

## LA LIBERALIZACION DE LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL Y LA BALANZA DE PAGOS

---

*Analistas Financieros Internacionales, S.A.*

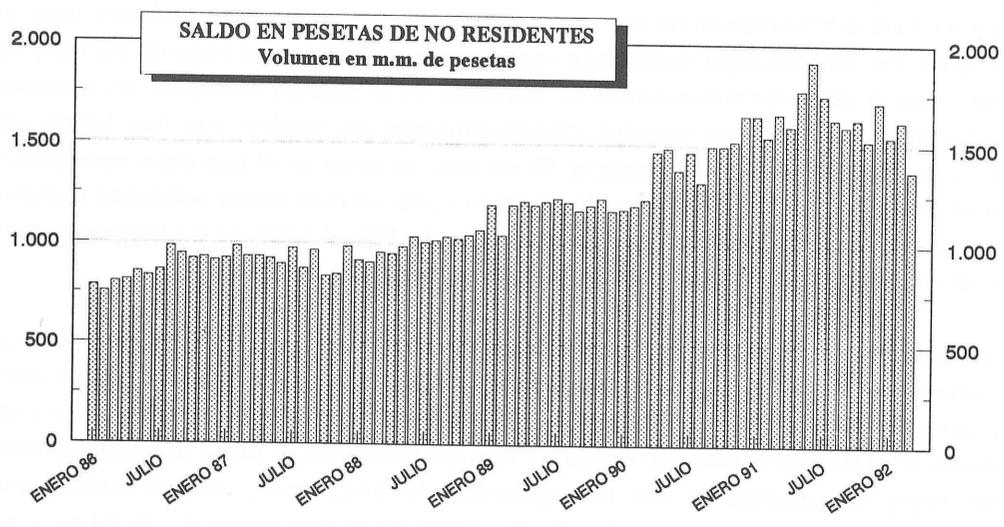
**E**l primer trimestre del año arroja un panorama muy negativo en cuanto a la evolución del *déficit corriente* con el exterior. El *déficit* comercial ha pasado de crecer a una tasa tendencial del 5,3% en diciembre pasado a hacerlo a una del 14,2% en marzo. Si bien las cifras de marzo están hinchadas por el efecto calendario de la Semana Santa, parece claro que la expansión de las importaciones y el mal comportamiento de las exportaciones están en el origen de un amplio deterioro del *déficit* corriente. Este efecto calendario encubre un buen comportamiento de los ingresos netos por turismo, única nota positiva de las cifras del primer trimestre del año. Para la financiación de este *déficit* siguen siendo, en términos globales, más que suficientes las entradas de capital. Sin embargo, éstas cada vez son más sensibles a los tipos de interés y se materializan crecientemente bajo la forma de endeudamiento. Las cifras de la balanza de capital, en cualquier caso, están fuertemente distorsionadas por los intensos *desplazamientos de fondos* que han tenido lugar desde la liberalización completa del 1 de febrero pasado. Es en este contexto en el que debe inscribirse la ampliación decidida por el Banco de España del límite a la posición corta vencida de las entidades registradas -del 15% al 18% de los recursos propios en las entidades residentes (del 80% al 100% en los bancos extranjeros)-, límite, en definitiva, al endeudamiento vía swap en europesetas de estas entidades.

En el primer trimestre del año el endeudamiento neto total a corto plazo ha ascendido a 325,1 m.m. de ptas., cifra superior en casi el doble de la correspondiente de todo el año 1991. Al mismo tiempo ha tenido lugar una ampliación de la posición corta en divisa de los residentes (entidades financieras y resto) de 274,8 m.m. de pesetas en el trimestre, cifra, sin embargo, que contrasta con la salida de capitales provocada por la variación del saldo en pesetas de los no residentes de 318,5 m.m., debida fundamentalmente a la incorporación de las cuentas en pesetas ordinarias al coeficiente de caja desde el 1 de febrero, homogeneizando su tratamiento con el de los antiguos depósitos en pesetas convertibles y con el resto de los pasivos bancarios tradicionales, como consecuencia de la liberalización completa. Estos movimientos muestran complejos desplazamientos de signo contrario: de un lado, los de los *residentes*, que ven la posibilidad desde el 1 de febrero de *colocar sus fondos* en cuentas en divisa o en peseta en entidades no residentes con un tratamiento fiscal ventajoso (no retención en muchos convenios de doble imposición) o vía swap, en europesetas, a una rentabilidad muy próxima al interbancario; de otro, los de los no residentes que abandonan masivamente cuentas en pesetas ordinarias ahora sujetas al coeficiente; finalmente, los de las entidades delegadas que sufren la pérdida de pasivo bancario generada por los movimientos anteriores (y por otros no relacionados directamente por la Balanza de Pagos) y tratan de ampliar el máximo posible (consumido probablemente al final de marzo) sus posiciones cortas al contado implícitas en su endeudamiento vía swap y/o reducir su activo, facilitando el acceso al crédito exterior de clientes residentes (en ocasiones, vía entidades filiales) en peseta o en divisa. *Como resultado de estos procesos no es extraña la ampliación durante marzo del diferencial entre el interbancario en pesetas y la europeseta, ni tampoco la ampliación de límite -que podría no ser la última- decidida por el Banco de España, que restaurado un diferencial mínimo, simula al que pudo observarse durante febrero (ver gráfico nº 1).*

**GRAFICO 1**



**GRAFICO 2**



**GRAFICO 3**

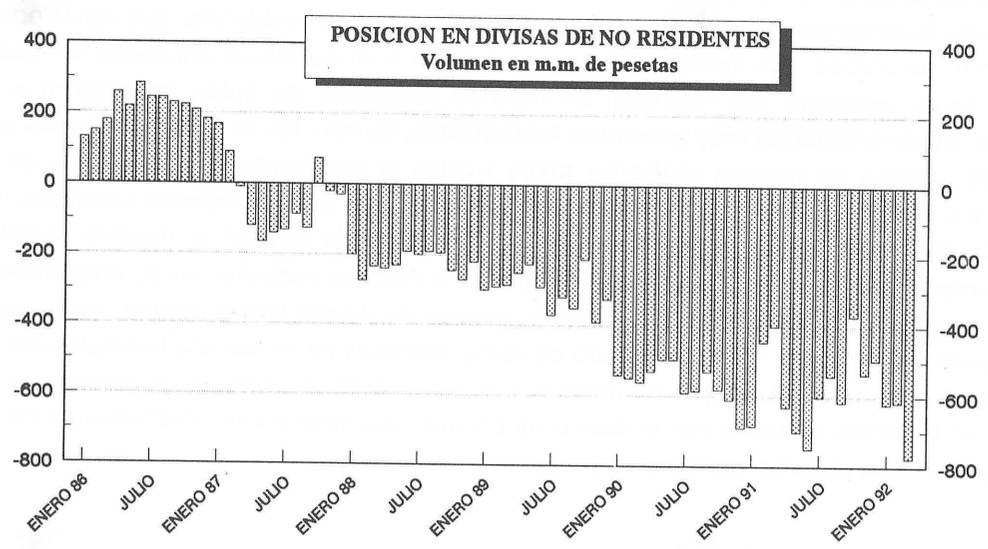


TABLA Nº 1

<b>BALANZA DE PAGOS</b> (Registro de Caja en m.m. de pesetas)				
	1991	Enero 91 Marzo 91	Enero 92 Marzo 92	Marzo 92
1. BALANZA COMERCIAL .....	-3296.8	-761.8	-885.8	-401.7
Importaciones .....	-9009.1	-2191.4	-2548.5	-987.3
Exportaciones .....	5712.3	1429.6	1662.7	585.6
2. BALANZA DE SERVICIOS .....	917.3	133.9	129.3	6.0
Turismo .....	1517.8	268.3	312.3	104.8
Rentas Privadas .....	-779.2	-181.0	-161.5	-43.4
Rentas Públicas .....	337.6	92.8	106.2	-0.5
Otros .....	-158.9	-46.2	-127.7	-54.9
3. TRANSFERENCIAS .....	722.0	206.4	177.8	57.2
Privadas .....	237.5	72.2	89.1	38.0
Públicas .....	484.5	134.2	88.7	19.2
4. BALANZA CORRIENTE .....	-1657.6	-421.5	-578.7	-338.5
(1+2+3=5+6+7+8)				
5. CAPITAL A LARGO PLAZO .....	3554.8	1148.6	785.7	473.1
Inversión neta .....	2566.7	1099.7	420.6	198.7
Crédito neto .....	988.0	48.9	365.1	274.4
6. CAPITAL A CORTO PLAZO .....	827.2	-279.4	281.4	82.8
Capital a Corto .....	159.3	34.1	325.1	148.8
Variac. saldo pts. de no residentes .....	71.9	18.9	-318.5	-224.3
Variac. posic. divisas residentes .....	232.9	-332.4	274.8	158.3
7. MOVIMIENTOS MONETARIOS DIVERSOS .....	-607.3	-138.1	-168.1	-49.7
8. VARIACION DE RESERVAS CENTRALES .....	-1350.0	-309.6	-320.4	-167.7
(-) aumento (+) disminución				
PRO MEMORIA				
BALANZA BASICA (4+5) .....	1897.2	727.1	207.0	134.6

Pasados ya dos meses desde la plena liberalización de los movimientos de capital con el exterior, convendría examinar cómo ha transformado este cambio legislativo la naturaleza de la financiación de nuestro déficit corriente, transformación que incide tanto en un desplazamiento del capital procedente del exterior desde el largo hacia el corto plazo, como en una preponderancia del endeudamiento sobre la inversión.

Así, aunque en marzo, en contraste con el mes anterior, las entradas de capital a largo plazo hubieran bastado para financiar el déficit corriente, dando como resultado un saldo positivo en la balanza básica (de 134,6 m. m. de pesetas), el protagonismo, una vez más, fue ostentado por el capital a corto plazo. En efecto, y teniendo como claro punto de arranque el real decreto que el 1 de febrero abrió por completo las puertas a los flujos de capital con el exterior, el capital foráneo a corto plazo, en concreto el crédito a corto plazo, adquirió una relevancia sin precedentes, relevancia sostenida también durante este mes de marzo, con unas entradas por este concepto de 192,2 m.m. de pesetas, similares a los 197,9 m.m. de pesetas de febrero, y en claro contraste no sólo ya con los meses precedentes sino con el escaso peso que, salvo en ocasiones puntuales, ha tenido siempre esta rúbrica dentro de la balanza de capital.

Asimismo, las medidas liberalizadoras podrían estar detrás de la fuerte reducción en marzo del saldo de pesetas de no residentes (de nada menos que 224,3 m.m. de pesetas), al haber quedado incorporadas las cuentas en pesetas ordinarias de los no residentes al coeficiente de caja desde el 1 de febrero, con lo que han visto aminorada su remuneración (Gráfico 2). El desplazamiento desde dichas cuentas a la localización de

depósitos en pesetas vía swap con las entidades residentes (evitando así el efecto del coeficiente) explicaría, en gran medida, las entradas de 158,3 m.m. de pesetas derivadas del aumento de la posición corta en divisas de los residentes, básicamente determinada por la posición de las entidades delegadas (Gráfico 3). Ese fenómeno de sustitución podría haber sido el determinante de la decisión adoptada por el Banco de España el 29 de abril de ampliar el límite a la posición corta de las entidades delegadas (del 15% al 18% de los recursos propios de las entidades residentes).

Por otra parte, las entradas de capital a largo plazo, en concreto la inversión extranjera, recobraron la importancia perdida un mes antes (Gráfico 4). Dos factores cabría destacar como explicativos del elevado volumen -252,4 m.m. de pesetas- de inversión extranjera en marzo: de un lado, las fuertes adquisiciones de deuda pública por parte de los no residentes en marzo (que podrían haber superado los 100 m.m. de pesetas) explicarían una buena parte, mientras que otra buena parte respondería a la emisión que realizó el Tesoro ese mismo mes de bonos denominados en yenes (en torno a unos 100 m.m. de pesetas). Esto no impidió, sin embargo, que *la principal vía de afluencia del capital a largo plazo fuese en marzo el crédito extranjero, de 274,4 m.m. de pesetas netos, enfatizando así la preponderancia creciente de los recursos exigibles (léase endeudamiento exterior) en la financiación del déficit corriente*. En todo caso, este movimiento ya empezó a dejarse sentir el año pasado, en el que el crédito exterior a largo plazo, tanto privado como público, supuso nada menos que un 23% del total de las entradas netas de capital a largo plazo ( en comparación con el 14% de un año antes). Este porcentaje se presenta sustancialmente más importante si tenemos en cuenta el gran volumen de inversión extranjera en 1991 (2.566,7 m.m. de pesetas; en su mayor parte adquisiciones de deuda pública), que fue uno de los rasgos diferenciales que, junto a la importancia del endeudamiento exterior, caracterizó a la balanza de capital en dicho año (Gráfico 5).

En consecuencia, la fuerte afluencia de capitales extranjeros en marzo conllevó una vez más una acumulación de reservas por parte del Banco de España de 167,7 m.m. de pesetas (1.601 millones de dólares), acumulación que, según datos provisionales también se ha producido en el mes de abril, a finales del cual alcanzaron un stock de 70,1 m.m. de dólares.

