

CAMBIOS RECIENTES EN LA BALANZA DE CAPITALES ESPAÑOLA

Eloisa Ortega

A partir de los meses de verano de 1992, los flujos de capitales procedentes del exterior han experimentado un cierto deterioro. Ello se ha traducido en la aparición de dificultades puntuales para financiar los déficit por cuenta corriente generados en la segunda parte del año y en una caída en el volumen de reservas centrales del país. Esta situación, estrechamente vinculada a las turbulencias por las que atraviesan los mercados monetarios y de cambios internacionales en los últimos meses, no puede, en ningún caso, extrapolarse hacia el futuro, pero constituye una llamada de atención acerca de los problemas que puede acarrear la financiación de déficit de balanza de pagos, tan persistentes y voluminosos como los que viene registrando la economía española en los últimos años.

En general, la permanencia en el tiempo de déficit crónicos de balanza de pagos puede ser compatible con diferentes esquemas de financiación de los mismos y con diversos grados de sostenibilidad. Ello se refleja en la estructura de las balanzas de capitales correspondientes.

En concreto, y si sólo nos centráramos en situaciones de inexistencia de trabas sobre los movimientos de capital con el exterior, las alternativas posibles podrían resumirse de la siguiente manera:

En primer lugar, podría ocurrir que el volumen neto de fondos resultante de los flujos de entrada y de salida de capitales de un determinado país no fuera suficiente para financiar un volumen dado de déficit de balanza de pagos. En este caso, la financiabilidad del déficit estaría condicionada por el saldo de reservas centrales del país, y sería necesaria la puesta en marcha de medidas correctoras del desequilibrio exterior. En estas circunstancias, la estructura de la balanza de capitales estaría dominada por créditos recibidos del exterior, y el stock de deuda del país experimentaría incrementos sucesivos.

Por el contrario, podría suceder que el volumen neto de fondos fuera suficiente para financiar el déficit por cuenta corriente generado, pero que la naturaleza de los mismos fuera altamente volátil y especulativa. En este caso, el déficit por cuenta corriente podría ser financiable -incluso podría registrarse una variación positiva de reservas-, pero podría no ser sostenible, y ello por dos razones: en primer lugar, porque ante una variación en las condiciones monetarias y financieras podría registrarse una rápida salida de capitales en búsqueda de la mayor rentabilidad proporcionada por activos denominados en otras divisas; en segundo lugar, porque este tipo de fondos, que buscan la obtención de la máxima rentabilidad a corto plazo, no inciden, normalmente, en la estructura productiva del país y, difícilmente, constituyen por sí mismos elementos correctores de los desequilibrios. En este caso, la estructura de la balanza de capitales estaría dominada por capitales a muy corto plazo, dirigidos hacia la adquisición de instrumentos que ofrecen diferenciales de tipos de interés importantes, o la posibilidad de obtener ganancias de capital significativas por variación en el precio del activo o en el tipo de cambio.

Por último, podría ocurrir que el volumen neto de fondos obtenido del exterior fuera suficiente para financiar el déficit por cuenta corriente, y que además presentara elevadas dosis de estabilidad y permanencia en el tiempo. Si, adicionalmente, las características específicas de los flujos de capitales así obtenidos contribuyeran a financiar las discrepancias de competitividad que subyacen tras las diferencias entre los

ingresos y los pagos con el exterior, el déficit por cuenta corriente sería financiable y sostenible; la balanza de capitales coherente con esta situación estaría dominada por capitales a largo plazo, y, fundamentalmente, por inversiones directas.

El esquema de financiación seguido por la balanza de pagos española ha variado a lo largo del tiempo y se ha ido ajustando, con diferentes grados de aproximación, a cada una de las situaciones aquí descritas.

En este artículo nos centraremos en la discusión de los cambios registrados en los dos últimos años, en relación al esquema de financiación definido en la segunda mitad de la década de los ochenta, que se caracterizaba por presentar una fortísima afluencia de fondos procedentes del exterior, una importancia creciente de los capitales de tipo permanente, y una escasa significación de las salidas de capitales, ello a pesar de la progresiva liberalización de este tipo de operaciones, a partir de 1986.

A partir de 1991 se observan ciertos cambios en este patrón de financiación, que se han consolidado a lo largo de 1992, y que han consistido, básicamente, en una mayor presencia de los créditos exteriores frente a la inversión extranjera y, dentro de ésta, en una significación creciente de la adquisición de instrumentos financieros a corto plazo. En 1992 se ha producido, además, cierta intensificación de algunas salidas de capitales.

La evolución de la balanza de pagos española entre 1986 y 1990 estuvo condicionada por el desarrollo de las condiciones económico-financieras en este período. Por el lado real, se registró un fuerte crecimiento económico; por el lado financiero, éste fue un período en el que se instrumentó una política monetaria estricta, como consecuencia de la cual, la peseta mantuvo elevados diferenciales de tipos de interés frente al resto de divisas, y su tipo de cambio registró una creciente estabilidad -a partir de junio de 1989, mediante la asunción de compromisos explícitos de tipo de cambio dentro del SME-.

Además, en este período, tras el ingreso de España en la CE en 1986, se completó el proceso de liberalización de los flujos de comercio y de capitales con el exterior.

Por el lado de la balanza por cuenta corriente, la combinación de todos estos factores, en un contexto de capacidad instalada insuficiente para satisfacer el fuerte crecimiento de la demanda interior, determinó un fuerte crecimiento de las importaciones y la consolidación de un déficit por cuenta corriente en niveles que se situaron en torno al 3% del PIB.

Por el lado de la balanza de capitales, se produjo una afluencia masiva de capital extranjero, que permitió financiar sin ninguna dificultad los voluminosos déficit por cuenta corriente generados, y acumular cuantiosos volúmenes de reservas centrales por parte del Banco de España.

En este período, las entradas de capitales se materializaron en una amplia variedad de instrumentos financieros y reales emitidos a todos los plazos: créditos, inversiones directas, inversiones en bolsa, en inmuebles, instrumentos bancarios a muy corto plazo, etc. Sin embargo, esta masiva afluencia de fondos generó notables dificultades en la instrumentación de la política monetaria, que exigieron la introducción, con carácter temporal, de una serie de medidas dirigidas, en un primer momento, hacia el control de los movimientos de capital más especulativos, y en una segunda fase hacia el encarecimiento de la toma de préstamos financieros en el exterior. Así, desde 1988, los préstamos de período de vencimiento inferior a tres años, quedaron sometidos a autorización administrativa previa, y entre enero de 1989 y marzo de 1991, quedaron sujetos, con carácter general, a un depósito previo no remunerado igual al 30% del contravalor en pesetas del importe contratado.

Como consecuencia de la fuerte expansión registrada por la inversión extranjera en este período y del efecto de las medidas señaladas, que ejercieron un impacto claramente desincentivador de ciertos movimientos de capital con el exterior, la estructura de la balanza de capitales española presentaba, a medida que concluía la década, un menor componente de créditos exteriores y de movimientos de capital a corto plazo, y un componente mayor de inversión extranjera, sobre todo de inversión directa. Todo ello, dotada al déficit de la balanza de pagos española de elevados grados de sostenibilidad.

La década de los 90 comenzó para la economía española, como para la mayoría de las economías occidentales, con una inversión del ciclo económico y con un crecimiento muy inferior al registrado en la segunda mitad de la década anterior. Ello, sin embargo, no se tradujo en una corrección del desequilibrio exterior, pues las importaciones continuaron creciendo a ritmos muy elevados, como reflejo, probablemente, de la pérdida de competitividad acumulada en los últimos años. Así, en 1991 y 1992 los niveles del déficit por cuenta corriente español permanecieron situados en niveles que significaban el 3% del PIB.

Tampoco la financiación de estos déficit, al menos hasta la segunda mitad de 1992, planteó graves dificultades, pero desde comienzos del año 1991 la estructura de la balanza de capitales presentó algunos cambios, que merecen ser destacados.

En primer lugar, a partir del mes de marzo de dicho año, tras la eliminación del depósito previo que operaba sobre la financiación exterior se produjo una fuerte expansión del recurso al crédito externo. Ello reflejaba las ventajas que en términos de coste diferencial ofrecía este tipo de financiación frente a la financiación en pesetas, en un contexto en el que los diferenciales de tipos de interés de la divisa española eran todavía importantes y las expectativas acerca de la evolución de su tipo de cambio reflejaban una elevada estabilidad.

Esta tendencia se intensificó en la primera mitad del año 1992, como consecuencia de la plena liberalización de los préstamos financieros exteriores a partir del 1 de febrero de dicho año. Esta liberalización significó la posibilidad de contratar préstamos a corto plazo, sin límite cuantitativo alguno, en un contexto en el que las condiciones sobre los diferenciales de tipos de interés de la peseta y las expectativas sobre el tipo de cambio de esta divisa continuaban favoreciendo la contratación de préstamos en el exterior.

Como consecuencia de ello se produjo una notable expansión en el stock de deuda exterior, un significativo acortamiento en los plazos de vencimiento de la misma y una creciente importancia de la contratación de préstamos en divisas intermediadas por la banca residente. Este último aspecto refleja la reducción en los costes de transacción e información de estas operaciones cuando se efectúan a través de este tipo de entidades.

En 1991 se produjo, también, una fuerte expansión en la adquisición por parte de no residentes de valores públicos. En efecto, entre enero de 1991 y diciembre de ese mismo año, el saldo de deuda pública en manos de inversores extranjeros aumentó en 1428 mm., lo que se tradujo en una fuerte entrada de capitales en forma de inversión pública.

Este marcado crecimiento resultó de la eliminación de la fiscalidad que recaía sobre los rendimientos de la tenencias de deuda pública en poder de no residentes, en enero de 1991, y de su impacto sobre la mayor rentabilidad diferencial ofrecida por estos títulos. Además, la existencia durante la mayor parte de 1991 de arraigadas expectativas en torno a una bajada en los tipos de intereses domésticos y de obtención de ganancias de capital por variación en el precio de estos activos, alentaron una mayor demanda por parte de no residentes.

En la primera parte de 1992, -hasta junio- continuaron registrándose aumentos en los saldos de deuda pública de no residentes y entradas de capitales por este concepto. En todo caso, los ritmos de aumento fueron considerablemente inferiores; en agosto, el saldo de deuda pública en manos de inversores extranjeros ascendía a 2499 mm.

La mayor parte de las adquisiciones de deuda pública pueden catalogarse como inversiones a medio y largo plazo (los períodos de vencimiento de las emisiones de bonos y obligaciones son de tres, cinco y diez años). No obstante, la posibilidad de efectuar operaciones temporales con pacto de recompra con valores públicos transforma drásticamente el vencimiento de estos títulos desde el largo al corto plazo, lo que puede dotar de cierta inestabilidad a los componentes de la balanza de capitales con este tipo de características.

Paralelamente a la fuerte expansión de la inversión extranjera en deuda pública, en 1991 y 1992 se ha registrado cierta ralentización en los flujos de inversión directa recibidos del exterior. Con todo, los niveles correspondientes a ambos años continúan siendo importantes.

Dos factores ayudan a explicar este desarrollo. En primer lugar, el menor crecimiento registrado por las economías occidentales en este período ha determinado un retroceso generalizado en los fondos disponibles para la exportación, lo que se ha reflejado en menores tasas de aumento de la inversión directa a escala internacional.

En segundo lugar, algunos de los factores que habían alentado la inversión directa en España en la segunda mitad de la década de los 80 comenzaron a actuar de manera más moderada: los beneficios empresariales comenzaron a crecer a tasas más reducidas, el aumento de la demanda empezó, también, a ser inferior, y las posibilidades de expandir la capacidad productiva instalada se vieron también mermadas.

A lo largo de 1991 y de 1992 prosiguió el lento avance de la adquisición de activos denominados en moneda extranjera por residentes españoles. Las inversiones directas y de cartera en el exterior continuaron aumentando moderadamente, y la concesión de préstamos a no residentes o la apertura de cuentas en divisas por parte de no residentes, nuevas posibilidades operativas disponibles para los inversores españoles desde abril de 1991, tampoco crecieron de forma significativa. Las razones de estos desarrollos están en el escaso incentivo existente para la adquisición de activos denominados en moneda extranjera, dados los elevados diferenciales de tipos de interés que mantenía la peseta durante todo este período, y las expectativas de estabilidad sobre su tipo de cambio.

No obstante, hay que destacar que frente a esta evolución, a lo largo de 1992 se ha consolidado un tipo de salida de capital consistente en la apertura de depósitos en pesetas por inversores residentes en bancos no residentes. Este tipo de operación, junto con la posibilidad de abrir cuentas en divisas en el exterior, constituyeron el último paso para la plena liberalización de las salidas de capital, que se dio en febrero de 1992, dadas las implicaciones que este tipo de operaciones pueden tener en términos de menor controlabilidad del tipo de cambio de la peseta y de los agregados monetarios.

Estos depósitos ofrecían a los inversores residentes una rentabilidad en pesetas más alta a la que podrían obtener de estos mismos depósitos en entidades residentes, y ello por dos razones. En primer lugar, porque, en numerosos casos, los pasivos bancarios en el exterior, cuyos titulares son no residentes (este sería el caso de un inversor español), no están sometidos al coeficiente de caja, y, en segundo lugar, porque podrían encontrar un tratamiento fiscal más favorable.

La evolución de la balanza de capitales en 1991 y 1992 apunta hacia un incremento en la vulnerabilidad de la misma, que podría traducirse en la aparición de mayores dificultades para la financiación de déficit de

balanza de pagos futuros, en el caso en que éstos continuaran alcanzando niveles tan elevados como los de los últimos años.

Los elementos de riesgo más importantes que se derivan de esta situación son los siguientes:

En primer lugar, el aumento registrado en el stock de deuda exterior supone un incremento en los pagos que han de efectuarse de manera regular por amortización e intereses. Además, el incremento en el saldo de deuda pública en manos de no residentes ha determinado un notable ascenso en los pagos por rentas de inversión pública. Ambos factores contribuyen a empeorar el saldo de la subbalanza de servicios, y suponen un elemento de expansión potencial del déficit corriente.

En segundo lugar, la fuerte desinversión en valores públicos y en acciones, por no residentes, que ha tenido lugar en los últimos meses, a raíz de la fuerte inestabilidad en los mercados monetarios y cambiarios internacionales, indica la elevada sensibilidad de ciertos movimientos de capital ante la aparición de incertidumbres en torno a la evolución del tipo de cambio.

En tercer lugar, hay que considerar la posibilidad de que se produzca una intensificación en las salidas de capitales, como consecuencia de la creciente familiarización de los inversores españoles con instrumentos emitidos en el exterior o de la reducción en la brecha existente entre la rentabilidad de los activos denominados en pesetas y activos alternativos.

Frente a estos elementos de preocupación, la balanza de capitales española continúa presentando aspectos positivos, cuya permanencia o mayor desarrollo en el tiempo, pueden llegar a neutralizar los elementos anteriores. Entre ellos hay que destacar el mantenimiento de importantes flujos de inversión directa, que han permanecido incluso durante el período de máxima turbulencia monetaria, y el potencial de expansión de nuevas entradas de capitales, que supone el continuo desarrollo de los mercados financieros españoles.

BALANZA COMERCIAL					
	1988	1989	1990	1991	1992 (ene-sep)
Saldo de la Balanza de Capital⁽¹⁾ (I + II + III + IV + V)	349	1.368	1.592	1.757	2.111
I. Capital a largo plazo	1.149	2.036	1.931	3.480	1.620
a) Del exterior en España	1.483	2.252	2.444	3.966	1.999
Inversiones directas	521	667	1.073	898	626
Inversiones en cartera privada	246	733	451	501	232
Inversión en cartera pública	37	241	154	1.432	-183
Créditos directos	408	103	146	666	758
Resto	271	508	620	469	475
b) De España en el exterior	-334	-216	-512	-486	-378
Del cual: inversiones	-158	-189	-323	-393	-250
II. Capital a corto plazo	85	-46	14	130	106
III. Operaciones en el exterior de bancos y cajas	434	264	867	149	-335
IV. Banco de España	-996	-510	-665	-1.485	944
Del cual: variación de reservas centrales ⁽²⁾	-962	-582	-689	-1472	956
V. Errores y omisiones	-322	-376	-555	-517	-224
Pro-memoria:					
Saldo Reservas Centrales	4602	4.931	5.330	6.715	6.999 (sep)
Saldo Deuda externa	3.711	3.810	4.353	5.601	7.534 (sep)

(1) Un signo positivo significa un déficit por cuenta corriente.
(2) Un signo negativo significa acumulación de reservas.

Fuente: Registro de Caja.