitos por reaseguros con no residentes.

b. Posición de Inversión Internacional del Banco de España

Los *activos exteriores* del Banco de España incluyen las reservas, la cuenta del Banco de España con el Eurosistema y otros activos exteriores. Su contenido ha sido explicado en el apartado «Cuenta financiera del Banco de España» del epígrafe 5.2.5, dentro de la descripción detallada de las rúbricas equivalentes de la Balanza de Pagos, por lo que no se repite aquí. Tan solo cabe recordar que todos los activos que integran las reservas —cuyos principales componentes son el oro monetario, la posición en el FMI, los DEG y las divisas convertibles— están valorados, desde diciembre de 1998, a precios de mercado. Desde enero de 1999, el componente de divisas convertibles incluye, exclusivamente, activos denominados en monedas distintas del euro frente a países que no forman parte de la Unión Monetaria. Como se señaló antes, en el *Boletín Estadístico* del Banco de España, y en el capítulo de Balanza de Pagos de la sección de Estadísticas de su sitio web se publica una información pormenorizada sobre las reservas y otros componentes de la liquidez en moneda extranjera del Banco de España y del Tesoro español, datos elaborados siguiendo las directrices del FMI (véase la referencia bibliográfica mencionada en el apartado «Cuenta financiera del Banco de España» del epígrafe 5.2.5, letra c).

Los *pasivos exteriores* del Banco de España se han descrito también en el citado epígrafe, y les es aplicable, igualmente, la referencia bibliográfica del FMI y la del sitio web en el que el Banco de España publica, junto con el detalle de los activos de reservas, información sobre sus pasivos predeterminados y contingentes, y los del Tesoro público.

5.3.5 PRINCIPALES DIFERENCIAS ENTRE LA VARIACIÓN DE SALDOS DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL Y LOS FLUJOS DE LA BALANZA DE PAGOS

Las variaciones de la Posición de Inversión Internacional entre dos momentos del tiempo y las correspondientes transacciones de la Balanza de Pagos deben diferir, debido, esencialmente, a los cambios que se registran a lo largo del período, tanto en los tipos de cambio como en los precios de los activos. No obstante, existen entre ambas estadísticas diferencias atribuibles a otras causas, derivadas, fundamentalmente, de las distintas fuentes de las que proviene la información. Entre estas otras diferencias, las más importantes son:

a) Sectorización

La Balanza de Pagos recoge los flujos de la inversión de España en el exterior de los distintos sectores, asignándolos a los que adquieren el activo de los no residentes. Sin embargo, dado el sistema actual de recogida de información, no se tienen en cuenta las redistribuciones de activos que posteriormente se producen entre los sectores residentes. Esta redistribución sí se registra, al menos en parte, en los saldos de la Posición de Inversión Internacional.

b) Activos y pasivos relacionados con operaciones de seguros

Las reservas técnicas de seguros se recogen en la Posición de Inversión Internacional, pero se registran solo parcialmente en la Balanza de Pagos.

c) Operaciones con pacto de recompra (*repos* y simultáneas)

Según se señaló antes, en la Posición de Inversión Internacional las adquisiciones de valores con pacto de reventa realizadas por las IFM residentes a no residentes que no sean entidades crediticias se consideran préstamos, mientras que las realizadas entre entidades de crédito residentes y entidades de crédito no residentes, así como la totalidad de las realizadas por los demás sectores residentes, se consideran depósitos. Por su parte, las compras de valores con pacto de reventa por no residentes a las entidades de crédito residentes se han considerado como depósitos, y las efectuadas a los demás sectores residentes, como préstamos. La Balanza de Pagos proporciona por separado estas operaciones cuando las realizan las IFM residentes, y las registra dentro de la rúbrica general de «préstamos y depósitos» cuando las realizan otros sectores residentes.

5.4 Novedades

En esta sección se explican —brevemente— las principales novedades relativas a las estadísticas de Balanza de Pagos y de Posición de Inversión Internacional y a las estadísticas relacionadas —Deuda externa y Reservas internacionales— que, o bien se difunden por primera vez en esta monografía, o bien han tenido lugar a lo largo del año 2005. Las novedades son el resultado, bien de la adaptación del sistema de información y procedimiento de cálculo de algunas rúbricas al nuevo y cambiante entorno internacional, proceso en el que está inmersa la mayoría de los países de la UE, bien de la producción y difusión de nuevas estadísticas para hacer frente a los requerimientos de los usuarios, ya sean productores de estadísticas (el Banco Central Europeo, Eurostat o el INE) o usuarios finales. Este año, la sección de novedades se organiza en cuatro apartados, según afecten a la introducción de modificaciones en el sistema de información y los procedimientos de cálculo de determinadas rúbricas de la Balanza de Pagos, a la difusión de estadísticas, a los avances alcanzados en el proceso de diseño e implementación de nuevas fuentes de información y, finalmente, al proceso de revisión del quinto *Manual del Balanza de Pagos* del FMI.

5.4.1 NOVEDADES EN EL SISTEMA DE INFORMACIÓN Y EN LOS PROCEDIMIENTOS DE CÁLCULO

Como ya se ha comentado en la introducción de este capítulo, en abril de 2006, coincidiendo con la publicación de la Balanza de Pagos correspondiente al primer mes del año, además de la revisión habitual de los datos correspondientes a 2004 y 2005, que incorpora, fundamentalmente, nueva información y rectificaciones de comunicaciones recibidas con posterioridad a los sucesivos cierres mensuales, se han introducido algunos cambios en los procedimientos de cálculo de algunas rúbricas. Estos nuevos procedimientos son un paso más en el proceso de adaptación del sistema de información utilizado para elaborar las estadísticas del sector exterior al entorno cambiante en el que se desarrollan las transacciones exteriores y, al mismo tiempo, para incrementar el cumplimiento, en la elaboración de los datos, de los requerimientos del quinto *Manual de Balanza de Pagos*. Adicionalmente, estos cambios incrementan la coherencia entre los datos de la Balanza de Pagos y los de la Cuenta del resto del mundo de la Contabilidad Nacional de España. Finalmente, en el cuadro 5.2, al final de este capítulo, se presentan las principales modificaciones metodológicas y de presentación introducidas en la Balanza de Pagos y en la Posición de Inversión Internacional desde el año 2000.

Las novedades relativas al sistema de información y procedimientos de cálculo introducidos en 2005 afectan, fundamentalmente, a las siguientes rúbricas: i) Turismo y viajes; ii) Rentas del trabajo; iii) Rentas de la inversión de cartera; iv) Remesas de trabajadores, y v) Otras transferencias corrientes del sector privado. A continuación se describen las principales características de los cambios que afectan a cada una de estas rúbricas:

- a) Turismo y viajes. Las mejoras introducidas en el cuestionario y los cambios incorporados en el diseño muestral y en el procedimiento de elevación de la muestra de la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR) que viene realizando el Instituto de Estudios Turísticos, han permitido que, desde la publicación de los datos de la Balanza de Pagos de enero de 2006, y con carácter retroactivo desde el año 2005, los ingresos por turismo se estimen utilizando exclusivamente la información de EGATUR. Con anterioridad, tal y como se comentó detalladamente en la sección de novedades de la monografía de 2004, la información de EGATUR se complementaba con la proporcionada por otros indicadores del sector turístico, fundamentalmente pernoctaciones en hoteles y apartamentos e indicadores de precios hoteleros⁷.

El uso exclusivo de EGATUR como fuente de información supone un avance importante en la convergencia de los datos de ingresos por turismo de la Balanza de Pagos y el gasto de los viajeros no residentes en España de la encuesta EGATUR⁸, y elimina los problemas que podía presentar la combinación de indicadores con datos, en ocasiones, heterogéneos.

- b) Rentas del trabajo⁹. El *Manual de Balanza de Pagos* recomienda que los ingresos y pagos de la rúbrica Remuneración de asalariados se registre en términos brutos, es decir, incluyendo, además de los importes que los trabajadores remiten o llevan consigo a su país de origen, las cotizaciones sociales y los impuestos pagados, tanto por los empleadores como por los trabajadores. Hasta ahora, la Balanza de Pagos venía registrando esta rúbrica en términos netos, es decir, incluyendo solamente los importes que revertían al país de residencia de los trabajadores. Coincidiendo con la publicación de los datos del mes de enero de 2006, y con carácter retroactivo desde 1995, la rúbrica Remuneración de asalariados ha pasado a contabilizar los datos brutos tal y como recomienda el *Manual de Balanza de Pagos* y de forma coherente con la Cuenta del resto del mundo de la Contabilidad Nacional. Para estimar los datos de cotizaciones sociales e impuestos relacionados con las rentas del trabajo, se han utilizado las estimaciones que incluye el INE en la Cuenta del resto del mundo.
- c) Rentas de la inversión de cartera. A partir de los datos de la Balanza de Pagos de 2005 que se presentan en esta monografía, se aplica el criterio del devengo en el cálculo de todas las rentas derivadas de las inversiones de cartera, tanto a los ingresos como a los pagos. Con anterioridad, dicho criterio se aplicaba solo a los pagos por rentas derivados de los intereses de bonos y obligaciones emitidos en euros por las AAPP. Dado que, con la información disponible, no ha sido posible aplicar este cambio a los datos anteriores a 2005, existe una ruptura en la serie histórica de esta rúbrica, que, si bien no afecta de forma significativa a su saldo, sí puede tener repercusión en la distribución de los ingresos y pagos por sectores institucionales. El procedimiento empleado para efectuar el cálculo de las rentas por el principio del devengo tiene en cuenta los datos de

7. Un análisis detallado de los motivos de la revisión de las cifras de turismo y del procedimiento empleado se encuentra en la edición de esta monografía del año 2004. 8. No obstante, la convergencia no es total, en cuanto que los conceptos que miden ambas estadísticas son distintos. Véase nota explicativa sobre el cambio metodológico de EGATUR, <http://www.iet.tourspain.es>. 9. Conviene recordar que esta rúbrica incluye la remuneración de los trabajadores que se desplazan a un país distinto del de su residencia habitual por un período de tiempo inferior a un año y, por tanto, siguen siendo residentes en el país de origen. Por el contrario, los importes que remiten a su país de procedencia las personas que se trasladan a un país distinto por períodos superiores a un año (caso más frecuente en el caso de los emigrantes) se registran en la rúbrica «remesas de trabajadores», de la que se hablará a continuación.

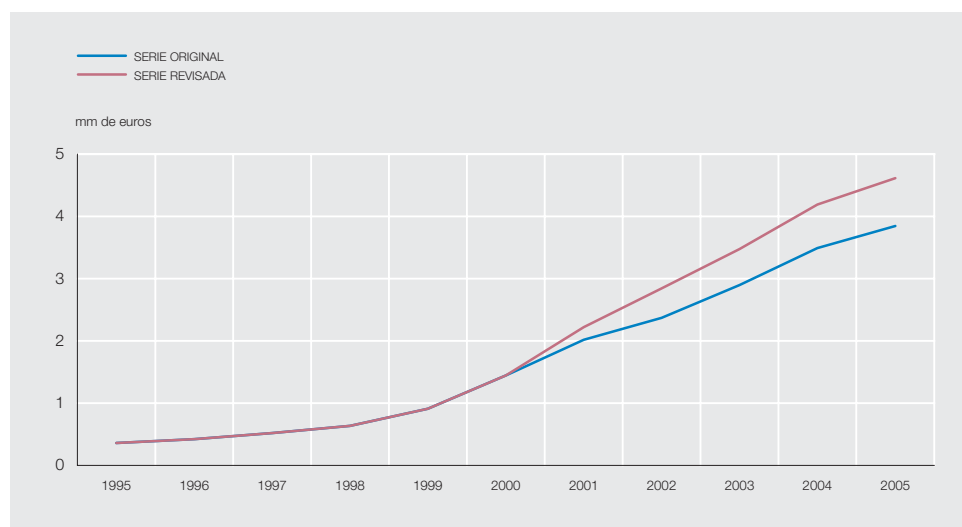
stocks de inversión de cartera de la Posición de Inversión Internacional, de los que se dispone de información desagregada valor a valor, y los tipos de interés más representativos. Como ya se ha informado en ediciones previas de esta monografía, la base de datos centralizada de valores (CSDB), proyecto que está liderando el BCE en el ámbito del Eurosistema, permitirá en el futuro incrementar la calidad del procedimiento de cálculo, al poder aplicar a cada uno de los valores en los que se materializan las inversiones la renta devengada que le corresponda. El procedimiento utilizado actualmente no puede aplicarse a los datos mensuales del año en curso, por lo que, hasta el cierre de los datos definitivos de un año, los datos mensuales que se difunden en el *Boletín Estadístico* del Banco de España continuarán relegando las rentas según el criterio del pago.

- d) Remesas de trabajadores. Coincidiendo con la publicación de los datos definitivos de 2005, los pagos de la rúbrica Remesas de trabajadores se han revisado para el período 2001-2005 (véase gráfico 5.1). Los nuevos datos han supuesto un incremento de los importes de pagos en concepto de remesas de trabajadores de alrededor del 20% con respecto a los datos previos, con lo que el saldo de la rúbrica a pasado a ser deficitario ya en 2005.

Antes de pasar a describir los trabajos realizados para mejorar la calidad de los datos de esta rúbrica, conviene mencionar que el procedimiento de cálculo utilizado con anterioridad estaba basado, fundamentalmente, en las declaraciones de los cobros y pagos exteriores que se realizan a través de las entidades de crédito. Este procedimiento había experimentado modificaciones importantes a partir del año 2001 (fundamentalmente, la elevación del umbral de declaración de operaciones individuales hasta 12.500 euros), que coincidieron en el tiempo con el aumento de los importes enviados, consecuencia del crecimiento de la población inmigrante y de la diversificación de los canales de envío de las remesas. Como consecuencia, la simple comparación de los datos con otros indicadores relacionados apuntaba a que la intensidad que estos flujos habían adquirido en los últimos años no se estaba reflejando de manera suficiente en la Balanza de Pagos de España. Por ello, se procedió a una investigación detallada y rigurosa de todas las fuentes de información disponibles, complementarias de las hasta ahora utilizadas, y de los procedimientos de cálculo utilizados en otros países¹⁰. Algunos de los trabajos realizados en este sentido se han ido presentando en ediciones previas de esta monografía.

En el proceso de revisión, se comparó, en primer lugar, la evolución de los pagos de remesas con la de sus determinantes (población extranjera total y población extranjera ocupada) y, en segundo lugar, con la información relativa a las transferencias emitidas a través de establecimientos de cambio de moneda (remesadoras)^{11,12}. Adicionalmente, se han tenido en cuenta los ingresos por remesas regis-

10. Los resultados de este análisis están recogidos en un artículo que aparecerá próximamente en el *Boletín Económico* del Banco de España. **11.** Las remesadoras informan de sus operaciones al Banco de España por motivo supervisión. Para más información acerca de la normativa regulatoria de dichos establecimientos, véase Circular 6/2001 del Banco de España. **12.** Además de los envíos a través de remesadoras, hay que mencionar la importancia que en el caso de algunos países tienen los envíos mediante cauces no formales (entrega directa de billetes en el país de origen del inmigrante, envíos en especie, etc.), y que estarían en un rango de entre un 10% y un 55% para una muestra de países en desarrollo de África y Asia [Puri y Ritzema (1999)]. Una estimación alternativa del Banco Mundial (2005) basada en un modelo econométrico para el período 1995-2003 situaría dicho porcentaje en un rango de entre un 35% y un 75% para países en desarrollo.



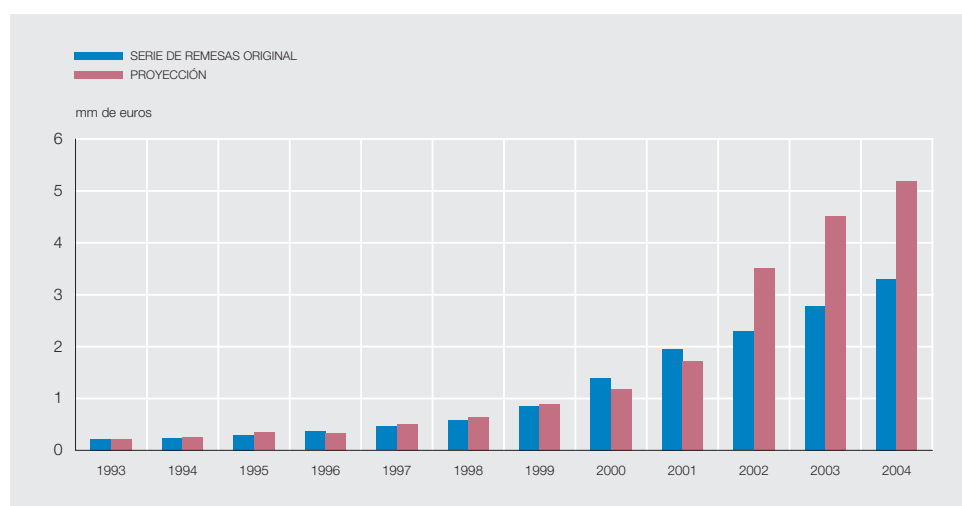
FUENTE: Banco de España.

trados en la Balanza de Pagos de los principales países receptores de las enviadas desde España, así como el porcentaje del total de emigrantes de esos países que reside en España¹³. El análisis de estos indicadores apuntaría en la dirección de una posible infravaloración de los pagos de remesas, en el período 2001-2005, de alrededor del 20%.

A continuación se procedió a estimar las remesas potenciales que podrían ser enviadas al exterior por la población inmigrante (que coincidiría con la renta máxima de la que dispondrían los inmigrantes¹⁴). El análisis de las remesas potenciales indica que, a partir del año 2001, coincidiendo con el aumento del *stock* de población inmigrante residente en España y de los cambios en el procedimiento de información basado en los cobros y pagos realizados a través de las entidades de crédito, se produjo una ampliación gradual de la diferencia entre las remesas potenciales y las registradas en la Balanza de Pagos.

Dado que las remesas potenciales permiten aproximar el importe máximo que podría ser transferido, pero no cuantificar el envío real de fondos al exterior, el siguiente trabajo consistió en estimar un modelo econométrico con datos de panel para los pagos de remesas al exterior desde España en el período 1993-2000. Las variables explicativas consideradas relacionan los envíos de remesas con las principales motivaciones que, de acuerdo con las investigaciones del fenómeno, subyacen a las remesas: el motivo altruista (por ejemplo, el *stock* de población extranjera, la diferencia de renta per cápita entre España y el país de origen de los inmigrantes, las tasas de crecimiento del PIB en España y en el país de origen, el tiempo transcurrido desde la llegada, etc.) y el motivo inversión (por ejemplo, las diferencias de tipos de interés entre España y el país de origen de los inmigrantes y la evolución de los tipos de cambio). La estimación se realizó para tres grupos de países por separado (grupo 1: países de América Latina,

13. El análisis con datos de ingresos de países de contrapartida realiza determinados supuestos restrictivos. En concreto, se supone que la remesa per cápita enviada por un inmigrante de una determinada nacionalidad es la misma, con independencia de si reside en España o en otro país. 14. Para un análisis detallado de la estimación de las remesas potenciales, véanse las monografías de la Balanza de Pagos correspondientes a los años 2003 y 2004.



FUENTE: Banco de España.

África y Asia; grupo 2: Estados Unidos y países de la Unión Europea, y, finalmente, grupo 3: países de Europa del este), con el objetivo de tener en cuenta la diferente motivación que subyace al envío de remesas y, por tanto, evitar introducir sesgos en los coeficientes estimados para las variables explicativas. La ecuación así estimada se usó para obtener proyecciones de la cifra de pagos de remesas para el período 2001-2004. En el gráfico 5.2 se representan los valores ajustados del modelo (dentro del período muestral) y las proyecciones fuera del período de estimación. El resultado más importante es que para el período 2001-2004 se obtiene una infraestimación de los pagos de remesas de alrededor de un 25%.

La combinación de los resultados del modelo con el resto de fuentes de información disponibles sobre la evolución de los pagos de remesas ha llevado al Banco de España a revisar al alza la serie original de remesas en un importe en torno al 20% en el período 2001-2005.

Los trabajos de revisión de los datos de pagos por remesas de trabajadores han permitido, adicionalmente, mejorar la información de la que se disponía sobre la desagregación geográfica de dichas operaciones según el destino final de los fondos. La información sobre cobros y pagos exteriores realizados a través de las entidades de crédito no refleja, en muchos casos, el país de destino de las remesas, dado que, con frecuencia, en la liquidación de las operaciones participan intermediarios financieros residentes en terceros países. Este problema es especialmente significativo en el caso de las remesas canalizadas a través de agentes de las grandes redes internacionales de envío de dinero. En estos casos, los destinatarios de las transferencias que se realizan a través de las entidades de crédito españolas, mediante las que las remesadoras liquidan sus operaciones, son las casas centrales de dichas redes, con mucha frecuencia residentes en Estados Unidos. Por ello, en los datos que las entidades de crédito este tipo de operaciones desvirtúa el detalle por contrapartida geográfica, atribuyendo un gran peso a las remesas enviadas a Estados Unidos, que estaría compensada con menores importes en el resto de los destinos.

Porcentaje sobre el total

2004		2005	
América Latina y el Caribe	71,7	América Latina y el Caribe	69,5
<i>Ecuador</i>	22,5	<i>Colombia</i>	21,0
<i>Colombia</i>	21,3	<i>Ecuador</i>	20,2
<i>Bolivia</i>	9,4	<i>Bolivia</i>	9,3
<i>República Dominicana</i>	6,8	<i>República Dominicana</i>	5,5
<i>Brasil</i>	4,7	<i>Brasil</i>	4,4
<i>Perú</i>	4,3	<i>Perú</i>	3,6
<i>Argentina</i>	1,6	<i>Argentina</i>	2,0
Otros	1,0	Otros	3,5
UE 15	3,9	UE 15	6,6
<i>Alemania</i>	1,7	<i>Alemania</i>	1,2
<i>Reino Unido</i>	1,0	<i>Reino Unido</i>	0,6
<i>Francia</i>	0,4	<i>Francia</i>	0,3
Otros	0,7	Otros	4,5
Resto de Europa	8,0	Resto de Europa	8,5
<i>Rumanía</i>	6,4	<i>Rumanía</i>	7,7
<i>Ucrania</i>	0,7	<i>Bulgaria</i>	0,3
<i>Bulgaria</i>	0,5	<i>Suiza</i>	0,2
Otros	0,4	Otros	0,3
Resto del mundo	16,4	Resto del mundo	15,4
<i>Marruecos</i>	7,8	<i>Marruecos</i>	6,9
<i>Filipinas</i>	3,4	<i>Filipinas</i>	2,5
<i>Senegal</i>	2,4	<i>Senegal</i>	2,3
Otros	2,7	Otros	3,6

FUENTE: Banco de España.

La utilización de los datos directos que las remesadoras envían directamente al Banco de España ha permitido corregir los efectos que el problema mencionado en el párrafo precedente introducía en la distribución geográfica de los pagos de remesas en la Balanza de Pagos, obteniéndose un detalle que refleja más adecuadamente el país de destino de estas operaciones. En el cuadro 5.1 se muestra la distribución geográfica de los pagos de remesas para el período 2004-2005, incluyendo información por país en el caso de los más relevantes en términos de envíos. Como se puede observar, en ambos períodos la zona que recibe la mayor proporción de pagos de remesas (aproximadamente, un 70%) es América Latina y el Caribe, donde destacan por su importancia los envíos a Ecuador, Colombia, Bolivia y República Dominicana. Para el resto de zonas consideradas, destacan los envíos de remesas a Rumanía, Marruecos y Filipinas.

- e) Otras transferencias del sector privado. Los cambios introducidos en esta rúbrica afectan al momento de registro de una parte de las transacciones realizadas entre la Comisión Europea y la Administración Pública española, y consiste en la aplicación del criterio del devengo, que, hasta el cierre de los datos de 2005, se registraba en el momento en el que la Administración Pública recibía los fondos.

En concreto, los fondos transferidos por la Comisión Europea a España por el Fondo Europeo de Orientación y de Garantía Agrícola, en su sección de Garantía, se venían registrando en el momento en que la Dirección General del Tesoro anotaba los fondos en la cuenta que mantiene con la Comisión Europea. Este tratamiento se ha modificado, para reflejar las operaciones en el momento en que el Fondo Español de Garantía Agraria (FEGA) los abona a los beneficiarios, anticipando de esta forma el pago que debería estar realizando la Comisión. Este anticipo se registra en la Balanza de Pagos y en la Posición de Inversión Internacional como un activo financiero de las AAPP españolas frente a la Comisión, que se cancela cuando la Comisión abona los fondos a España. Conviene advertir que el cambio en el criterio de contabilización de estos recursos apenas ha afectado a los datos del conjunto del año, aunque sí a su distribución a lo largo de los meses.

5.4.2 NOVEDADES EN LA DIFUSIÓN DE ESTADÍSTICAS

Durante el año 2005 se ha continuado ampliando el detalle de las estadísticas del sector exterior que se vienen difundiendo a través de los canales habituales.

En este año, las novedades más importantes han sido dos. La primera se refiere a la inclusión en esta monografía, por primera vez, de una desagregación geográfica de los pagos por remesas de trabajadores según el país de destino de los fondos. El cuadro 5.1 presenta dicho desglose para las principales áreas de destino, especificándose los países con un mayor peso en cada zona, para los años 2004 y 2005. Como se acaba de comentar, la combinación de la información procedente del sistema general de información, basado en los cobros y pagos con el exterior con otras fuentes de información, ha permitido mejorar el procedimiento de cálculo utilizado hasta ahora para obtener los pagos de remesas de trabajadores y, al mismo tiempo, obtener su desagregación geográfica, reflejando el país de destino final de las remesas. Con este fin, se ha utilizado fundamentalmente la información que facilitan directamente los establecimientos de cambio al Banco de España.

La segunda afecta a la difusión de estadísticas de las rúbricas de Otros servicios, tanto de pagos como de ingresos. En este caso, la novedad ha consistido en la difusión, con carácter trimestral, de información sobre los principales servicios agrupados bajo dicho concepto y sobre los principales países o áreas económicas de destino o procedencia del comercio total de Otros servicios. Esta información se difunde, con periodicidad trimestral, en el *Boletín Estadístico* del Banco de España (cuadros 16.16 y 16.17) desde el pasado mes de julio de 2005. Con anterioridad, la difusión de estos datos coincidía con la publicación de esta monografía. Conviene advertir de que los datos de las distintas rúbricas de servicios de la Balanza de Pagos española, con la excepción del Turismo y viajes, continúan calculándose, en gran medida, sobre la base del sistema general de información de cobros y pagos exteriores. Por ello, la distribución geográfica obtenida debe interpretarse con cautela, ya que en determinados casos puede reflejar los países de residencia de las empresas que intervienen en la liquidación de las operaciones de cobros y pagos, que no siempre coinciden con los de la residencia de quien presta el servicio o lo disfruta.

5.4.3 NOVEDADES EN EL DISEÑO E IMPLEMENTACIÓN DE NUEVAS FUENTES DE INFORMACIÓN

A lo largo del año 2005 han continuado produciéndose avances importantes en los trabajos relacionados con las nuevas fuentes de información; concretamente, con la Encuesta Internacional de Servicios y la Base Centralizada de Valores del BCE. A continuación se comentan los resultados más relevantes desde el punto de vista de la utilización de ambas fuentes para el cálculo de las rúbricas correspondientes de la Balanza de Pagos de España.

a) Otros servicios

En lo que se refiere a la implementación de un nuevo sistema de información para la estimación de la rúbrica de Otros servicios, dos son las principales novedades. La primera consiste en la posible demora del calendario previsto para el incremento del umbral de declaración para las transferencias en euros en la Unión Europea, que añadiría cierto margen de tiempo para la sustitución del sistema de información actual, basado fundamentalmente en la declaración de cobros y pagos exteriores. La segunda, en la disponibilidad de los primeros resultados obtenidos a partir de la nueva encuesta de Comercio Internacional de Servicios (CIS), operación estadística diseñada como fuente de información alternativa al sistema de declaración vigente¹⁵.

En el año 2005, la fecha prevista para la elevación del umbral de declaración obligatorio para las transferencias en euros entre entidades de crédito residentes en la Unión Europea, desde los 12.500 euros actuales hasta los 50.000 euros, inicialmente fijada en el año 2006, ha sido objeto de discusión. Por un lado, la Comisión Europea ha llevado a cabo un proceso de consulta, previo al informe sobre la elevación de dicho umbral que prevé la actual Regulación. Dentro de este proceso de consultas, dicha elevación se ha debatido en los grupos de trabajo europeos del ámbito estadístico, que han analizado el coste que la pérdida de información asociada supondrá para los productores de estadísticas. Teniendo en cuenta las conclusiones de los grupos anteriores, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo ha propuesto a la Comisión Europea el retraso en la adopción del nuevo umbral hasta enero del año 2008.

De tomarse esta decisión finalmente, como todo parece apuntar, el Banco de España dispondría de un tiempo adicional para incorporar los resultados de la nueva encuesta CIS como fuente de información principal para la estimación de los Otros servicios de la Balanza de Pagos. Si bien es cierto que el nuevo calendario permitiría perfeccionar algunos aspectos de la nueva operación, no obstante se puede destacar que, ya desde enero de 2005, la encuesta CIS se ha dirigido, con carácter obligatorio y frecuencia trimestral, a cerca de 10.000 empresas y que ya se dispone de los primeros resultados para una serie anual completa. Esto ha permitido evaluar el impacto que la incorporación de la fuente CIS tendría en los datos de Balanza de Pagos y la identificación de las dificultades que, por el momento, afectan a los nuevos resultados.

El contraste entre los datos declarados en la nueva encuesta y los comunicados por las unidades informantes al Departamento de Balanza de Pagos referidos al año 2005 pone de manifiesto que los datos obtenidos a partir de la encuesta son, en media, inferiores a los que se obtienen con el procedimiento de cálculo empleado actualmente, tanto para las exportaciones como para las importaciones. No obstante, tanto la magnitud como el signo difieren cuando el análisis se realiza por tipo de servicio.

Pese a estas discrepancias, existen determinados aspectos que permiten ser optimistas en cuanto a la idoneidad, en el futuro, de la nueva fuente. En primer lugar, la falta de respuesta es todavía elevada en algunos sectores, si bien ha disminuido considerablemente respecto a la fase piloto del proyecto. En segundo

15. Véase *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España, 2004*.

lugar, conviene mencionar que, en ciertas categorías de servicios, la metodología para la elaboración de las estadísticas de Balanza de Pagos resulta difícil de trasladar a los informantes, lo que obliga a realizar ajustes a los datos declarados, que, por ahora, no se han podido llevar a cabo. Además, la comparación detallada de los datos de los informantes que también lo hacen directamente al Banco de España¹⁶, que suponen alrededor de un 75% del total de exportaciones e importaciones declaradas, permitirá reducir las principales causas de discrepancia.

Teniendo en cuenta lo anterior, los trabajos que se han de realizar en el futuro próximo seguirán prestando especial atención al contacto directo con los declarantes más importantes, con el objeto de facilitar la identificación de los procedimientos adecuados de cálculo de los datos que se deben comunicar¹⁷. En este sentido, también será necesario avanzar en los criterios de depuración de la información declarada y en el tratamiento de la falta de respuesta. Por último, los objetivos para el próximo año incluyen el análisis de la información geográfica obtenida y el diseño del método adecuado para la distribución mensual de los resultados.

b) Inversión de cartera

En el año 2005, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) dio por finalizada la primera fase del proyecto de la Base Centralizada de Valores (*Centralised Securities Database, CSDB*)¹⁸. Como ya se apuntó en la edición de 2004 de esta monografía, el proyecto consta de tres fases y el objetivo es el de disponer de una base de referencia con el detalle individual, es decir, valor a valor, de los valores emitidos por (o en manos de) residentes en el área del euro. Durante la primera fase, los trabajos han consistido en el diseño de la base, la selección de los proveedores y el establecimiento de un primer mecanismo para el acceso a la información por parte de los Bancos Centrales Nacionales (BCN) participantes¹⁹. Los avances logrados hasta el momento han permitido al Departamento de Balanza de Pagos la adaptación de los procesos informáticos diseñados para la producción de estadísticas de valores negociables y realizar una primera evaluación de la calidad de la nueva fuente de información. Sin embargo, la total integración de la CSDB no tendrá lugar hasta finalizada la segunda fase del proyecto, prevista para noviembre de 2007, en la que se prevén importantes mejoras en la calidad de la información almacenada y en los procesos de transmisión de la información²⁰.

En la actualidad, la CSDB se alimenta de cuatro proveedores comerciales²¹, además de nueve BCN y del Banco de Pagos Internacionales. Contiene cientos de

16. El marco poblacional de la encuesta CIS se obtiene complementando el Registro de Caja del Banco de España, es decir, los declarantes de cobros y pagos exteriores, con las declaraciones mensuales de IVA de las grandes empresas y de las empresas exportadoras de la Agencia Estatal de la Administración Tributaria (AEAT) y con el Directorio Central de Empresas. En el diseño muestral se obtienen cuatro submuestras con factores de elevación propios. La primera se obtiene a partir de la población estable del Banco de España (autorrepresentada); del registro de grandes empresas se extraen dos submuestras: la primera, compuesta por empresas que declaran haber realizado operaciones internacionales a efectos de IVA, y la segunda, compuesta por aquellas empresas que no declaran haber realizado operaciones exteriores. Del DIRCE se extrae la cuarta submuestra, mediante un muestreo dirigido a partir de las características (tamaño y actividad) de la población no estable del Banco de España. **17.** En el último año ha continuado la ronda de reuniones con los principales declarantes, iniciada en el año 2004. **18.** Superado el período de prueba, el proyecto CSDB entró en producción en el mes de diciembre de 2004 y, en el mes de julio de 2005, el Consejo de Gobierno del BCE aprobó el Informe de Clausura de la fase 1. **19.** Véase *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España, 2004*. **20.** En la tercera fase, el objetivo es el de complementar la información con la correspondiente a los tenedores de los valores. **21.** *Association of National Numbering Agency (ANNA)*, *Financial Times Interactive Data*, *Reuters* y *Telexkurs* (durante el año 2005, además de los anteriores, *Dealogic* suministraba información a la CSDB).

variables acerca de, aproximadamente, dos millones y medio de valores, asignados a unos 600.000 emisores²². Aunque la cobertura, teniendo en cuenta los requisitos de información planteados por los BCN²³, es elevada, existe cierto margen para su mejora, especialmente en lo que se refiere a las variables relacionadas con los precios de los valores²⁴. Por ahora, únicamente el BCE tiene acceso directo a la CSDB completa y, mensualmente, envía a los BCN participantes una selección de las variables incluidas en la base²⁵. La información recibida por los BCN, común a todos ellos, incluye 49 variables asociadas a valores de renta fija y 40 variables ligadas a valores de renta variable. Esta forma de acceso a los datos de la CSDB por parte de los BCN no permite desarrollar de forma totalmente eficiente las labores de control de calidad previstas en el proyecto²⁶ y, además, limita las posibilidades de utilizar los datos para la producción de estadísticas.

Aparte de estas cuestiones técnicas, en la fase que ha comenzado también será necesario resolver algunas cuestiones puramente metodológicas. En este sentido, están siendo objeto de discusión: a) la inclusión o no en la CSDB de información relativa a los derivados financieros y a las acciones no cotizadas; b) la clasificación definitiva de los instrumentos con características mixtas de acciones y de deuda, denominados híbridos²⁷, y c) la definición del emisor en el caso de los valores representativos de participaciones en fondos de inversión.

Durante la segunda fase, está previsto el acceso en línea a la base por parte de los BCN y la implantación de un mecanismo de intercambio de datos más ágil que el actual²⁸, lo que permitirá un control de la calidad de los datos de la CSDB más ágil y disponer de una herramienta eficiente para la producción y el análisis de las estadísticas relacionadas con los valores negociables²⁹. El sistema de acceso en línea permitirá la consulta de toda la base y la descarga de datos a medida. Además, para facilitar el control de la calidad de los datos, los BCN participantes podrán modificar directamente la información almacenada y se han previsto sistemas eficientes para la comunicación de las incidencias que se detecten. Por lo que se refiere al mecanismo para la transmisión de los datos, el objetivo es la implantación de un nuevo sistema que permita realizar cargas y descargas masivas de la información, bien programadas con carácter periódico y automático, bien a petición del usuario (seleccionando fechas de referencia, valores y varia-

22. En principio, solo se cargan valores con fecha de amortización posterior a finales de 2004. **23.** Los BCN participantes en el proyecto CSDB han informado al BCE de los valores comunicados en cada país por sus agentes informantes en sus declaraciones de operaciones y saldos en valores negociables. Mediante la comparación de estos valores con los valores contenidos en la base CSDB ha sido posible valorar la cobertura de la nueva fuente de información. Actualmente, el número de valores comunicados a los BCN por sus informantes representa un 14% del número total de valores en la CSDB. **24.** Está previsto un proceso de enriquecimiento de datos, que consiste fundamentalmente en la estimación de precios de mercado en aquellos casos en que no exista información sobre los mismos. **25.** Desde el mes de mayo de 2005, el BCE realiza estos envíos con carácter regular. Hasta ahora, la información se transmite utilizando la denominada *ESCB-Net*. **26.** Los BCN participantes son los responsables de garantizar la calidad de la información referida a los valores emitidos por sus residentes, mientras que el BCE garantiza la calidad en el caso de las emisiones extra UE. Por ahora, estas labores han sido desarrolladas fundamentalmente por el BCE y se ha prestado especial atención a la información relacionada con el emisor de los valores. **27.** Como solución a corto plazo, en el marco del *Working Group on External Statistics* y del *Statistics Committee* del BCE se ha acordado su clasificación como instrumentos de renta fija. **28.** La entrada en producción de las funcionalidades previstas para el acceso en línea a la CSDB por parte de los BCN se ha fijado en noviembre de 2006. La finalización de los trabajos relacionados con la implantación del nuevo canal para la transmisión de los datos se prevé en noviembre de 2007. **29.** La propia Orientación BCE 2004/15 subordina el cumplimiento de los requisitos de información relativos a las inversiones de cartera que se establecen en la misma, a una adecuada cobertura y calidad de la información de la CSDB. La Orientación establece que el propio BCE, como administrador de la CSDB, vigilará si, a partir de junio de 2006, la cobertura es suficiente para que los BCN puedan cumplir plenamente las normas de calidad especificadas. En diciembre de 2005, el Comité de Estadísticas del BCE (STC) solicitó la colaboración del *Business Coordination Group* (BCG) en la selección de indicadores y criterios para realizar una valoración cualitativa del contenido de la CSDB.

bles). En la planificación de los trabajos necesarios para la consecución de estos objetivos, a diferencia de lo ocurrido durante la fase uno y con la finalidad de evitar retrasos en los calendarios previstos, se ha prestado especial atención al establecimiento de fechas concretas para el cumplimiento de objetivos intermedios.

En el diseño de las nuevas funcionalidades ha sido fundamental la consideración de las necesidades que los distintos usuarios de la CSDB pudieran plantear. En este sentido, se han previsto diferentes categorías de usuarios, teniendo en cuenta la frecuencia de acceso al sistema, el tipo de información requerida y el tiempo de respuesta del sistema óptimo para cada uno de ellos. Por otra parte, para evaluar los costes de la segunda fase del proyecto CSDB y garantizar los tiempos de respuesta necesarios, también ha sido necesario estimar el número de usuarios de cada una de las categorías anteriores y aproximar los que del total accederán al sistema de forma simultánea.

Existen elevadas expectativas sobre la materialización de este proyecto como valiosa fuente de información³⁰. Entre las ventajas que para los BCN supondrá la total implantación de la CSDB, se pueden señalar la reducción de los costes asociados al mantenimiento de bases de datos de valores negociables locales y, además, una disminución de la carga de información trasladada a los declarantes. Pero más relevantes que lo anterior serán los beneficios en términos de calidad y consistencia de las estadísticas relacionadas con valores negociables. El acceso directo a la CSDB resultará fundamental, no solo para la producción de la Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional, sino también para las cuentas financieras de la Unión Monetaria y otras estadísticas relacionadas, como las de valores negociables o fondos de inversión³¹. Desde el punto de vista del análisis económico, la CSDB podrá atender alternativamente a necesidades del análisis de la política monetaria, como las correspondientes al análisis de la estabilidad financiera, ya que también permitirá presentaciones alternativas de los datos (por ejemplo, la clasificación teniendo en cuenta el vencimiento original o residual de los valores) con un coste reducido.

En el caso de España, si bien es cierto que la integración de la CSDB ha sido, por ahora, parcial, la nueva fuente ha resultado crucial para atender a los requisitos de información necesaria para obtener determinados detalles imprescindibles para la elaboración de las estadísticas agregadas de la UEM.

5.4.4 LA REVISIÓN DE LA QUINTA EDICIÓN DEL *MANUAL DE BALANZA DE PAGOS* DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

En la actualidad, las Naciones Unidas y el Fondo Monetario Internacional (FMI) están trabajando en la revisión coordinada de los manuales del Sistema de Cuentas Nacionales y de Balanza de Pagos. Se prevé la publicación de la próxima edición del *Manual de Balanza de Pagos* (que será la sexta edición) en el año 2008. La revisión del manual responde a la necesidad de adecuar las normas metodológicas para la elaboración de las estadísticas de Balanza de Pagos y de Posición de Inversión Internacional a un entorno económico y financiero que ha variado sustancialmente desde el año 1993, año de publicación de la edición actual³². En el

30. Tal y como se comentó en la monografía anual correspondiente a 2004, aunque inicialmente la utilización de la futura CSDB se preveía fundamentalmente con fines estadísticos (elaboración y producción), sus cometidos se han ido ampliando, incorporando nuevos objetivos, fundamentalmente relacionados con el análisis económico, de estabilidad financiera o de operaciones. **31.** Las estadísticas de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional, las de valores negociables y las cuentas financieras de la Unión Monetaria responden a los requisitos de información planteados por el BCE en distintas orientaciones; las de fondos de inversión están siendo objeto de desarrollo en una regulación del BCE todavía en fase de preparación. **32.** La primera edición del *Manual de Balanza de Pagos* del FMI se publicó en el año 1948, la segunda en 1950, la tercera en 1961 y la cuarta edición se publicó en el año 1977.

EN LA BALANZA DE PAGOS Y EN LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DESDE EL AÑO 2000

AÑO	MODIFICACIÓN	OBSERVACIONES
2000	Agrupación de las operaciones financieras del Banco de España en una rúbrica específica en los cuadros resumen.	Afecta a la presentación de los datos de la Balanza de Pagos y de la Posición de Inversión Internacional.
	Inclusión, en una rúbrica explícita, de la «Capacidad/necesidad de financiación de la economía española» (suma de la cuenta corriente y la de capital).	Anteriormente solo se detallaban la cuenta corriente y la cuenta de capital.
	Separación de los derivados financieros en una rúbrica específica, por el importe neto de variación de pasivos menos variación de activos.	Anteriormente se incluían dentro de la Variación de activos.
2002	Estimación de la contrapartida financiera, esto es, del activo financiero neto, de las transacciones exteriores que se liquidan mediante billetes denominados en euros.	El activo financiero neto se incluye en la rúbrica Otra inversión de los Otros sectores residentes.
	Inclusión separada, en los cuadros por instrumentos y por sectores, de las operaciones de inversión de cartera que realiza el Banco de España.	Afecta a la presentación de los datos de la Balanza de Pagos y de la Posición de Inversión Internacional.
2003	Incorporación, a partir de los datos de 2002, de un nuevo sistema de información para el cálculo de las inversiones de cartera en la Posición de Inversión Internacional.	Se revisa la serie histórica de las inversiones en acciones y participaciones en fondos de inversión del sector Otros sectores residentes en la Posición de Inversión Internacional para eliminar la ruptura metodológica. En el resto de las rúbricas, la ruptura se considera menor.
	Incorporación de información del Registro de Inversiones de la Dirección General de Comercio e Inversiones, del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, para incluir operaciones de difícil captura con el sistema de Balanza de Pagos.	Da lugar a mayores revisiones de las cifras previamente difundidas.
2004	Utilización de nuevas estimaciones INE 2000-2004 para la realización del ajuste CIF/FOB en las cifras de importaciones de Aduanas y para la medición de los servicios de fletes.	Las nuevas estimaciones se han realizado utilizando los datos de la nueva base CN 2000 y revisando los supuestos anteriores. La revisión de las series históricas afecta a los datos desde el año 1995 de las rúbricas de mercancías (importaciones) y de las de fletes (ingresos y pagos).
	Deducción de las cifras de Aduanas de una estimación de las exportaciones e importaciones temporales de bienes obtenida a partir de la información sobre servicios de arrendamiento de explotación (<i>leasing operativo</i>) del registro de cobros y pagos exteriores.	Implica una revisión de la rúbrica de mercancías desde el año 1995, para evitar la doble contabilización en la Balanza de Pagos del <i>leasing operativo</i> . Estas transacciones permanecen contabilizadas en servicios.
	Incorporación a las cifras de Aduanas de una estimación de las operaciones de comercio intracomunitario de bienes de importe inferior al umbral mínimo para la declaración Intrastat.	Las nuevas estimaciones son coherentes con las incorporadas en la nueva base CN 2000. Implica una revisión de las series de mercancías desde el año 1995.
	Revisión de la estimación de las cifras de mercancías que no traspasan fronteras a partir de la información proporcionada por el registro de cobros y pagos exteriores.	Implica una revisión de las series de mercancías desde el año 1999, año a partir del cual el anterior método de estimación introduce sesgos en los datos.
	Revisión del nivel de las series de turismo incorporando los resultados obtenidos con el nuevo método de estimación, que combina EGATUR e indicadores reales del sector turístico, en los ingresos a partir del año 2001, y de los resultados obtenidos con el procedimiento habitual tras la revisión de los supuestos implícitos, con anterioridad al año 2001 en los ingresos y para todo el período en los pagos.	Los resultados del nuevo método se incorporan directamente a los ingresos de la rúbrica desde el año 2000 y se revisa la serie histórica (ingresos y pagos) desde 1995.
	Reasignación de las transferencias UE correspondientes al Fondo Europeo de Desarrollo a la rúbrica de Transferencias corrientes, en coherencia con el tratamiento que venían aplicando tanto la Contabilidad Nacional como Eurostat.	Estas operaciones antes se registraban como transferencias de capital. Se revisan las series desde el año 1995.
	Incorporación de una estimación de los beneficios reinvertidos de las empresas de inversión directa obtenida a partir de información proporcionada por la Central de Balances, Balanza de Pagos y Eurostat.	Afecta, en la Balanza de Pagos, a las rúbricas de Beneficios reinvertidos, incluida en las rentas de la inversión directa, y de Acciones y otras participaciones de la inversión directa y, por tanto, a la PII. Se incorporan las nuevas estimaciones desde el año 1995.
	Reasignación mensual de las operaciones específicas de inversión del exterior en España en acciones cotizadas a la rúbrica de Inversión directa o de Inversión de cartera, según corresponda, en la Balanza de Pagos.	Se realiza con información proporcionada por el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. Se revisan las series desde el año 1995 de la Balanza de Pagos.

EN LA BALANZA DE PAGOS Y EN LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DESDE EL AÑO 2000 (cont.)

AÑO	MODIFICACIÓN	OBSERVACIONES
	Tratamiento bruto de la rúbrica Remuneración a asalariados, incorporando a los pagos netos efectuados por los empleadores no residentes (residentes) a los empleados residentes (no residentes), los importes correspondientes a impuestos y cotizaciones sociales.	La información necesaria para el tratamiento en términos brutos de la rúbrica se ha obtenido de las estimaciones que realiza el INE para la Contabilidad Nacional. De esta forma, se han eliminado las diferencias que existían entre la Balanza de Pagos y la Cuenta del resto del mundo. Los datos han sido revisados desde el año 1995.
	Estimación de las rentas de la inversión de cartera según el criterio del devengo. Hasta 2005, este principio para el registro de las rentas únicamente se aplicaba en el caso de los pagos por rentas de inversión a no residentes derivados de los intereses de bonos y obligaciones emitidos en pesetas o euros por las Administraciones Públicas.	El procedimiento empleado para efectuar el cálculo de las rentas por el principio del devengo tiene en cuenta los datos de <i>stocks</i> de inversión de cartera de la Posición de Inversión Internacional, de los que se dispone de información desagregada valor a valor y los tipos de interés más representativos. La modificación afecta a los datos referidos al año 2005.
2005	Aplicación del principio del devengo al registro de los fondos transferidos por la Comisión Europea a España por el Fondo Europeo de Orientación y de Garantía Agrícola, en su sección de Garantía. Estos fondos se incluyen en la rúbrica de Otras transferencias privadas corrientes y, hasta 2005, se registraban en el momento en que la Comisión Europea abonaba los fondos a la Administración española.	Este tratamiento se ha modificado, de forma coordinada con el que ha introducido el INE en la Contabilidad Nacional de España. La aplicación de este nuevo criterio se realiza con carácter retroactivo desde el año 1995.
	Incorporación de la encuesta de gasto en frontera EGATUR como fuente única para la estimación de los ingresos de turismo.	El cambio afecta a los datos referidos a enero de 2005 y sucesivos.
	Revisión del procedimiento de estimación de los pagos de la rúbrica de Remesas de trabajadores.	El nuevo método incorpora información sobre transferencias emitidas desde España al exterior a través de los establecimientos de cambio de moneda. Los datos han sido revisados desde el año 2001.

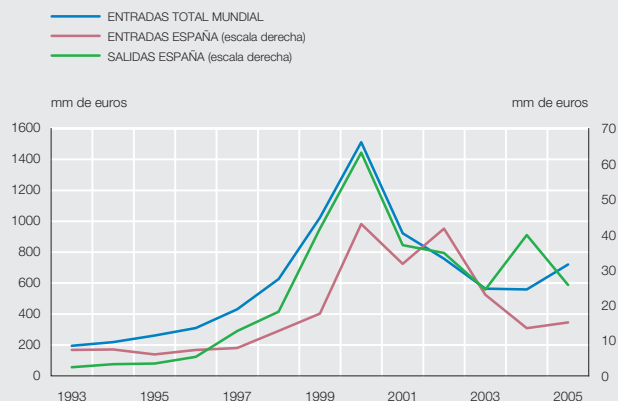
período transcurrido desde entonces pueden destacarse acontecimientos como las crisis financieras de la década de los noventa, que aumentaron el interés en el análisis de los datos de las transacciones y *stocks* de la cuenta financiera; el desarrollo de nuevas rondas de negociación internacional sobre el comercio en el área de los servicios, que han supuesto mayores demandas de información para esta rúbrica, y el proceso de integración económica y monetaria europea, que ha supuesto la necesidad de considerar específicamente las dificultades, tanto prácticas como conceptuales, que plantea la elaboración de datos agregados para el área del euro. Además, en los últimos años han adquirido creciente importancia los flujos internacionales de capital ligados a la inversión extranjera directa y el fenómeno migratorio, que han motivado que en el proceso de revisión se haya prestado especial atención a los conceptos asociados.

La conveniencia de abordar la actualización del *Manual de Balanza de Pagos* se planteó, por primera vez, en el año 1999 por el Comité de Balanza de Pagos del FMI. En los dos años siguientes, los trabajos se centraron en la identificación de aquellos puntos en los que la revisión de las normas requería mayor urgencia, y en el año 2002 se fijó 2008 como objetivo para la publicación de la nueva edición³³ y se acordó una propuesta para su estructura. Para la implementación de los trabajos relacionados se decidió la creación de grupos de expertos en distintas áreas³⁴ y la publicación de borradores del futuro Manual. Aunque el proceso no

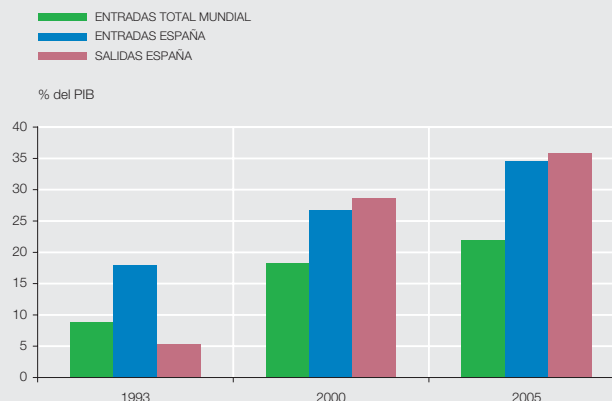
33. El calendario descrito se diseñó con el objeto de garantizar la coherencia con el SNA1993, cuya revisión también está previsto finalice en el año 2008. 34. En diciembre de 2003 se acordó la creación de tres grupos: *Balance of Payments Technical Experts Group*, *Direct Investment Technical Experts Group* y *Currency Unions Technical Experts Group*. Posteriormente, en junio de 2005, se decidió la creación del *Reserve Assets Technical Experts Group*. Los tres primeros han concluido sus deliberaciones y el RESTEG estará operativo hasta el año 2007.

EVOLUCIÓN DE LA IED DESDE LA FECHA DE PUBLICACIÓN DEL QUINTO
MANUAL DE BALANZA DE PAGOS DEL FMI (a)

FLUJOS DE IED



STOCK DE IED



FUENTES: UNCTAD, FMI, INE y Banco de España.

a. Los datos de 2005 para el total mundial son estimaciones provisionales de la UNCTAD.

El aumento y la diversificación de las operaciones exteriores que han acompañado al reciente proceso de internacionalización económica y financiera, en un contexto de progresiva supresión de las restricciones a la libre circulación de bienes y capitales, han complicado su medición en la Balanza de Pagos (BP) y en la Posición de Inversión Internacional (PII). Las definiciones y criterios metodológicos que deben aplicarse a la hora de elaborar dichas estadísticas se recogen en el *Manual de Balanza de Pagos* del FMI, cuya quinta edición (MBP5) data de 1993. Además, por lo que se refiere a la inversión extranjera directa (IED), la *Definición Marco de Inversión Directa* de la OCDE (DM) contiene directrices más precisas, pero referidas exclusivamente a dicha rúbrica, que son coherentes con las del MBP5. Ambos manuales se encuentran en proceso de revisión, con el propósito de adaptarlos a los cambios que se han producido en el contexto internacional. Aunque, el proceso de revisión de dichos manuales no ha finalizado, se puede señalar que los cambios previstos para la IED serán relevantes. La necesidad de revisar las definiciones relacionadas con la IED ha sido mayor que en otros casos, debido a que, a su relevancia como fuente de financiación, se ha unido, en los últimos años, un debilitamiento del vínculo entre los datos de la BP y de la PII y los determinantes teóricos de las operaciones.

La IED es la categoría de inversión internacional que refleja el objetivo de una empresa de obtener una participación duradera en una empresa residente en otra economía. Implica la existencia de una relación a largo plazo y un grado significativo de influencia en la dirección de la empresa participada¹. Como criterio práctico de dicha intención, de acuerdo con el MBP5 se utiliza la existencia por el inversor

de una participación de al menos el 10% de la empresa en que se invierte².

Desde el año 1993 hasta el año 2005, los flujos de IED han experimentado una notable expansión, especialmente hasta el año 2000, período en el que la tasa media de crecimiento para los datos correspondientes al total mundial fue del 36,9%. Tras la ralentización iniciada en 2001, los flujos de IED comenzaron a recuperarse en 2004, y en 2005 aumentaron un 29%, según datos de la UNCTAD. En España, la IED ha seguido un patrón similar (véanse gráficos adjuntos). Esta evolución de los flujos se refleja en el crecimiento del *stock* de IED mundial, que ha pasado de un 8,8% en términos de PIB en el año 1993, a aproximadamente un 22% en el año 2005. En España, en línea con el proceso de expansión en el exterior acometido por las empresas españolas a lo largo de los noventa, destaca el incremento del *stock* de IED en el exterior, desde un 5,4% hasta un 35,8% del PIB en el año 2005, aunque el *stock* de IED del exterior en España también aumentó por encima del promedio anual, desde un 17,9% hasta un 34,5% del PIB.

Los datos de la BP y de la PII reflejan el papel destacado que la IED ha tenido en los procesos de integración económica y financiera. No obstante, los grupos multinacionales han recurrido en los últimos años a determinadas operaciones financieras que, si bien se ajustan a la definición estadística de IED contenida en los manuales metodológicos actuales (MBP5 y DM), no responden a los determinantes de este tipo de inversiones ni tienen los efectos esperados sobre la actividad, apuntados por las diferentes teorías sobre IED. Este fenómeno dificulta la interpretación de las estadísticas de IED y puede limitar,

1. La IED comprende no solo la transacción inicial que establece la relación entre el inversionista y la empresa, sino también todas las posteriores que tengan lugar entre ellos y con otras empresas afiliadas. Véase párrafo 359 del MBP5.

2. De las acciones ordinarias o del total de votos, en el caso de una sociedad anónima, o su equivalente cuando se trata de una empresa no constituida en sociedad. Véase párrafo 362 del MBP5. Adicionalmente, en el párrafo 363 se recomienda la no aplicación de criterios subjetivos distintos del anterior.

**IMPACTO EN LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA DEL ABANDONO
DEL PRINCIPIO DIRECCIONAL**

mm de euros

QUINTO MANUAL (PRINCIPIO DIRECCIONAL)	2005	SEXTO MANUAL (ENFOQUE ACTIVO / PASIVO)	2005
INVERSIÓN DIRECTA NETA	11,5	INVERSIÓN DIRECTA NETA	11,5
Inversión directa en el extranjero	323,2	Activos	336,0
Acciones y otras participaciones de capital	301,9	Acciones y otras participaciones de capital	301,9
Otro capital	21,2	Otro capital	34,1
<i>Activos frente a empresas filiales</i>	<i>26,4</i>	<i>Activos frente a empresas filiales</i>	<i>26,4</i>
<i>Pasivos frente a empresas filiales</i>	<i>5,2</i>	<i>Activos frente a inversionistas directos</i>	<i>7,7</i>
Inversión directa en la economía declarante	311,6	Pasivos	324,5
Acciones y otras participaciones de capital	239,7	Acciones y otras participaciones de capital	239,7
Otro capital	71,8	Otro capital	84,8
<i>Activos frente a inversionistas directos</i>	<i>7,7</i>	<i>Pasivos frente a empresas filiales</i>	<i>5,2</i>
<i>Pasivos frente a inversionistas directos</i>	<i>79,6</i>	<i>Pasivos frente a inversionistas directos</i>	<i>79,6</i>

FUENTE: Banco de España.

en determinados casos, su utilidad para el análisis económico. Un ejemplo de este tipo de operativa es la proliferación de las denominadas entidades con fines especiales, o *Special Purpose Entities* en terminología inglesa (SPE)³.

Las SPE responden generalmente a aspectos puramente organizativos de los grupos empresariales y están orientadas a realizar operaciones internacionales, con muy poca o ninguna actividad local. Son empresas constituidas por la matriz del grupo en un país distinto del de su residencia, y, en ocasiones, para la realización de una sola operación o un único tipo de operaciones. Su localización suele responder a un tratamiento fiscal favorable o a otro tipo de ventajas regulatorias. Dentro de las SPE cabe destacar dos tipos, por su importancia a nivel internacional. En primer lugar, las que se constituyen con la única finalidad de intermediar las participaciones de la casa matriz en empresas residentes en terceros países, bien canalizando los flujos de IED asociados, bien simplemente centralizando la tenencia de las participaciones exteriores. En segundo lugar, las especializadas en la obtención de financiación en mercados internacionales y en la transferencia de dichos fondos a su inversor directo. El impacto que en los datos de IED tienen unas y otras es distinto. Las primeras provocan un aumento de los flujos (y de los *stocks*) brutos de IED en el país en que se constituyen, pero apenas afectan a las cifras netas. Las segundas, al especializarse en la transferencia de fondos que, con frecuencia, exceden el importe del capital aportado por el inversor, afectan tanto a las cifras brutas de IED como a las cifras netas, llegando a ocasionar importes netos negativos, tanto en el país de residencia del inversor directo como en el de residencia de la SPE. Esto último es así porque, de acuerdo con el denominado «criterio direccional» que establece el MBP5, las operaciones entre el inversor

directo y sus empresas participadas se registran conjuntamente dentro de la rúbrica de Inversión directa en el exterior en el país de residencia del inversor y como Inversión directa del exterior en el país de residencia de la empresa participada⁴. Adicionalmente, en ambos casos, por tratarse de entidades interpuestas, la asignación geográfica de las operaciones no responde ni al origen ni al destino final de los fondos.

Tal y como se ha mencionado, la operativa descrita afecta directamente a determinados aspectos de la IED que resultan fundamentales para el análisis económico. Las SPE no responden a los determinantes tradicionales de los procesos de internacionalización de la producción y tienen escaso o nulo impacto en la producción y en el empleo del país en el que están constituidas. Por otra parte, en el segundo caso de los descritos anteriormente los fondos que las SPE transfieren al inversor directo no están relacionados con la actividad del grupo, sino más bien con la de los mercados financieros.

España no ha escapado de la importancia adquirida por las SPE. En los últimos años, las Empresas de Tenencia de Valores Extranjeros (ETVE) residentes y, desde hace más tiempo, las SPE constituidas en el exterior por empresas españolas para obtener financiación han cobrado peso en las cifras de IED. En cuanto a las primeras, su incidencia en las cifras tanto de entrada como de salida llegaron a representar un 49% del total de la rúbrica de IED en 2003, si bien se han moderado considerablemente en los últimos años. En el caso de las segundas, cabe destacar que, en 2005, el saldo de la financiación recibida por inversores directos residentes en España de este tipo de entidades supuso más del doble de la financiación concedida por residentes en España a sus filiales en el exterior. Con el objeto de facilitar el análisis de los datos de IED publicados, la Balanza de Pa-

3. El MBP5 recomienda incluir a las entidades con fines especiales en la categoría de empresas de inversión directa, siempre y cuando satisfagan el criterio del 10%. Véase párrafo 365 del MBP5.

4. Véanse párrafos 330, 369, 371 y 375 del MBP5.

gos viene proporcionando información complementaria acerca de los flujos asociados a las ETVE y excluye de la rúbrica de IED y clasifica en Otra inversión los préstamos que las SPE constituidas en el exterior, con el único propósito de obtener financiación, transfieren a sus inversores directos residentes en España.

Al igual que España, otros países en los que determinadas operaciones dificultan la interpretación de los datos de IED han optado por presentaciones alternativas a las recomendadas en el MBP5. Las soluciones adoptadas han sido diversas, dependiendo de las circunstancias específicas de cada economía⁵.

En el proceso de revisión del MBP5, los aspectos relativos a la IED han sido objeto de un amplio debate. Una vez rechazada la posible modificación del umbral del 10% recomendado para la identificación de las operaciones de IED⁶, la principal modificación que recogerá el nuevo Manual (así como la DM de la OCDE) consistirá en sustituir el «principio direccional» por una presentación de los datos basada en el enfoque activo/pasivo, al igual que en el resto de los flujos financieros. Esto es, se clasificarán las transacciones (y los *stocks*) entre el inversor directo y sus empresas participadas, agrupando, por un lado, los que constituyen un activo para la economía y, por otro, los que constituyen un pasivo, y sin tener en cuenta, como criterio prioritario, la relación entre las empresas que realizan la transacción. Además, la presenta-

ción de los datos permitirá reconstruir el enfoque anterior, lo que otorga mayor flexibilidad a los usuarios de los datos⁷.

En el cuadro adjunto se muestra el impacto en la Posición de Inversión Internacional de España del cambio de presentación previsto para el registro de las operaciones entre empresas relacionadas. Como puede observarse, si bien los datos de IED neta no variarían como resultado de la aplicación del nuevo enfoque activo/pasivo, los importes de los dos componentes de la IED registrarían importes superiores.

Por lo que se refiere al tratamiento de las SPE, si bien no se han tomado aún decisiones sobre el tratamiento específico de sus operaciones, las propuestas que se están debatiendo insisten, sobre todo, en la difusión de información complementaria, tal y como se viene realizando en el caso de España con las ETVE. Por lo que se refiere a la posible exclusión de IED de las operaciones de financiación entre SPE constituidas exclusivamente para canalizar fondos hacia la empresa matriz, tal y como viene realizándose en la Balanza de Pagos de España, según se ha indicado anteriormente, aún no se ha tomado ninguna decisión. Si, finalmente, se decidiera excluir estas operaciones de IED, e incluirlas en Otra inversión, la decisión no tendría ningún efecto sobre los datos de España. En el caso contrario, la adopción del criterio activo/pasivo para clasificar las operaciones y los *stocks* permitiría registrar dichas operaciones sin la distorsión que se produciría en el caso de hacerlo con el criterio direccional.

5. Por ejemplo, Estados Unidos registra en la rúbrica de Inversión de cartera los fondos que inversores directos residentes obtienen de determinadas filiales ubicadas en el exterior, con el solo propósito de emitir valores para captar financiación, y Holanda publica datos de IED incluyendo y excluyendo SPE. 6. Se han descartado tanto una aplicación flexible del umbral del 10%, que tuviera en cuenta, además, la participación efectiva en la dirección de la empresa, como una elevación del umbral mínimo hasta el 20%, en línea con el establecido por las Normas Internacionales de Contabilidad.

7. Esta solución, además, elimina incoherencias con el Sistema de Cuentas Nacionales, que recomienda no compensar activos y pasivos financieros (véase SNA1993, párrafo 2.84), y presenta ventajas desde un punto de vista práctico, dado que, si no se dispone de información acerca de la relación entre las empresas implicadas, el error solo afecta a la clasificación por rúbrica (Inversión directa/Otra inversión), pero no afecta al importe agregado activo/pasivo.

ha finalizado, ya es posible adelantar algunos de los principales cambios que se incluirán³⁵.

En primer lugar, se puede destacar que la estructura del Manual cambiará de forma significativa, otorgando un mayor protagonismo a la Posición de Inversión Internacional. Por el contrario, no se producirán modificaciones drásticas en los conceptos básicos que utiliza la actual edición, en los que solo se producirán algunas aclaraciones y precisiones.

En el caso específico de la Cuenta corriente, se producirán modificaciones, como considerar las operaciones de reparación de bienes como servicios (antes se clasificaban en bienes), incluir desgloses adicionales para la rúbrica de Turismo, registrar los servicios de comunicación e informáticos en una sola rúbrica y separar los servicios de construcción en el exterior de los que tienen lugar en la economía compiladora. Además, en respuesta al mayor interés por la información relacionada con los procesos migratorios, se han acordado importantes modificaciones para la medición de las operaciones exteriores derivadas del movimiento de personas físicas. En el próximo Manual, la rúbrica de Remesas de trabajadores desaparecerá y será

35. Véase <http://www.imf.org/external/np/sta/bop/iss.htm> para más información acerca de los temas debatidos y de los acuerdos adoptados por el Comité de Balanza de Pagos.

sustituída por las de Transferencias personales, que registrará las transferencias corrientes, en metálico o en especie, realizadas o recibidas, por hogares residentes a/desde hogares no residentes, sean o no producto de un trabajo remunerado realizado por un emigrante. Como información complementaria, aunque de obligado cumplimiento, se incluyen también las rúbricas de Remesas personales y Remesas totales³⁶. Por otra parte, se ha acordado no registrar la reclasificación de activos y pasivos a consecuencia del cambio de residencia de las personas físicas como una transacción exterior³⁷.

Finalmente, en el caso de las transacciones y *stocks* de carácter financiero, los cambios acordados afectan, fundamentalmente, a la rúbrica de IED, que se describen de forma más detallada en el recuadro 5.1. El nuevo Manual recomendará el valor de mercado para la valoración de los saldos de participaciones en el capital de inversión directa, otorgando a este criterio mayor relevancia que el actual. También se ha decidido abandonar el principio direccional para el registro de las operaciones financieras, y los *stocks* correspondientes, que tengan lugar entre empresas relacionadas y no incluir en la rúbrica de IED la deuda permanente entre empresas afiliadas de carácter financiero.

36. Las primeras, como suma de las transferencias personales más la compensación neta de empleados. Las segundas incluyen las anteriores más las transferencias corrientes a hogares e instituciones sin ánimo de lucro realizadas desde cualquier sector. **37.** Según el Quinto Manual, estas operaciones se registrarían en la rúbrica de Transferencias de emigrantes de la Cuenta de capital.

