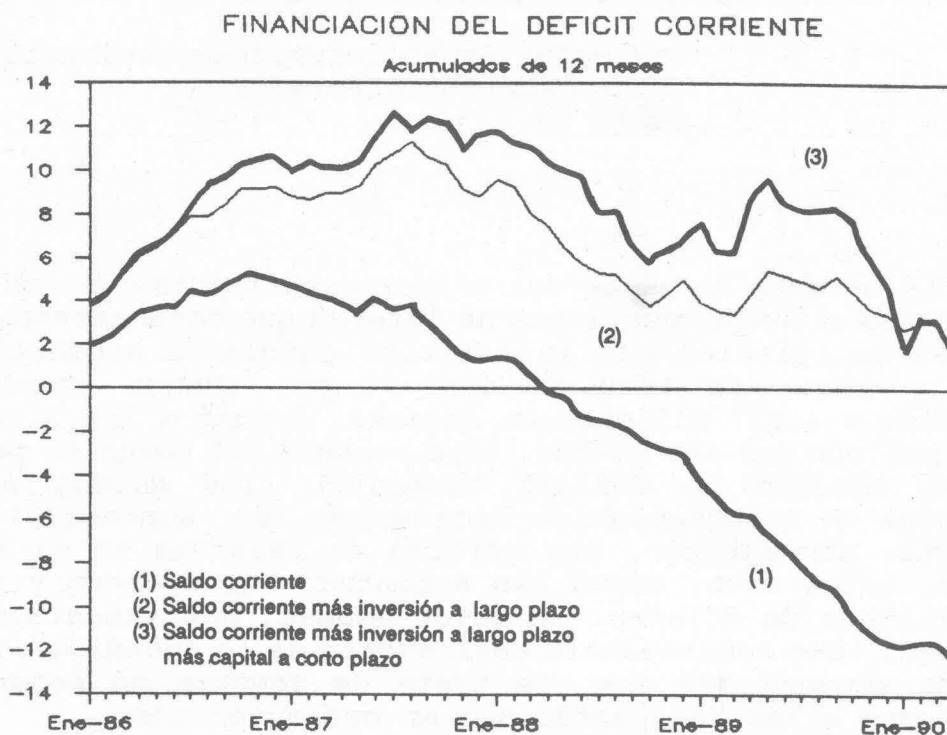

LA FINANCIACION DEL DEFICIT CORRIENTE ESPAÑOL**¿Qué ha cambiado en los flujos de capital
a lo largo de 1990?**

Analistas Financieros Internacionales, S.A.
(Grupo Ahorro Corporación)
Junio 90

La balanza de pagos del primer cuatrimestre de año pone de manifiesto algunas cuestiones de interés que comentaremos en esta nota en su relación con la política cambiaria española. Entre enero y abril de 1990 el déficit por cuenta corriente ha ascendido a 4.557 millones de dólares, frente a los 3.487 m. de mismo periodo del año pasado. Este aumento del déficit, provocado por el ascenso de déficit comercial (los saldos netos de servicios y transferencias corrientes han aumentado), no ha supuesto, sin embargo, una pérdida de reservas en el Banco de España. Antes bien, éstas han aumentado entre enero y abril en 275 millones de dólares. En mayo, además, han aumentado en 705 millones, como consecuencia básicamente de lo sucedido en las dos últimas semanas del mes. Se trata de compras de reservas muy inferiores a las del pasado año en cualquier caso.

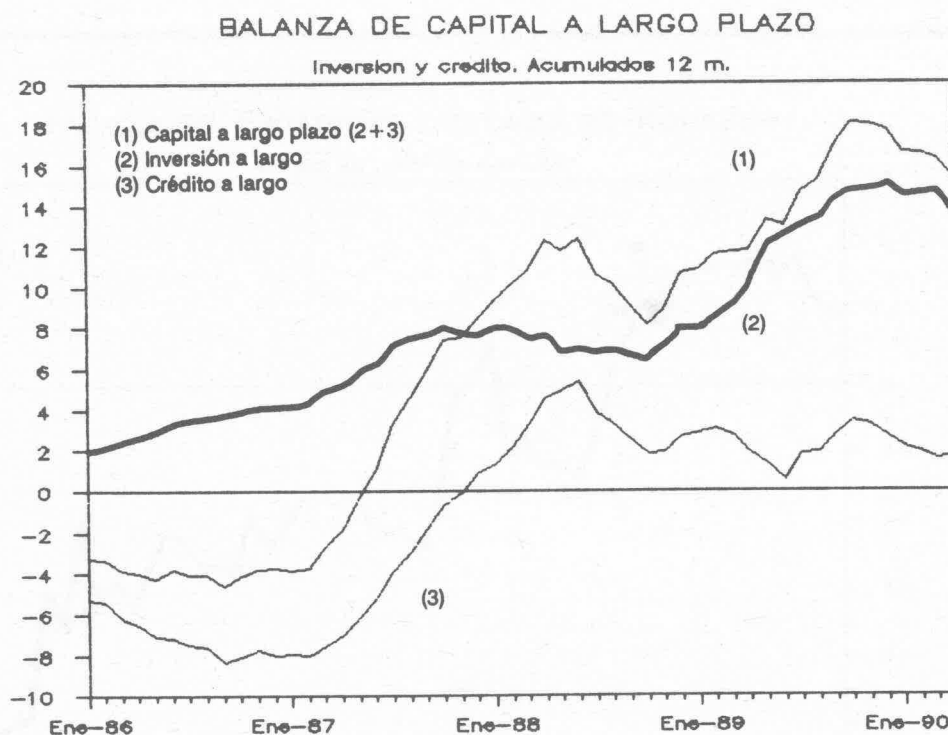
Los meses transcurridos de 1990 han evidenciado un importante cambio en la estructura de la financiación del déficit corriente, que ha provocado el paso de un superávit corriente, que ha provocado el paso de un superávit en la balanza básica de 1.415 millones en el periodo enero-abril de 1989 a un déficit de 1.595 millones. El aumento del déficit corriente no explica suficientemente este cambio de signo en la balanza básica. Si el déficit corriente ha aumentado en sólo 711 millones entre los dos periodos, el capital neto a largo plazo ha disminuido en nada menos que 2.312 m.m.. Bajo nuestro punto de vista, esta caída de las entradas de capital a largo deben interpretarse como un cierto deterioro del proceso de financiación del creciente déficit corriente. Aunque su explicación está centrada básicamente en el crédito español al exterior, además de en la caída de la inversión extranjera a largo, y a pesar de que el capital a corto plazo ha sido capaz de impedir una pérdida de reservas centrales, está claro que ahora es necesario un volumen de capital a corto para financiar el déficit corriente que antes no lo era. En este sentido debe valorarse el papel de la liberalización de la remuneración de los saldos en pesetas

convertibles y de la inversión en "repos" y operaciones a plazo sobre deuda pública.



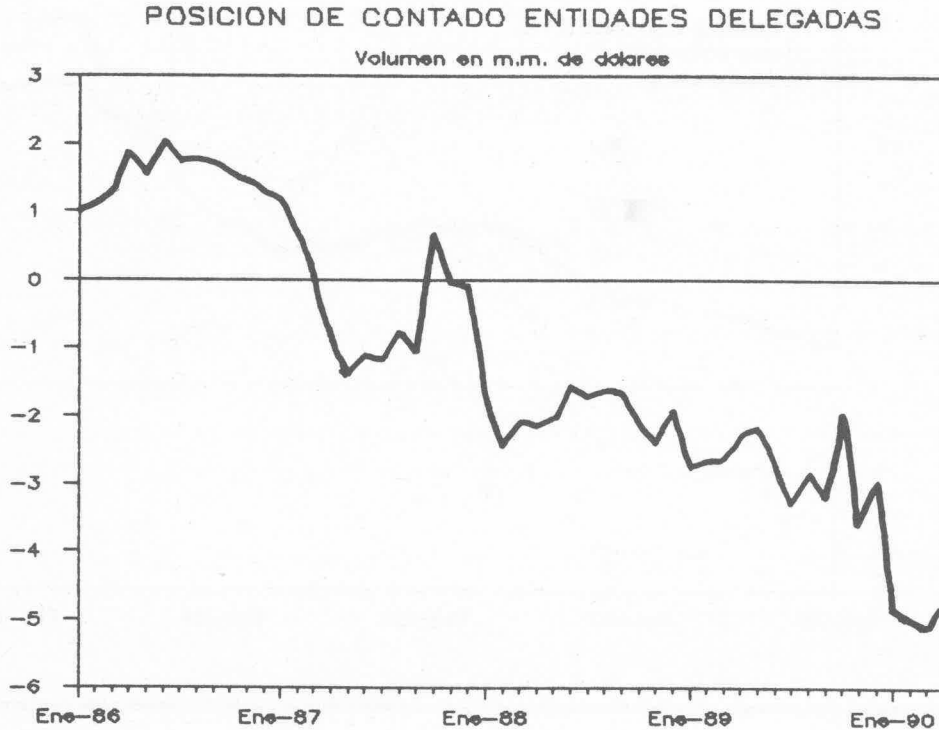
Siguiendo la comparación entre los primeros cuatrimestres de los años 1989 y 1990, llaman especialmente la atención las salidas de capital a largo plazo que han supuesto las concesiones de créditos españoles al sector exterior. Si el descenso de las entradas a largo plazo fue de 2.312 m.m. entre los dos periodos, el crédito concedido por residentes a no residentes explica 1.087 m.m. de esta caída, es decir, un 47%. El crédito extranjero al sector residente, sin embargo, apenas ha sufrido alteraciones entre ambos cuatrimestres (como consecuencia de las todavía vigentes limitaciones legales), aumentado en todo caso las entradas de capital por este concepto en 110 m.m. La explicación de la fuerte salida de capitales por el crédito concedido a extranjeros parece ligada a la acumulación de emisiones de las llamadas "matador" de organismos internacionales. Estos, al convertir una parte de las pesetas emitidas en divisa, engrosan

la partida de crédito español al exterior.



Por otra parte, la caída de la inversión extranjera explica otro 47% de la moderación de las entradas de capital a largo plazo. Las menores entradas de inversión a largo (1.097 millones de dólares menos que en el mismo periodo de 1989) resultan preocupantes, aunque debe tenerse en cuenta que el año pasado se produjo una importante elevación de los saldos de bonos y obligaciones del Estado en terceros no residentes (unos 700 millones de dólares entre enero y abril), que este año han permanecido estables. En la medida en que una parte de la menor entrada de inversión a largo plazo es debida a la reducción de saldos en no residentes de deuda a medio y largo plazo, como resultado de un efecto sustitución en el vehículo de la especulación en favor de la peseta, de los bonos hacia la peseta convertible, la lectura en términos cambiarios de la balanza básica debe matizarse. No obstante es claro que, sólo con los flujos de inversión y crédito a largo era posible en 1989

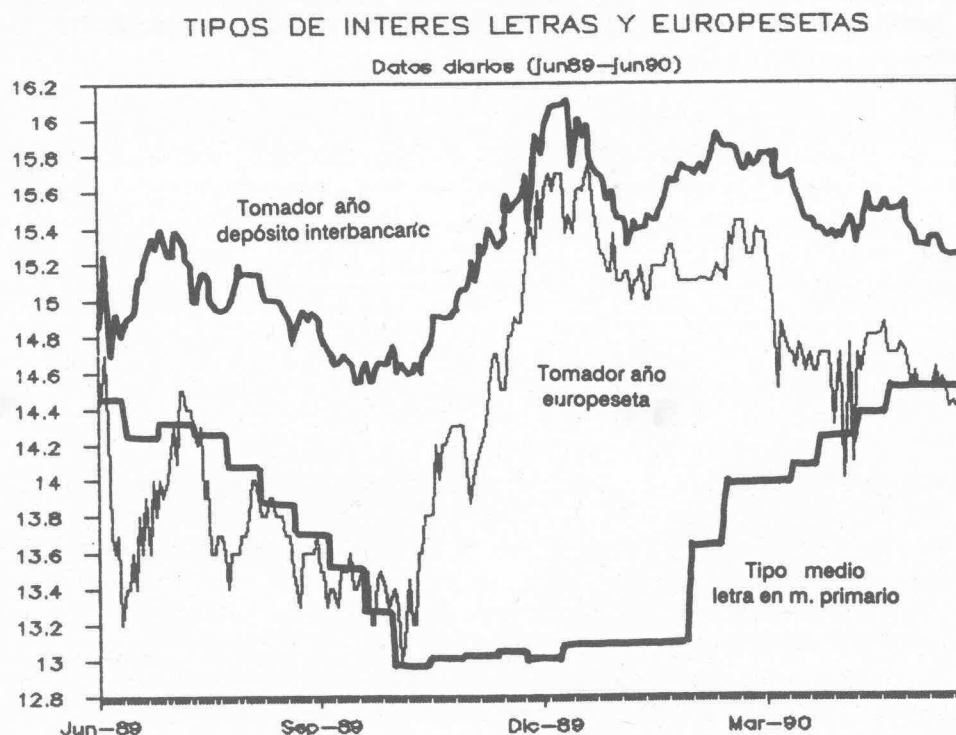
financiar el déficit corriente, tarea que en 1990 debe descansar también sobre el capital a corto plazo, una partida que en 1989 sólo conducía a la acumulación de reservas por parte del Banco de España, bajo el imperativo de la estabilidad cambiaria.



En este contexto, ha cobrado especial relevancia la desregulación de las inversiones de no residentes a corto plazo. Esta desregulación ha permitido la consecución de un flujo de entrada de capital a corto plazo sólo algo inferior al del periodo enero-abril 1989. Entonces el capital a corto provocó unas entradas de 2.921 millones de dólares, que este año se han reducido hasta los 2.049 millones. Si en 1989 la especulación en favor de la peseta se había materializado en letras del Tesoro, este año la vía de entrada básica ha sido la peseta convertible, gracias a la liberalización de comienzos de abril. Precisamente la peseta convertible, con unas entradas en abril de 2.239 millones de dólares, explica casi completamente los flujos de entrada netos de capital a corto del conjunto del periodo en

1990. Cabe preguntarse, pues, si hubiera sido posible un flujo tal de entrada de capitales sin que la peseta convertible hubiera sido liberalizada.

Una parte de la respuesta reside en el comportamiento de la letra en las semanas previas a la liberalización, cuando los tipos a corto de la europeseta se situaron por debajo de los tipos de las letras en el mercado secundario por la presión apreciadora de la peseta, en el contexto de unas posiciones al contado cortas al máximo, respecto a su límite en las entidades delegadas. Entonces, las letras en no residentes aumentaron sus saldos espectacularmente. La liberalización de la remuneración de la peseta convertible permitió mejores rentabilidades para las inversiones extranjeras y unas ventajosas condiciones fiscales (no tienen gravamen alguno). No es pues extraño que esta liberalización provocara, a pesar de que se autorizaban también las inversiones en "repos" sobre deuda pública, un nuevo descenso del saldo de letras de no residentes (que aún ahora continúa teniendo lugar) y una acumulación de la especulación en favor de la peseta en las cuentas de pesetas convertibles.



En todo caso, la ampliación de la posición corta de contado de las entidades delegadas jugó un papel clave en evitar una pérdida de reservas centrales. Las posiciones cortas se ampliaron entre enero y abril de 1990 en 1.546 millones de dólares frente a los sólo 322 millones del año pasado, gracias a una actitud más activa de las tesorerías bancarias y a la revisión al alza de los límites.

En todo caso, si en 1989 las reservas centrales tuvieron que aumentar en 3.042 millones de dólares, este año el periodo enero-abril ha supuesto un aumento de sólo 275 millones. Además, debe tenerse en cuenta que el aumento de las reservas en mayo, 705,7 millones, se centró sólo en las dos últimas semanas del mes, lo que supone una casi completamente libre potencialidad acumuladora de reservas por parte del Banco de España. Bajo nuestro punto de vista, las inversiones a corto plazo en pesetas convertibles deben ser valoradas ya, en el contexto global de la balanza de capitales, como un flujo necesario para la financiación del déficit corriente, máxime cuando será ya irrepitable, con la misma magnitud que en 1989, un "boom" de la demanda no residente de deuda pública, como será también irrepitable la distorsión del tipo de cambio a plazo de la peseta que hizo el pasado año (y éste, justo antes de la desregulación de abril) que el tipo de las europesetas generadas vía "swap" se situará tan por debajo del tipo del depósito interbancario en pesetas que hizo posible el arbitraje en la compra extranjera de letras del Tesoro.
