

LA FINANCIACION EXTERIOR DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA

El importante incremento de los flujos de capital que ha tenido lugar en la década de los ochenta, como resultado de la desregulación de los mercados financieros y de la liberalización de los movimientos de capital, ha producido una profunda transformación del contexto en el que se realizan las transferencias de capitales entre las distintas economías. **Eloisa Ortega Regato** presenta en este trabajo una descripción de los principales cambios registrados en los movimientos de capital entre España y el exterior a lo largo de los últimos años, así como un análisis de los factores que han influido en el cambio de las pautas habituales de endeudamiento en moneda extranjera.

I. INTRODUCCION

A lo largo de la década de los años ochenta, como consecuencia de la liberalización de los controles de capital y de la desregulación de los mercados financieros, se ha producido un marcado aumento en los flujos internacionales de capital. Este desarrollo ha ido acompañado de una progresiva complejización en la estructura por prestatarios y prestamistas de los mercados internacionales de fondos prestables, y ha contribuido a aumentar la importancia relativa de las balanzas de capitales de las distintas economías, que tradicionalmente habían desempeñado un papel estrictamente compensador de los desequilibrios de las operaciones corrientes.

Todo ello ha transformado el marco en el que se producían las transferencias de capitales entre las diversas economías, y ha generado una serie de consecuencias que conviene destacar. En primer lugar, se ha producido un aumento generalizado en los volúmenes de déficit corriente fi-

nanciables con ahorro exterior. En efecto, ante la intensificación de los desequilibrios por cuenta corriente que han experimentado las principales economías en los últimos años, las sumas netas de capitales requeridas para financiar tales desajustes han sido ampliamente superadas por los flujos de capitales recibidos del exterior. Además, la creciente movilidad de capitales ha tenido dos derivaciones adicionales, con repercusiones importantes sobre los canales de transmisión y sobre la eficacia de las políticas económicas instrumentadas: se ha registrado una interrelación creciente entre los tipos de interés de las distintas economías, y además se ha producido un aumento considerable en la dependencia de los tipos de cambio respecto de los flujos internacionales de capital. Ambos factores han tendido a limitar la independencia de las políticas monetarias nacionales.

Un fenómeno de similares características se ha producido en la economía española en los últimos años. En este caso, la

mayor movilidad internacional de capitales se ha reflejado en un marcado aumento de las entradas de capital. En efecto, aunque los volúmenes de apelación de esta economía a la financiación exterior fueron muy importantes desde mediados de los años setenta, a partir de 1986 se observa un aumento sostenido en los flujos de ahorro procedentes del resto del mundo, un incremento en la diversificación de instrumentos emitidos por los prestatarios españoles y una importante disminución de la financiación en moneda extranjera aportada por organismos oficiales. Todo ello configura un panorama perfectamente diferenciado del vigente antes de 1986, con una mejora significativa de la capacidad de ajuste de la economía española ante la eventual aparición de *shocks* de origen externo.

En este artículo, se hace un análisis descriptivo de los principales cambios que se han registrado en los movimientos de capital entre España y el exterior en los últimos años, junto con un estudio relativamente detallado de los factores que han contribuido a modificar los patrones habituales de endeudamiento en moneda extranjera.

Para la mejor comprensión de la magnitud alcanzada por estas modificaciones, se incluye un apartado en el que se repasan las características de la balanza de capitales entre los años 1975 y 1985, período en el que la economía española registró una fuerte dependencia respecto de la financiación exterior. En el cuadro n.º 1 se presenta la evolución de las principales partidas de la balanza de capitales entre los años 1975 y 1989.

II. LA FINANCIACION EXTERIOR EN EL PERIODO 1975-1985

En el período comprendido entre los años 1975 y 1985, la evolución de la balanza de capitales de la economía española estuvo dominada por los flujos de entradas de capital que se produjeron como consecuencia de la importancia alcanzada por la

financiación crediticia en moneda extranjera. En este período, otras operaciones de adquisición de pasivos frente al exterior y, en general, la adquisición de activos en el resto del mundo alcanzaron magnitudes considerablemente inferiores. El lento avance de las salidas de capital se debió, fundamentalmente, a las restricciones que, sobre este tipo de operaciones, establecía un sistema

de control de cambios diseñado desde la perspectiva de una economía con persistentes necesidades de financiación y con una divisa habituada a soportar importantes presiones hacia su depreciación.

Como refleja el gráfico 1 —en el que se representa la evolución en relación al PIB del saldo de la balanza por cuenta corriente, y

CUADRO N.º 1

BALANZA DE CAPITALES (*) (Millones de dólares)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
I. Saldo de la balanza de capitales (I = II + III + IV + V + VI + VII)	2.993	3.929	3.371	- 1.334	1.107	6.291	6.160	5.564
II. Capital a largo plazo (II = A + B)	1.861	2.150	3.276	2.055	3.424	4.696	4.812	2.717
A. Privado (A = a + b)	1.669	1.435	1.825	2.561	3.064	4.279	3.898	1.439
a) del exterior en España	2.010	1.815	2.020	2.870	3.370	4.637	4.319	2.438
Inversiones	609	395	637	1.228	1.484	1.501	1.818	1.782
Créditos	1.401	1.420	1.383	1.642	1.886	3.136	2.500	656
b) de España en el exterior	- 341	- 381	- 195	- 309	- 306	- 357	- 421	- 999
Inversiones	- 189	- 207	- 185	- 249	- 339	- 307	- 313	- 814
Créditos	- 152	- 173	- 10	- 60	33	- 50	- 108	- 185
B. Público (B = a + b)	192	715	1.451	- 506	359	416	914	1.277
a) del exterior en España	207	776	1.452	- 315	334	389	939	1.442
Inversiones	—	—	—	32	3	—	—	—
Créditos	207	776	1.452	- 347	331	389	939	1.442
b) de España en el exterior	- 15	- 61	- 2	- 191	25	28	- 24	- 164
Inversiones	—	—	—	—	—	—	—	—
Créditos	- 15	- 61	- 2	- 191	25	28	- 24	- 164
III. Capital a corto plazo	75	- 24	158	- 125	- 46	- 19	128	4
IV. Instituciones bancarias (IV = a + b + c + d)	738	733	953	319	1.550	1.145	525	- 685
a) Posición de contado	- 5	9	- 35	6	- 116	109	- 24	- 365
b) Pasivos en pesetas convertibles	30	176	721	669	757	863	957	557
c) Créditos en moneda extranjera a residentes	780	700	621	249	1.309	625	71	70
d) Créditos a no residentes	- 67	- 152	- 354	- 605	- 400	- 452	- 482	- 947
V. Variación de reservas centrales	124	944	- 1.145	- 3.889	- 2.985	650	781	3.486
VI. Operaciones con el F.M.I.	605	90	—	50	- 455	78	2	- 151
VII. Errores, omisiones y diferencias de valoración	- 410	36	129	256	- 380	- 256	- 80	194

(*) Variaciones anuales en millones de dólares. Un signo positivo (ausencia de signo) significa una entrada neta de capitales y un signo negativo, una salida. En la línea de variación de reservas centrales, un signo positivo representa una disminución de reservas centrales y un signo negativo, un aumento de reservas.

Fuente: Registro de caja.

CUADRO N.º 1 (conclusión)

BALANZA DE CAPITALES (*)
 (Millones de dólares)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
I. Saldo de la balanza de capitales (I = II + III + IV + V + VI + VII)	3.553	-1.070	-585	-4.962	-1.233	3.098	11.642
II. Capital a largo plazo (II = A + B)	3.241	3.346	-1.515	-1.394	9.617	10.199	17.218
A. Privado (A = a + b)	2.157	2.568	-1.146	613	9.560	10.859	13.952
a) del exterior en España	2.481	3.213	-136	1.123	10.038	12.783	15.536
Inversiones	1.673	1.999	2.458	5.150	7.989	9.128	14.639
Créditos	808	1.214	-2.594	-4.027	2.049	3.655	896
b) de España en el exterior	-324	-646	-1.010	-510	-477	-1.925	-1.583
Inversiones	-322	-419	-589	-927	-680	-1.371	-1.594
Créditos	-2	-227	-422	417	202	-553	11
B. Público (B = a + b)	1.084	778	-369	-2.007	57	-659	3.266
a) del exterior en España	1.162	929	-229	-1.684	369	128	3.501
Inversiones	-	2	4	15	330	330	1.996
Créditos	1.162	927	-233	-1.699	39	-202	1.505
b) de España en el exterior	-78	-151	-140	-324	-312	-787	-235
Inversiones	-	-	-1	-3	-36	1	-
Créditos	-78	-151	-139	-320	-275	-788	-235
III. Capital a corto plazo	35	-47	-120	-178	743	811	-350
IV. Instituciones bancarias (IV = a + b + c + d)	476	1.157	-1.896	-530	2.855	3.639	3.008
a) Posición de contado	-24	-73	-608	-143	1.400	1.860	1.038
b) Pasivos en pesetas convertibles	634	1.466	-47	1.124	580	1.062	1.009
c) Créditos en moneda extranjera a residentes	19	-254	-1.320	-1.236	1.286	1.297	792
d) Créditos a no residentes	-153	18	79	-275	-411	-580	169
V. Variación de reservas centrales	326	-4.487	1.912	-2.701	-14.171	-9.703	-4.547
VI. Operaciones con el F.M.I.	-7	-	-	-	-	-	-
VII. Errores, omisiones y diferencias de valoración	-518	-1.040	34	-159	-277	-1.848	-3.687

(*) Variaciones anuales en millones de dólares. Un signo positivo (ausencia de signo) significa una entrada neta de capitales y un signo negativo, una salida. En la línea de variación de reservas centrales, un signo positivo representa una disminución de reservas centrales y un signo negativo, un aumento de reservas.

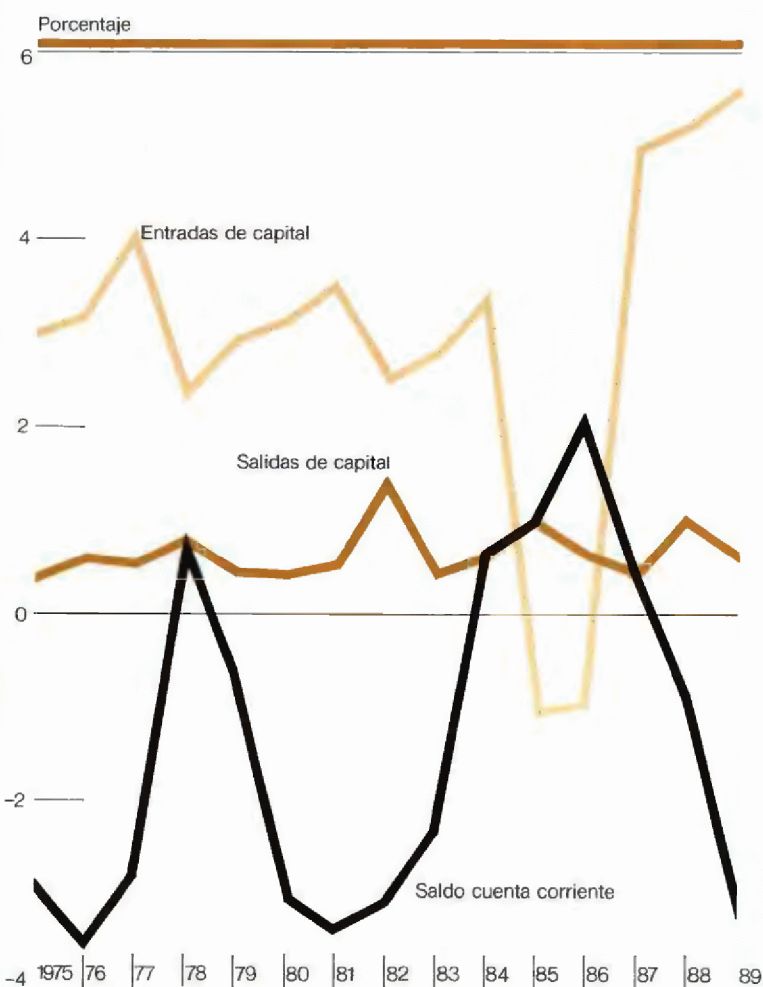
Fuente: Registro de caja.

de las entradas y salidas de capital en el período comprendido entre los años 1975 y 1989—, los flujos de entradas de capital alcanzaron niveles siempre muy elevados, aunque, en términos del PIB, relativamente invariables hasta 1984. El porcentaje medio del período 1975-84 se situó en torno al 3,1 por 100, frente a tan sólo el 0,6 por 100 que representaron las salidas de capital.

En esta primera etapa, la evolución de las cuentas exteriores de la economía española estuvo absolutamente condicionada por el deterioro de la relación real de intercambio que se produjo como consecuencia de las sucesivas subidas en los precios del petróleo (1). Dicho deterioro, que se tradujo en una marcada tendencia al déficit de la balanza por cuenta corriente (véase gráfi-

co 1), determinó un aumento considerable en las necesidades de financiación exterior de la economía española, lo que, a su vez, condujo a una afluencia masiva de prestatarios españoles hacia los mercados exteriores en busca de financiación. El recurso al endeudamiento exterior, en un período de marcada insuficiencia de fondos en los mercados internos de financiación a largo

GRAFICO 1
SALDO CUENTA CORRIENTE Y ENTRADAS Y SALIDAS
DE CAPITAL EN RELACION AL PIB



En efecto, entre 1975 y 1985, ni las inversiones extranjeras ni las entradas de capital generadas por las operaciones en divisas realizadas por bancos y cajas alcanzaron cifras comparables a las del recurso al crédito externo. Así, las inversiones procedentes del exterior experimentaron crecimientos continuados, aunque de escasa magnitud, a pesar de que el régimen de control de cambios aplicable sobre estos movimientos de capital experimentó tímidos avances hacia su liberalización. La propia incertidumbre acerca de la capacidad de la economía española para resolver los profundos desequilibrios generados por las crisis energéticas y, por supuesto, la creciente dificultad para colocar instrumentos denominados en pesetas, dados los interrogantes acerca de la evolución futura de las tasas de inflación y del tipo de cambio de la peseta, estuvieron en la base del lento avance de estas entradas de capital.

Por su parte, la escasa significación de los volúmenes de capital generados como consecuencia de la actividad de bancos y cajas en moneda extranjera debe explicarse por el mantenimiento, en todo este periodo, de restricciones importantes, que limitaban estas operaciones con el fin de reducir los movimientos especulativos en contra de la peseta y aminorar la variabilidad de su tipo de cambio.

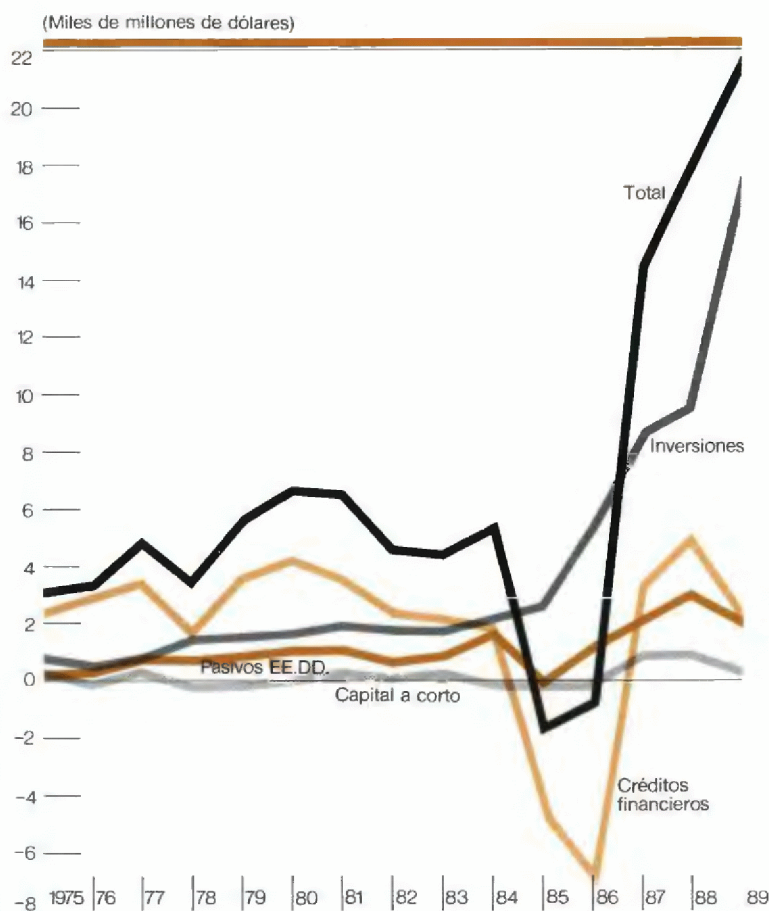
En resumen, como se desprende de las páginas anteriores, la evolución de la balanza de capitales española entre los años 1975 y 1985 estuvo fundamentalmente influida por la financiación crediticia en moneda extranjera, variable que refleja una correlación muy elevada con el saldo de la balanza por cuenta corriente y, por consiguiente, con

plazo y de aplicación relativamente liberal de la normativa reguladora de los préstamos exteriores (2), se convirtió así en la vía principal de financiación en moneda extranjera (véase gráfico 2).

A partir de 1984, el saneamiento de las cuentas exteriores propició, en un contexto de reducciones importantes en los diferenciales de tipos de interés y

de detención en el proceso de depreciación del dólar, la puesta en marcha de cuantiosas amortizaciones anticipadas de créditos exteriores y de una marcada reducción del recurso al crédito bruto, sobre todo en los plazos más largos. Sin embargo, también en este periodo la evolución de la balanza de capitales continuó estando dominada por lo ocurrido con la financiación crediticia en moneda extranjera.

**GRAFICO 2
ENTRADAS DE CAPITAL**



las mayores o menores necesidades de financiación que de dicho saldo se derivaban. En este período, otros factores —como los diferenciales de tipos de interés o las expectativas acerca de la evolución futura del tipo de cambio— desempeñaron un papel más secundario. En el caso de la posible influencia del tipo de cambio sobre las necesidades de financiación exterior, cabe considerar que durante los primeros años ochenta el endeudamiento en moneda extranjera continuó realizándose a plazos

muy largos, sin que las decisiones sobre estructura del endeudamiento incorporaran, aparentemente, la fuerte depreciación que venía registrando la peseta respecto al dólar (véase gráfico 3) y las expectativas de depreciación existentes en ese momento. Esta consideración es importante porque, durante la década de los setenta y los primeros ochenta, la mayor parte de los préstamos exteriores se contrataron en dólares y, por consiguiente, el encarecimiento a *posteriori* que experimentó la fi-

nanciación exterior, como consecuencia de la depreciación de la divisa americana, alcanzó magnitudes muy importantes, llegando a hipotecar, en algunos sectores específicos, la evolución posterior de sus cuentas de resultados.

III. LA FINANCIACION EXTERIOR EN EL PERIODO 1986-1989

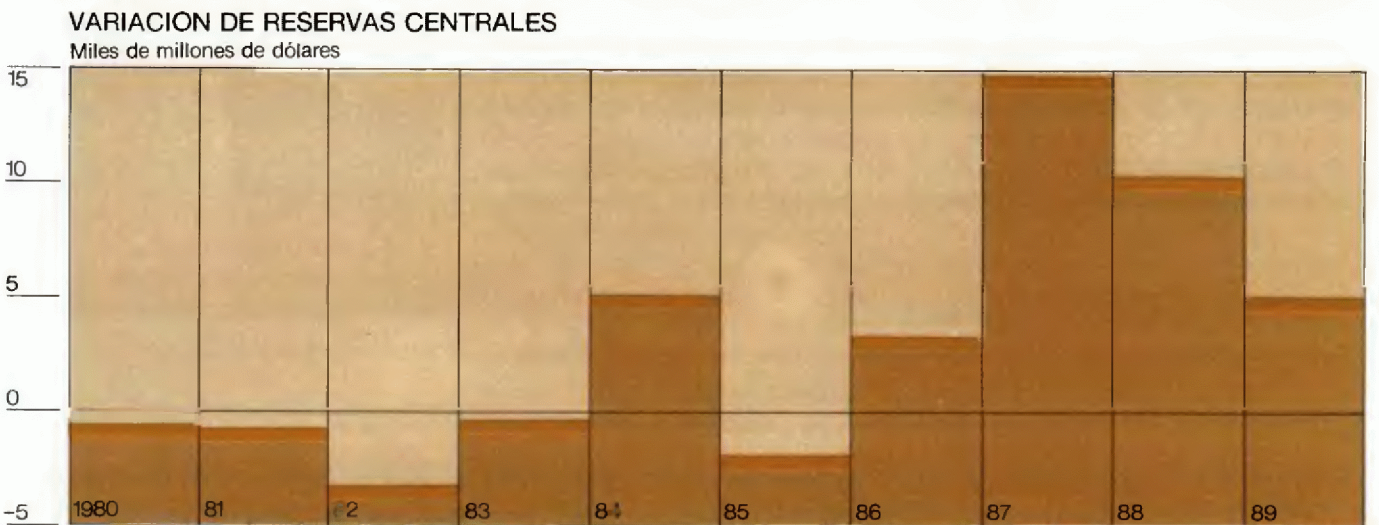
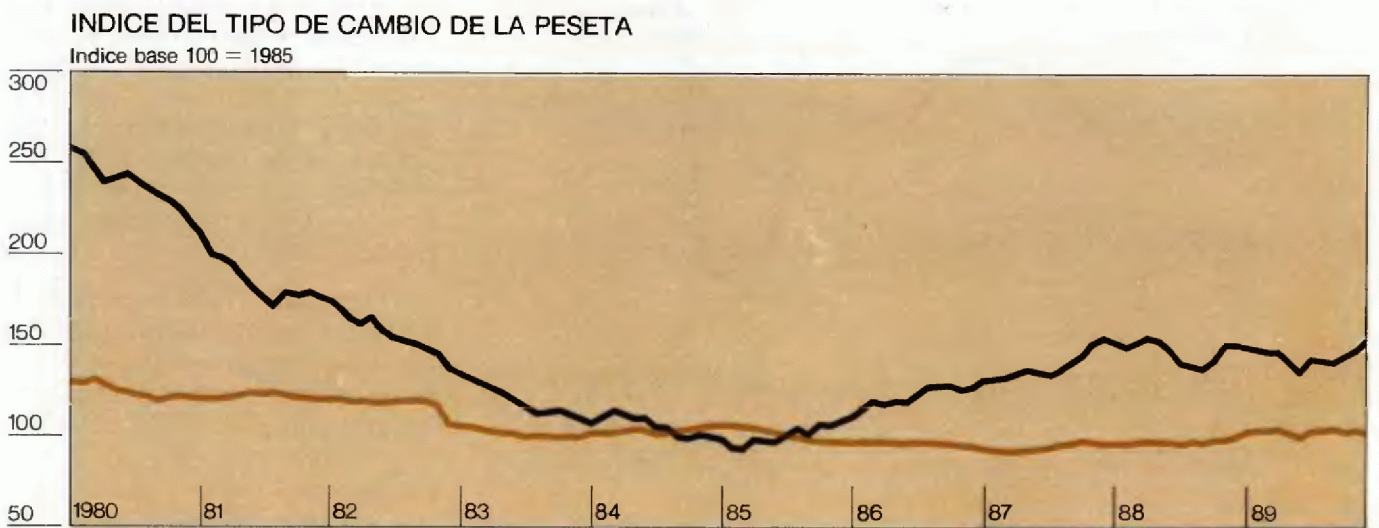
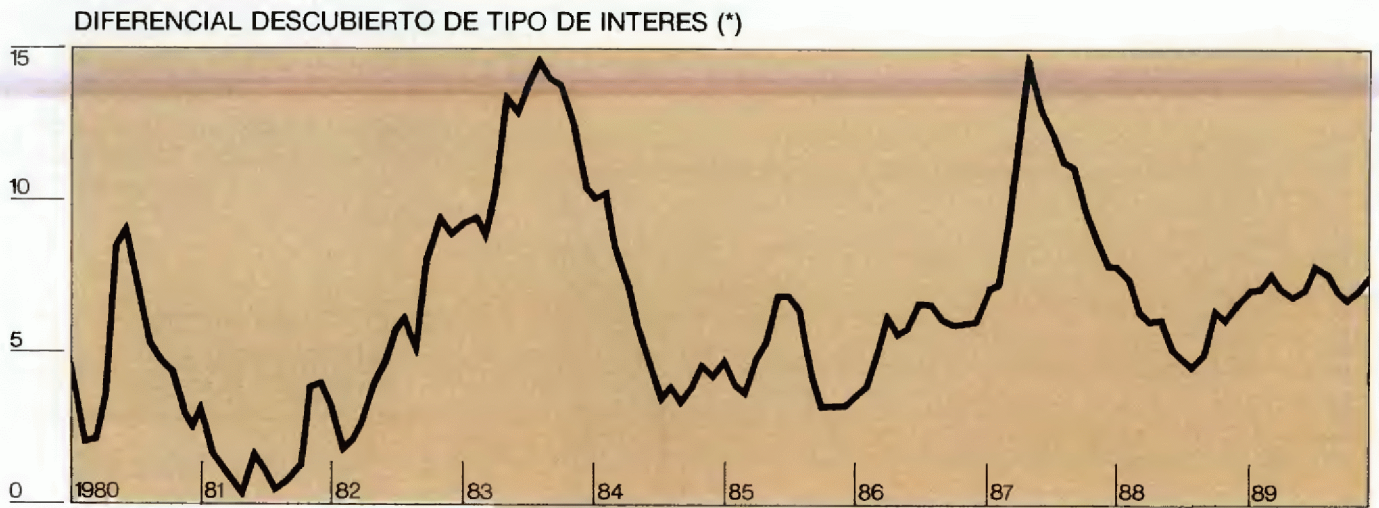
1. Consideraciones generales

Como se ha señalado en la introducción, a partir de 1986 se produjo un notable incremento en la tasa de avance de las entradas de capital —en el promedio del período, supusieron un 5,3 por 100 en relación al PIB—, mientras que los flujos de salida mantuvieron los bajos niveles del período anterior.

Entre 1986 y 1989 se produjo, además, un considerable aumento en el número de instrumentos a través de los cuales la economía española adquirió pasivos frente al exterior, hecho que provocó un drástico cambio en los patrones de endeudamiento en moneda extranjera vigentes con anterioridad a 1986. En este sentido, el principal protagonismo de la balanza de capitales en esta segunda etapa correspondió a la inversión extranjera en activos emitidos por el sector privado, tanto a largo como a corto plazo, mientras que la financiación crediticia desempeñó un papel relativamente menos importante. La operatoria en moneda extranjera de bancos y cajas experimentó también un avance considerable.

Todo ello fue posible por la confluencia de una serie de desarrollos institucionales que tendieron a aumentar la capacidad

GRAFICO 3
EVOLUCION DE ALGUNAS VARIABLES DETERMINANTES
DE LOS FLUJOS DE CAPITALES ENTRE ESPAÑA Y EL EXTERIOR
Y EVOLUCION DE LAS RESERVAS CENTRALES



(*) Diferencial entre tipo de interés interbancario de la peseta a tres meses y el del tipo medio del Euromercado a igual plazo.

de los prestatarios españoles para emitir en el exterior y obtener financiación a través de un mayor número de instrumentos, en un contexto en el que otros factores situaron la rentabilidad esperada de los activos denominados en pesetas en niveles muy elevados.

Un análisis detallado de la influencia relativa de cada uno de estos factores es fundamental para comprender la evolución de la balanza de capitales en los últimos años.

2. Factores explicativos de las entradas de capital

A) *La combinación de políticas económicas instrumentadas en este período.*

La economía española inició, a mediados de 1985, una recuperación importante que se mantuvo con intensidad a lo largo de los cuatro últimos años. Dicha recuperación se caracterizó por la fuerte expansión de la demanda interior, el crecimiento del empleo y el aumento de los beneficios empresariales. A lo largo de este período, sin embargo, se mantuvieron latentes importantes tensiones inflacionistas, a la vez que se producía un fuerte deterioro del saldo de las corrientes comerciales en términos reales. El ingreso de España en la Comunidad se produjo, por consiguiente, en una situación de fuerte recuperación de la economía española, lo que probablemente minimizó ciertos costes de ajuste vinculados a la nueva coyuntura, aunque contribuyó a intensificar la magnitud del déficit exterior a través de la reducción del grado de protección comercial.

La política económica dise-

ñada durante este período se dirigió a la corrección de los desequilibrios señalados. El peso del ajuste recayó, principalmente, sobre la política monetaria, ya que la utilización de otros instrumentos entrañaba enormes dificultades. Por su parte, la política cambiaria estuvo orientada a contrarrestar la tendencia a la apreciación de la peseta que se venía registrando desde finales de 1985, y que se asentaba principalmente en la mejora de la relación real de intercambio y en la intensidad alcanzada por las entradas de capital. Con ello, se pretendía evitar los riesgos asociados a un deterioro de la competitividad de las exportaciones españolas en un momento de desmantelamiento de sus mecanismos de protección.

En 1986, la intensidad de los problemas señalados fue moderada. Las tensiones inflacionistas no fueron especialmente graves, a pesar de la introducción del IVA, y, desde la perspectiva del saldo de la cuenta corriente, los efectos positivos de la mejora de la relación real de intercambio en años anteriores se prolongaron a lo largo de 1986. Además, la conducción del tipo de cambio en la dirección deseada no planteó dificultades, a pesar del saldo superavitario de la cuenta corriente, porque la reducción en los diferenciales de interés con el exterior y la detención del proceso de depreciación del dólar (véase gráfico 3) puso en marcha un proceso de amortización anticipada de créditos exteriores y de importante reducción del recurso al crédito bruto.

A partir de 1987, sin embargo, la intensidad del ritmo de expansión de la demanda nacional impulsó fuertemente la demanda de financiación del sector privado, hecho que, junto con un

aumento muy importante de las necesidades de obtención de recursos por el sector público y con el fuerte incremento registrado por las entradas de capital ante las favorables perspectivas de la economía, determinó un marcado aumento de la liquidez. Como consecuencia de todo ello, en la primera mitad de 1987 se registró una fuerte elevación de los tipos de interés, que indujo entradas adicionales de capitales e incrementó las presiones apreciatorias sobre la peseta. Este último elemento dificultó enormemente la consecución de unos objetivos monetarios altamente restrictivos e hizo necesaria la introducción de ciertas medidas de control de cambios.

Este episodio, que alcanzó especial virulencia en el primer semestre de 1987, volvió a repetirse en el curso de los años siguientes. En efecto, durante 1987, 1988 y 1989, las entradas de capital continuaron avanzando a buen ritmo, y los conflictos entre los objetivos de política monetaria y de tipo de cambio siguieron apareciendo de manera recurrente, aunque con menor intensidad. La tensión a favor de la apreciación de la peseta se mantuvo a lo largo de los tres años señalados, en un contexto en el que los diferenciales de tipos de interés con el exterior se mantuvieron sistemáticamente por encima de los cinco puntos porcentuales. Ambos factores, que resultaron de la combinación de políticas instrumentadas en este período, determinaron una rentabilidad esperada para los activos denominados en moneda nacional altamente competitiva.

B) *El ingreso de España en la Comunidad y efectos derivados.*

La adhesión de España a la Comunidad, a través principalmente de su contribución a la mejora en las perspectivas a medio plazo de la economía española, ha sido un elemento crucial en la determinación del incremento registrado por las entradas de capital en los últimos años. El impacto de este factor se ha producido a través de dos vías principales: la ampliación de su mercado potencial y la reducción de la incertidumbre en torno a diversos aspectos de la evolución de la economía española a medio plazo.

En efecto, en 1986, fecha de adhesión a la Comunidad, se inició un proceso de desmantelamiento arancelario que ha llevado a los inversores extranjeros a tomar posiciones en un mercado amplio y que experimenta un marcado proceso de expansión. El efecto inicial de esta variable se ha visto amplificado, además, por dos elementos adicionales: la recuperación de las tasas de beneficio que se ha producido con el proceso de expansión de la economía española y la progresión hacia el mercado único, que ha acelerado las inversiones de países no europeos (Estados Unidos y Japón, sobre todo) en países comunitarios, con el fin de adquirir posiciones estratégicas que les permitan acceder al mercado europeo a partir de 1992.

El segundo canal de causalidad ha sido la reducción de las incertidumbres acerca del curso a medio plazo de la política económica española. En efecto, la pertenencia a la Comunidad reduce la autonomía de ciertas parcelas de las políticas económicas domésticas y dota de irreversibi-

lidad a algunos de estos desarrollos. La entrada en vigor de sucesivas directivas, por ejemplo, ha obligado a los países miembros a tomar medidas para la liberalización de los movimientos de capital con el exterior o a adaptar los mercados institucionales para la futura liberalización de los servicios financieros y bancarios. En el caso de España, ello ha redundado en la agilización del proceso de liberalización de los movimientos de capital y en la adecuación de numerosas normas a las vigentes en la Comunidad.

C) *La liberalización de los movimientos de capital.*

Como se señala en el epígrafe anterior, desde el momento de su adhesión a la Comunidad, la economía española ha seguido un proceso de gradual liberalización en las restricciones que limitaban sus movimientos de capital con el exterior. Este proceso de liberalización, que ha superado ampliamente los compromisos que establecían las directivas comunitarias (3) y se ha anticipado en algunos casos a los calendarios que éstas fijaban, ha sido especialmente intenso en lo referente a ciertas salidas de capital (inversiones españolas, sobre todo) y a la operatoria en moneda extranjera de bancos y cajas; concretamente, en algunos aspectos relacionados con la toma y colocación de fondos en divisas y con la asunción de riesgos por las entidades.

Como resultado de ello, durante los cuatro años transcurridos desde 1986, el esquema de control de cambios de la economía española ha registrado una profunda modificación, por la cual los inversores extranjeros han quedado facultados para invertir en una amplia gama de ac-

tivos denominados en pesetas y los residentes españoles han comenzado a captar pasivos del exterior a través de una gran diversidad de instrumentos. Desde la perspectiva de las salidas de capital, también se han producido avances muy significativos en este período. Desde diciembre de 1988, los residentes españoles pueden efectuar en el exterior, sin ningún tipo de restricción, inversiones directas y en inmuebles, y comprar títulos denominados en moneda extranjera; sólo la adquisición de títulos expresados en moneda nacional o la realización de ciertas operaciones a corto plazo en el exterior están sometidas a autorización.

Ello, sin embargo, no ha repercutido de manera apreciable en el ritmo de adquisición de activos en el exterior por residentes españoles. Por el contrario, el fuerte avance registrado por las entradas de capital en este período, y los problemas que han generado en términos del control monetario, ha conducido a las autoridades a reintroducir de manera temporal ciertas restricciones, que, en todo caso, no deben interferir con el esquema general de liberalización.

D) *Otros desarrollos institucionales*

La escasa presencia de inversores extranjeros en los mercados de capitales españoles se ha atribuido, a menudo, a la fuerte incertidumbre acerca de la evolución a medio plazo de las tasas de inflación y del tipo de cambio de la peseta, y a la inexistencia de mercados organizados eficientemente y con tramos secundarios suficientemente desarrollados (4).

En los últimos años, dos avances institucionales han creado el

marco adecuado para el desarrollo de estos mercados y, por consiguiente, para la mayor aceptación de títulos españoles en las carteras de no residentes: la puesta en marcha de la Central de Anotaciones en Cuenta, en el verano de 1987 (5), y la entrada en vigor de la Ley del Mercado de Valores, en julio de 1989 (6).

El sistema de anotaciones en cuenta supuso la creación del marco adecuado para el buen funcionamiento del nuevo mercado de títulos públicos. A través del abaratamiento de los costes de emisión y transmisión de los activos, de la mayor seguridad de las transacciones y de la reducción de los períodos de liquidación, se ha impulsado un mercado secundario fluido que ha ganado en aceptación entre segmentos de inversores cada vez más amplios, entre ellos, los no residentes. Para este último grupo de inversores, las letras del Tesoro (7) han sido el instrumento público preferido en este último período, a través del cual se ha canalizado la mayor parte de las entradas de capital a corto plazo.

En la misma dirección actuó la entrada en vigor de la Ley del Mercado de Valores, que dotaba de características similares al mercado secundario de títulos de renta variable. Dada su reciente puesta en marcha, no puede establecerse con precisión el impacto final de esta reforma, aunque cabe esperar que la presencia extranjera en los mercados de renta variable, bajo este nuevo marco regulatorio, experimente un incremento muy significativo.

3. La evolución reciente de la financiación exterior

La confluencia de los factores señalados determinó que la adquisición por no residentes de activos denominados en pesetas se viera multiplicada por cuatro entre los años 1986 y 1989. Las mayores entradas de capitales se canalizaron en este período a través de la realización de inversiones directas y en cartera, seguidas por la adquisición de pasivos en moneda extranjera de bancos y cajas, por la contratación de créditos exteriores y por ciertas entradas de capital a corto.

Cada uno de los elementos causales antes señalados afectó con diferente grado de intensidad a los distintos movimientos de capital entre España y el exterior, aunque probablemente las inversiones directas y en cartera aglutinaron el mayor número de factores determinantes: creciente internacionalización de la economía, desarrollos institucionales, eliminación de controles de cambio, rentabilidad esperada, evolución de las tasas de beneficio, etcétera. Por su parte, el despeje de la contratación de préstamos financieros en el exterior y el aumento del endeudamiento en moneda extranjera por parte de las entidades delegadas, a partir de 1987, estuvieron principalmente motivados por los elevados diferenciales de tipos de interés entre España y el exterior, y por las expectativas del tipo de cambio de la peseta, en un contexto, además, de liberalización de controles sobre estos movimientos de capital (8).

La magnitud alcanzada por el crecimiento de las inversiones directas y en cartera en este período fue verdaderamente espectacular. Las inversiones directas supusieron, en el período 1986-

1989, una media del 1,2 por 100 en relación al PIB. Por otra parte, su condición de capital altamente estable —se considera inversión directa la adquisición de una participación de control en una empresa española (9) o la creación de nuevas sociedades o sucursales por extranjeros— dota de cierta irreversibilidad a una parte sustancial de las entradas de capitales. Esta consideración es importante en un contexto de deterioro de la balanza por cuenta corriente y de crecientes necesidades de financiación exterior.

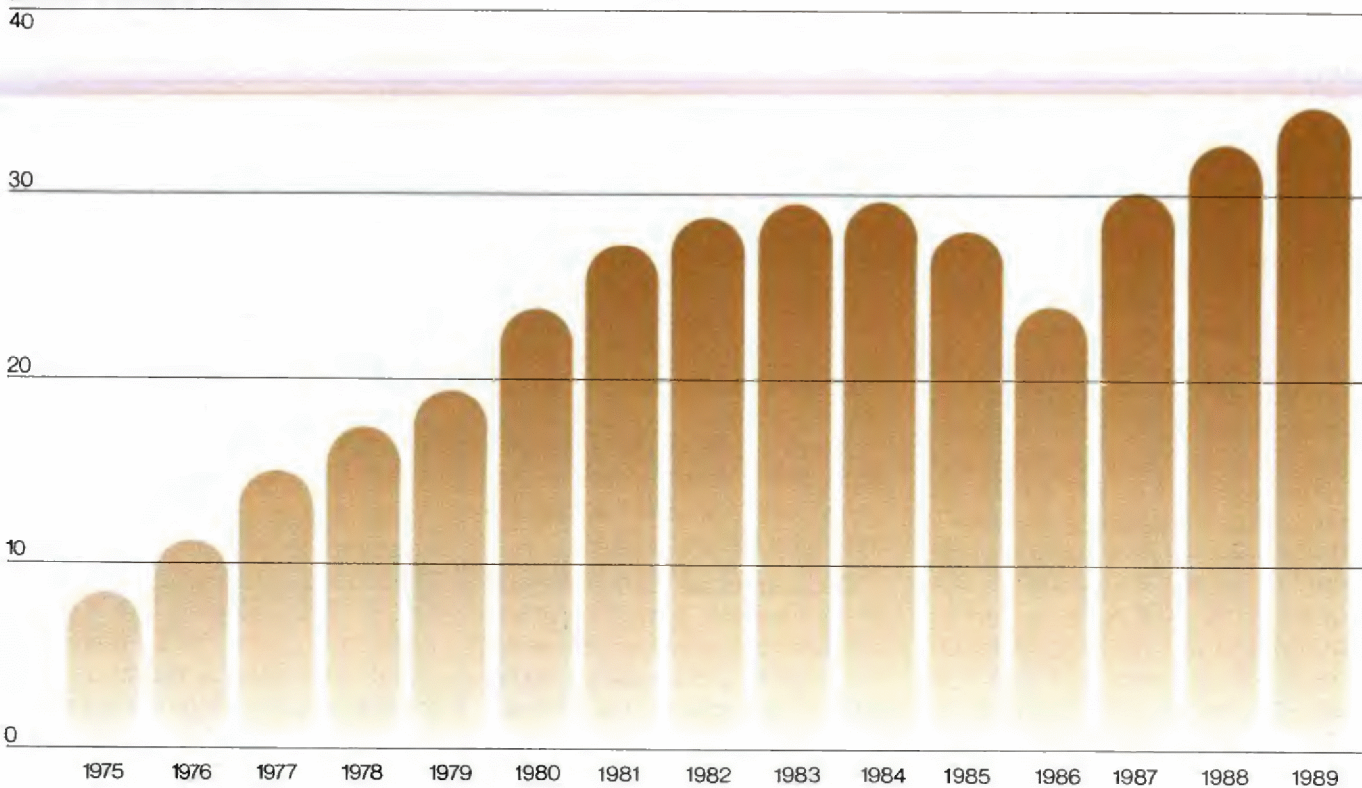
Las inversiones en cartera aumentaron también a tasas sin precedente histórico, alcanzando en 1989 una cifra que representó el 1,6 por 100 en relación al PIB. Dos características de las inversiones en cartera apuntan, sin embargo, hacia una mayor volatilidad de estos capitales: el predominio de la compra de acciones —que supuso un promedio del 70 por 100 de las inversiones en cartera efectuadas entre los años 1987 y 1989— y su elevada tasa de rotación, que, en términos medios, fue del 35,5 por 100 en este mismo período (10). En 1989 se observa, sin embargo, cierto aumento en la compra de títulos públicos a medio y largo plazo, hecho que puede contribuir a aminorar la mayor variabilidad del componente global de inversiones en cartera; aunque, por otra parte, refleja una dependencia creciente de estos flujos de capital respecto de los tipos de interés.

Por su parte, la menor importancia relativa de la adquisición de pasivos por parte de las entidades y de la contratación de préstamos financieros exteriores en los años 1988 y 1989 debe entenderse como el resultado de las limitaciones impuestas con carácter temporal a lo largo de los

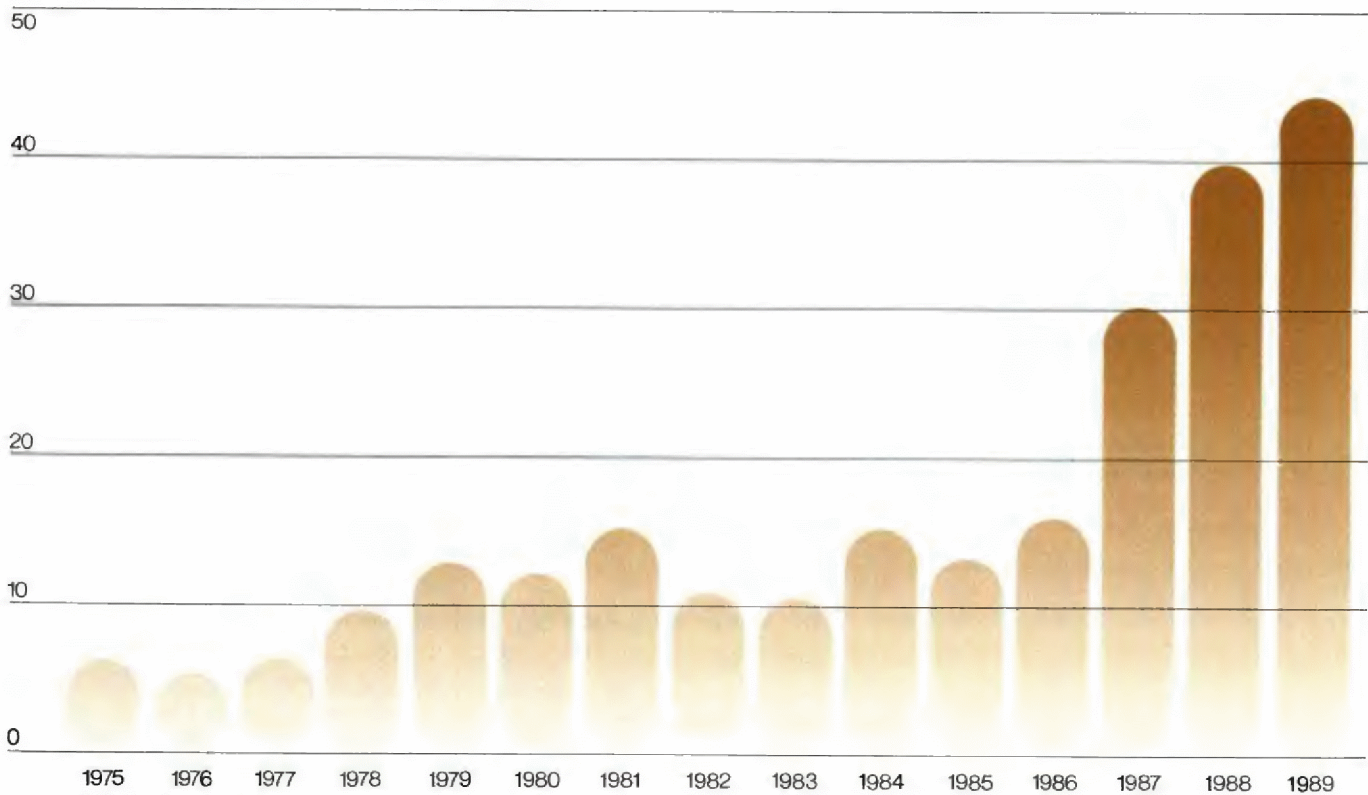
GRAFICO 4
DEUDA EXTERIOR Y RESERVAS CENTRALES

A) STOCK DE DEUDA (a)

Miles de millones de dólares



B) STOCK DE RESERVAS CENTRALES (a)



(a) Datos fin de año.

años 1987, 1988 y 1989, para disminuir la influencia negativa de unos movimientos de capital altamente especulativos y que alimentaban la generación de expectativas de apreciación a favor de la peseta.

En efecto, en este período, la instrumentación de una política monetaria muy estricta elevó considerablemente los diferenciales de tipos de interés, generó una importante presión a favor de la apreciación de la peseta y determinó un panorama altamente favorable a la aparición de episodios especulativos a favor de la divisa española. Los capitales que crearon una mayor presión en este período se dirigieron a la adquisición de pasivos en moneda extranjera emitidos por las entidades delegadas, en el marco de la nueva legislación reguladora de estas operaciones, a través de la apertura de cuentas de pesetas convertibles y de la realización de *swaps*. Precisamente, la mayor parte de las medidas restrictivas que introdujeron las autoridades monetarias en 1987, 1988 y 1989 (11) se dirigieron a limitar la amplitud de estos movimientos. Un segundo grupo de medidas se estableció con el fin de reducir la contribución expansiva del recurso al crédito externo sobre el desbordamiento monetario, y de detener el proceso de acortamiento en los plazos de contratación de préstamos financieros que se venía produciendo en el nuevo ámbito regulador de este tipo de operaciones (12).

Como se refleja en las páginas anteriores, la expansión de las entradas de capital en el período considerado se produjo de manera uniforme, afectando tanto a los movimientos más sensibles a tipos de interés o expectativas de tipo de cambio como a los que responden, en mayor medida, a

factores estructurales y muestran, por consiguiente, una mayor estabilidad en el tiempo. Esta consideración es extremadamente importante de cara a evaluar la capacidad de la economía española para financiar déficit futuros de balanza de pagos. Hasta el momento, el aumento sostenido en los flujos de capitales ha permitido financiar sin dificultad un déficit corriente creciente, que llegó a significar en 1989 el 3 por 100 en relación al PIB, e incrementar significativamente el *stock* de reservas exteriores del Banco de España.

En relación al período anterior a 1986, se observa una menor dependencia de la economía española respecto de la financiación crediticia exterior, aunque se asiste, asimismo, a una correlación creciente entre los flujos de capitales y los movimientos de los tipos de interés o los cambios en las expectativas sobre la cotización de la peseta. Por otra parte, el cambio de legislación facilita la aparición de movimientos especulativos, a favor o en contra de la peseta, con una frecuencia superior a lo habitual en períodos anteriores.

El primero de los puntos señalados ha tenido como consecuencia más inmediata una marcada reducción en el *stock* de deuda pendiente de amortizar, a pesar del aumento registrado por los pasivos netos exteriores en los últimos años. Como consecuencia de ello, la relación entre el *stock* de deuda y el de reservas centrales ha experimentado una considerable mejora (véase gráfico 4) y se ha producido una significativa pérdida de importancia de los pasivos frente al resto del mundo que devengan corrientes permanentes de pagos.

El segundo de los aspectos

mencionados ha tendido a aumentar la volatilidad potencial de ciertos movimientos de capital. En el período considerado, la mayor importancia de las variables tipos de interés y tipo de cambio en la determinación de los flujos de capitales ha favorecido de manera unidireccional los flujos de fondos desde el exterior hacia España. Sin embargo, en un contexto de mayor movilidad de éstos, la mayor importancia relativa de los flujos más sensibles a los diferenciales de tipos de interés puede incrementar la erraticidad de los movimientos de capitales entre España y el exterior, y dificultar la consecución de una financiación exterior estable.

Este riesgo, por otra parte, no se circunscribe únicamente a los flujos de capitales supuestamente de corto plazo. En efecto, aunque la participación de la divisa española en el mecanismo de cambios del SME ha potenciado, a través de la reducción de la prima de riesgo de las inversiones en pesetas, ciertas entradas de capitales en la segunda parte de 1989, determinadas características del nuevo esquema de política monetaria y de tipo de cambio pueden facilitar la posibilidad de que, si no se mantiene la estabilidad interna y no se contiene el déficit exterior dentro de márgenes que sean juzgados como sostenibles por los mercados, se produzca un vuelco relativamente rápido en los flujos que han acudido hacia la economía española en los últimos años.

En este sentido, el principal riesgo proviene de que se generen situaciones de embalsamiento de los desajustes económicos existentes, en un contexto en el que el simple cumplimiento de los objetivos de tipo de cambio y el mantenimiento de diferenciales de tipos de interés ele-

vados pueden garantizar, durante algún tiempo, la afluencia de capitales extranjeros hacia la economía española. Sin embargo, bajo estas mismas circunstancias, y ante la eventual afluencia de los problemas mencionados, cabe prever una intensificación en el grado de respuesta de los inversores extranjeros a modificaciones en las expectativas sobre el tipo de cambio de la peseta que ponga en peligro la capacidad de las autoridades económicas para mantener la divisa española dentro de las bandas estipuladas para su libre fluctuación.

NOTAS

(1) Un análisis detallado de la evolución de la balanza de pagos por cuenta de capital entre 1970 y 1980 puede encontrarse en M. A. ARNEDE: «La financiación exterior de la economía española», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, número 11, 1982.

(2) Que establecía, como requisito para la contratación de préstamos financieros en el exterior, la autorización del Banco de España.

(3) Directivas comunitarias del 17 de noviembre de 1986 (86/566/CEE) y del 24 de junio de 1988 (88/361/EC).

(4) Véase FERNÁNDEZ DE LIS y ARIZTEGUI: «Tipos de interés exteriores y política monetaria en España», en *Boletín Económico*, Banco de España, enero de 1989.

(5) A través del RD 505/1987, de 3 de abril, se dispuso la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado. La Orden del 19 de mayo desarrolló dicho Real Decreto.

(6) Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

(7) En realidad, la introducción, en 1987, de medidas restrictivas sobre la realización de operaciones en moneda extranjera entre las entidades delegadas y los no residentes determinó que las letras del Tesoro fueran, prácticamente, los únicos instrumentos a corto plazo a los que podían acceder los no residentes.

(8) En 1986, fueron liberalizados los préstamos financieros exteriores, en divisas o pesetas convertibles, de importe inferior a 750 millones de pesetas y plazo de vencimiento

superior a tres años. En junio de 1987, fueron liberalizados también aquellos préstamos de importe inferior a 1.500 millones de pesetas y plazo de vencimiento superior a un año. En octubre de ese mismo año, se permitió la cobertura de estas operaciones de riesgo de cambio.

Por otra parte, en enero de 1987, las entidades delegadas quedaron facultadas para ampliar considerablemente su posición deudora en divisa a corto plazo.

(9) Superior al 20 por 100 del capital social.

(10) Medida como el cociente entre la compra de títulos de renta fija y variable y el saldo neto de las inversiones en cartera.

(11) Una descripción detallada de las medidas de control de cambios introducidas en este período puede encontrarse en ALZOLA: «La cotización a plazo de la peseta y las entradas de capital», Banco de España, *Boletín Económico*, marzo 1989. Aquí conviene reseñar que estas medidas tendieron a restringir la apertura de cuentas en pesetas convertibles por las entidades delegadas, y a dificultar o encarecer la ampliación de la posición corta en moneda extranjera de las entidades delegadas.

(12) Estas medidas consistieron en la ampliación del periodo de vencimiento medio mínimo necesario para poder acceder a un préstamo exterior autorizado (junio de 1988) y en la imposición de un depósito previo no remunerado, equivalente al 30 por 100 del contravalor en pesetas de cada préstamo contratado en el exterior (febrero de 1989). El mantenimiento de esta medida está motivado por la introducción de restricciones cuantitativas sobre el crédito interior.