

# LA FINANCIACION EXTERIOR DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA

En este trabajo de **Fernando Varela Parache** se pasa revista al desarrollo reciente de los mercados internacionales y se analiza la posición de España en ellos y sus posibilidades de endeudamiento a medio plazo, concluyéndose que en condiciones normales no habrá mayores problemas para obtener los recursos necesarios.

Por otra parte, partiendo de un análisis cualitativo de la deuda viva, se aportan sugerencias para la definición de una política de endeudamiento exterior a medio plazo que, basada en la diversificación en todos sus aspectos: monedas, mercados, instrumentos de crédito y fórmulas de tipos de interés, garantice no sólo la obtención de los recursos necesarios, sino las mejores condiciones para los créditos españoles, situando la valoración de nuestro riesgo en mejores condiciones relativas.

**U**NA revisión del problema de la financiación exterior en cualquier economía pasa por el análisis de las posibilidades de mantener el nivel de deuda viva existente en un momento dado y de ampliarlo, en su caso, de acuerdo con las necesidades previstas a plazo medio. Este será, por tanto, el primer objetivo de nuestro trabajo. Sin embargo, la más somera consideración del tema nos indicará que moviéndonos en hipótesis normales y dada la actual dimensión de los mercados financieros, éste no es hoy por hoy un verdadero problema. Para una economía como la nuestra apenas tiene sentido discutir la posibilidad de recurso al crédito exterior en orden a la determinación de su cuantía absoluta, sino que lo realmente importante es determinar las condiciones en las cuales puede conseguirse un cierto nivel de endeudamiento en una

forma coherente con el nivel de solvencia que tal economía tendría atendiendo a las magnitudes que describen su situación real por comparación a la de otros países.

Por eso en este trabajo, después de una revisión general del desarrollo reciente de los mercados internacionales, que nos permitirá situar la posición relativa de España y sus posibilidades de endeudamiento a medio plazo, haremos un análisis cualitativo de nuestra deuda viva para aislar aquellos factores que, a nuestro juicio, son determinantes del actual «precio» del «riesgo español», para terminar con sugerencias sobre lo que podría ser una fórmula práctica de mantener, en todo caso, y mejorar, si es posible, la situación presente en los mercados internacionales.

El tema es especialmente relevante. En los años pasados la

financiación de los déficits de las balanzas por cuenta corriente de un gran número de países, ocasionados entre otras razones por el aumento del precio del petróleo, ha producido un recurso generalizado a los mercados internacionales que, coincidiendo con una situación de gran liquidez de éstos, alimentada por la colocación de los excedentes de los países exportadores de petróleo, ha permitido a casi todo el mundo la movilización de los fondos necesarios, por cierto, no sólo destinados a financiar el período de ajuste de la economía a las nuevas circunstancias, sino quizá también a retrasar el ajuste en sí mismo.

En la actualidad tanto las autoridades monetarias como los agentes participantes en los mercados, están discutiendo los problemas que podría plantear en el futuro el reciclaje de los excedentes de reservas acumulados por los países exportadores de petróleo, dada la preferencia marcadísima que estos países están manteniendo por las colocaciones a corto plazo y las dificultades crecientes de un alto número de economías para terminar con su proceso de ajuste y ser capaces, en definitiva, de pagar las deudas contraídas.

Ello, naturalmente, tiene implicaciones importantes para los Bancos que están actuando en el mercado. La tradicional diferenciación entre riesgos privados con posibilidad de insolvencia y riesgos soberanos, teóricamente seguros, está siendo revisada porque, si bien es verdad que los países no quiebran, cada vez está siendo más frecuente que sus deudas se refinancien. La existencia en este

momento de tres o cuatro países que son a primera vista incapaces de hacer frente a sus compromisos a corto plazo, está reforzando las posiciones de quienes desde el sector bancario abogan por una mayor diferenciación en los precios de los créditos de mejores prestatarios y los restantes.

Sin que la situación sea alarmante, y así lo demuestra la capacidad del sistema para adaptarse a las necesidades de los prestatarios —la experiencia del pasado mes de julio es un buen ejemplo—, ello quiere decir que sólo los países que sepan instrumentar una política adecuada de aproximación a los mercados estarán en condiciones de aprovechar en forma óptima las posibilidades de financiación que éstos ofrezcan en el futuro.

Pero existe una segunda razón, y ésta de orden interno, para la consideración de la conveniencia de un replanteamiento de la política española de financiación exterior; la evolución experimentada en los tiempos más recientes por el sistema financiero doméstico con la introducción de nuevos instrumentos de crédito, en particular las pólizas a tipo de interés flotante, ha abierto nuevas posibilidades de encontrar financiación a largo plazo en pesetas.

En el pasado, desde que en 1974 se comenzó un recurso intensivo a los mercados internacionales, la financiación de ellos proveniente tenía la característica de ser, sobre todo para algunos prestatarios, casi la única disponible para largos plazos. Con la reciente aparición de posibilidades de financiación a tipo

de interés flotante en pesetas, se ha llegado a una posición que es similar a la de partida en otros países que concurren a los mercados internacionales. En éstos, normalmente, existe un mercado doméstico capaz de suministrar fondos, y la alternativa que implica el recurrir a los mercados internacionales, en ausencia de necesidades de Balanza de Pagos que tienen que ser resueltas por el Sector Público, es función solamente de los diferenciales de interés. Únicamente para casos marginales de proyectos que requieren la movilización de cuantías ingentes de recursos es obligada la concurrencia a los mercados exteriores. De esta manera, no existe, a diferencia de lo que ha venido ocurriendo en España, una gran competencia entre prestatarios del mismo país, que crean una presión sobre el mercado internacional, empeorando así las condiciones de endeudamiento para todos.

Como explicaremos más detalladamente en su momento, el caso español ha sido atípico en un doble sentido: por el número de prestatarios impulsados a recurrir a la financiación exterior y porque el sector público sólo lo ha hecho inicialmente en forma marginal o en todo caso tardíamente y sin una estrategia precisa, dejando incluso la responsabilidad de abrir los mercados a entidades de carácter privado que se veían impulsadas a esta acción ante la inexistencia de fondos disponibles para satisfacer sus necesidades de inversión.

Aunque pueda resultar prematura cualquier valoración de las posibilidades del llamado mercado de renta variable de Madrid, lo que es claro es que, en la medida en que este mer-

cado se desarrolle satisfactoriamente, mejoraremos nuestra posición en el internacional, porque nos estaremos aproximando a una situación equiparable a la de otros países que consideramos riesgos equivalentes, de acuerdo con su nivel de desarrollo, producción industrial y complejidad de su economía.

La conclusión es que una revisión de la política de endeudamiento externo del país resulta en estos momentos apropiada, no sólo como sano ejercicio periódico de autoanálisis, sino obedeciendo a circunstancias concretas de la evolución, tanto de los mercados financieros internacionales como del sistema financiero doméstico.

En las presentes circunstancias, nuestro análisis nos lleva a concluir que las posibilidades de endeudamiento a medio plazo son suficientes para atender las necesidades previsibles de la economía española, pero que la consecución de unas mejores condiciones en los términos de este endeudamiento pasan por la continuidad en el ordenamiento de la concurrencia a los mercados y por una moderación del recurso a los mismos, la adecuada selección de los proyectos a financiar y la reestructuración del reparto de la deuda entre los distintos prestatarios y en los diferentes mercados.

Comencemos analizando la situación de los mercados financieros internacionales desde el punto de vista de su capacidad de suministro de fondos al sistema y el papel que en él están jugando hoy los distintos países.

CUADRO N.º 1  
**MOVILIZACION DE FONDOS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES. DISTRIBUCION  
 POR GRUPOS DE PAISES**  
 (En millones de dólares)

	1979	1980	% Δ 1980/79	Enero-Sep. 80 (1)	Enero-Sep. 81 (2)	% Δ (2)/(1)
Países OCDE ... ..	55.140,8	69.009,7	25,1	45.902,5	96.411,2	110,0
Organismos internacionales con domicilio en Europa ... ..	4.797,6	3.623,4	-24,5	2.315,1	1.705,0	-26,4
Países no OCDE:						
Países del Este ... ..	3.791,6	2.660,7	-29,8	1.577,1	1.339,0	-15,1
OPEP ... ..	9.009,3	6.611,6	-26,6	5.550,6	3.224,1	-41,9
Otros países en desarrollo ... ..	38.601,5	29.231,3	-24,3	19.434,2	31.723,5	63,2
Organismos internacionales de desarrollo.	5.388,2	5.850,8	8,6	4.920,0	3.129,8	-36,4
Varios ... ..	467,2	813,0	74,0	428,6	314,4	-26,7
<b>TOTAL ... ..</b>	<b>117.196,2</b>	<b>117.800,5</b>	<b>0,5</b>	<b>80.128,1</b>	<b>137.847,0</b>	<b>72,0</b>

Fuente: OECD, *Financial Statistics*, octubre 1981.

## LA SITUACION DE LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

En 1981 los mercados financieros internacionales han continuado jugando un papel muy activo en la financiación de la economía mundial y, sobre todo, han mantenido su ya habitual capacidad de adaptación a la evolución de las circunstancias.

Las cifras de las estadísticas financieras de la OCDE correspondientes al mes de octubre muestran que el total de fondos movilizados en los mercados internacionales ha alcanzado en los nueve primeros meses de 1981 el equivalente de 137.847 millones de dólares, lo que significa un aumento del 72 por 100 con respecto a los fondos movilizados en el mismo período del año 1980 (1), incremento que contrasta con el prácticamente nulo de 1980 sobre 1979.

El cuadro n.º 1 contiene estas cifras para los años 1979 y 1980 y los períodos enero-septiembre de 1980 y 1981, según su distribución por grupos de países.

El incremento de la financiación suministrada por los mercados desborda todas las previsiones realizadas para el año e implica que los fondos obtenidos han crecido en términos reales y, por cierto, más rápidamente que el incremento de los déficits de las balanzas de pagos.

En efecto, la OCDE preveía a mediados de año que la financiación total proporcionada por los mercados internacionales alcanzaría, a lo sumo, el equivalente a 130.000 millones de dólares en todo el año 1981 y que en el mismo período el déficit global de las balanzas por cuenta corriente sólo experimentaría un ligero incremento, pues mientras para los países de la OCDE se esperaba una ligera dismi-

nución desde 85.000 millones en 1980 a 80.000 millones en 1981, en los países en desarrollo no productores de petróleo se preveía un aumento del déficit desde 52.000 millones el año anterior a 60.000 millones en el actual.

Este imprevisto comportamiento del mercado es una muestra más de la capacidad del mismo para adaptarse a los requerimientos de la demanda. (Después comentaremos brevemente las adaptaciones técnicas introducidas que son otra muestra de esta dinámica). Porque la importante cifra de financiación alcanzada se ha debido, en buena medida, a los recursos movilizados en el tercer trimestre, en particular en el mes de julio, en que los nuevos préstamos ascendieron a 52.600 millones de dólares, una parte muy importante de los mismos destinados a satisfacer las demandas de prestatarios americanos ori-

CUADRO N.º 2

## MOVILIZACIONES DE FONDOS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES

(En millones de dólares)

	1979	1980	% Δ 1980/79	Enero-Sep. 80 (1)	Enero-Sep. 81 (2)	% Δ (2)/(1)
Bonos internacionales...	17.352,9	20.048,7	15,5	14.454,0	16.913,6	17,0
Bonos extranjeros ...	19.979,6	17.953,7	-10,1	13.071,3	14.099,0	7,9
<i>Total bonos</i> ...	37.332,5	38.002,4	1,8	27.525,3	31.012,6	12,7
Coloc. esp. bonos ...	1.599,6	1.440,8	9,9	1.278,2	219,2	-82,9
Préstamos bancarios ...	78.264,1	78.357,3	0,1	51.324,6	106.615,2	107,7
<b>TOTAL</b> ...	117.196,2	117.800,5	0,5	80.128,1	137.847,0	72,0

Fuente: OECD, *Financial Statistics*, octubre 1981.

ginadas en su necesidad de cubrirse frente a un amplio número de ofertas públicas de compra no deseadas por tales empresas y, naturalmente, a la existencia de tipos de interés más bajos de los euromercados. De hecho, casi 38.000 millones son líneas de crédito para diez compañías americanas; líneas de crédito que, por otra parte, probablemente no serán utilizadas.

Sin embargo, el aumento global de la financiación suministrada ha permitido también una progresión importante a la financiación recibida por los países en vías de desarrollo no productores de petróleo, cuya situación económica es uno de los factores más preocupantes para el futuro equilibrio del sistema financiero internacional en su conjunto.

En el cuadro n.º 1 puede observarse que los países en vías de desarrollo no productores de petróleo han aumentado sus préstamos en un 63,2 por 100 con respecto al mismo período del año precedente, aunque de acuerdo con las cifras publicadas existe una importante con-

centración de los incrementos de deuda en siete países de este grupo, a la cabeza de los cuales figuran Brasil, Chile, Corea y Taiwán.

La expansión del endeudamiento de los países en vías de desarrollo se ha debido al incremento del déficit de cuenta corriente ya previsto por la OCDE, en el que el encarecimiento de los intereses de los préstamos internacionales tiene especial importancia. Según un informe reciente de la OCDE, el coste medio de la deuda de los países en vías de desarrollo —la cual por cierto se estimaba en 456.200 millones de dólares a principios de 1981— ha aumentado desde el 8,78 por 100 en 1980 al 10,19 por 100 en 1981, y ello a pesar de que una parte importante de la misma está a tipo de interés fijo y subvencionado por tratarse de préstamos concesionales y créditos de exportación cuyo tipo de interés se ha mantenido, como se sabe, muy por debajo de los de mercado.

El incremento de créditos obtenidos por los países de la

OCDE, el 110 por 100, se debe, principalmente, como ya hemos dicho, a fondos tomados por empresas americanas y a un aumento sustancial de los fondos tomados por Canadá que han pasado de 3.200 millones en enero-septiembre de 1980 a 10.500 millones en el mismo período de este año. Sólo estos dos países y Japón y Francia han obtenido más préstamos que en el mismo período del año precedente. Ello refleja que, efectivamente, ha habido una mejora de la balanza por cuenta corriente del grupo. España, en particular, tomó un 12,1 por 100 menos que el año anterior.

Por otra parte, los países exportadores de petróleo en su conjunto han disminuido por segundo año consecutivo la cantidad de recursos obtenida en los mercados, pero algunos de ellos, como consecuencia del decrecimiento de rentas del petróleo ocasionada por la saturación relativa de este mercado, han aumentado su recurso al crédito exterior. Así México ha pasado de 4.800 millones de dólares en enero-septiembre de

1980 a 8.300 millones en el mismo período de 1981.

El cuadro n.º 2 contiene las mismas cifras de fondos movilizables en los mercados internacionales, pero agrupadas según las tres principales categorías de préstamos: bonos internacionales, bonos extranjeros y préstamos bancarios (la cifra de colocaciones especiales de bonos se refiere a los del Banco Mundial).

Naturalmente, dada la situación de los tipos de interés, muy altos para sus estándares históricos, y la inestabilidad de los mercados de cambios, ni inversores ni prestatarios han tenido especial inclinación a operaciones de tipos de interés fijo, por eso la mayor cuantía del incremento de préstamos —el 95,7 por 100 del total— se ha obtenido a través de préstamos sindicados que han aumentado en nueve meses un 107,7 por 100. Con todo, tanto en los mercados internacionales como en las secciones extranjeras de las nacionales las emisiones de bonos han aumentado, cosa especialmente notable, porque tales emisiones sólo se han podido hacer con carácter esporádico cuando coincidían las condiciones adecuadas de tipo de cambio e interés. Este es el caso del mes de octubre recién terminado, en el que se han movilizado 12.000 millones de dólares, un poco menos que en septiembre, pero sustancialmente más que en el mismo mes del año 1980. A esta cifra se ha llegado con una contracción de los créditos sindicados, pero con un aumento notable de las emisiones de bonos extranjeros e internacionales denominados en dólares.

Ello se debe al menos a tres razones:

- Una sana medida de diversificación de riesgos lleva a los prestatarios con amplia deuda a intentar hacer algunas emisiones de bonos para beneficiarse de los mejores tipos de interés de las operaciones a largo plazo, sobre todo teniendo en cuenta que las curvas de rendimientos han estado invertidas durante los tres últimos años.
- La introducción de nuevas fórmulas para permitir la operación de estos mercados, consiguiendo atraer fondos hacia ellos mediante la emisión de bonos a tipo de interés variable, o con algunas otras ventajas indirectas, como han sido la utilización de ciertos tipos *warrants*, negociables o no por separado del bono principal, y que consistían fundamentalmente en opciones para suscribir más títulos después de un cierto tiempo a tipo de interés prefijado.
- La necesidad de diversificar las fuentes de suministros de fondos que tienen todos los prestatarios responsables, sobre todo los «riesgos soberanos», y de tener un precio de referencia en las distintas monedas, cosa que se consigue a través del mercado secundario.

Una objeción que haremos inmediatamente al endeudamiento exterior de España es la no utilización, prácticamente, de los mercados públicos. En efecto, en 1980 el endeudamiento en préstamos sindicados de España significó el 5,6 por 100 del total de nuevos préstamos concedidos, lo que es un porcentaje significativo, y el 10,9 de los concedidos a países de la OCDE. Estos últimos tomaron

en conjunto poco más del 51 por 100 del total. En cambio las emisiones españolas de bonos internacionales no significaron más que el 0,78 del total emitido y el 0,92 de lo emitido por los países de la OCDE, que en cambio habían lanzado el 84,6 por 100 del total.

Aunque un poco más utilizadas —particularmente por lo que se refiere al mercado suizo—, otro tanto puede decirse de las emisiones de bonos extranjeros que en 1980 sólo se hicieron en Japón y Suiza por un total del equivalente a 305,7 millones de dólares. Esta cantidad significa el 1,70 por 100 del total de emisiones de bonos extranjeros de todo el mundo y el 2,66 por 100 de lo emitido por emisores de la OCDE, países que en conjunto lanzaron el 63,86 por 100 del total.

Vemos, pues, que, a diferencia del conjunto de países desarrollados, nuestra participación porcentual en los mercados de bonos es inferior a la de créditos bancarios; nuestro nombre está ausente de numerosos mercados públicos, algunos tan importantes como el americano, y, como la situación que hemos reflejado para 1980 es similar a otros años, el conjunto de nuestra deuda está masivamente a tipo de interés variable, por lo que estamos sufriendo fuertemente el encarecimiento de los tipos de interés a corto plazo. En la parte final de este trabajo volveremos sobre el tema para valorar sus implicaciones.

Es un ejercicio casi inevitable, y con él terminaremos esta breve presentación de los desarrollos recientes de los mercados internacionales, pasar revista a las evaluaciones que distintas organizaciones y publicaciones

internacionales hacen de los riesgos que implica prestar a cada país.

Tenemos que decir, ante todo, que la verdadera evaluación de un riesgo es el precio relativo de su «papel» en los mercados secundarios, pero las anomalías que en los últimos años se han producido en éstos y la existencia en los mercados de préstamos de numerosos nombres que no concurren habitualmente a los mercados públicos han hecho proliferar listas que tratan de ordenar los países por su riesgo y, frecuentemente, también de ser un indicativo de cómo está evolucionando la calidad de un determinado nombre.

El punto de referencia más generalmente utilizado por los intermediarios financieros de todo el mundo ha sido, tradicionalmente, la calificación otorgada por las agencias de *rating* americanas, cuyo pronunciamiento es casi obligado para realizar emisiones públicas en Estados Unidos, y ello hasta el extremo de que la calificación Triple A, como se sabe máxima que otorgan tales agencias, ha pasado al argot técnico para definir a un prestatario como de primera calidad.

España no ha concurrido nunca al mercado público americano y, por tanto, ningún nombre español está calificado ni siquiera para créditos a corto plazo. En consecuencia, son ociosos mayores comentarios sobre esta calificación, excepto para decir, y lo recogemos en la parte final, que una estrategia a medio plazo debe incluir la aproximación al mencionado mercado y que de alguna manera la no disposición de este *rating* tiene efectos negativos sobre nuestra po-

sición en los restantes mercados internacionales; el caso del japonés, cuyas normas directrices internas discriminan en este momento en cuanto a plazo y cantidad contra los países que no tienen *rating* en el mercado americano, asociándolos en tratamiento con aquellos que lo tienen bastante malo —menos de una sola A— puede ser un ejemplo extremo.

Refiriéndonos a otras calificaciones menos «oficiales» hemos seleccionado dos para comentarlas: las de las revistas *Euro-money* e *Institutional Investor*.

La revista *Euromoney* publica una lista de países ya casi tradicional, en la que evalúa el riesgo de cada uno según una fórmula que lo hace en función del volumen de créditos concertados en el período, los *spreads*, y los plazos (2).

La última lista editada es la contenida en el número del mes de octubre y se refiere a los créditos negociados entre enero y agosto del año en curso y, por cierto, no incluye, como la anterior, el volumen de créditos ni el número de operaciones que han sido tenidas en cuenta, lo cual era una información valiosa. España está situada en el número 20, lo que significa ascender dos puestos con respecto al año precedente, y aparecer por primera vez calificada en el grupo de mejores prestatarios: E M I en la terminología de la publicación. Por cierto que el *spread* medio ponderado de los créditos españoles es 0,53, inferior al de nueve de los países que nos preceden en la lista, aunque esté relativamente lejos del 0,31 conseguido por el Reino Unido, en esta ocasión mejor prestatario, según la referida clasificación, delante de Australia y Francia.

Hay que señalar que, como sólo se incluyen países que hayan realizado al menos una operación de préstamo de carácter público o con garantía pública en el período, en la lista faltan numerosos nombres, algunos tan importantes como la República Federal de Alemania o Bélgica.

La revista *Institutional Investor*, en su número de septiembre de este año, publica otra lista, también ya tradicional, de la evaluación de riesgos de 104 países. España ocupa aquí la posición número 26 —recuérdese que ahora se incluyen todos los países—, igual a la que ocupaba en la evaluación anterior que era del mes de marzo, teniendo por delante 18 países de la OCDE, cuatro exportadores de petróleo, incluido México, Taiwán, Hong-Kong y Singapur.

Quizá lo más importante de esta evaluación, que a diferencia de la anterior no está basada en ninguna pretendida fórmula objetiva, sino que es el resultado de una encuesta entre los principales banqueros internacionales, es la valoración negativa que se hace de la evolución de todas las economías de Europa occidental en los últimos seis meses, a excepción de Portugal y Turquía que, sin embargo, ocupan los lugares 41 y 90, respectivamente, consecuencia de las importantes dificultades que este conjunto de países está teniendo para llevar adelante su proceso de ajuste. El índice que refleja esta valoración de la situación de la economía de cada país muestra una posición especialmente negativa en el caso de España, pues es el más elevado después de Bélgica, Irlanda y Francia, aunque su deterioro en los seis úl-

timos meses es menor de lo que había sido anteriormente.

En la medida en que estas evaluaciones puedan considerarse representativas de la opinión de la comunidad financiera internacional, las consideraciones anteriores nos permiten concluir, por el momento, que en la primera parte en 1981, y con respecto a 1980, el riesgo español se ha mantenido estable en posiciones relativas, y ello a pesar de que los observadores han apreciado que la evolución real de nuestra economía ha sufrido dificultades.

Pero la cuestión que nos interesa dilucidar no es cuál pudiera ser la reacción de la comunidad internacional ante la evolución de nuestra economía que, naturalmente, desborda las posibilidades de este artículo, sino cuáles son los factores téc-

nicos que determinan el actual precio de nuestro riesgo y en qué medida, supuesto que las demás circunstancias permanezcan estables, una gestión diferente de nuestro recurso a la financiación exterior mejoraría nuestra posición tanto en términos de costes como, lo que en cierto modo es lo mismo, en términos de posibilidades de recurso al mercado en un momento determinado.

En este sentido, vamos a pasar revista a nuestros niveles actuales de deuda y al desenvolvimiento de la misma en éste y el pasado ejercicio, así como a las expectativas para el año 1982.

## LA DEUDA EXTERIOR DE ESPAÑA

La deuda viva externa a largo plazo de la economía española a 30 de septiembre de 1981 ascendía a 24.552 millones de dólares. El cuadro n.º 3 contiene un desglose de esta cifra entre sector público y privado, con mención expresa de alguna entidad o grupo de empresas que son prestatarios importantes. Hemos excluido la deuda a corto plazo, cuyo nivel a las fechas indicadas era irrelevante sin contar, naturalmente, la comercial y la financiación de exportaciones por la Banca delegada que no la consideramos por su distinta naturaleza. En el mismo cuadro puede observarse la evolución en los últimos veinte meses.

La cantidad absoluta de deuda no puede considerarse muy elevada si se atiende a los *ratios* que normalmente se utilizan como indicadores de su importancia relativa. En efecto, esta cifra significa algo menos del 10 por 100 del producto interior bruto de 1980 y los pagos por servicios de deuda el pasado año significaron poco más del 16 por 100 del valor de nuestras exportaciones. Estos *ratios* se comparan favorablemente, por ejemplo, con los de los países nórdicos, todos ellos con calificación Triple A o casi Triple A y para los que, según las estadísticas de la OCDE, en el año 1978 los *ratios* eran en todos los casos menos favorables. En concreto, los servicios de la deuda estaban en tres de los cuatro países por encima del 20 por 100 de sus exportaciones y lo mismo ocurría con el *ratio* respecto al producto interior bruto que en el caso de Dinamarca,

CUADRO N.º 3

### DEUDA EXTERIOR DE ESPAÑA A LARGO PLAZO

(En millones de dólares)

PRESTATARIO	31-12-79	31-12-80	31-9-81
TOTAL DE DEUDA VIVA .....	16.615	20.959	24.553
SECTOR PUBLICO .....	7.540	9.117	10.576
Estado .....	1.688	1.571	2.026
RENFE .....	946	1.162	1.385
Grupo INI .....	3.620	4.763	5.428
ICO (1) .....	—	—	1.642
Corporaciones Locales (1) .....	—	—	25
Otros organismos públicos .....	1.276	1.621	70
SECTOR PRIVADO CON GARANTIA PUBLICA .....	1.319	1.333	1.359
DEUDA PRIVADA SIN GARANTIA PUBLICA .....	7.756	10.509	12.618
Autopistas .....	794	1.093	1.254
Eléctricas (1) .....	—	—	5.751
Otros .....	6.962	9.416	5.613

(1) Los guiones indican que no existe desglose de la cifra para esa fecha.

Fuente: Banco de España.

CUADRO N.º 4

**PORCENTAJE  
DE AMORTIZACIONES  
EN CADA AÑO SOBRE  
LA DEUDA A 30 DE JUNIO  
DE 1981**

AÑOS	Porcentajes
1981 (2.º semestre) ...	5,56
1982 ... ..	11,50
1983 ... ..	10,99
1984 ... ..	14,71
1985 ... ..	12,35
Mayor plazo ... ..	43,02
Indeterminado ... ..	1,86

por ejemplo, era el doble que el español.

También favorable es la relación con el nivel de reservas exteriores. Estas se encontraban al comenzar el cuarto trimestre alrededor de 12.000 millones de dólares, nivel similar al del principio del año y muy satisfactorio tanto respecto a la deuda total, 50 por 100, como al volumen de exportaciones. Pero es que, además, el componente oro de tales reservas está valorado a la vieja paridad

de 44 dólares la onza, lo que a precios actuales de mercado sería, más o menos, un 10 por 100 de su valor real. Si se procediera a una contabilización de este activo, acorde con un valor de mercado, cosa que han hecho un gran número de países, el total de reservas se elevaría a unos 18.000 millones de dólares.

Igualmente positivo es el aspecto que presenta el perfil temporal de la deuda. El cuadro número 4 contiene los porcentajes que representaban las amortizaciones de cada año sobre la deuda viva a 30 de junio de 1981. Como puede comprobarse, sólo el año 1984 tiene una concentración un poco más elevada de amortizaciones.

Los aspectos más negativos de nuestra deuda externa son: su evolución y su composición.

Respecto al primer tema, el cuadro n.º 5 contiene los ritmos de incremento de deuda durante un cierto número de años, con desglose a partir de 1977 de los ritmos de incremento para el sector público, incluyendo aquí el endeudamiento

privado con aval público, y para el sector privado. En él puede verse que se parte de niveles de endeudamiento ciertamente muy bajos al principio de la década de los setenta —en 1973 nuestra deuda externa sólo era de 3.573 millones de dólares—, y se experimentan incrementos relativamente importantes en varios de los años. Especialmente significativos son los incrementos de 1980 y 1981.

Aunque este esquema está ahora un poco desdibujado por la gran expansión que ha sufrido el endeudamiento exterior de casi todos los países, a consecuencia de las necesidades de financiación de la factura energética, sigue teniendo importancia.

En efecto, la adecuación del nivel de deuda de un país se acostumbra a analizar en relación con indicadores objetivos como las exportaciones de bienes y servicios o el producto interior bruto antes mencionado, pero también se compara con sus propios estándares históricos. Incrementos muy rápidos del nivel de endeudamiento

CUADRO N.º 5

**INCREMENTO DE DEUDA EN VALOR ABSOLUTO Y PORCENTAJE PARA LOS AÑOS  
QUE SE CITAN**

AÑOS	DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO Y PRIVADO CON AVAL PÚBLICO		DEUDA DEL SECTOR PRIVADO SIN GARANTÍA PÚBLICA		DEUDA TOTAL	
	Δ deuda en millones \$	% Δ s/deuda año anterior	Δ deuda en millones \$	% Δ s/deuda año anterior	Δ deuda en millones \$	% Δ s/deuda año anterior
1974 ... ..	—	—	—	—	2.097	58,69
1975 ... ..	—	—	—	—	2.614	46,10
1976 ... ..	—	—	—	—	2.480	29,93
1977 ... ..	2.070	34,12	1.024	21,81	3.094	28,74
1978 ... ..	206	1,10	1.028	17,94	1.117	8,06
1979 ... ..	642	7,80	998	14,76	1.640	10,95
1980 ... ..	1.591	17,96	2.775	35,78	4.364	26,26
1981 (30-6-81) ... ..	976	9,34	1.815	17,23	2.793	13,81



to son generalmente considerados por la comunidad financiera como un factor desfavorable y, en todo caso, pueden plantear dificultades por agotamiento temporal de las fuentes de recursos.

Desde luego, la accesión al mercado internacional puede planificarse en un momento determinado sobre la base de obtener la mayor cantidad de fondos posible, si existe una necesidad de aplicación de esos fondos a las inversiones reales y si existe, naturalmente, un estrangulamiento de carácter transitorio en la balanza por cuenta corriente. Pero la continuidad en un recurso muy elevado a los mercados suele ser un indicio de que los procesos de ajuste se están realizando muy lentamente o no se están realizando, y la comunidad bancaria internacional es especialmente sensible a este hecho. La situación puede ser doblemente desafortunada si las necesidades de balanza de pagos no son tan elevadas y si en el mercado doméstico no se han alcanzado los ritmos de crecimiento posibles para el crédito interior, porque ello significa que se están desaprovechando posibilidades de endeudamiento en moneda local sin que la entrada de capitales extranjeros reporte ninguna ventaja real.

El segundo aspecto negativo al que hemos aludido antes es la composición de la deuda exterior, tanto por lo que se refiere al tipo de instrumentos utilizados para la captación de los recursos como por la concentración masiva sobre los euro-mercados. De ambos temas hemos hablado anteriormente al analizar las cifras de financiación españolas en comparación con las de otros países, pero

nos interesa insistir ahora sobre lo poco afortunado de la concentración de nuestra deuda en préstamos a tipos variables.

Existen, sin duda, razones históricas para esta situación, como lo es nuestra falta de tradición en los mercados cuando las emisiones públicas jugaban un papel primordial como medio de financiación, sobre todo para los buenos riesgos; el hecho, después, de que los nombres españoles fueran apareciendo en una forma no planificada y, como se ha dicho, atípica; y finalmente el fuerte encarecimiento de los tipos de interés en los últimos tres años, lo que en principio desanimaría la realización de emisiones a tipo de interés fijo.

Pero no se puede ignorar que esta concentración de endeudamiento en tipos de interés flotante ha sido característica de los países poco desarrollados y que, de hecho, en una situación como la que llevamos vivida durante más de tres años, con las curvas de rendimientos invertidas, son causa de un coste elevado de nuestra deuda exterior, incluso si los diferenciales para España se han reducido en valores tanto absolutos como relativos.

En endeudamiento exterior, la diversificación en todos los aspectos: monedas, mercados, instrumentos de crédito y fórmulas de tipo de interés, ofrece las mayores ventajas. No sólo, lo que es muy importante, por permitir el acceso a distintas fuentes de fondos, ampliando así la capacidad potencial de endeudamiento, sino porque es la única fórmula viable de cobertura de riesgos.

Por lo que se refiere a la opción tipo de interés fijo-tipo de

interés variable, la estrategia mayoritariamente seguida de elegir los variables considerando que la carestía a corto se compensaría con una baja en el futuro y ello resultaría mejor que endeudarse a precio fijo, más bajo ahora pero alto para estándares históricos, lleva más de tres años probando ser errónea.

Personalmente recomendamos otra estrategia, basada en la diversificación y que, por cierto, coincide con la utilizada por los mejores riesgos existentes en los mercados.

Como nota final de la descripción de nuestra actual deuda, señalaremos la fuerte concentración que tiene en dólares, que representan el 68,5 del total. Los marcos alemanes son el 11,5 por 100 y los francos suizos el 9,6 por 100. Así, entre las tres monedas totalizan más del 90 por 100. La evolución del tipo de cambio del dólar es una prueba clara de que la única política de cobertura real frente a las fluctuaciones de los cambios es una diversificación amplia de monedas. Desde este punto de vista resulta interesante, sobre todo para entidades con un endeudamiento pequeño, la aparición de operaciones en derechos especiales de giro o en cualquier otra cesta de monedas.

Hemos analizado hasta aquí la estructura de nuestra deuda exterior, pero nos interesa avanzar un paso más y analizar la política de endeudamiento que se está siguiendo en el momento presente y las posibilidades para un futuro inmediato, digamos el año 1982.

Al empezar el año 1981 las estimaciones del déficit de la balanza por cuenta corriente se

CUADRO N.º 6  
CREDITO FINANCIERO EXTERIOR BRUTO A LA ECONOMIA ESPAÑOLA  
(En millones de dólares)

PRESTATARIO	1981		1982
	Techo de endeudamiento autorizado por CIFEX (1)	Deuda realmente autorizada hasta 31 de octubre	Estimación provisional sobre posibles necesidades de los prestatarios (2)
TOTAL SECTOR PUBLICO .....	4.230	3.183	4.078
Tesoro .....	800	650	1.000
ICO .....	540	360	505
INI/INH (empresas del grupo) .....	1.000	770	900
RENFE .....	375	307	440
CAMPESA .....	500	500	—
Canal Isabel II .....	35	35	—
Autopistas (3) .....	800	546	933
Ayuntamientos y entes locales .....	180	20	300
TOTAL SECTOR PRIVADO .....	3.300	2.063 (4)	3.600
Telefónica .....	300	300 (4)	325
Eléctricas (excluidas las del INI) .....	1.500	405 (4)	1.464
TOTAL SECTOR PUBLICO Y SECTOR PRIVADO ...	7.530	5.251	7.673

(1) Se reducían las previsiones de los prestatarios.

(2) Esta estimación sobre las previsiones de los prestatarios está basada en las informaciones aparecidas sobre programas de inversión y, sin duda, está sujeta a revisión.

(3) Comprende tanto los préstamos avalados como los no avalados.

(4) Autorizaciones a finales de agosto.

encontraban en torno a los 6.000 millones de dólares, en tanto que las amortizaciones de préstamos financieros ascendían a 2.700 millones. Había, pues, que financiar alrededor de 8.700 millones de dólares por ambos conceptos, lo que, después de tener en cuenta los restantes renglones de la balanza de capitales, llevó a prever un endeudamiento máximo bruto próximo a los 7.500 millones de dólares.

El cuadro n.º 6 recoge en su primera columna los techos máximos autorizados por la Comisión Interministerial de Financiación Exterior para los principales prestatarios. En la segunda columna recoge, aproximadamente, las cifras utilizadas de

estos techos teóricos de endeudamiento, hasta 31 de octubre para el sector público y hasta 31 de agosto para el privado; y con independencia de que aún falten dos meses del año, permiten concluir que las cifras reales se han mantenido por debajo de los programas establecidos en su momento. Ello se ha debido a dos factores fundamentales: el primero, la carestía de los recursos exteriores, que por cierto está flexionando en noviembre; y el segundo, la aparición de una fuente de financiación en pesetas hacia donde se han podido desviar algunos préstamos inicialmente programados en el sector exterior. Un mejor comportamiento de distintos renglones de la balan-

za de pagos ha permitido, a pesar de todo, mantener sensiblemente estable el nivel de reservas.

Las cifras nos permiten afirmar que las reducciones en el recurso al mercado exterior han sido relativamente generales, pero el desinterés por los préstamos exteriores ha aumentado sustancialmente en la última parte del año.

La disminución ha afectado de una forma especial al sector eléctrico, que como puede observarse en el cuadro n.º 3, como grupo es, con gran diferencia, el principal prestatario exterior. En los ocho primeros meses de este año el sector ha concertado préstamos en el extranjero por menos de un ter-

cio de la cantidad que concertó en el mismo período del año anterior, aunque en este caso concreto a las razones antes aludidas quizá haya que añadir el hecho de que estas empresas hubieran anticipado su endeudamiento externo el año precedente, con vistas a cubrirse de posibles restricciones en las autorizaciones pertinentes, dado que parecía haber una avalancha de peticiones en el conjunto de la economía.

Como resultado de esta contracción de la demanda de créditos exteriores, es más que posible que la deuda total a finales del año no alcance los 25.000 millones de dólares.

Aunque es todavía pronto para definir un programa de endeudamiento de cara al año 1982, la tercera columna del cuadro n.º 6 contiene una estimación de las necesidades de los principales prestatarios para dicho año. Las cifras, que en muchos casos sólo son indicativas, de confirmarse mostrarían el mantenimiento de la misma tónica de este año para el sector privado e incluso para cierta parte del sector público, y una expansión en las previsiones del Tesoro. Hay que anotar, sin embargo, que la cifra del Tesoro, que es la consignada en el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado, sólo ha actuado de cifra límite en años anteriores y no se ha agotado, y que en esta ocasión, y por primera vez, está condicionada a la marcha de los mercados doméstico e internacional al haberse introducido en el citado Proyecto de Ley una cláusula, que consideramos una mejora técnica importante, que dispone que ciertos fondos pueden obtenerse alternativamente en el mercado doméstico o interna-

cional, dependiendo de la situación de éstos.

Una cantidad en torno a los 7.700 millones de dólares de endeudamiento bruto, como la que se deduce del cuadro comentado, aunque no sería imposible de obtener, nos parece muy elevada porque implicaría un incremento de deuda del orden de 5.000 millones de dólares, habida cuenta que las amortizaciones del año estarán en torno a los 2.850 millones, y creemos que sería un factor negativo en la opinión del mercado sobre el riesgo español.

Por otra parte, si se confirma un déficit de balanza por cuenta corriente, como el actualmente previsto, en torno a los 4.500 millones de dólares, se podría producir —con un comportamiento normal del resto de la balanza de capitales— un incremento de reservas próximo a 2.000 millones de dólares que, en nuestra opinión, sería innecesario e indeseable. Ello abogaría, un año más, por una limitación de recurso al mercado exterior.

## CONCLUSIONES

Del análisis de la situación que hemos reflejado puede deducirse que, al menos hasta finales de 1982, la financiación exterior no planteará ningún problema para el desenvolvimiento de nuestra economía y que, a medio plazo, en el supuesto de que se adopte una política razonable de aproximación a los mercados, tampoco debería constituir un estrangulamiento.

Consevar una buena apreciación como prestatarios, que garantice la expansión del recurso al crédito exterior y mejore las

condiciones del mismo, debe ser el objetivo de una sana política de financiación exterior, la cual inevitablemente pasa por un cierto dirigismo de las autoridades económicas en esta materia que, sin embargo, en nuestra opinión está justificado.

En efecto, si hubiera que evaluar la concurrencia a los mercados internacionales del conjunto de los prestatarios españoles, la primera característica que se pondría de manifiesto sería la falta de sistemática con la que se ha producido y, en particular, el alto número de prestatarios y el altísimo número de operaciones que se realizan. España no sólo ha venido siendo en los últimos años uno de los principales tomadores de fondos, sino que ha sido con gran diferencia el país para el que se han realizado el mayor número de operaciones. Esto, en opinión generalizada del mercado, ha contribuido a que en el pasado se haya pagado más por los recursos que otros prestatarios de riesgo teóricamente equivalente.

En el marco de un sistema financiero absolutamente libre no habría en principio razón para ordenar la concurrencia a los mercados internacionales. Pero, por una parte, cuando se ha producido en el pasado la aparición española en los principales mercados, nuestro sistema no lo era, y, por otra parte, aún hoy tampoco lo es plenamente. Además, las razones que llevan a un determinado prestatario a concurrir al mercado internacional están ampliamente condicionadas por disposiciones de índole institucional. En un país son relativamente pocos los inversores no ligados al sector público, directamente o a través de precios administrados, que

pueden concurrir a tales mercados porque las incertidumbres del tipo de cambio hacen muy problemática una financiación en moneda distinta de la del propio país y en la que, por lo tanto, están denominados sus activos sociales y se vende su producción.

La creación de la Comisión Interministerial de Financiación Exterior por Real Decreto 2.549/1977, de 19 de septiembre, con el objetivo de «diseñar una política coherente en los mercados financieros» y ordenar la concurrencia de los prestatarios es, creemos, el reconocimiento por las autoridades españolas de la existencia de características atípicas en nuestra presencia en tales mercados; y la mejora relativa que se ha apreciado en el papel español durante los últimos dos años puede asociarse con su funcionamiento.

Hay que hacer notar que al principio del mes de noviembre de 1981 las autoridades italianas han establecido un procedimiento de regulación del acceso al crédito exterior para los prestatarios italianos, en todo similar al aplicado por esta Comisión Interministerial.

Pues bien, la política de financiación exterior que debe aplicarse ha de atender en nuestra opinión a los siguientes extremos:

- 1.º Evaluación de las posibilidades de suministro de fondos por el mercado que resulten coherentes con los objetivos de política económica.
- 2.º La ordenación, en todo caso, de la concurrencia de los prestatarios a los mercados extranjeros.
- 3.º La selección de los prestatarios más adecuados para

cada mercado dentro del marco de la estrategia global definida para la financiación exterior.

- 4.º La selección de los proyectos que tales prestatarios pueden financiar en estos mercados.

Respecto al primer punto, y de acuerdo con la exposición realizada anteriormente, creemos que en 1982 habría de limitarse el endeudamiento bruto a una cifra en torno a los 5.500 millones. Esto reduciría el incremento de la deuda a poco menos de 2.000 millones y constituiría un objetivo perfectamente compatible con una apreciación del «riesgo español».

Por lo que respecta al segundo punto, esto es, la ordenación de la concurrencia a los mercados, el establecimiento de un calendario que ordene temporalmente las operaciones de los distintos prestatarios se ha mostrado como un instrumento bastante eficaz que los Bancos en general comentan favorablemente y contrastan con las posiciones de algunos otros países con un alto volumen de necesidades y que están ahora en la situación en que, de alguna manera, estuvo España antes del establecimiento de la CIFEX. La introducción en Italia de un mecanismo similar al nuestro creemos que nos ahorra cualquier justificación adicional.

El procedimiento, sin embargo, es susceptible de mejora si se pudiera completar con una difusión entre los grandes prestatarios de la información necesaria referida a las operaciones en curso y a las condiciones en que se desarrollen tanto las negociaciones como las distintas fases de la ejecución de los créditos, sean sindicaciones,

ventas de bonos, etc. Ello daría, sin duda, una transparencia al mercado desde el lado de la demanda que, hoy por hoy, no tiene y que, por el contrario, tiene en mayor medida el sector de la oferta.

El tercer tema que hemos sugerido es la selección de prestatarios. Nos parece éste un asunto capital. Ya se ha dicho que el número de operaciones que se realizan para prestatarios españoles es muy elevado, mucho más que para cualquier otro país en algunos años. Un objetivo a conseguir en este terreno sería la reducción del número de nombres concurrentes a los mercados, pero, en la medida en que esto no sea posible, sí resulta del máximo interés encaminar, a los prestatarios hacia los distintos mercados, de manera que concurren entre sí en el menor grado.

Se ha dicho que nuestra deuda está ampliamente concentrada en los euromercados y, por lo tanto, una norma de mínima prudencia induce a buscar una mayor diversificación, sin que esto quiera decir que ignoremos que este mercado tiene una gran importancia relativa.

Los prestatarios del sector público tienen una importante misión que cumplir con respecto al tema porque, por una parte, son entidades adecuadas para abrir los nuevos mercados y para realizar emisiones públicas y tienen más versatilidad para buscar fuentes alternativas de financiación y, por otra parte, deben dejar espacio suficiente para los prestatarios privados.

Hablando del año próximo, creemos que una estrategia adecuada debería intentar:

- Que algunos prestatarios públicos o quizá el propio Tesoro, obtuvieran fondos directamente de países árabes, ya que estos países están haciendo cada vez más tales operaciones y nuestras relaciones políticas con ellos son inmejorables.
- Habrían de utilizarse al máximo las posibilidades de fuentes alternativas a los mercados privados de capitales y, en particular, nos referiremos a las facilidades de crédito que ha ofrecido el Banco Europeo de Inversiones, que ascienden a 200 millones de unidades de cuenta en un plazo de veinticuatro meses y que por razones de calendario podrían ser utilizadas casi en su totalidad en 1982. Otro tanto puede decirse de los créditos suministrados por el Consejo de Europa con cargo al llamado Fondo de Reinstalación, y del que podrían obtenerse quizá 50 millones de dólares anuales, facilidad que hasta ahora nunca hemos utilizado.

Pero quizá en el terreno en el que se requiere mayor actuación de parte de los prestatarios públicos es en el de la concurrencia a los mercados de bonos. Este es, desde luego, un aspecto que está muy condicionado a la marcha de los propios mercados pero, como ha quedado de manifiesto cuando hemos descrito la evolución de los mercados internacionales en el pasado reciente, nuestra participación ha estado por debajo de las posibilidades reales. No insistiremos en las ventajas de las emisiones de bonos, a las que ya nos hemos referido, pero sí debemos añadir que la posición contraria a tales emisio-

nes, que se basa en la existencia de un mal precio para el papel español ya emitido, debe ser descalificada, porque ello se corresponde con la situación del pasado, cuando no había una política global de financiación exterior y, en nuestra opinión, con la existencia de ésta puede y debe corregirse.

Si se comparan los rendimientos en los mercados secundarios del papel español y el de otros países, puede comprobarse fácilmente cómo los diferenciales no guardan la más mínima uniformidad, dejando patente que no se trata del mayor precio que corresponde a un peor riesgo, sino simplemente de una inadecuada gestión de la concurrencia a los mercados, cuando no simplemente de la falta de atención de las respectivas entidades al mercado secundario. Por ejemplo, el 28 de octubre las cotizaciones de los bonos en el mercado suizo daban un diferencial de 56 puntos básicos entre papel con el mismo vencimiento de los Gobiernos de Austria y España y en cambio 192 puntos básicos entre otro papel del Gobierno austríaco y papel de una entidad española con garantía del reino. Como muestra de la no linealidad de estos diferenciales, digamos que en el mercado japonés se han firmado dos colocaciones privadas consecutivas, aunque con un mes de diferencia, la primera de un prestatario español con garantía del Estado y la segunda del Reino de Bélgica, y la diferencia de rendimiento al vencimiento es tan sólo de 13 puntos básicos. En nuestra opinión todo esto quiere decir únicamente que hace falta aplicar una política global en la que se incluya un proceso educacional de los prestamistas,

y que debe intentarse una presencia tan amplia como sea posible en todos los mercados de bonos.

El último punto a señalar con respecto a la deuda del sector público se refiere a prestatarios privados con aval público. En nuestra opinión este sector del mercado, aunque en algunos casos consigue condiciones excelentes, en su conjunto está planteando problemas importantes al aplicar, para los créditos avalados, diferenciales, que no guardan relación con los que consigue el reino.

Creemos que es imprescindible una mayor coordinación para reducir tales diferenciales a los que normalmente existen entre los créditos directos dados a un prestatario y los que se consiguen por entidades con aval del mismo.

Si a los prestatarios de carácter público se les reserva el importante papel que acabamos de describir, los prestatarios privados con operaciones de una cierta entidad habrían de verse incluidos en el calendario de concurrencia a los mercados, al que nos hemos referido anteriormente. A cambio deberían recibir una información adecuada del desarrollo y las condiciones de los créditos de los prestatarios públicos, que pueden servir de término de referencia. Aunque una parte de esta información suele hacerse pública, el retraso con el que se conoce pone en peores condiciones a los prestatarios que a los prestamistas, que disponen de ella en forma más completa y más deprisa.

El último tema al que nos hemos referido es la selección de proyectos. Creemos que éste es un aspecto fundamental a la

hora de conservar la calidad de un riesgo, y en España hasta el presente quizá no se ha tenido en cuenta. Efectivamente, aunque es posible obtener financiación en el mercado internacional casi para cualquier proyecto, el mercado tiene una preferencia marcada por aquellos programas que son generadores de rentas. En este sentido, las notas que evalúan los riesgos españoles hacen frecuentemente referencia al hecho de que aquí se han financiado demasiadas veces proyectos que no se convierten en inversiones rentables. Los programas de consolidaciones de deudas o los de refinanciación de sectores en crisis pueden ser un ejemplo.

En este sentido, es muy conveniente que se canalicen hacia la financiación internacional precisamente proyectos generadores de renta de empleo.

Aplicando una política de financiación exterior basada en los principios que acabamos de enumerar, creemos que se puede obtener la financiación necesaria para enjugar el previsible déficit de la balanza por cuenta corriente a medio plazo y, además, mejorar nuestra posición tanto por lo que se refiere al precio de nuestro riesgo en comparación a otros países, como mediante la consecución de una deuda más diversificada que disminuya su coste medio, y especialmente los riesgos ahora aceptados respecto a los movimientos de tipos de cambio e interés.

## NOTAS

(1) Llamamos la atención del lector no especializado sobre la disparidad que puede notar en las cifras de préstamos internacionales que publican diversas fuentes y que tiene su origen en la falta de transparencia que existe en algunas operaciones. Las cifras del Banco Internacional de Pagos y las de la OCDE deben considerarse las más comprensivas, pues tienen su origen en informaciones obtenidas de los Bancos centrales y, por consiguiente, incluyen préstamos a los que no se da publicidad, como por ejemplo los préstamos directos de un Banco a una entidad pública o a un Estado, y que en los dos últimos años han tenido cierta importancia. Existen también otras cifras publicadas tradicionalmente por algunas entidades privadas o Bancos que, en general, tienen una base suficientemente amplia para que puedan ser utilizadas como fundamento de análisis y a efectos de comparaciones interanuales dentro de cada serie. Tienen, sin embargo, el riesgo de que cambios en los hábitos del mercado hagan que no sean igualmente representativas.

(2) La objetividad de la evaluación viene de la aplicación automática de una fórmula, pero la selección de las variables, posiblemente insuficientes, da en nuestra opinión un sesgo a los resultados que a veces resultan chocantes. En todo caso, no es este lugar para discutir este problema.