

LA METODOLOGÍA DE BALANZA DE PAGOS PARA EL ESTUDIO DE LAS INVERSIONES EXTERIORES

*Maitena Duce Hernando**

La evolución de los mercados financieros, la creciente sofisticación de los instrumentos y la integración de los sistemas de pagos, entre otros factores, junto con la creación de la Unión Monetaria Europea, están obligando a revisar los sistemas de recogida de información utilizados en las balanzas de pagos de los países miembros, para poder cumplir con los requerimientos de información y de calidad que exigen el Banco Central Europeo y el resto de organismos internacionales. Por ello, el artículo se ha estructurado en dos partes. En la primera, se resumen las características metodológicas más relevantes y los principales problemas de medición de cada una de las categorías en las que se clasifican las inversiones: inversiones directas, inversiones de cartera, instrumentos financieros derivados, otras inversiones y reservas. En la segunda parte, se describe el nuevo sistema de información para las inversiones de cartera que está poniendo en funcionamiento el Banco de España, y que es el primer paso para un nuevo procedimiento de elaboración de la balanza de pagos española.

Palabras clave: estadísticas, balanza de pagos, inversiones directas, instrumentos financieros internacionales, reservas, valores bursátiles, España.

Clasificación JEL: B41, C82, F21.

1. Introducción

Desde la publicación, en 1993, del *Quinto Manual de balanza de pagos* por el Fondo Monetario Internacional (en adelante FMI), las transacciones financieras se han visto afectadas por diferentes procesos que han complicado su medición, al tiempo que las demandas de información sobre dichas operaciones se han vuelto más exigentes. En efecto, en estos años ha continua-

do el proceso de crecimiento y sofisticación de las transacciones financieras que se recogen en la balanza de pagos y en la posición de inversión internacional¹, y además, en el caso de los países de Europa occidental, se han visto afectadas de forma crucial por el proceso de Unión Monetaria Europea (UME), que ha

¹ La posición de inversión internacional (PII) recoge los saldos de los activos y pasivos financieros, cuyas transacciones se incluyen en la balanza de pagos. Los criterios de clasificación son los mismos en ambas estadísticas, si bien existen diferencias en los criterios de valoración. Por razones de espacio, en este artículo solo se hará referencia a la balanza de pagos. El lector interesado puede encontrar más información sobre la PII en la bibliografía.

* Oficina de Balanza de Pagos. Banco de España.
Versión de marzo de 2002.

culminado en enero de 2002. De forma paralela al proceso de construcción de la UME, en los países miembros, se ha registrado una mayor integración de los mercados financieros, se han establecido nuevos sistemas de pagos transfronterizos, y se han multiplicado las fusiones y adquisiciones de empresas, con lo que el tejido de las inversiones exteriores² se ha vuelto más complejo, al tiempo que se han desarrollado sistemas de gestión integrada de la estructura financiera de los grupos multinacionales para aprovechar las ventajas que ofrece una moneda única.

Con todo ello, la medición de los flujos financieros, es decir de las inversiones exteriores, que ya de por sí era complicada, se ha vuelto más difícil en los países de la UME. Los cambios que se han producido en los últimos años están obligando a la mayor parte de los países pertenecientes a la UME a replantear sus sistemas de información para obtener los datos de sus balanzas de pagos. En estos nuevos sistemas no parece posible que la información pueda proceder de una única fuente, como ocurría anteriormente en muchos casos, sino que cada tipo de inversión, y en algún caso, cada tipo de inversor, requerirá sistemas de información específicos.

Además, la creación de la UME ha supuesto un empuje notable en la armonización metodológica y conceptual de las inversiones exteriores en la balanza de pagos de cada uno de los países miembros. Por un lado, todos los países han venido trabajando, junto con el Banco Central Europeo (y anteriormente, hasta junio de 1998, con su antecesor, el Instituto Monetario Europeo) en la adaptación de los sistemas de información, y en su armonización, para elaborar la balanza de pagos de la UME frente al resto del mundo. Por otro lado, los nuevos requerimientos derivados de este proceso han servido de motor para la incorporación de modificaciones en las balanzas de pagos nacionales. Finalmente, los cambios derivados de la UME han exigido, en determinadas rúbricas, modificaciones en la presentación

de las balanzas de pagos nacionales, como se comentará más adelante.

En España, desde que en 1991 pasara a ser responsabilidad del Banco de España, la balanza de pagos ha venido elaborándose sobre la base de la información de los cobros y pagos exteriores que los residentes vienen obligados a declarar, de acuerdo con lo dispuesto en el Real Decreto 1816/1991, de 20 de diciembre, sobre Transacciones Económicas con el Exterior. Así, con la excepción de las operaciones de la balanza comercial para las que se utilizan los datos aduaneros y otras fuentes complementarias menores, los datos se obtienen de la información que proporcionan, directamente al Banco de España, las entidades de depósito y algunas sociedades y agencias de valores, separando sus operaciones y las de su clientela. Esta información se complementa con la declaración que tienen que realizar al Banco de España los residentes que reciben cobros y realizan pagos utilizando cuentas abiertas en entidades no residentes, y la declaración de los residentes que realizan operaciones con no residentes sin que exista un cobro o pago al exterior. Por tanto, los datos de las inversiones exteriores de la balanza de pagos se obtienen del sistema general de información de cobros y pagos.

Este método de información es de difícil mantenimiento a medio plazo. Por ello, el Banco de España ha iniciado los trabajos para sustituirlo progresivamente. Por lo que se refiere a las inversiones exteriores, el primer paso de este proceso se ha dado con el establecimiento de un nuevo sistema de información para la obtención de los datos de inversiones de cartera, con la publicación, en agosto pasado, de la Circular 2/2001, que constituye su base legal.

Este trabajo tiene dos partes diferenciadas. En el apartado segundo, se describen de forma resumida los rasgos más sobresalientes de la metodología de las inversiones exteriores en la balanza de pagos española. No se pretende una descripción pormenorizada de la metodología empleada para cada rúbrica (para lo que se remite al lector interesado a la «Nota metodológica» de la monografía anual *Balanza de Pagos de España 2000*, Banco de España 2001), sino dejar constancia de las características más relevantes, de los últimos cambios producidos y de los

² En este artículo, el término inversiones exteriores se refiere tanto a las inversiones extranjeras en España como a las inversiones españolas en el exterior.

retos pendientes. A continuación, en el apartado tercero, se describe el nuevo procedimiento de elaboración de los datos de inversiones en valores negociables que, como se ha indicado, constituye el primer paso en la adaptación del sistema de información para la cuenta financiera de la balanza de pagos española. Por último, en el apartado cuarto, se resumen las principales conclusiones. Se incluye, además, un Anexo con las definiciones de los distintos tipos de entidades depositarias que intervienen en los mercados de valores, a las que se hace referencia en el apartado tercero.

Finalmente, dado que este artículo es puramente metodológico, conviene recordar a los usuarios interesados en los datos de la balanza de pagos que disponen de las series históricas 1990 a 2000, elaboradas por el Banco de España con la metodología del *Quinto manual*, tal como se recogen en su *Boletín Estadístico* y en sus publicaciones monográficas, a partir de la edición *Balanza de Pagos de España 1993*. Ambas publicaciones se encuentran recogidas en la web del Banco de España (<http://www.bde.es>).

2. La metodología de las inversiones exteriores en la balanza de pagos española

La balanza de pagos de España se elabora siguiendo las directrices del *Quinto manual de balanza de pagos* del FMI. Este *Manual* constituye el marco conceptual y establece las definiciones básicas para la elaboración de la balanza de pagos de forma homogénea por todos los países. El análisis de estas definiciones excede del ámbito de este artículo. No obstante, parece oportuno recordar, al referirnos a las inversiones exteriores, que su registro en la balanza de pagos se debe realizar aplicando el principio del devengo y que su valoración debe hacerse utilizando el precio de mercado, en todos los casos. Además, el *Manual* recomienda que las transacciones financieras se registran en términos netos, es decir, como inversiones menos desinversiones.

En la balanza de pagos española, de acuerdo con el *Quinto manual*, las operaciones con el exterior se clasifican en tres

cuentas básicas: cuenta corriente, cuenta de capital y cuenta financiera. Las inversiones exteriores se incluyen en la cuenta financiera. Dentro de esta cuenta, las operaciones se ordenan, en primer lugar, en torno a la variación de activos y pasivos (con la excepción de las inversiones directas, como se verá en el apartado siguiente); en segundo lugar, se clasifican por el tipo de inversión; y, en tercer lugar, se desglosan por instrumentos y por sectores institucionales.

En cuanto a la clasificación de las operaciones financieras por tipo de inversión se distinguen las siguientes categorías: inversiones directas, inversiones de cartera, instrumentos financieros derivados y otras inversiones. Además, se incluyen en una categoría separada las inversiones que forman parte de las reservas.

En los apartados siguientes, se repasan las características básicas de cada categoría de inversión, resaltando los aspectos metodológicos más relevantes, los componentes que integran cada categoría y los principales problemas que plantea su correcta medición.

Inversiones directas

Son inversiones directas las que reflejan un objetivo del inversor (residente en una economía) de obtener una rentabilidad permanente en la empresa invertida (residente en otra economía), alcanzando un grado significativo de influencia en sus órganos de dirección. De forma práctica, el *Quinto Manual* del FMI define como inversor directo al propietario de un 10 por 100 o más del capital de la empresa de inversión directa. Una vez alcanzado el porcentaje del 10 por 100, todas las operaciones entre el inversor directo y la empresa de inversión directa, e incluso aquéllas que tienen lugar entre empresas que, sin mantener una relación de inversión directa entre sí, tienen un mismo inversor directo deben registrarse como inversión directa.

Por tanto, la inversión directa incluye no sólo las participaciones en el capital de la empresa de inversión directa y las otras formas de adquirir una inversión permanente —dotaciones a

sucursales, inversiones en inmuebles, etcétera—, sino todos los flujos posteriores de financiación, cualesquiera que sea su naturaleza.

Tan sólo cabe mencionar dos excepciones a esta regla. La primera de ellas ha venido siendo debatida desde que, en 1997, el FMI decidiera separar los instrumentos financieros derivados en una categoría específica y consiste en que todas las operaciones con dichos instrumentos se clasifiquen siempre en la categoría de instrumentos financieros derivados, incluso aquéllas que se realicen entre empresas que mantienen una relación de inversión directa.

La segunda excepción se refiere a las operaciones entre empresas financieras que mantienen una relación de inversión directa. En este caso, sólo deben incluirse en inversión directa las participaciones en el capital y la deuda permanente. Esta excepción está siendo objeto de debate en los foros internacionales, dada la ambigüedad del término «empresa financiera», para el que no existe una definición internacional homogénea, por lo que la regla se está aplicando de forma asimétrica por los compiladores de la balanza de pagos.

Finalmente, cabe indicar que, dentro del campo de las inversiones directas, el FMI, en colaboración con la OCDE (organismo que viene desarrollando una importante actividad en esta área, fruto de la cual es su *benchmark definition*), viene promoviendo un proceso de armonización metodológica, con una encuesta periódica donde cada país refleja el grado de aplicación de las definiciones internacionales, así como los métodos utilizados. De hecho, algunas de las modificaciones metodológicas que se han ido produciendo en esta rúbrica son consecuencia de los debates que han generado los resultados de esta encuesta.

Por lo que respecta a la clasificación de las inversiones directas hay que indicar que, a diferencia del resto de las operaciones financieras, se ordenan, en primer lugar, atendiendo a la dirección de la inversión y no a si constituyen un activo o un pasivo frente al exterior; en segundo lugar, se clasifican por el instrumento en el que se materializan; y, en tercer lugar, se distingue la naturaleza de activos o pasivos de dichos instrumen-

tos, es decir, el 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. Sin embargo, las financiaciones, de todo tipo (incluso las que se suponen participaciones en el capital), que las filiales o sucursales no residentes pudieran conceder a su matriz española se clasificarían 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.

Es difícil asegurar la correcta aplicación del criterio de la dirección en el caso de los grupos empresariales con estructuras complejas ya que, en muchas ocasiones, determinar la relación de inversión directa de las empresas que intervienen puede ser muy complicado.

Si pasamos a hablar de los componentes de las inversiones directas, el *Manual* del FMI distingue tres: participaciones en el capital, utilidades reinvertidas y otro capital de inversión directa.

En el caso español, conviene mencionar los problemas que presenta la medición de las utilidades reinvertidas, ya que, por su propia naturaleza, no dan lugar a cobros ni a pagos exteriores y, por consiguiente, no pueden ser captados a través de sus declaraciones, que actualmente son la fuente básica de información. La inexistencia de datos para esta rúbrica significa que los rendimientos de las inversiones directas sólo se registran si se distribuyen y, en ese caso, se computan en el momento en el

que se cobran o se pagan (información obtenida de los residentes que informan al Banco de España), y no en el momento en el que se devengan.

Por lo que se refiere a los otros dos componentes, la actual presentación de la balanza de pagos española desglosa las «participaciones en el capital» en tres epígrafes: acciones, otras formas de participación e inversiones en inmuebles, mientras que el «otro capital de inversión directa» se denomina financiación a empresas relacionadas.

Dentro del ámbito de las inversiones directas, conviene mencionar los problemas que plantea, en el caso español, la identificación de las inversiones extranjeras directas efectuadas a través de la adquisición de acciones que cotizan en bolsa, y la identificación, como directa, de las denominadas «participaciones cruzadas», es decir, aquéllas en las que tanto la empresa residente, como la no residente, mantienen participaciones, siendo el de una de ellas inferior al 10 por 100. Ambos problemas están ampliamente tratados en la citada «Nota metodológica» de las monografías anuales *Balanza de Pagos de España* (Banco de España), a la que se remite al lector interesado.

Inversiones de cartera

Las inversiones de cartera recogen las transacciones en valores negociables, excluidas las que cumplen los requisitos para su consideración como inversiones directas. No se incluyen los instrumentos financieros derivados, aunque sean negociables, ya que el FMI decidió, en 1997, registrarlos de forma separada.

Dado que la característica fundamental de este tipo de inversiones es la negociabilidad de los instrumentos, es muy importante establecer criterios que permitan distinguir los valores negociables de los no negociables y, por tanto, los que deben ser incluidos en inversiones de cartera o en otras inversiones. En principio, se presume la «negociabilidad» cuando existe un mercado en el que se fija un precio para el instrumento financiero, no siendo necesaria la existencia de un mercado oficial ni organizado. En la práctica, la frontera para separar los valores negociables (que se clasifican como inversión de cartera) de los

no negociables (que se incluyen en otras inversiones) puede ser, en algunos casos, extremadamente borrosa.

Asimismo, se excluyen de esta rúbrica las operaciones de adquisición y cesión temporal de valores ya que el FMI las considera «préstamos con garantía». Estas operaciones se incluyen en otras inversiones, dentro del sector residente que efectúa la operación.

En las operaciones con valores negociables, la distinción entre operaciones activas y pasivas depende, exclusivamente, de la residencia del emisor de los valores. Así, se clasifican como operaciones pasivas aquéllas con valores emitidos por residentes y, como operaciones activas, las efectuadas con valores emitidos por no residentes. La sectorización de estas operaciones se realiza, en el caso de las inversiones extranjeras en España (operaciones pasivas), atendiendo al sector institucional del residente emisor de los valores, independientemente de quién sea el titular de las operaciones. En el caso de las inversiones españolas en el exterior (operaciones activas), el sector institucional viene determinado por el sector de pertenencia del residente que efectúa la inversión, y no por la clase de valores que se negocien o por quién sea su emisor.

Las inversiones de cartera se subdividen en tres componentes principales: acciones y participaciones en fondos de inversión, bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario.

No se mencionan los problemas que la elaboración de los datos de esta rúbrica plantea en la balanza de pagos española, dado que en el apartado tercero se aborda específicamente el nuevo sistema de información.

Instrumentos financieros derivados

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* (Fondo Monetario Internacional, 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 su redacción original, 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.

Por otra parte, el FMI decidió clasificar los instrumentos financieros derivados en una categoría independiente, en lugar de incluirlos dentro de la de inversión de cartera, como un componente más. Cabe mencionar que, como ya se indicó en el apartado anterior, esta categoría constituye la única excepción al principio de clasificación como inversión directa de todas las operaciones entre empresas que mantienen una relación de inversión directa.

Para valorar los instrumentos financieros derivados, deben tenerse en cuenta las primas pagadas en el momento de la contratación y el valor de la liquidación, es decir, la diferencia entre el «precio de ejercicio», contratado en el derivado, y el valor de mercado de los instrumentos subyacentes. No obstante, el FMI reconoce las dificultades prácticas de sus recomendaciones de valoración e incluso las de identificación de estas operaciones, que con frecuencia se liquidan junto con otras. Asimismo, la clasificación de las transacciones con derivados, dentro de los activos o pasivos, es difícil no sólo 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 Monetaria Europea los instrumentos derivados se contabilicen como un neto de variación de pasivos menos variación de activos, aplicándose también este criterio en la balanza de pagos española.

Tienen la consideración de instrumentos financieros derivados las opciones y 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, cotizaciones medias, o cualquier otra clase de activos.

Otras inversiones

La categoría de otras inversiones recoge, por exclusión, las variaciones de activos y pasivos financieros frente a no residentes no contabilizadas como inversiones directas o de cartera, como instrumentos financieros derivados o como reservas. Está constituida fundamentalmente por las operaciones de préstamos —comerciales y financieros— y las de depósitos. También se incluyen las operaciones en valores con pacto de recompra, que se tratan, a estos efectos, de forma similar a los préstamos con garantía o a depósitos y las cuotas con carácter de participación en organismos internacionales.

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, etcétera, por sus características de negociabilidad, se contabilizan como inversiones de cartera, incluso aunque no coticen en mercados organizados.

Desde la creación de la UME, la rúbrica de «otras inversiones» de la balanza de pagos española incluye de forma separada las operaciones del Banco de España debido a que, desde ese momento, han cobrado mayor importancia y otro significado. Hasta entonces, las únicas operaciones del Banco de España que tenían relevancia eran las relacionadas con la gestión de las reservas. Las otras inversiones del Banco de España se publican desglosadas entre «activos del Banco de España frente al Eurosistema», por una parte, y «otros activos netos», por otra.

Dentro de los «activos del Banco de España frente al Eurosistema» se recogen los activos mantenidos por esta institución frente a los bancos centrales de los otros países de la UME y frente al Banco Central Europeo. Sus principales variaciones son las indicadas por la liquidación de las operaciones transfronterizas entre residentes y no residentes a través del sistema Target, en las que el Banco de España y el resto del Eurosistema aparecen interpuestos entre los residentes y no residentes titulares finales de la operación. Los «otros activos netos» recogen el resto de operaciones del Banco de España, distintas de las reservas y de los activos frente al Eurosistema. Una explicación más detallada del contenido e interpretación de estas operaciones puede consultarse en el anexo de la «Nota metodológica» de la publicación *Balanza de pagos 2000* (Banco de España, Madrid 2001).

Por lo que se refiere a los restantes sectores, las operaciones más importantes que se incluyen en esta rúbrica son los préstamos (excluidos los que tienen lugar entre empresas que mantienen una relación de inversión directa), los depósitos, y las operaciones de adquisición y cesión temporal de valores.

Reservas

La categoría de reservas comprende aquellos activos exteriores (valores negociables, depósitos, billetes de banco, etcétera) que son propiedad de la autoridad monetaria, y cumplen con dos requisitos: ser libre y rápidamente disponibles, y estar denominados en moneda extranjera. De acuerdo con esta definición, desde la creación de la Unión Monetaria Europea, las reservas de los países miembros incluyen solamente los activos líquidos en moneda extranjera (es decir, no denominados en euros) que sus bancos centrales nacionales mantienen frente a residentes de países distintos de la UME. No incluyen, por tanto, ningún tipo de activos denominados en euros, ni los activos en moneda extranjera que se mantengan frente a residentes de países de la UME. Por otro lado, los activos de reserva que mantiene el Banco Central Europeo, desde su creación en 1999, por cesión de parte de las reservas de los bancos centrales

nacionales, no se atribuyen a éstos (que sí mantienen un activo frente al BCE por el contravalor de los activos cedidos en 1999, que se incluye en la categoría de otras inversiones, como se ha indicado anteriormente), sino al propio BCE. De esta forma, las reservas de la UME están formadas por la suma de las reservas de todos los bancos centrales nacionales más las del BCE. Desde enero de 2000, en la compilación de estos datos se siguen las directrices publicadas por el FMI, en el documento «Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity, Operational Guidelines», octubre 1999 (<http://dsbb.imf.org/guide.htm>), que constituye la referencia obligada para el lector interesado en un detalle pormenorizado sobre estas operaciones.

3. El nuevo sistema de información para las inversiones de cartera en la balanza de pagos española

En el año 2001 la Oficina de balanza de pagos decidió poner en marcha un nuevo sistema de recopilación de datos para la elaboración de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional. El nuevo sistema de información pretende sustituir, gradualmente, la información de cobros y pagos por otras fuentes alternativas, con el doble objetivo de adaptarse a los cambios que ha introducido la UME en los mercados financieros y en los sistemas de pagos y de poder cumplir mejor con los requerimientos de información y de calidad que exigen el BCE y otros organismos internacionales.

Dentro del nuevo esquema de información, las inversiones de cartera ocupan un lugar primordial por su importancia cuantitativa en el total de las operaciones financieras y debido a los problemas que está planteando su correcta medición, no sólo en la balanza de pagos a nivel nacional, sino también en la de la UME. Como ya se ha indicado, en la introducción, el extraordinario desarrollo e integración de los mercados financieros en los últimos años, la continua aparición de nuevos y cada vez más sofisticados instrumentos financieros, así como la mayor variedad y complejidad de los sistemas de liquidación, obligan a buscar sistemas de información diferentes de los cobros y pagos, si

se quieren medir correctamente las operaciones y los saldos exteriores con valores negociables.

En el ámbito internacional, las inversiones de cartera han sido objeto de especial atención. Por ejemplo, el Fondo Monetario Internacional (FMI) organizó, en 1997, una «encuesta coordinada de inversiones de cartera» en la que participaron la mayor parte de los países desarrollados. Esta encuesta se va a repetir con datos de diciembre de 2001 y el FMI está proponiendo que, a partir de dicha fecha, la encuesta coordinada se convierta en un ejercicio anual. Por otro lado, las inversiones de cartera constituyen uno de los retos metodológicos más importantes en el proceso de elaboración de una balanza de pagos de la UME que cumpla con requisitos elevados de calidad. Por ello, el Comité de Estadísticas del BCE ha venido tomando diversas iniciativas en este campo. Por un lado, está en marcha un ambicioso proyecto para construir una base de datos centralizada de valores que servirá, a los compiladores nacionales de estadísticas sobre valores negociables, de instrumento homogeneizador y medio de incrementar la calidad de los datos. Por otro lado, en diciembre de 2000 se aprobó la creación de un grupo de trabajo (denominado en inglés «Task Force on Portfolio Investment Collection Systems —TFPICS—»)³ para estudiar los posibles modelos de recogida de datos para las inversiones de cartera que cumplieran con los requisitos de información y de calidad exigidos para elaborar la balanza de pagos de la UME. Entre las conclusiones alcanzadas, destacan una propuesta de métodos prácticos de elaboración de datos y la recomendación de obtener los datos valor a valor (identificado por su código ISIN) para poder utilizar la futura base centralizada de valores mencionada anteriormente.

En este apartado se presentan las características del nuevo sistema de información para las inversiones de cartera en la balanza de pagos española, pero antes de pasar a describir las características del nuevo sistema, y los problemas pendientes,

es necesario comenzar con una descripción simplificada de las relaciones de custodia en los mercados financieros, para poder entender los posibles enfoques sobre cómo obtener la información necesaria para los activos y los pasivos. En los apartados siguientes, se recogen aspectos generales que se han estudiado dentro de la TFPICS, y que se detallan en su informe final. Aunque esta información pueda resultar excesivamente técnica, su conocimiento es indispensable para poder explicar el nuevo sistema.

Relaciones de custodia en los mercados financieros

Desde hace aproximadamente veinte años, se ha venido produciendo la sustitución de los títulos físicos por valores representados mediante anotaciones en cuenta. Esta sustitución exige que el importe total de la emisión se registre en una entidad a la que se denomina «depositaria central de valores» (en adelante «depositaria central»). Esta depositaria central mantiene en sus registros las anotaciones o referencias de los valores representativos de la emisión. En estos registros se anotan los cambios de propiedad de los valores.

Para agilizar las inversiones en valores existen en el mercado unas entidades intermediarias entre la depositaria central y los inversores finales. Estas entidades que son, fundamentalmente, bancos, cajas de ahorros, cooperativas de crédito y sociedades y agencias de valores, son entidades miembros o adheridas a la depositaria central, a las que se denominan «entidades depositarias» o «custodios»⁴. De forma simplificada se puede decir que, cuando un inversor compra o vende valores, éstos se registran, en primer lugar, en una cuenta («cuenta de valores») a nombre del inversor, abierta en la «entidad depositaria» que éste elija. Además, la «entidad depositaria» registra los importes de todas sus «cuentas de valores» en una cuenta a favor de la propia entidad, la cuenta que mantiene como «entidad adherida» en la «depositaria central».

³ Se constituyó en enero de 2001 y concluyó en diciembre de 2001 con la elaboración de un informe que ha sido aprobado, en febrero de 2002, por el Comité de Estadísticas del BCE.

⁴ A lo largo de este trabajo se utilizarán indistintamente los términos «entidades depositarias» o «custodios».

En la práctica es frecuente que existan muchas entidades interpuestas entre la primera entidad depositaria (que es la que tiene la cuenta de valores a favor del inversor) y la depositaria central. El Esquema 1, obtenido del informe del G-10 *Committee on Payments and Settlement Systems (CPSS)* y reproducido también en el informe de la TFPICS, muestra de forma simplificada, las posibles relaciones de custodia que se pueden dar en las inversiones exteriores con valores negociables, según los distintos tipos de depositarias que intervengan. En este esquema, se supone un inversor residente en el país A que adquiere un valor emitido por un no residente, que está depositado, en última instancia, en una entidad depositaria central no residente⁵ perteneciente al país donde se realiza la emisión.

Para entender mejor las relaciones de custodia que se muestran en el esquema, en el Anexo se recoge una descripción de los distintos tipos de entidades depositarias que intervienen.

El inversor, con independencia de quién sea el emisor de los valores, puede depositar éstos en una entidad depositaria residente o no residente, o en un custodio global⁶, residente o no residente. Como ya se ha mencionado, no es posible para el inversor depositar los valores directamente en la entidad depositaria central, ya que estas entidades sólo mantienen vínculos con otras entidades depositarias (las «entidades adheridas»). Las posibilidades que se muestran en el cuadro son las siguientes:

- Las opciones 1a y 1b representan formas directas de depósito, es decir, el residente mantiene sus valores con una entidad depositaria no residente (1a) o residente (1b), y ésta, a su vez, mantiene los valores directamente en la entidad depositaria central no residente.
- En la opción 2 el inversor utiliza un custodio global. En estos casos, lo normal es que el custodio global utilice los servicios de depositarias establecidas en el país donde se emiten los

⁵ También podrían estar depositados en una «depositaria Internacional» ya que estas entidades pueden actuar de depositarias centrales.

⁶ Las entidades depositarias proporcionan servicios de custodia en el país donde se establecen, mientras que las depositarias globales, residentes o no residentes, proporcionan servicios de custodia en varios países.



valores, siendo éstas las que mantienen el vínculo con la entidad depositaria central (es decir, las que están «adheridas»). Estas entidades depositarias utilizadas por los custodios globales se suelen denominar «sub-custodios locales».

- En la opción 3 los valores se depositan, a través de una depositaria residente, en una depositaria central residente, que es la que mantiene vínculos con la depositaria central no residente (este procedimiento, que se viene denominando «interconexión» entre depositarias centrales, es relativamente novedoso y está adquiriendo cierta relevancia).
- En la opción 4 el inversor deposita los valores en una depositaria residente, que mantiene vínculos con una depositaria internacional —hasta el momento, dentro del área de la Unión Europea existen Euroclear y Clearstream— y ésta los mantiene a su vez con la entidad depositaria central no residente.

Aunque en muchas ocasiones pueden existir largas cadenas de custodios entre el inversor y la entidad depositaria central (donde finalmente quedan registrados los valores), en todos los

casos la cadena de custodia se inicia con una entidad depositaria, residente o no residente (que puede ser una depositaria global) en la que el inversor deposita sus valores, y termina en la entidad depositaria central, que será residente o no residente, o incluso una depositaria internacional, dependiendo de dónde se emitan los valores. Teniendo presente estas relaciones, a continuación se van a explicar los posibles enfoques para obtener la información necesaria para la balanza de pagos y la PII, distinguiendo las operaciones activas de las pasivas.

Enfoques para la obtención de información estadística de los activos y pasivos exteriores

En este subapartado se van a estudiar por separado los procedimientos para obtener información sobre los activos y los pasivos, debido a que la información que se necesita es diferente en ambos casos. En el caso de los activos, la información relevante para la balanza de pagos son las inversiones de los residentes en valores emitidos por no residentes. Por tanto, es posible utilizar un sistema que obtenga los datos directamente de los inversores finales, dado que éstos son residentes. Por el contrario, para en el caso de los pasivos, lo que interesa conocer son las inversiones de los no residentes en valores emitidos por residentes. Por tanto, no es posible acudir a los inversores finales para obtener la información, puesto que se trata de no residentes y, por tanto, no están sujetos a la obligación de informar en un país distinto al de su residencia.

Enfoques posibles para los activos

Como ya se ha dicho, las operaciones que se incluyen en los activos de la balanza de pagos son las que realizan los residentes con valores emitidos por no residentes. En el Esquema 2, reproducido de los trabajos de la TFPICS, se han ordenado las formas de mantener inversiones en valores negociables emitidos por no residentes. Las relaciones de custodia son las mismas que se han indicado en el Esquema 1, si bien se han suprimido todas las posibles entidades interpuestas entre la primera

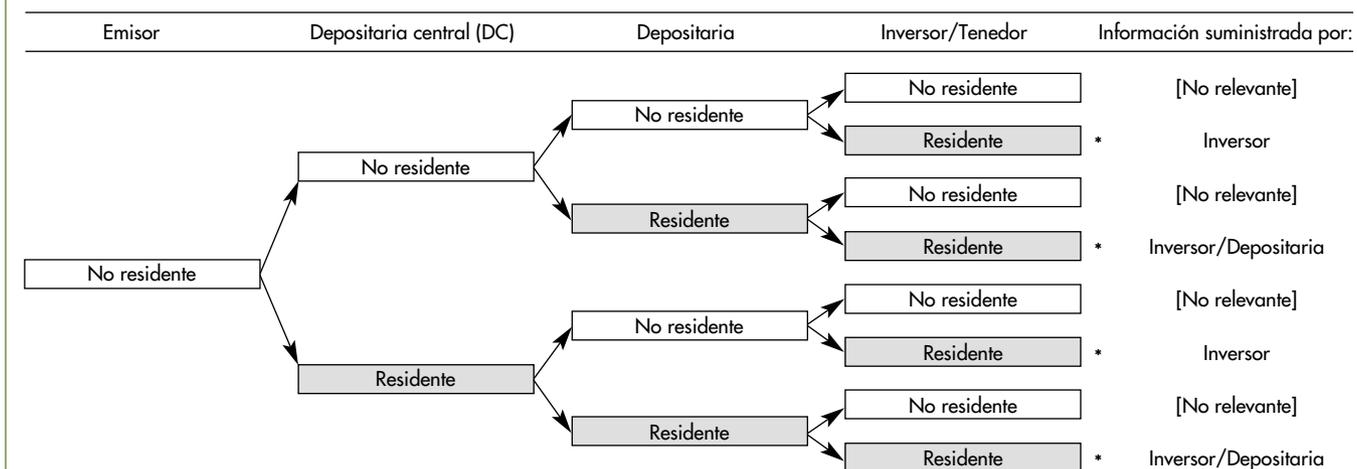
depositaria y la depositaria central, de forma que se obtienen ocho combinaciones posibles. Es así puesto que los no residentes pueden emitir valores en su propio país o en el exterior y, por tanto, los valores pueden estar depositados en una depositaria central no residente o residente. Además, en ambos casos, los inversores finales (que pueden ser tanto residentes como no residentes) pueden entregar la custodia de sus valores a una entidad depositaria residente o no residente.

Si nos fijamos en la columna «inversor/tenedor» del Esquema 2, de las ocho combinaciones posibles, sólo las celdas que corresponden a inversores residentes, señaladas con un asterisco a la derecha (en total 4 celdas), son relevantes para obtener la información necesaria para la balanza de pagos y para la PII del país en cuestión. En dos casos el inversor residente utiliza una entidad depositaria residente y en los otros dos una entidad depositaria no residente. Es importante tener en cuenta que, cuando los valores están depositados en una entidad depositaria residente, es posible obtener la información sobre estas inversiones, tanto de la depositaria como directamente del inversor final. Por el contrario, cuando los residentes de un país depositan sus valores en entidades no residentes, la única posibilidad de conocer estas inversiones es acudir al inversor final. Por tanto, se puede decir que existen dos enfoques o alternativas posibles:

- El *enfoque del inversor final*: la información es suministrada únicamente por los inversores finales.
- El *enfoque mixto*: la información es suministrada por las entidades depositarias residentes (cuando los residentes las utilizan como custodios) y por los inversores finales residentes (cuando éstos depositan sus valores en las entidades depositarias no residentes).

Ambos enfoques presentan ventajas e inconvenientes, que se deben valorar según las circunstancias específicas de cada país. En principio, parece claro que acudir a las depositarias en lugar de a los inversores finales supone tratar con un número de declarantes relativamente pequeño y concentrado, si se compara con el total de inversores finales, lo que permitiría obtener un alto grado de cobertura con un menor número de declarantes.

ESQUEMA 2
COMBINACIONES POSIBLES CUANDO EL EMISOR ES NO RESIDENTE



NOTA: En todas las columnas se han sombreado en gris las celdas que corresponden a residentes.

FUENTE: BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE): «Task Force on Portfolio Investment Collection Systems» y elaboración propia.

Además, es muy probable que la información se recibiera más rápidamente y con mayor precisión. Por otro lado, acudir a los inversores finales puede ser aconsejable en países en los que es práctica muy extendida la custodia directa en el extranjero.

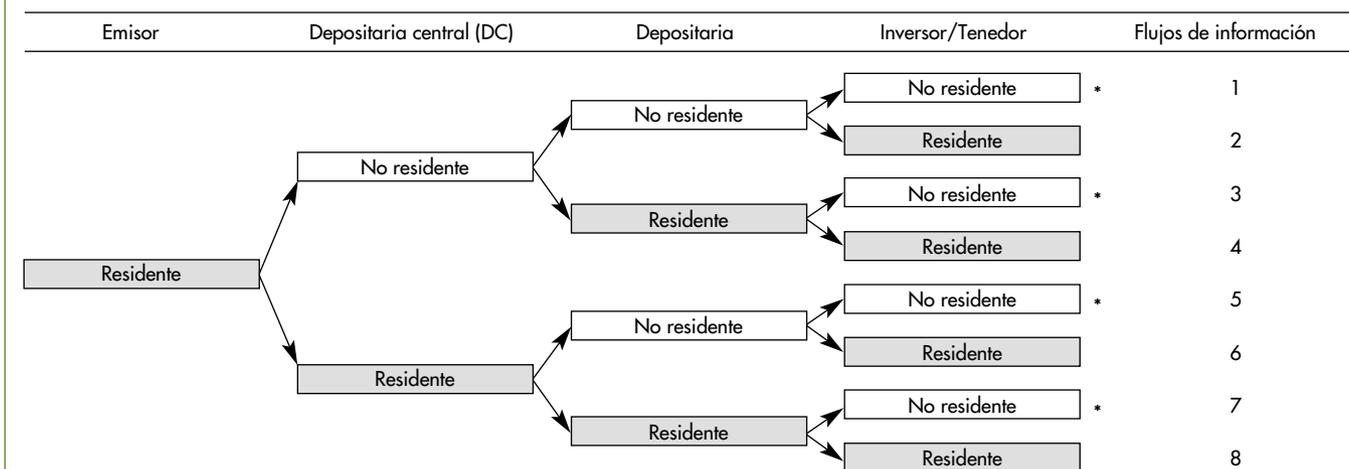
Enfoques posibles para los pasivos

Los pasivos de la balanza de pagos y la PII recogen las inversiones de los no residentes en valores emitidos por residentes. Reproduciendo el mismo esquema de los activos, tomado como se indicó anteriormente de los trabajos de la TFPICS, pero cambiando el emisor de los valores por residente, se muestran en el Esquema 2 las mismas ocho combinaciones posibles. En este caso, los residentes pueden emitir valores en España o en el exterior y, por tanto, los valores pueden estar depositados en una depositaria central residente o no residente. En ambos casos, los inversores finales (que pueden ser tanto residentes como no residentes) pueden entregar la custodia de sus valores a una entidad depositaria residente o no residente.

A diferencia de los activos, las celdas relevantes para obtener la información necesaria para la balanza de pagos y para la PII, son aquéllas en las que el inversor es no residente (se han señalado con un asterisco a la derecha). En este caso, no es posible utilizar un sistema de información consistente en obtener los datos directamente del inversor final, dado que sólo los residentes están obligados a suministrarla. Teniendo presente que los flujos de información relevantes vienen dados por las combinaciones 1 + 3 + 5 + 7, los únicos enfoques posibles para obtener los datos de los pasivos, es decir, para obtener el total de los valores emitidos por residentes que se encuentran en manos de no residentes, son:

- El *enfoque residual*, que consiste en calcular los pasivos como la diferencia entre el total de valores emitidos por los residentes que no han sido amortizados y el importe total de dichos valores que están en poder de otros residentes. En términos de flujos de información, su cálculo equivaldría a: $[1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7 + 8 - (2 + 4 + 6 + 8)]$, obteniéndose, de esta forma, los flujos relevantes (1 + 3 + 5 + 7).

ESQUEMA 3
COMBINACIONES POSIBLES CUANDO EL EMISOR ES RESIDENTE



NOTA: En todas las columnas se han sombreado en gris las celdas que corresponden a residentes.

FUENTE: BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE): «Task Force on Portfolio Investment Collection Systems» y elaboración propia.

• El *enfoque mixto*, que consiste en obtener información de los cuatro colectivos residentes que intervienen en las operaciones (emisores, depositarias centrales, depositarias e inversores finales) sobre sus relaciones con no residentes. Por tanto, con este enfoque se obtendrían los siguientes flujos de información:

- a) Las emisiones de valores efectuadas por los residentes en el exterior (1, 2, 3, y 4).
- b) Las cuentas de valores abiertas en las entidades depositarias centrales residentes por entidades adheridas no residentes (5 y 6).
- c) Las cuentas de valores de titulares no residentes abiertas en las entidades depositarias residentes (3 y 7).
- d) Las cuentas de valores abiertas a nombre de las entidades depositarias residentes en entidades depositarias centrales no residentes (3 y 4).
- e) Las cuentas de valores que los inversores finales residentes mantengan en entidades depositarias no residentes (2 y 6).

En todos los casos, la información de cuentas de valores se refiere a los valores emitidos por residentes. Teniendo en cuenta

todos los flujos de información que intervienen, el importe de los pasivos del país se obtendría como:

$$[(1 + 2 + 3 + 4) + (5 + 6) + (3 + 7) - (3 + 4) - (2 + 6)] = 1 + 3 + 5 + 7$$

O, expresado desde otra óptica, equivaldría a:

$$\text{Pasivos totales} = a + b + c - d - e$$

En el enfoque mixto, la información descrita anteriormente, en los apartados a) hasta e), sería proporcionada por:

- a) Los emisores residentes.
- b) Las depositarias centrales residentes.
- c) y d) Las depositarias residentes.
- e) Los inversores finales residentes.

Como conclusión se puede decir que los posibles enfoques (residual y mixto) para obtener los pasivos representan formas indirectas de cálculo. La elección de uno u otro enfoque dependerá, como en el caso de los activos, de las circunstancias espe-

cíficas de cada país que tendrá que valorar, entre otros factores, el volumen de información que desea recibir y la disponibilidad de la información por parte de los diferentes colectivos que intervienen.

Características generales del nuevo sistema

A la hora de elegir un nuevo sistema de recogida de información para las inversiones en valores negociables, se han tenido en cuenta los requisitos metodológicos del *Quinto manual de balanza de pagos* del FMI y los requisitos de información y calidad que exigen el BCE y el resto de organismos internacionales, tanto para los datos de la balanza de pagos como para los de la PII. Además, en el diseño del nuevo sistema, que se empezó en los primeros meses del 2001, se han intentado incorporar las recomendaciones propuestas por el grupo de trabajo del BCE sobre los sistemas de recogida de datos para las inversiones de cartera (*Task Force on Portfolio Investment Collection Systems*).

Entre los requisitos que se ha pretendido cumplir, cabe destacar los siguientes:

- Obtener datos mensuales de transacciones de forma rápida (los países deben facilitar esta información al BCE en el plazo máximo de seis semanas, lo que requiere disponer de la información con bastante antelación).
- Recopilar datos de saldos, obtenidos como verdaderos saldos y no como acumulación de flujos.
- Facilitar la aplicación del principio del devengo en todas las inversiones de cartera, para lo cual es imprescindible disponer de saldos mensuales, con un desglose mínimo de los instrumentos en que se materializan.
- Poder desglosar las inversiones españolas en el exterior teniendo en cuenta el país del emisor de los valores y, además poder desglosar los activos materializados en valores emitidos por residentes en otros países de la Unión Monetaria Europea (UME) teniendo en cuenta el sector institucional del emisor. Este último requisito es imprescindible para que el BCE pueda obtener datos de los pasivos de las inversiones de cartera de la UME, desglosados por sectores institucionales.

— Poder utilizar en un futuro la base de datos centralizada de valores que está elaborando el BCE, a la que ya se ha hecho referencia anteriormente.

Además, otro de los objetivos del nuevo sistema ha sido contar con una información coherente de flujos y de saldos, que permita una reconciliación de la información de la balanza de pagos y de la PII. Finalmente, a la hora de diseñar el sistema de información se ha tenido en cuenta que en España la mayor parte de las inversiones en valores negociables de los residentes pertenecientes a los sectores no crediticios, se realizan a través de entidades depositarias residentes.

Teniendo en cuenta todos estos requisitos, el nuevo sistema presenta las características que se describen a continuación.

Enfoque elegido para obtener los datos de activos y pasivos

En ambos casos se ha optado por el enfoque mixto, si bien su aplicación es distinta según se trate de activos o de pasivos. En los activos el enfoque mixto consiste en obtener información de las entidades depositarias residentes⁷ y de los inversores finales residentes que mantienen sus valores depositados en entidades no residentes. La elección de este enfoque frente al del inversor final presenta numerosas ventajas en el caso de España, puesto que la actividad de depósito está concentrada en los bancos, las cajas de ahorros, las cooperativas de crédito y las sociedades y agencias de valores. Por tanto, se trata de un número de declarantes que, aunque significativo, es relativamente pequeño y concentrado si se compara con los inversores finales, permitiendo obtener un alto grado de cobertura. También cabe resaltar que este colectivo podrá facilitar la información más rápidamente.

⁷ Conviene advertir que aunque este apartado menciona exclusivamente el colectivo de las entidades depositarias, la obtención de los datos de las operaciones de inversión obliga a obtener también información de determinadas entidades que, sin actuar como depositarias, liquidan operaciones en los mercados de valores («entidades liquidadoras»). Asimismo, dentro del término depositaria, y en el caso de los pasivos, deben entenderse incluidas, a los efectos del sistema de información, las entidades gestoras de instituciones de inversión colectiva que facilitarán los datos de las participaciones de los no residentes en fondos de inversión españoles.

te y con más precisión que los inversores finales, lo que es crucial para poder cumplir con el calendario y los estándares de calidad de los datos mensuales requeridos por el BCE.

En los pasivos, la elección del enfoque mixto parece la única opción posible frente a la del enfoque residual que exigiría recibir un volumen de información notablemente mayor. De acuerdo con este enfoque se va a combinar información sobre:

- las emisiones de residentes en el exterior, disponible en la Oficina de Estadística y Central de Balances del Banco de España;

- los valores emitidos por residentes en poder de las entidades no residentes (incluso otras centrales depositarias no residentes) que mantengan cuentas de valores en las depositarias centrales residentes (Central de Anotaciones del Banco de España y el Sistema de Compensación y Liquidación de Valores);

- los valores emitidos por residentes en poder de titulares no residentes que mantengan cuentas de valores en las depositarias residentes;

- y, por último, sobre los valores emitidos por residentes que los inversores y entidades depositarias residentes mantengan depositados en entidades no residentes.

Combinando esta información de la forma indicada en el apartado sobre enfoques de los pasivos será posible calcular la cifra total de pasivos.

Periodicidad de la información

Tanto los datos de transacciones como de saldos se recogerán mensualmente, dentro de un sistema integrado de comunicación de saldos de las cuentas de valores y de los movimientos de dichas cuentas.

Detalle de la información

La información se refiere a valores negociables, distinguiendo entre valores de renta variable, participaciones en fondos de inversión, bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario.

No se incluye los instrumentos financieros derivados (opciones, futuros, *swaps*, *warrants*, etcétera).

Todos los datos se recogerán valor a valor, identificado por su código ISIN, de forma que pueda utilizarse en un futuro la Base de Datos Centralizada de Valores del BCE, para desglosar correctamente los activos por país y/o sector del emisor, para clasificar las operaciones por tipo de instrumento de forma homogénea y para calcular las rentas aplicando el principio del devengo y todo ello de forma coordinada con el resto de países miembros de la UME.

Además, se han incluido los desgloses mínimos imprescindibles para garantizar que la información obtenida cumpla con los requisitos metodológicos del *Quinto Manual de balanza de pagos*. Por ejemplo, se han desglosado las operaciones temporales (*repos*, simultáneas, préstamos de valores, etcétera) de las operaciones en firme, ya que las primeras no se incluyen dentro de las inversiones de cartera, sino en la categoría de «otras inversiones».

Importes mínimos de simplificación y de exención

Se han previsto importes mínimos de simplificación para las entidades depositarias residentes e importes mínimos de exención para los inversores finales residentes. Cuando no se superan los importes de simplificación, la entidad depositaria puede optar por declarar la información trimestralmente en lugar de mensualmente. Por el contrario, cuando no se superen los importes mínimos de exención no existe obligación de declarar, salvo que el Banco de España lo requiera expresamente.

Otros rasgos

Atendiendo a las características que se han descrito más arriba se puede concluir diciendo que el nuevo sistema de recogida de datos para las inversiones de cartera está basado en un modelo integrado de datos mensuales de flujos y saldos, valor a valor, que permite hacer reconciliaciones de los datos de la balanza de pagos y de la PII. En cuanto a la obtención de infor-

mación se utiliza un método indirecto, ya que la mayor parte de ella es proporcionada por las entidades depositarias residentes en lugar de acudir directamente a los inversores finales residentes. Tanto para los activos como para los pasivos se ha elegido el enfoque mixto, por las ventajas que presenta en el caso de España, frente a los otros enfoques posibles.

Las obligaciones de información de las entidades depositarias, liquidadoras, gestoras y de los residentes que mantiene cuentas de valores directamente en entidades no residentes se han desarrollado en la Circular 2/2001, de 18 de julio, publicada por el Banco de España. Dicha Circular ha entrado en vigor el 1 de enero de 2002, siendo la primera información a remitir la correspondiente a los saldos de 31 de diciembre de 2001 y a las operaciones de enero de 2002. Además, el nuevo sistema utilizará información complementaria para obtener el dato de los pasivos, procedente de las depositarias centrales residentes y de las estadísticas de las emisiones de residentes en el exterior.

Problemas pendientes

El nuevo sistema, que descansa fundamentalmente en la información proporcionada por las entidades depositarias residentes⁸, presenta algunos problemas que pueden incidir en mayor o menor medida, en el cálculo correcto de las inversiones de cartera. Los problemas más relevantes se describen a continuación.

Identificación de las operaciones con valores negociables

El primero es la identificación de las operaciones temporales (*repos*, simultáneas, préstamos de valores, etcétera) en las operaciones con valores negociables que realizan los clientes de las entidades depositarias residentes. La identificación de este tipo de operaciones es crucial para poder clasificarlas, de acuerdo con el *Quinto manual* del FMI, en la categoría de «otras inver-

siones» en lugar de en «inversiones de cartera». Con el nuevo sistema, el problema afecta a las operaciones temporales concertadas por residentes que no pertenecen al sector de las Instituciones Financieras Monetarias (IFM), y que mantienen los valores depositados en entidades residentes, ya que estas entidades sólo pueden distinguir si un valor se adquiere o no con pacto de retrocesión en sus propias operaciones, pero no en las de sus clientes.

En la medida en que las operaciones *repo* y simultáneas sean relevantes para los residentes distintos de las IFM, mayor será la incidencia sobre los datos. En el caso de España se hizo un estudio con datos de transacciones del año 2000 para comprobar la importancia de las operaciones temporales por sectores institucionales. El resultado fue que, en términos brutos (sumando cobros y pagos), sólo un 2 por 100 del total de estas operaciones se realizaron por residentes que no pertenecen al sector de IFM. En años sucesivos se volverá a realizar este ejercicio para estudiar la tendencia de estas operaciones. De momento, no se ha previsto qué tipo de ajuste se realizará en los datos.

Identificación de las operaciones temporales

El segundo es la identificación de las operaciones con valores negociables que son inversiones directas en lugar de inversiones de cartera. La separación de las inversiones en directas y en cartera afecta sobre todo a las inversiones en acciones. También las inversiones en bonos y obligaciones y en instrumentos del mercado monetario se deben separar en directas y en cartera, si bien se supone que las inversiones en estos instrumentos son, en su gran mayoría, inversiones de cartera. Las posibles soluciones están condicionadas a las decisiones que se vayan tomando, sobre la forma de ir mejorando la información disponible actualmente en los registros de cobros y pagos sobre las inversiones directas. Estas inversiones representan el siguiente objetivo de mejora de información que el Banco de España se propone abordar, una vez consolidada la nueva metodología descrita para las inversiones de cartera.

⁸ Recuérdese que también intervienen entidades liquidadoras que no son depositarias y sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva.

Aplicación del principio de devengo

El tercero es la aplicación del principio del devengo en el cálculo de la rentas, que se abordará durante el año 2002. Para este cometido, el Comité de Estadísticas del BCE ha aprobado recientemente la creación de un grupo de trabajo que se reunirá a lo largo de este año. Las conclusiones y recomendaciones a las que llegue este grupo se tratarán de poner en práctica en España.

4. Conclusiones

Las inversiones exteriores se recogen en la cuenta financiera de la balanza de pagos y se dividen en: inversiones directas, inversiones de cartera, instrumentos financieros derivados, otras inversiones y reservas. El *Quinto Manual* del FMI contiene la metodología que todos los países deben aplicar en la elaboración de la balanza de pagos, para aplicar criterios homogéneos y permitir su comparabilidad internacional. Aunque el FMI establece criterios generales, y en ocasiones reglas prácticas, no siempre es fácil asignar una operación financiera a una determinada categoría de inversión. En el caso español, dentro de las inversiones directas, el principal problema se plantea con las utilidades reinvertidas, para las que no ha sido posible conseguir una mínima cobertura de información. Además cabe citar, entre otros, la clasificación de las participaciones cruzadas cuando son inferiores al 10 por 100 y la identificación como inversión directa de las inversiones extranjeras en sociedades que cotizan en bolsa.

Por lo que se refiere a las inversiones de cartera y a las otras inversiones, existen problemas de clasificación de algunas operaciones con valores en las que resulta complicado distinguir entre valores negociables y no negociables. Cabe reseñar, también, los problemas que plantea la inclusión de las cesiones y adquisiciones temporales de valores en la categoría de otras inversiones en lugar de como inversiones de cartera, así como las dificultades para medir correctamente las operaciones con valores a través de la información sobre cobros y pagos, debido

al creciente número de operaciones que se producen en mercados cada vez más desarrollados e integrados.

En cuanto a los instrumentos financieros derivados es importante resaltar la revisión que hizo el FMI, en 1997, de la redacción de su *Quinto manual* para aclarar que todo instrumento financiero que pueda valorarse porque exista un precio de mercado para el activo subyacente debe incluirse en la cuenta financiera, con independencia de que se negocie o no en mercados organizados, y con independencia de cuál sea el activo subyacente. No obstante, la aplicación de los criterios metodológicos en esta rúbrica plantea numerosos problemas.

En la actualidad, los datos de las inversiones exteriores en la balanza de pagos española proceden de un sistema de información basado en los cobros y pagos exteriores que facilitan las entidades de crédito (operaciones propias y operaciones de sus clientes) y los residentes que operan directamente con el exterior. Estos sistemas se encuentran con problemas crecientes para proporcionar una información correcta debido a la mayor variedad y complejidad de los mercados e instrumentos financieros y a la integración de los sistemas de pagos.

Además, los cambios producidos desde la entrada en vigor de la Unión Monetaria Europea llevan aparejados nuevas dificultades para los compiladores de la balanza de pagos, al tiempo que coinciden con nuevas demandas de información, necesarias para la elaboración de la balanza de pagos de la UME frente al resto del mundo. Esta situación ha llevado al Banco de España a empezar a diseñar un nuevo sistema de recogida de información para sustituir progresivamente al sistema actual.

Como primer paso, el Banco de España ha publicado la Circular 2/2001, de 18 de julio, sobre declaración de operaciones y saldos de activos y pasivos exteriores en valores negociables. Esta Circular, que entró en vigor el 1 de enero de 2002, establece un nuevo sistema de declaración para las inversiones en valores negociables que descansa principalmente en la información que tienen que proporcionar las entidades depositarias y liquidadoras residentes que actúan en los mercados organizados de valores negociables. Además, se amplía la obligación de declaración a los inversores finales residentes que mantengan activos

en forma de valores negociables depositados en entidades no residentes.

Referencias bibliográficas

[1] BANCO CENTRAL EUROPEO (2002): *Task Force on Portfolio Investment Collection Systems, Full Report*, Frankfurt, próxima publicación en: <http://www.ecb.int/>.

[2] BANCO DE ESPAÑA (2001): *Balanza de Pagos de España 2000*, primera edición, Madrid, disponible en <http://www.bde.es>.

[3] BANCO DE ESPAÑA (2001): *Circular 2/2001, de 18 de julio,*

sobre Declaración de operaciones y saldos de activos y pasivos exteriores en valores negociables, Madrid, disponible en <http://www.bde.es>.

[4] BANCO INTERNACIONAL DE PAGOS (2001): *A Glossary of Terms Used in Payments and Settlement Systems*, Committee on Payments and Settlements Systems, Basilea, disponible en <http://www.bis.org>.

[5] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1993): *Manual de Balanza de Pagos*, quinta edición, Washington.

[6] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1995): *Guía de compilación de Balanza de Pagos*, primera edición, Washington.

[7] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1997): *Medición estadística de los instrumentos financieros derivados*, primera edición, Washington.

ANEXO

Tipos de entidades depositarias que operan en los mercados financieros

Entidad	Descripción
Custodio	Entidad (habitualmente bancaria) que mantiene y gestiona valores de sus clientes y que puede proporcionar a éstos diversos servicios, entre otros, servicios de liquidación, gestión de tesorería, préstamo de valores, etcétera.
Custodio global	Entidad que proporciona a sus clientes servicios de custodia para valores negociados y liquidados no sólo en el país de residencia del custodio, sino también en otros muchos países.
Custodio local	Entidad que proporciona servicios de custodia para valores negociados y liquidados en el país de residencia del custodio.
Depositaria central de valores.....	Entidad o institución utilizada para la tenencia de valores, que permite que las operaciones con valores sean registradas mediante anotaciones en cuenta. La depositaria puede o bien inmovilizar los títulos físicos o bien éstos pueden ser simplemente valores inmateriales (es decir, existir tan sólo como registros electrónicos). Además de la custodia, una depositaria central de valores puede actuar como entidad liquidadora.
Depositaria internacional de valores	Depositaria central de valores que realiza funciones de liquidación en operaciones con valores extranjeros o en operaciones en el exterior con valores nacionales. Actualmente sólo existen dos depositarias internacionales dentro de la Unión Europea: Euroclear y Clearstream.
Subcustodio	Término que se utiliza en los casos en que un custodio (por ejemplo, un custodio global) mantiene sus valores a través de otro custodio (por ejemplo, un custodio local), para designar a este último.