

LA FINANCIACION EXTERIOR DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA (*)

Durante la década de los setenta ha sido muy grande la importancia de la balanza de pagos por cuenta de capital como elemento colaborador en el proceso de acomodación de la economía española a las nuevas condiciones surgidas de la fuerte elevación de los precios del petróleo y otras materias primas. En las próximas páginas, **Miguel Angel Arnedo** analiza la evolución de ese segmento de las cuentas exteriores y su contribución al ajuste. El análisis de los temas se desarrolla en tres apartados: el primero examina, de un modo general, la evolución de la balanza de pagos por cuenta de capital entre 1970 y 1980 a la luz de la marcha general de la economía española; el segundo se adentra en el comportamiento individualizado de cada uno de los tres sectores en que se ha dividido dicha economía; y el tercero presenta las conclusiones más destacadas que se desprenden del trabajo. Adelantando un resumen del contenido de estas últimas, pueden señalarse como rasgos más destacados de la situación actual, los siguientes: el alto nivel de endeudamiento exterior de la economía española; la necesidad, derivada de ello, de propiciar un ajuste rápido y realista de la economía interna española al nuevo empeoramiento de la relación real de intercambio provocado por la segunda subida de los precios del petróleo; y la gran sensibilidad de los agentes económicos españoles ante la situación relativa entre las condiciones monetarias internas y externas. Finalmente, como un corolario de esta última circunstancia, la estrecha relación existente entre las políticas monetaria y cambiaria y dichas condiciones relativas.

1. LOS RASGOS GENERALES DE SU EVOLUCION

CUANDO se analiza el comportamiento a lo largo del tiempo de la balanza de pagos española por cuenta de capital, lo primero que destaca es la relativa juventud del proceso de fuerte endeudamiento exterior de nuestra economía que caracteriza la situación ac-

tual. En efecto, según se desprende del cuadro n.º 1 y de la observación de las cifras correspondientes a periodos anteriores, hasta 1974 el recurso crediticio neto de la economía española a los mercados extranjeros de capital se mantuvo a unos niveles que pueden calificarse hoy de muy modestos. En 1974, sin embargo, tras la fortísima elevación en los precios del petróleo, se produjo en España, al igual que en la ma-

yoría de los países no productores, un notable aumento en sus necesidades de financiación exterior para poder afrontar, en una primera instancia, los desequilibrios generados por el brusco empeoramiento de su relación real de intercambio. Dichos desajustes se mantuvieron con singular intensidad hasta mediados de 1977, en que se produjo un brusco giro en la balanza por cuenta corriente española, que fue excedentaria hasta el cuarto trimestre de 1979, momento a partir del cual volvió a registrarse el impacto de una nueva elevación de los precios del petróleo.

La gran trascendencia que tuvo para la economía española la primera crisis del petróleo, aunque sólo fuese por el volumen de las cifras manejadas a partir de entonces, invita a dividir el análisis de la década que acaba de terminar en dos períodos delimitados por dicho acontecimiento. El primero de ellos comprende los años 1970 a 1973 y está precedido por las primeras tentativas que se realizaron en España de utilización del recurso a los mercados exteriores como forma de mantener temporalmente un crecimiento económico sostenido por encima del nivel compatible con el equilibrio exterior (1). A principios de 1970, sin embargo, el agotamiento de este proceso dio paso a una caída de la actividad, que inició un cambio en el comportamiento de la balanza de pagos por cuenta corriente. En efecto, durante los cuatro años que van de 1970 a 1973, dicha magnitud fue excedentaria, a pesar de haberse iniciado, a mediados de 1971, una fuerte recuperación de la actividad, cuyos efectos sobre las cuentas exteriores se vieron

CUADRO N.º 1

FINANCIACION EXTERIOR DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA
(Balanza de pagos por cuenta de capital)
(Variaciones anuales en miles de millones de pesetas)

	1969	1970	1971	1972	1973	1974
<i>DEFICIT CORRIENTE (-)</i>	-27,55	5,50	59,93	36,82	32,31	-186,57
FINANCIACION RECIBIDA (+)	37,29	-1,89	-52,91	-43,47	-21,06	186,11
<i>a)</i> REGISTRADA	47,50	-10,01	-47,65	-41,10	-26,31	200,92
INVERSIONES NETAS	21,27	21,68	32,59	41,55	59,59	37,28
CREDITOS REGISTRADOS	26,23	-31,69	-80,24	-82,65	-85,90	163,64
Sector privado	8,31	21,02	8,68	9,08	-7,26	62,52
Recibidos (directos)	(8,62)	(22,04)	(12,61)	(14,18)	(-)	(67,13)
Otorgados	(- 0,31)	(- 1,02)	(- 3,93)	(- 5,08)	(- 7,26)	(- 4,61)
Estado	- 0,09	- 2,76	- 8,28	0,78	- 4,08	3,06
Recibidos (directos)	(- 0,77)	(- 0,76)	(- 3,06)	(3,50)	(- 0,85)	(5,82)
Otorgados	(0,68)	(- 2,00)	(- 5,22)	(- 2,72)	(- 3,23)	(- 2,76)
Sistema crediticio	18,01	-49,95	-80,64	-92,51	-74,56	98,06
Banco de España (neto)	(18,37)	(-57,34)	(-100,68)	(-97,64)	(-77,92)	(41,13)
Sistema bancario (neto)	(- 0,36)	(7,39)	(20,04)	(5,13)	(3,36)	(56,93)
<i>b)</i> DESFASES EN COBROS Y PAGOS	-10,21	8,12	- 5,26	- 2,37	5,25	- 14,81
<i>ERRORES Y OMISIONES</i>	- 9,74	- 3,61	- 7,02	6,65	-11,25	0,46
	1975	1976	1977	1978	1979	1980
<i>DEFICIT CORRIENTE (-)</i>	-200,25	-287,67	-168,00	120,39	51,80	-360,20
FINANCIACION RECIBIDA (+)	224,38	277,85	169,15	-125,63	- 9,39	380,77
<i>a)</i> REGISTRADA	195,88	258,47	202,42	-154,56	92,11	419,52
INVERSIONES NETAS	24,04	12,28	38,92	83,96	90,52	87,92
CREDITOS REGISTRADOS	171,84	246,19	163,50	-238,52	1,59	331,60
Sector privado	68,05	95,54	136,60	121,28	126,05	241,33
Recibidos (directos)	(77,57)	(107,73)	(138,81)	(126,37)	(126,25)	(242,72)
Otorgados	(- 9,52)	(- 12,19)	(- 2,21)	(- 5,09)	(- 0,20)	(- 1,39)
Estado	0,85	28,52	92,37	- 53,27	- 1,99	- 4,19
Recibidos (directos)	(1,74)	(32,93)	(89,36)	(- 38,57)	(- 7,05)	(- 12,54)
Otorgados	(- 0,89)	(- 4,41)	(3,01)	(- 14,70)	(5,06)	(8,35)
Sistema crediticio	102,94	122,13	- 65,47	-306,53	-122,47	94,46
Banco de España (neto)	(56,07)	(71,83)	(-122,64)	(-285,21)	(-212,26)	(56,56)
Sistema bancario (neto)	(46,87)	(50,30)	(57,17)	(- 21,32)	(89,79)	(37,90)
<i>b)</i> DESFASES EN COBROS Y PAGOS	28,50	19,38	- 33,27	28,93	-101,50	- 38,75
<i>ERRORES Y OMISIONES</i>	- 24,13	9,82	- 1,15	5,24	- 42,41	- 20,57

Fuente: Banco de España.

contrarrestados por el impulso de la demanda externa. Las menores necesidades de financiación, derivadas del superávit corriente y de la instrumentación de una política interna muy expansiva, determinaron un retroceso en la apelación al crédito exterior, que se refleja claramente en el cuadro n.º 1. Según puede verse en el mismo, durante este período, la financiación exterior neta total registró valores negativos.

El segundo período comienza en 1974 (2) y puede dividirse, a su vez, en tres fases. La primera, que cubre hasta la mitad de 1977, se vio marcada por los fuertes desequilibrios que provocaron, en la balanza de pagos española por cuenta corriente, las subidas en el precio del petróleo y otras materias primas y el retraso en la aplicación de una política económica de ajuste. La segunda fase, que se extiende desde mediados de 1977 hasta el cuarto trimestre de 1979, se caracterizó por el cambio de signo en la balanza de pagos por cuenta corriente, que pasó a registrar excedentes sustanciales. La tercera, por último, que comienza en 1979, con el impacto de una nueva corriente alcista en los precios del petróleo, abre otra etapa deficitaria de la balanza de pagos por cuenta corriente, que se mantiene en la actualidad.

El comienzo de este segundo período está determinado, como ya se ha repetido, por el vuelco tremendo registrado en los precios relativos internacionales, tras la violenta elevación de los precios del petróleo a finales de 1973. Esta circunstancia, que se agravó a partir de mediados de 1975 con el alza progresiva de los precios de otras materias primas, situó a

las autoridades económicas de los países industrializados ante la alternativa de promover un rápido ajuste real de su economía o poner en marcha una política compensatoria que diluyese en el tiempo los efectos de la crisis y limitase la brusca caída de la actividad que, de otro modo, hubiese sido necesaria. Situadas también ante esta disyuntiva, las autoridades españolas optaron por la segunda solución, para lo cual diseñaron unas políticas monetaria y fiscal moderadamente expansivas, al tiempo que impidieron el pleno traspaso de las subidas de precios exteriores a los precios internos. Como es lógico, ello significaba la aceptación por unos años de un fuerte déficit en las operaciones corrientes con el exterior; desequilibrio que debería ser financiado, en tanto se llegase al ajuste, bien a través de una disminución en el hasta entonces elevado nivel de reservas, bien procurando la entrada de divisas a través de la cuenta de capital. De este modo, entre 1975 y mediados de 1977, junto a una caída de cierta intensidad en el nivel de las reservas exteriores de divisas, se requirió la creación de unas condiciones monetarias internas que favoreciesen el recurso a los mercados monetarios internacionales. La gran expansión que —dejando a un lado pequeñas vicisitudes— registraron estos mercados a partir de 1974 facilitó enormemente el acceso de todos los sectores de la economía española a la financiación en moneda extranjera; circunstancia que, por el lado interno, se veía favorecida también por la tradicional escasez de fondos prestables en pesetas para los plazos más largos.

La política monetaria restric-

tiva establecida tras la devaluación de la peseta en julio de 1977, que inicia la segunda fase de este período, y las crecientes necesidades de financiación generadas por el déficit público acentuaron las circunstancias favorables al recurso a los mercados exteriores. Se produjo así una intensificación en los requerimientos de financiación en moneda extranjera —por parte, sobre todo, del sector privado— que, unida al cambio radical que se fue produciendo en el signo de las operaciones corrientes, produjo una fuerte acumulación de activos exteriores. Ello ejerció una indeseada presión al alza en el tipo de cambio de la peseta, a la vez que causaba serios inconvenientes en la instrumentación de la política monetaria. Para contrarrestar estos problemas, a mediados de 1978, las autoridades monetarias redujeron el ritmo de endeudamiento en moneda extranjera del sector público, devolviendo incluso préstamos de forma anticipada. Y, en paralelo con esta actuación, endurecieron las condiciones requeridas al sector privado para la toma de préstamos financieros en el exterior (y, en especial, la de aquellos cuya vida media era inferior a un año), al tiempo que volvían a restablecer las limitaciones levantadas un año antes sobre la captación por las entidades delegadas (EE.DD.) de pasivos en pesetas a no residentes. Estas medidas, que en principio fueron de tipo administrativo, se ampliaron más adelante con el establecimiento de un depósito obligatorio que encarecía la toma de créditos en el exterior en un 33 por 100. Todo ello consiguió reducir transitoriamente la entrada de fondos en moneda extranjera, si bien se hizo en menor medida de lo

esperado por la aparición de un fenómeno de desplazamiento de la demanda de crédito en divisas que luego se analizará con más detalle. En cualquier caso, la finalidad de tales medidas fue perdiendo fuerza a medida que avanzaba la segunda mitad de 1979. En efecto, la progresiva elevación de los precios del petróleo desde comienzos de ese año —que continuaría durante la mayor parte de 1980— ponía claramente en evidencia que se iniciaba una nueva etapa deficitaria en las transacciones comerciales, con la consiguiente necesidad de encontrar financiación hasta la consecución de un nuevo ajuste.

De esta forma se inicia la tercera fase de este segundo período, que continúa en la actualidad y que puede caracterizarse por la respuesta más decidida, realista y urgente del conjunto de la economía a unos problemas muy similares a los de 1974. El marco en que se ha ido verificando el nuevo proceso de ajuste se ha visto, sin embargo, considerablemente endurecido por la menor capacidad de absorción de los países productores de petróleo y por una elevación general de los tipos de interés en los mercados monetarios nacionales y en los euromercados. En el caso español, el nuevo deterioro en la relación real de intercambio se ha manifestado en la aparición de unos déficit por cuenta corriente de cuantía superior a cualquiera conocida hasta el momento y en una fuerte ampliación de la carga de la deuda exterior, circunstancias ambas que plantean la necesidad de un rápido ajuste de la economía a las nuevas condiciones surgidas a raíz de la última subida de los precios del petróleo.

La ilustración numérica del proceso que acaba de describirse se encuentra en el cuadro n.º 1 (3). Si nos atenemos, en primer lugar, a la financiación registrada contablemente en la balanza de pagos y que, por ello, puede ser atribuida de forma precisa a una operación concreta, durante los años 1970 a 1973 se produjeron unas salidas netas de divisas cuyo contravalor en pesetas pasó de casi 10.000 millones en 1970 a cifras superiores a los 41.000 millones en los dos años siguientes, para descender a 26.000 millones en 1973. Entre este último período y 1977 se produjo una fortísima apelación neta al exterior, con unos ingresos netos anuales de divisas cuyo valor en pesetas se situó durante esos años muy cerca o por encima de los 200.000 millones, destacando el año 1976 con unos ingresos netos cercanos a los 260.000 millones. En contraste con la evolución anterior, en 1978 se registraron, como consecuencia de los factores enunciados anteriormente, unas fuertes salidas netas de divisas, volviendo a cambiar el signo de los movimientos netos de capital un año después debido al comportamiento de las inversiones. En 1980 dicho cambio se afirmó con singular intensidad, alcanzando los ingresos netos de capital un valor cercano a los 420.000 millones de pesetas.

Dentro de esta evolución global, el comportamiento de los créditos netos registrados ofrece alguna singularidad de menor significación. Así, por citar lo más llamativo, entre 1971 y 1973 se produjeron por este concepto unas salidas netas de capital cuyo importe en pesetas fue muy parecido, con una ligera tendencia creciente. Por otra

parte, se acentúa en los créditos la importancia del cambio de sentido registrado en 1978, cuyos efectos se mantienen todavía en 1979. En general, puede decirse que la evolución de las inversiones moderó, dentro del conjunto, la registrada por los créditos.

La introducción de los desfases en cobros y pagos de mercancías (que se obtienen por una estimación global como diferencia entre los datos de comercio exterior de la balanza de pagos y del registro de caja) dentro del citado comportamiento global de las operaciones registradas tampoco cambia el sentido general señalado por estas últimas, pero introduce a veces modificaciones de cierta importancia en el valor final de la financiación atribuida a cada año. Resumiendo, puede decirse que hasta 1974 su evolución no influyó decisivamente sobre el total, dada su cuantía relativamente pequeña. Es a partir de ese año cuando el fuerte valor que alcanzan los desfases hace que su comportamiento modifique las cuantías correspondientes al conjunto de las operaciones registradas. En conjunto, los importes netos correspondientes a la financiación total recibida dan testimonio entre 1974 y 1976 de un recurso al exterior creciente y de singular envergadura; el valor de dicho recurso disminuye en 1977, aun cuando su nivel sigue siendo muy alto, y se hace negativo, con un marcado perfil decreciente, en los dos años posteriores; en 1980, por último, la apelación de la economía al resto del mundo vuelve a ser muy intensa, originando los mayores ingresos netos de divisas del período.

Aunque el próximo aparta-

do de este trabajo se ocupará de la evolución pormenorizada de cada uno de los tres sectores en que se ha dividido la economía española, parece conveniente comparar aquí, de forma somera, las distintas influencias de cada uno de ellos en la evolución general comentada líneas atrás. El sector privado aumentó durante casi toda la década —con la única excepción del año 1973— sus pasivos netos frente al exterior. Como es obvio, el mayor crecimiento de sus pasivos se registró a partir de 1974, habiéndolo hecho de forma casi creciente hasta 1980 (con un pequeño bache en 1978 y 1979). El Estado redujo sus pasivos exteriores netos entre 1970 y 1974 (con la excepción de un ligero aumento en 1972), los aumentó de forma espectacular en 1976 y 1977; y volvió a reducirlos en los años siguientes hasta el final de la década. Dentro de la evolución del sistema crediticio, por último, es útil separar del resto el comportamiento del Banco de España, determinado por la evolución de las reservas exteriores de divisas. Se observa así, que el sistema bancario (entendiendo por tal la Banca, Cajas de Ahorros e ICO) incrementó sus pasivos netos frente al resto del mundo durante casi toda la década, debiéndose excluir únicamente el año 1978. El Banco de España, por su parte, vio aumentar su posición activa neta con singular intensidad entre los años 1970 y 1973 y de 1977 a 1979, al registrarse fuertes incrementos en el saldo de divisas exteriores. Durante los años restantes, como consecuencia de la caída que se experimentó en las reservas de divisas, la posición acreedora del Banco de España decreció, apareciendo por tanto un fuerte signo positivo en el

renglón correspondiente. En conjunto, el comportamiento general del sistema crediticio, pese al crecimiento de los pasivos del sistema bancario, aparece dominado por la evolución de las cuentas del Banco de España. De esta forma, entre 1970 y 1973 el sistema crediticio vio aumentar sus activos exteriores, haciéndolo a un ritmo decreciente a partir de 1971. Entre 1974 y 1976, por el contrario, los pasivos del sistema crediticio aumentaron con notable intensidad y a ritmo creciente para, en los tres años posteriores, volver a cambiar el signo de su evolución y aumentar su posición activa con fuerza. El período objeto de estudio termina, sin embargo, en 1980 con un nuevo giro, registrándose un aumento en los pasivos exteriores del sistema crediticio.

2. EL COMPORTAMIENTO DE LOS DISTINTOS SECTORES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Una vez analizadas las líneas generales del proceso de endeudamiento exterior de la economía española, parece conveniente profundizar algo más en el mismo, mediante el examen de la participación de cada uno de los tres sectores en que se ha dividido aquélla.

a) El Estado

Comenzando el análisis por el sector público, concebido en su sentido más estricto, hay que subrayar la limitada apelación que hizo este sector a los mer-

cados monetarios internacionales durante casi toda la década de los setenta. Según puede verse en el cuadro n.º 1, sólo durante los años 1976 y 1977 la financiación exterior recibida por el Estado registró una cuantía de cierta consideración. Pero ello no quiere decir que la Administración se hubiese mantenido neutral durante el resto del período; bien al contrario, su actuación fue muy intensa, pero se realizó de forma indirecta a través de la política de autorizaciones y concesión de avales, por un lado, y por medio de las empresas públicas y semipúblicas (4) por otro. Este último aspecto se pone claramente de manifiesto en el cuadro número 8, que recoge la composición porcentual por prestarios de la deuda exterior española a largo plazo. Aun cuando la distinta valoración y composición de este cuadro y los relativos a la balanza de pagos (5) no hacen posible una compaginación exacta entre unos y otros, se observa en el mismo que, después de un descenso entre 1970 y 1973, la participación porcentual de la suma de la deuda de las empresas públicas y semipúblicas y de la avalada al sector privado aumentó considerablemente en 1974 y 1975 y, más adelante, en 1979. Este fenómeno, que afecta a una parte del sector privado de la economía, obedece en gran medida a consideraciones ajenas a las que mueven al resto del sector privado a acudir a la financiación exterior, teniendo a veces un carácter muy próximo a lo que se ha dado en llamar financiación compensatoria.

La cuantía de los déficit por cuenta corriente registrados a partir de 1974 y las previsiones de su mantenimiento por

algunos años, aconsejaron a la Administración en 1976, después de haber utilizado en una primera instancia la vía de las empresas públicas y semipúblicas, acudir directamente a los mercados internacionales por un elevado importe (1.000 millones de dólares USA). Con ello se pretendía una doble finalidad; de un lado, restablecer la confianza en el tipo de cambio de la peseta, que acababa de ser objeto de una devaluación del 10 por 100 en febrero de ese año y, de otro, globalizar parte de la insistente apelación individual que, de otro modo, habría de producirse a los mercados exteriores, con el consiguiente endurecimiento de las condiciones crediticias.

El desenvolvimiento de la política monetaria española con posterioridad a la devaluación de julio de 1977, el enderezamiento de la balanza de pagos por cuenta corriente y la repercusión de ambos fenómenos en el tipo de cambio de la peseta determinaron, sin embargo, un cambio radical en la actitud de la Administración, que le llevó incluso a la devolución anticipada de dicho crédito en 1978.

Merece la pena repasar someramente lo sucedido en estos años y la política adoptada por las autoridades, porque se inicia aquí, probablemente, una etapa de progresiva sensibilización de la economía española a los condicionamientos monetarios externos; o, dicho con mayor claridad, una creciente interrelación entre la economía española y el exterior. A raíz de la devaluación de la peseta en julio de 1977, las autoridades monetarias españolas establecieron una política monetaria de corte muy restrictivo, que

se dirigía, entre otras cosas, a asegurar a dicha medida una efectividad mayor de la conseguida en febrero de 1976. El porcentaje en que se decidió devaluar la peseta en 1977 —cercano al 20 por 100— se encontraba muy próximo a la tasa de descuento que había prevalecido en el mercado a plazo en los días anteriores y no sería descabellado pensar que esa circunstancia pesó en las autoridades a la hora de establecer el importe del descenso de la peseta. Debe señalarse asimismo que, aunque los hechos posteriores parecen indicar que con dicha medida se produjo una subvaloración excesiva de la peseta, en los momentos anteriores a su adopción pocos lo consideraban así, en vista de los negativos resultados que se registraron durante los primeros meses de 1977, en los datos de caja de la balanza de pagos.

La inmediata reacción que se produjo en las cuentas exteriores españolas y la intensidad con que se verificó hacen pensar hoy, sin embargo, desde la perspectiva de lo ya ocurrido, que el porcentaje de la depreciación de la peseta fue superior al que se requería para un simple restablecimiento del equilibrio. En cualquier caso, parece claro que gracias a ella se modificó, en primer lugar, el sentido de los movimientos de capital a corto plazo, que causaron en los meses siguientes fuertes ingresos netos de divisas, tal vez buscando realizar beneficios esperados desde meses atrás. Al lado de esto, la política monetaria restrictiva creó unas condiciones muy favorables para el endeudamiento en moneda extranjera, con lo que se produjo una avalancha de fondos externos que presionó

al alza el tipo de cambio de la peseta y provocó grandes problemas a la instrumentación de la política monetaria, al hacer recaer gran parte del ajuste monetario requerido en aquellas empresas del sector privado que, por no tener acceso fácil a los mercados exteriores, dependían del crédito bancario en pesetas.

A la vista de los problemas derivados de la fuerte entrada neta de fondos exteriores, las autoridades monetarias fueron endureciendo las condiciones requeridas al sector privado y al sistema crediticio para su endeudamiento en el exterior y limitaron su propio recurso a los mercados internacionales, devolviendo incluso por anticipado, en 1978, el préstamo de 1.000 millones de dólares que había sido concedido al Reino de España en 1976.

En los dos últimos años de la década de los setenta, la actividad prestataria y crediticia del Estado con el exterior volvió a provocar salidas netas de divisas, si bien de cuantía no muy elevada en comparación con las registradas en 1978, que superaron los 50.000 millones de pesetas. Ello se debió no sólo al menor importe de las salidas por amortizaciones netas de los créditos recibidos, sino también a la devolución en 1979 y 1980 de préstamos otorgados en años anteriores. Y, en este sentido, destaca la fuerte salida de divisas por créditos otorgados que se registró en 1978, posiblemente en consonancia con la actitud general de las autoridades en ese año ante los problemas derivados de la entrada neta de fondos exteriores.

Considerando, por último, la evolución del endeudamiento total en moneda extranjera del

sector público, tal como se presenta en el cuadro n.º 5 (6), sorprende la escasa participación de las entidades bancarias delegadas en el mismo. Según puede verse en dicho cuadro, la financiación en moneda extranjera facilitada al Estado por la Banca delegada se mantuvo en cifras bajísimas durante el período objeto de esta nota, siendo 1980 el año de ingresos netos de divisas más elevados. Su contravalor, en cualquier caso, no alcanzó los 1.500 millones de pesetas.

b) El sector privado

1. Financiación recibida en moneda extranjera

Los canales a través de los cuales el sector privado de la economía española (7) recibe financiación en moneda extranjera pueden reducirse a tres: las inversiones, que se estudian en otro artículo de este número, los préstamos y créditos concertados directamente entre el prestatario residente y el prestatista extranjero (en adelante, «directos»), y los préstamos y créditos concedidos por la Banca delegada con cargo a sus cuentas en divisas (en adelante, «intermediados»). Existe además otra fuente de financiación que podría considerarse «atípica» (y que no es exclusiva del sector privado, aunque en el cuadro número 2 se le atribuye), derivada de la posibilidad —legal o burlando el control de cambios— de adelantar o retrasar los cobros y pagos pendientes con el exterior. Unas y otras se recogen en los diferentes renglones de los cuadros núms. 1 y 2, cuya diferente composición tal vez merezca un breve comentario.

El cuadro n.º 1 intenta recoger las variaciones que se registraron entre 1969 y 1980 en las posiciones activas y pasivas frente al exterior de cada uno de los sectores de la economía española. En consecuencia, a cada uno de ellos se han atribuido únicamente los créditos que han recibido en forma directa del exterior, excluyéndose, por lo tanto, aquellos otros, denominados en moneda extranjera, que han sido otorgados por las entidades delegadas residentes al amparo de lo establecido en la legislación sobre las cuentas en divisas de dichas entidades. Estos últimos, que constituyen la contrapartida de la variación de los pasivos exteriores netos de las entidades delegadas, aparecen agrupados dentro del renglón correspondiente al sistema crediticio, junto con las variaciones de otras situaciones activas o pasivas de este último. Al mismo tiempo, y dado que los desfases en cobros y pagos con el exterior pueden ser efectuados por cualquiera de los tres sectores, el cuadro n.º 1 recoge su importe en un renglón aparte.

El propósito del cuadro n.º 2, al igual que el del cuadro n.º 5, comentado brevemente al hablar del sector público, es, sin embargo, intentar una aproximación de la cuantía y mecanismos a través de los cuales el sector correspondiente obtiene financiación en moneda extranjera por cualquiera de las vías enunciadas al comienzo de este apartado. Por ello, junto a los importes netos procedentes de las operaciones crediticias concertadas con el exterior, se recoge dentro de dichos cuadros la captación de recursos en moneda extranjera a través de la Banca delegada.

Al lado de esto, como el sector privado es sin duda el origen de desfases más importantes, parece oportuno atribuir la totalidad de su importe a dicho sector y sumarlo al que se deriva de los créditos registrados.

El presente comentario versará sobre la financiación crediticia en moneda extranjera del sector privado, tal como se presenta en el cuadro n.º 2; no obstante, se procurará tener siempre presente el carácter directo o intermediado de la financiación en moneda extranjera. En dicho cuadro aparecen claramente reflejadas las dos etapas en que se ha dividido nuestro comentario de la balanza de capitales, al comienzo de este trabajo. Se distingue así un primer período, que va desde 1970 a 1973, caracterizado por una disminución progresiva de la financiación crediticia neta registrada en moneda extranjera. Ello, unido al juego de los desfases —de cuantía muy reducida—, hizo que el importe total en pesetas de los fondos recibidos en moneda extranjera por el sector privado cayese desde una cifra cercana a los 34.000 millones de pesetas en 1970 hasta unos valores inferiores a los 17.000 millones de pesetas en cualquiera de los tres años siguientes. Durante el segundo período, por el contrario, el sector privado utilizó de forma creciente la financiación en moneda extranjera, cuyo valor en pesetas pasó de casi 100.000 millones de pesetas en 1974 a más de 240.000 millones en 1980. Este proceso se mantuvo durante casi todo el período, observándose un estancamiento en 1978 y una clara disminución en 1979, que responden a una situación excéntrica de balanza de pagos

CUADRO N.º 2

SECTOR PRIVADO: CREDITOS RECIBIDOS EN MONEDA EXTRANJERA
(Variaciones anuales en miles de millones de pesetas)

	1969	1970	1971	1972	1973	1974
TOTAL	- 1,48	35,54	14,12	14,33	15,13	95,03
CREDITOS REGISTRADOS	8,73	27,42	19,38	16,70	9,88	109,84
Comerciales	- 1,99	- 1,22	- 3,16	- 0,58	2,83	18,17
Financiación y otros	10,72	28,64	22,54	17,28	7,05	91,67
Directos	8,62	22,04	12,61	14,18	-	- 7,13
A través de las EE. DD. (*)	0,11	5,38	6,77	2,52	9,88	42,71
A largo plazo	8,69	26,63	16,81	13,97	2,79	103,15
Directos	8,62	- 2,04	10,79	13,48	- 1,88	64,34
Comerciales	- 2,03	- 2,01	- 3,91	- 2,61	- 2,74	12,38
Financieros	10,69	23,97	9,84	17,28	5,99	48,53
Otros	- 0,04	0,08	4,86	- 1,19	- 5,13	3,43
A través de las EE. DD. (*)	0,07	4,59	6,02	0,49	4,67	38,81
Comerciales	-	-	-	-	0,36	1,89
De importación	(-)	(-)	(-)	(-)	(0,36)	(1,89)
De exportación	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
Financieros	0,07	4,59	6,02	0,49	4,31	36,92
A corto plazo	0,04	0,79	2,57	2,73	7,09	6,69
Directos (financieros)	-	-	1,82	0,70	1,88	2,79
A través de las EE. DD. (*)	0,04	0,79	0,75	2,03	5,21	3,90
Comerciales	0,04	0,79	0,75	2,03	5,21	3,90
De importación	(0,01)	(0,28)	(0,19)	(1,00)	(3,45)	(3,16)
De exportación	(0,03)	(0,51)	(0,56)	(1,03)	(1,76)	(0,74)
Financieros	-	-	-	-	-	-
DEFASES EN COBROS Y PAGOS ...	- 10,21	8,12	- 5,26	- 2,37	5,25	- 14,81

Fuente: Banco de España.

(*) Entidades Delegadas: Se entiende bajo este término, el conjunto de Banca y Cajas de Ahorros autorizadas por el Banco de España para realizar operaciones en moneda extranjera.

por cuenta corriente y a la decidida actuación de las autoridades para frenar el endeudamiento en moneda extranjera de la economía española.

La evolución general que acaba de describirse esconde, sin embargo, comportamientos a veces muy dispares entre los distintos componentes del total, circunstancia que se produce especialmente a lo largo del período comprendido entre 1974 y 1980. Conviene, pues, analizar por separado cada uno de

los principales canales de la financiación crediticia en moneda extranjera del sector privado, dividiendo para ello la exposición en dos apartados. El primero, contemplará los movimientos de capital derivados de créditos que han sido efectivamente contabilizados en la balanza de pagos, distinguiendo cuando sea preciso los obtenidos directamente del exterior y los intermediados por las entidades bancarias residentes. El segundo se ocupará de analizar la financiación que ha obtenido el sector

privado a través de adelantos o retrasos en los cobros y pagos con el exterior. El importe neto de los fondos canalizados por esta segunda vía, que, como ya se ha dicho, se obtienen mediante una estimación, se atribuyen por completo al sector privado ante la imposibilidad de realizar una desagregación de su valor por sectores.

CUADRO N.º 2 (continuación)

SECTOR PRIVADO: CREDITOS RECIBIDOS EN MONEDA EXTRANJERA

(Variaciones anuales en miles de millones de pesetas)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980
TOTAL	159,80	175,41	160,51	171,81	110,25	239,99
CREDITOS REGISTRADOS	131,30	156,03	193,78	142,88	211,75	278,74
<i>Comerciales</i>	30,46	45,89	35,51	20,42	86,24	- 35,45
Financieros y otros	100,84	110,14	158,27	122,46	125,51	314,19
Directos	77,57	107,73	138,81	126,37	126,25	242,72
A través de las EE. DD.	53,73	48,30	54,97	16,51	85,50	36,02
A largo plazo	105,20	123,98	134,23	176,06	156,00	337,37
Directos	72,34	105,89	124,17	133,21	124,96	241,50
<i>Comerciales</i>	7,27	21,28	16,07	7,13	17,57	22,45
Financieros	64,62	80,05	99,42	124,81	107,50	216,38
Otros	0,45	4,56	8,68	1,27	- 0,17	2,67
A través de las EE. DD.	32,86	18,09	10,06	42,85	31,10	95,87
<i>Comerciales</i>	2,32	0,56	0,37	- 0,80	0,79	2,13
De importación	(2,32)	(0,54)	(0,08)	(- 1,00)	(- 0,59)	(- 2,46)
De exportación	(-)	(0,02)	(0,29)	(- 0,20)	(- 1,38)	(- 0,33)
Financieros	30,54	17,53	9,69	43,65	30,31	93,74
A corto plazo	26,10	32,05	59,55	- 33,18	82,71	- 58,63
Directos (financieros)	5,23	1,84	14,64	- 6,84	1,35	1,22
A través de las EE. DD.	20,87	30,21	44,91	- 26,34	81,36	- 59,85
<i>Comerciales</i>	20,87	24,05	19,07	14,09	67,88	- 60,03
De importación	(17,73)	(22,88)	(7,82)	(3,15)	(50,04)	(- 48,38)
De exportación	(3,14)	(1,17)	(11,25)	(10,94)	(17,84)	(- 11,65)
Financieros	-	6,16	25,84	- 40,43	- 13,48	0,18
DESFASES EN COBROS Y PAGOS ...	28,50	19,38	- 33,27	28,93	- 101,50	- 38,75

Fuente: Banco de España.

Los préstamos y créditos en moneda extranjera registrados

Como ya se ha dicho, se entiende por préstamos o créditos registrados aquellos que han sido objeto de contabilización en el registro de caja del Banco de España y, por lo tanto, están individualizados de forma que, si se desea, pueden identificarse los movimientos de divisas que se derivan de cada una de estas operaciones. La evolución de los préstamos y créditos registrados refleja también con claridad los dos períodos en que,

a efectos de la exposición, se ha dividido la década de los setenta. Durante el primero, según se ve en el cuadro n.º 2, los ingresos de divisas contabilizados por este tipo de operaciones, después de alcanzar en 1970 un valor muy alto para la época —más de 27.000 millones de pesetas—, registraron un progresivo descenso en los tres años siguientes, hasta colocarse en 1973 por debajo de los 10.000 millones.

Para situar con mayor precisión el comienzo de este primer período, conviene recordar

de nuevo que durante los años 1967 y 1968 se había recurrido a la financiación exterior con el propósito de mantener una tasa elevada de actividad, a pesar de los desajustes internos y externos que había venido generando el progresivo agotamiento de la capacidad productiva tras el período de fuerte crecimiento registrado en los cinco primeros años de la década de los sesenta. Surgió así, entre 1967 y 1969, la necesidad de financiar los déficit por cuenta corriente derivados de dicha política, para lo cual las autoridades monetarias propiciaron

la apelación al crédito en divisas de las empresas públicas y semipúblicas, a través de una actuación muy permisiva en materia de autorizaciones y avales.

El signo de la balanza por cuenta corriente cambió en 1970 tras la imposición, a finales del año anterior, de un depósito previo a la importación y la adopción de una serie de medidas monetarias restrictivas. Esta última circunstancia provocó un fuerte incremento en la demanda de fondos en moneda extranjera del sector privado, que buscaba aliviar de este modo las presiones internas de liquidez creadas por la autoridad monetaria.

La rápida expansión monetaria iniciada en la primavera de 1971 —que no pudo ser controlada hasta la segunda mitad de 1973—, la elevada actividad de los mercados de valores durante esos años, y la aparición de un superávit en la balanza de pagos por cuenta corriente, hicieron menos necesaria la búsqueda de financiación en los mercados exteriores por parte del sector privado de la economía española. A estos factores deben añadirse, además, los efectos derivados de la fuerte crisis que atravesó en esos años el sistema monetario internacional, dentro de la cual la peseta registró una apreciación de notable intensidad en el mercado al contado. Esta evolución del tipo de cambio al contado de la peseta, al favorecer la generación de expectativas sobre su ulterior caída (circunstancia que se refleja en el brusco cambio de sentido de la cotización a plazo al comienzo de 1973), hubo de ejercer también un efecto disuasorio respecto al endeudamiento bruto en moneda ex-

tranjera. Y de esta forma, como resultado conjunto de todo ello, entre 1971 y 1973, el sector privado efectuó una apelación decreciente en términos netos a la financiación en moneda extranjera.

Si se desciende a analizar la conducta, durante este primer período, de cada uno de los principales componentes del renglón «créditos registrados», la evolución global que acaba de describirse puede aplicarse también, sin grandes dificultades, a los préstamos financieros, los cuales por su mayor cuantía marcaron la orientación del conjunto. Dentro de otra posible clasificación, el comportamiento general citado corresponde asimismo con mayor propiedad a los préstamos y créditos directos que a los canalizados por la recién estrenada vía de intermediación de la Banca delegada española (8). Según puede verse en el cuadro n.º 2, estos últimos mantuvieron una presencia creciente entre 1971 y 1973, con un retroceso en 1972.

La segunda etapa comienza en 1974, como se ha indicado repetidamente, y sus primeros años están marcados por la política compensatoria diseñada por las autoridades españolas a raíz de la crisis del petróleo. Dicha política afectó de forma notable a la captación de recursos en moneda extranjera del sector privado. Las razones que explican este fenómeno son conocidas porque coinciden con las expuestas anteriormente al hablar de los años 1967 y 1968. Así, el poderoso crecimiento de los ingresos netos de divisas del sector privado se produjo, de un lado, porque una parte importante del ajuste se realizó de nuevo, al comienzo, a tra-

vés del endeudamiento de las empresas públicas y semipúblicas y, en segundo lugar, porque, mediante una política muy permisiva de autorizaciones, las autoridades españolas favorecieron el recurso masivo del resto del sector privado a los mercados internacionales de dinero.

El fuerte aumento que se produjo en 1974 en el endeudamiento en moneda extranjera del sector privado español y el hecho de que a partir de ese año su presencia como deudor vaya cobrando una importancia creciente invitan a hacer un comentario más pormenorizado de lo sucedido en esta etapa. Varios hechos destacan de la contemplación del cuadro n.º 2, tantas veces citado. En primer lugar, a lo largo de todo el período, la financiación directa fue notablemente superior a la intermediada por la Banca delegada, aun cuando ambas vías canalizaron recursos hacia el sector privado en cuantías muy superiores a las del período anterior. Por otra parte, las entradas netas de fondos por créditos intermediados mostraron un comportamiento más irregular que las procedentes de créditos directos, reflejando así la mayor incidencia dentro de los primeros de las operaciones a corto plazo. En efecto, cuantificando esta observación, entre 1974 y 1977 se observa un crecimiento sostenido en los ingresos netos de divisas procedentes de créditos directos, mientras que los intermediados registraron ligeros altibajos. Como consecuencia de ello, la participación porcentual de estos últimos dentro del total de operaciones registradas disminuyó en esos años del 39 al 28 por 100. Porcentaje que volvió a disminuir en 1978 hasta situarse

en el 12 por 100, al descender la financiación neta concedida por la Banca delegada en una medida muy superior a la facilitada directamente por el exterior. En 1979, sin embargo, se produjo el fenómeno contrario y los ingresos netos por créditos intermediados representaron el 40 por 100 del total de la financiación crediticia contabilizada en moneda extranjera, por haber aumentado los primeros en una cuantía muy superior a los procedentes de operaciones directas. Este brusco cambio de sentido, cuyas razones se encuentran en las medidas disuasorias establecidas entre 1978 y 1979 por las autoridades sobre los préstamos financieros, dio paso y en gran medida fue responsable de la nueva e intensa recaída en el valor neto de los créditos intermediados que se produjo en 1980.

Analizando ahora desde otro ángulo la evolución posterior a 1973 de los créditos registrados, se observa de nuevo que, dentro de la general elevación que se produjo en el nivel de captación de recursos en moneda extranjera por el sector privado después de dicho año, el mayor peso específico correspondió a los préstamos de carácter financiero. Los créditos comerciales, por el contrario, si bien participaron de la corriente alcista, en ninguno de esos años llegaron a aportar más del 29 por 100 de los ingresos netos, con la excepción de 1978. Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que la mayoría de los aplazamientos de pago comerciales por plazo inferior a un año no están contabilizados en la balanza de pagos. Ello hace suponer que el valor de los créditos comerciales recogido en el cuadro n.º 2 dentro de los registrados está

muy infravalorado, si se atiende a la elevada cuantía de las importaciones españolas de mercancías (9).

Por lo que se refiere, finalmente, a la composición por plazos de los créditos registrados, la mayor parte del endeudamiento directo del sector privado con el exterior se constituyó, a lo largo del período 1974-1980, por vencimientos superiores a un año. No sucede lo mismo en el caso de los créditos intermediados por la Banca española, dentro de los cuales los otorgados por plazo inferior al año observaron un rápido crecimiento entre 1975 y 1977, hasta llegar a ser superiores en valor neto a los de largo plazo (10). Las medidas disuasorias, que, por las razones señaladas al comienzo de este trabajo, las autoridades españolas comenzaron a aplicar desde mediados de 1978 se centraron en un principio casi exclusivamente sobre el endeudamiento a más corto plazo. Por ello, según puede verse en el cuadro n.º 2, las operaciones financieras y crediticias con vencimiento superior a un año registraron todavía en 1978 un sustancial aumento, mientras que las constituidas por plazo inferior cayeron con gran intensidad.

Existe, sin embargo, en esta última evolución una singularidad que merece la pena destacar porque pone de manifiesto la gran dificultad que existe, en economías con un grado de apertura al exterior bastante elevado, como es el caso de la española, para conseguir un control efectivo sobre los movimientos de capital con medidas discrecionales, dadas la agilidad y capacidad de adaptación del empresariado y la Banca y el alto nivel de endeudamiento de am-

bos. En efecto, a lo largo de 1978, y a medida que las autoridades españolas fueron ampliando los plazos mínimos de vencimiento exigidos a los préstamos financieros para su autorización, se fue produciendo un rápido desplazamiento en la demanda de crédito en divisas hacia plazos cada vez más dilatados. Ello se refleja con gran claridad en la evolución de los préstamos financieros intermediados, cuyo componente a corto plazo dio lugar en 1978 a unas fuertes salidas netas, mientras que por operaciones a más de un año se registraban fuertes ingresos netos de moneda extranjera. La rápida acomodación de la demanda de crédito a las condiciones cada vez más restrictivas de las autoridades que estas cifras sugieren, se confirmó de manera rotunda en 1979, con motivo del establecimiento por seis meses de un depósito obligatorio sin interés sobre las disposiciones de préstamos financieros. A raíz de esta disposición se produjo un recurso creciente a los créditos comerciales en divisas intermediados por la Banca, que no estaban sometidos a autorización y que sirvieron como financiación puente en tanto se cumplía el plazo establecido para la cancelación de la obligación de constituir el depósito obligatorio. Como consecuencia de ello, los créditos comerciales a corto plazo en divisas intermediados por la Banca delegada registraron en 1979 una aportación neta de recursos equivalente a casi 68.000 millones de pesetas, cuando su máximo importe neto anterior no había llegado a alcanzar los 25.000 millones. Un año después, en 1980, habiendo desaparecido todas las trabas al endeudamiento en moneda extranjera, dicho renglón

registró un saldo neto negativo por un importe cercano al de 1979, circunstancia que vuelve a confirmar el carácter excepcional del recurso masivo a esta fuente de financiación.

Tras una exposición tan larga conviene, para terminar, resumir lo dicho en este apartado sobre la apelación del sector privado español al crédito de moneda extranjera. Se pueden señalar, así, los siguientes rasgos generales de la evolución registrada durante la última década:

1) Entre 1970 y 1973 se produjo una progresiva disminución en el contravalor en pesetas de los créditos en divisas concertados directamente con el exterior, circunstancia que coincide con una situación excedentaria de la balanza de pagos por cuenta corriente y una política monetaria moderadamente expansiva. Los fondos en moneda extranjera canalizados por las entidades delegadas a través de los mecanismos establecidos por la Circular 242 en 1968, registraron, por el contrario, una tendencia creciente entre dichos años con la única excepción de 1972.

2) En 1974 se produjo una elevación general del nivel de endeudamiento en moneda extranjera del sector privado, como consecuencia del brutal empeoramiento de la balanza de pagos por cuenta corriente. Con ello se inicia un proceso de creciente apelación de dicho sector al crédito en moneda extranjera. La captación de estos fondos se realizó mayoritariamente a través de operaciones directas, de carácter financiero y por vencimiento superior al año, que produjeron entre 1974 y 1980 unas entradas netas de

divisas de valor creciente en pesetas, si se excluye lo sucedido en 1979. La intermediación de la Banca, aun cuando canalizó fondos durante ese período en cuantía superior a la de años anteriores, mantuvo un comportamiento más estable, con algunos altibajos. Únicamente en 1979, como consecuencia de la respuesta dada por el sector privado a las limitaciones establecidas por las autoridades a los préstamos de carácter financiero, se registró un poderoso crecimiento en las entradas de divisas a través de créditos comerciales concedidos por la Banca delegada, que no se encontraban sometidos a ninguna restricción. Una vez eliminadas aquéllas, se produjo una reversión de dicho fenómeno, que parece poner de manifiesto dos características que se evidenciarán con mayor fuerza en los años iniciales de la década de los ochenta. En primer lugar, la sensibilización del sector privado de la economía española respecto a las condiciones monetarias relativas y su elevada capacidad de adaptación a las mismas. Y en segundo lugar, las grandes dificultades con que se enfrentan las autoridades de un país para controlar los movimientos de capital con medios discrecionales, si ese país tiene una economía con un grado suficiente de apertura al exterior y su nivel de endeudamiento es elevado, condiciones ambas que se cumplen en el caso de España.

Desfases en cobros y pagos con el exterior

Según puede verse en los cuadros núms. 1 y 2, el valor atribuido a los desfases en los cobros y pagos con el exterior

no es nada desdeñable. Pese a ello, es de lamentar que por el momento su estimación sea parcial e imprecisa. Lo primero, porque sólo cubre las operaciones relacionadas con la balanza comercial, cuando los desfases pueden surgir por cualquier otro renglón de la balanza de pagos (no sería descabellado pensar, sin embargo, que éste sea cuantitativamente el origen más importante). E imprecisa por dos razones: primero, porque se obtiene de la comparación de dos fuentes de datos que no son homogéneas ni en la valoración ni en el contenido y, en segundo lugar, porque abarca fenómenos cuya motivación económica no es homogénea. Así, dentro del mismo concepto se mezclan movimientos de capital derivados de la práctica habitual del comercio (11) con aquellos que obedecen a un deseo esporádico de beneficiarse de los movimientos del tipo de cambio. Puede aducirse con razón que esta última distinción no tiene ningún sentido en la práctica, ya que resulta imposible deslindar los resultados de cada una de esas motivaciones, e incluso, conceptualmente, puede ser difícil a veces establecer la diferencia entre un crédito comercial y una operación de retrasos o adelantos en los cobros y pagos. Pero tampoco puede negarse que, a pesar de estas imprecisiones, distinguir entre ambos condicionamientos tiene un valor ilustrativo que puede ayudar a explicar a grandes rasgos las razones más influyentes en el comportamiento del renglón. Por ello, a pesar de que una interpretación económica precisa de este renglón, atribuyendo su conducta a unas circunstancias concretas, es bastante compleja, podría sostenerse (con todos los riesgos que

tienen las simplificaciones) que, durante los períodos de tranquilidad en los mercados de cambio, la mayor parte de los importes recogidos bajo este concepto responden a la evolución interanual de los créditos comerciales a corto plazo «ordinarios». Por el contrario, en los momentos de tensiones cambiarias, los movimientos de este renglón están determinados fundamentalmente por las expectativas que se suscitan sobre los tipos de cambio.

Analizadas bajo esta óptica, varias conclusiones se desprenden de la evolución de las cifras estimadas en los cuadros números 1 y 2. En primer lugar, debe destacarse en favor de la estimación realizada —aun reconociendo su simplicidad— que a lo largo del tiempo se produce cierta compensación entre los valores asignados a cada año. En efecto, el importe acumulado entre 1969 y 1977 es una cifra muy pequeña (—4.700 millones de pesetas), que se sitúa bastante por debajo de cualquiera de los valores anuales del período, con excepción de un caso (1972). Esta cancelación no se produce, sin embargo, a partir de 1978. Por el contrario, el valor acumulado por desfases, tras registrar ese año unos fuertes ingresos netos de capital, pasó a ser cada vez más negativo en los años siguientes.

En segundo término, se observa también aquí un incremento desde 1974 en el nivel de los movimientos netos anuales de capital, aumento que se magnifica de forma considerable a partir de 1977.

Por último, de las cifras atribuidas a este concepto en los cuadros números 1 y 2 parece deducirse la existencia de cierta

relación entre los movimientos de divisas por desfases en los cobros y pagos y la evolución de los tipos de interés españoles en relación a los vigentes en los mercados internacionales. Así la entrada de fondos asignada a los años 1973, 1975 (12), 1976 y, sobre todo, 1978 coincide con períodos en los que los tipos de interés españoles descubiertos se encontraban situados claramente por encima de los extranjeros. Si a la situación relativa de tipos de interés se añade el premio o descuento de la peseta, como aproximación de las expectativas del mercado sobre la próxima evolución de su tipo de cambio, la afirmación anterior sólo es cierta para los años 1973, 1975, 1978 y algunos meses de 1976 y 1977, durante los cuales el diferencial cubierto de tipos de interés se movió a favor de la colocación de fondos en pesetas.

Resulta paradójico, a primera vista, que durante 1976, bajo unas crecientes expectativas de depreciación de la peseta y en un momento de gran incertidumbre, se verificase dicha entrada neta de divisas. No obstante, una estimación trimestral de estos movimientos arroja alguna luz sobre su comportamiento. Así, a través de ella, se constata cómo en 1976 y 1977 los valores anuales encubren dos fenómenos de distinta dirección: uno de salida provocado por las expectativas de devaluación de la peseta y otro posterior de entrada derivado de la consumación de dicha medida. En el caso de 1976, y con todas las salvaguardias antes establecidas sobre la calidad de las estimaciones, se observa un fuerte ingreso neto de divisas por desfases en el segundo trimestre

del año, que compensa las salidas de los otros tres trimestres. De igual modo, en 1977, se produjeron salidas de divisas durante los dos primeros trimestres que superaron los ingresos que se verificaron en la segunda parte del año.

Si las conclusiones que se han derivado de nuestras estimaciones responden con mayor o menor aproximación a la realidad, podría deducirse entonces que dichos fondos son muy sensibles a las condiciones monetarias relativas entre España y el exterior y, con mayor razón aún, a los beneficios derivados de una devaluación. En el caso de los dos años antes comentados, esta última motivación habría sido responsable de una fuerte entrada de fondos mantenidos hasta ese momento en el exterior. En 1976, sin embargo, a medida que el año fue adentrándose en su segunda mitad, y perdido ya el impacto inmediato de la medida devaluatoria del mes de febrero, comenzaron a producirse salidas de divisas que se aceleraron con singular intensidad durante la primera mitad de 1977, como consecuencia de la apuesta ya clara del mercado por una nueva devaluación de la peseta. El mayor peso de las entradas producidas durante el primer semestre de 1976 y el impacto de las del segundo semestre del año siguiente, al anular o disminuir los movimientos de signo contrario producidos dentro de dichos períodos, serían pues los responsables de la aparición para el conjunto de cada año de unos valores que pueden resultar sorprendentes o menos intensos de lo intuitivamente esperado. Por último, para completar el análisis del período, debe añadirse que en 1978, con-

tinuando con el fenómeno iniciado tras la devaluación de julio de 1977, se produjo una fuerte entrada de fondos que debe relacionarse con la tensa situación de liquidez que atravesó la economía española en ese periodo, con las expectativas de apreciación del tipo de cambio de la peseta y, tal vez también en parte, con cierta persistencia en la vuelta de capitales «especulativos» registrada con mayor fuerza en la segunda mitad del año anterior. Contrariamente a lo indicado para 1978, en 1979 se produjeron fortísimas salidas netas de divisas bajo unas condiciones monetarias parecidas o incluso más duras. El único argumento que cabe esgrimir aquí para justificar dicho proceder es el enorme crecimiento que se produjo ese año en las exportaciones españolas de mercancías, dentro de unas condiciones muy adversas de tipo de cambio y crecimiento del comercio mundial. Puede suponerse entonces, a falta de datos que aporten evidencias, que los exportadores trataron de superar dichas condiciones concediendo generosos créditos a sus clientes.

2. Financiación otorgada al exterior

Durante la década pasada, el sector privado de la economía española concedió financiación al resto del mundo, bajo la forma de inversiones y créditos, en cuantía creciente hasta 1976, en que las salidas netas de capital por ambos conceptos alcanzaron un valor en pesetas superior a los 26.000 millones. En los tres años siguientes, sin embargo, el importe neto en pesetas de la financiación concedida al exterior se situó bas-

tante por debajo de esa cifra, no llegando a superar en ninguno de ellos los 13.000 millones de pesetas. En 1980, por el contrario, se registró un fortísimo incremento en las salidas de capital derivadas de esta clase de operaciones, hasta alcanzar más de 30.000 millones de pesetas.

Dejando a un lado las inversiones, que se analizan en otro artículo de este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, la evolución de los créditos concedidos al exterior por el sector privado fue coherente con la que acaba de describirse para la financiación total. Así, se observa en el cuadro n.º 1 un aumento casi sostenido de las salidas de divisas por créditos desde los 1.000 millones de pesetas de 1970 hasta más de 12.000 millones de pesetas en 1976, para descender en los dos años siguientes a cifras que no superan los 5.000 millones, si se exceptúa 1978.

La caída en la financiación crediticia facilitada al exterior por el sector privado durante los últimos cinco años de la década de los setenta se centró en los créditos comerciales, cuya evolución marcó la del conjunto. Dicha disminución, a su vez, se vio determinada por el establecimiento en 1974 del mecanismo de financiación de exportaciones conocido como «crédito a comprador extranjero». En virtud del mismo, la Banca española puede incluir, a los efectos de cumplir con el coeficiente de financiación de exportaciones, determinados créditos, en moneda extranjera o pesetas, destinados a financiar a compradores extranjeros. El importe neto en pesetas de estos créditos, que en el cuadro número 1 se recogen, como es

lógico, dentro del epígrafe correspondiente al sistema crediticio, alcanzó un valor muy considerable a partir de 1976. Ello parece sugerir que, desde la creación de dicha figura, se ha producido una progresiva sustitución de los créditos directos de proveedor por financiación otorgada por el Sistema Crediticio. Puesto en otros términos, en estos últimos años, como consecuencia de la creciente utilización de dicha figura, la financiación exterior del sector privado se ha incrementado en términos netos como consecuencia de la disminución de los activos brutos de dicho sector frente al exterior, y ello se ha visto acompañado por un incremento paralelo en los activos exteriores netos del Sistema Crediticio. Procediendo en el cuadro n.º 3 de forma similar a como se ha hecho en los cuadros núms. 2 y 6, podría añadirse la financiación facilitada al comprador extranjero por intermediación del Sistema Crediticio a aquella que ha sido concedida directamente por el sector privado. En ese caso, el valor en pesetas de las salidas netas totales mostraría un perfil casi creciente a lo largo de la década, con un máximo en 1978 (véase la anotación pro-memoria del referido cuadro n.º 3).

Finalmente, por lo que se refiere a los préstamos financieros concedidos a no residentes por el sector privado de la economía española, su valor neto en pesetas mantuvo cierta estabilidad entre 1975 y 1979, al verse compensada la caída que experimentaron los préstamos a largo plazo por el aumento de los concedidos con vencimiento inferior al año. En cualquier caso, el importe tan reducido de las salidas de divisas por este con-

CUADRO N.º 3

SECTOR PRIVADO: CREDITOS OTORGADOS AL EXTERIOR
(Variaciones anuales en miles de millones de pesetas)

	1969	1970	1971	1972	1973	1974
1. TOTAL	- 0,31	- 1,02	- 3,93	- 5,07	- 7,25	- 4,61
2. COMERCIALES (a largo plazo) ...	-	- 0,10	- 3,78	- 5,61	- 6,07	- 3,62
3. FINANCIEROS	- 0,31	- 0,92	- 0,15	0,54	- 1,18	- 0,99
A largo plazo	- 0,02	- 0,68	- 0,12	0,50	- 1,22	- 0,28
A corto plazo	- 0,29	- 0,24	- 0,03	0,04	0,04	- 0,71
Pro-memoria:						
4. CREDITO A COMPRADOR EX- TRANJERO	-	-	-	-	-	- 4,18
5. TOTAL (1 + 4)	- 0,31	- 1,02	- 3,93	- 5,07	- 7,25	- 4,79
	1975	1976	1977	1978	1979	1980
1. TOTAL	- 9,52	- 12,19	- 2,21	- 5,09	- 0,20	- 1,39
2. COMERCIALES (a largo plazo) ...	- 3,06	- 6,32	3,56	- 0,44	4,81	- 2,28
3. FINANCIEROS	- 6,46	- 5,87	- 5,77	- 4,65	- 5,01	0,89
A largo plazo	- 5,75	- 5,24	- 3,92	- 3,89	- 2,58	- 2,11
A corto plazo	- 0,71	- 0,63	- 1,85	- 0,76	- 2,43	3,00
Pro-memoria:						
4. CREDITO A COMPRADOR EX- TRANJERO	- 3,91	- 9,77	- 16,56	- 46,37	- 26,98	- 32,36
5. TOTAL (1 + 4)	- 13,43	- 21,96	- 48,77	- 51,46	- 26,98	- 33,75

Fuente: Banco de España.

cepto hace que su análisis sea casi marginal dentro de la evolución del conjunto de la financiación recibida y otorgada por dicho sector.

c) El Sistema Crediticio

El conjunto de operaciones financieras y crediticias realizadas entre el sistema crediticio español y el exterior puede dividirse, a efectos expositivos, en dos grandes apartados: las efectuadas por el Banco de España y las del sistema bancario. Dado el carácter más o menos acomodante de aquéllas, parece lógico considerar prime-

ro estas últimas. Con el fin de facilitar el análisis de ambas se ha elaborado el cuadro n.º 7, donde se presenta una desagregación de los principales componentes de las cifras totales recogidas en el cuadro n.º 1.

1. El sistema bancario

Bajo esta denominación se recogen en el cuadro n.º 1 las operaciones en moneda extranjera de las entidades bancarias delegadas, de carácter privado, y las del Instituto de Crédito Oficial. Unas y otras aparecen desagregadas en sus principales componentes en el cuadro n.º 7.

Las entidades delegadas

Por lo que se refiere a las *entidades bancarias delegadas*, término que se viene utilizando indistintamente junto con el de Banca delegada para designar el conjunto de Bancos y Cajas de Ahorros autorizados para operar en moneda extranjera, hasta comienzos de la década anterior sus operaciones pasivas estuvieron constituidas, casi exclusivamente, por las cuentas en pesetas abiertas a nombre de no residentes, mientras que la variación de sus activos exteriores se limitaba a pequeñas oscilaciones de su posición de divisas al contado. La posibili-

CUADRO N.º 4

CREDITOS INTERIORES EN DIVISAS POR PRESTATARIOS FINALES
(Variaciones anuales en miles de millones de pesetas)

	1969	1970	1971	1972	1973	1974
<i>TOTAL NETO</i>	0,11	5,39	6,77	2,53	9,88	55,14
Sector privado	0,11	5,39	6,77	2,53	9,88	42,72
Estado	—	—	—	—	—	—
ICO	—	—	—	—	—	12,42
Banco de España	—	—	—	—	—	—
	1975	1976	1977	1978	1979	1980
<i>TOTAL NETO</i>	44,94	46,12	53,76	15,94	87,16	41,78
Sector privado	53,73	48,30	54,97	16,43	85,14	36,02
Estado	—	0,86	— 1,31	0,08	0,36	6,13
ICO	— 9,37	— 3,04	0,10	— 0,57	1,66	—
Banco de España	0,58	—	—	—	—	— 0,37

dad abierta a la Banca española en 1968, por la Circular 242, de captar fondos en divisas y poder colocar una parte de los recursos obtenidos en préstamos a residentes, hizo que la actividad de las entidades delegadas como receptoras de recursos exteriores fuese adquiriendo paulatina importancia. No obstante, hasta 1974 su participación dentro del contexto general de la balanza de capitales fue poco importante.

El comportamiento de los pasivos exteriores netos de la Banca delegada, tanto en moneda extranjera como en pesetas, mientras fueron libres, ha resultado ser muy sensible a la evolución relativa de las condiciones monetarias internas frente a las exteriores. Por un lado, según puede observarse en el cuadro n.º 7, en los momentos de restricciones internas de crédito, la Banca ha utilizado dentro de lo posible alguna de estas

dos vías para obtener liquidez o canalizar fondos hacia su clientela. Existe, además, una clara vinculación entre los movimientos de las cuentas abiertas a nombre de no residentes, el contexto monetario internacional y la evolución de los tipos de interés españoles y de la cotización de la peseta.

Refiriéndonos en primer lugar a la evolución temporal de las cuentas en pesetas abiertas en las entidades delegadas a nombre de no residentes, durante los años 1968 y 1969 se produjo una disminución en su saldo que puede explicarse por los altos tipos de interés que se practicaban entonces en los mercados monetarios exteriores y por los reajustes que se produjeron en aquellos años en los tipos de cambio de varias monedas europeas. Entre 1970 y 1972, sin embargo, se asistió a un fuerte crecimiento del saldo de estas cuentas, proceso

que se vio muy favorecido por la evolución al alza de la cotización al contado de la peseta. La utilización de esta vía como fuente de liquidez de la Banca ocasionó dificultades a la instrumentación de la política monetaria. Al mismo tiempo, la constitución de un elevado volumen de depósitos en poder de no residentes constituía una amenaza potencial contra la independencia de cualquier política monetaria y de cambios que se quisiera emprender, dado el carácter inestable de estas colocaciones y el contexto monetario internacional en que se desenvolvían. En consecuencia, durante 1971 y 1972, las autoridades fueron endureciendo las condiciones para la apertura de cuentas en pesetas de no residentes. Los escasos resultados conseguidos con estas medidas condujeron a que, en 1973, tras la crisis monetaria internacional de febrero, se modificase de forma radical el régimen legal

CUADRO N.º 5

ESTADO: OPERACIONES FINANCIERAS CON EL EXTERIOR

(Variaciones anuales en miles de millones de pesetas)

	1969	1970	1971	1972	1973	1974
1. <i>TOTAL NETO</i>	- 0,09	- 2,76	- 8,28	0,78	- 4,08	3,06
2. <i>PASIVOS</i>	- 0,77	- 0,76	- 3,06	3,50	- 0,85	5,82
3. Directos	- 0,77	- 0,76	- 3,06	3,50	- 0,85	5,82
a) Créditos a largo plazo	(- 0,77)	(- 0,76)	(- 3,06)	(2,23)	(0,42)	(5,82)
b) Créditos a corto plazo	(-)	(-)	(-)	(1,27)	(- 1,27)	(-)
4. A través de las EE. DD.	-	-	-	-	-	-
5. <i>ACTIVOS</i>	0,68	- 2,00	- 5,22	- 2,72	- 3,23	- 2,76
6. A largo plazo	0,68	- 2,00	- 5,22	- 2,72	- 3,23	- 2,76
7. A corto plazo	-	-	-	-	-	-

	1975	1976	1977	1978	1979	1980
1. <i>TOTAL NETO</i>	0,85	29,38	91,07	-53,26	- 1,98	- 2,74
2. <i>PASIVOS</i>	1,74	37,79	88,06	-38,56	- 7,04	-11,09
3. Directos	1,74	32,93	89,36	-38,57	- 7,05	-12,54
a) Créditos a largo plazo	(1,74)	(32,93)	(89,35)	(-38,57)	(- 6,43)	(-11,88)
b) Créditos a corto plazo	(-)	(-)	(0,01)	(-)	(- 0,62)	(- 0,66)
4. A través de las EE. DD.	-	0,86	- 1,30	0,01	0,01	1,45
5. <i>ACTIVOS</i>	- 0,89	- 4,41	3,01	-14,70	5,06	8,35
6. A largo plazo	- 0,89	- 4,12	2,93	-14,29	5,13	8,48
7. A corto plazo	-	- 0,29	0,08	- 0,41	- 0,07	- 0,13

Fuente: Banco de España.

de dichas cuentas. En líneas generales, esta reforma consistió en la creación de dos clases de depósitos en pesetas de no residentes (cuya apertura y movimiento debían obedecer a unas causas establecidas) y en la obligación para la Banca de constituir un depósito obligatorio en el Banco de España por el importe de los incrementos de los saldos. Esta última obligación, junto a la imposibilidad de remunerar dichas cuentas, supuso la inviabilidad de este canal como fuente de liquidez para la Banca. Por otro lado, el hecho de que mediante la aportación exterior de divisas sólo pudiesen abonarse cuentas en pese-

tas para pagos en España, las cuales no podían ser retiradas de nuevo en moneda extranjera, hizo que esta vía se cerrase a la posible especulación por no residentes.

Todo ello contribuyó a que se produjera, a partir de entonces, una disminución paulatina en el saldo de estas cuentas. Su caída no cesó hasta que, en julio de 1977, dentro de las medidas complementarias a la devaluación de la peseta, se decidió levantar la obligación del depósito y la imposibilidad del pago de intereses. A partir de este momento volvió a observarse un fortísimo crecimiento de es-

tos saldos, que debieron verse muy potenciados por la tirantez de las condiciones monetarias internas. La repetición de los problemas comentados anteriormente, que se unían a los provocados por la afluencia de capitales extranjeros procedentes de otros renglones de la balanza de capital obligó, sin embargo, a volver a implantar un año después estas limitaciones, con el consiguiente retroceso en el saldo de estas cuentas durante 1978. Disminución que fue seguida de aumentos de pequeña importancia en los dos años siguientes.

No obstante lo justificado que

estuviese en junio de 1978 la reimplantación de aquellas medidas limitativas, lo cierto es que, a partir de mediados de 1979, las circunstancias que pudieron haber aconsejado a las autoridades monetarias su restablecimiento fueron desapareciendo. Por un lado, la política del tipo de cambio había ido orientándose de una forma cada vez más decidida a favor de una flotación más libre de la peseta, lo que significaba que en el futuro iba a ser cada vez más improbable que se produjesen modificaciones bruscas en la cotización de la peseta, al estilo de 1976 y 1977. Por otra parte, desde mediados de 1979, la cotización de la peseta manifestó una tendencia decreciente en términos medios efectivos, que no favorecía la búsqueda de beneficios cambiarios a través de la constitución de depósitos en pesetas convertibles (13). Por último, la madurez conseguida en la instrumentación de la política monetaria a partir de objetivos de crecimiento de la cantidad de dinero hacían muy difícil la aparición de los problemas que anteriormente había ocasionado, a nivel macroeconómico, el recurso excesivo de la Banca a esta forma de obtención de liquidez. A la vista de todo ello, en enero de 1981, las autoridades decidieron liberalizar por completo la constitución de depósitos en pesetas convertibles a nombre de no residentes, permitiendo incluso la cobertura a plazo de los mismos bajo determinadas condiciones. La importancia de esta medida, que representa un paso conceptual muy grande en el camino de la progresiva liberalización de la economía española, radica en que a partir de ella existe un nexo totalmente libre entre las condiciones mo-

netarias internas y externas y los tipos de cambio, pudiendo realizar la Banca, a través de dichos depósitos, arbitrajes de intereses con no residentes. Esta circunstancia obliga al mismo tiempo a prestar mayor atención cada vez a dichas variables a la hora de establecer cualquier planteamiento de política monetaria y cambiaria.

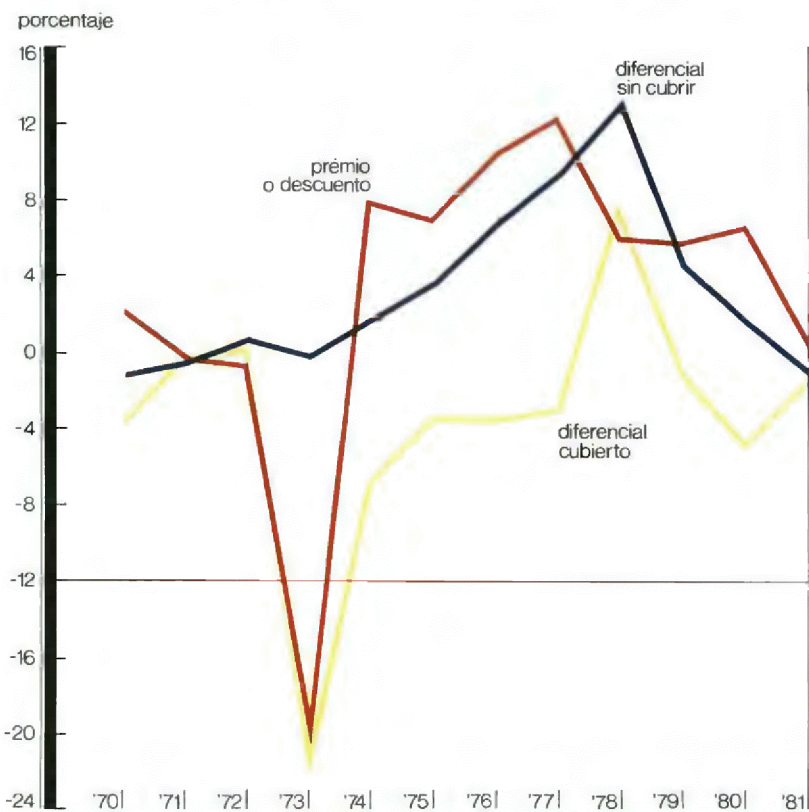
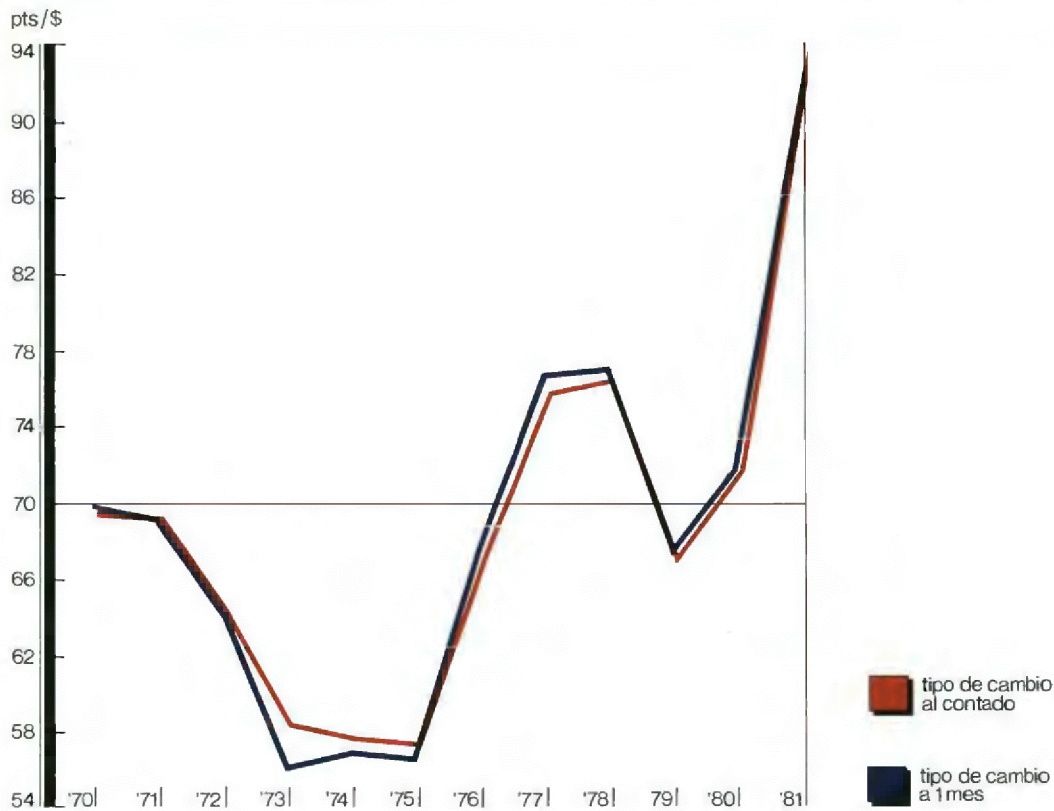
Por lo que respecta a la evolución de los pasivos netos en moneda extranjera de la Banca delegada, su contrapartida (que viene constituida por los créditos interiores en divisas concedidos a la clientela residente) ha sido analizada en otras partes de este trabajo al hablar de la financiación en moneda extranjera recibida por los sectores público y privado. Conviene ahora, sin embargo, hacer una breve referencia a la estrecha relación que guarda la utilización de esta vía por la Banca o por su clientela, y las condiciones monetarias relativas de España con el exterior. Ello explica el fuerte aumento que entre 1974 y 1977 experimentó el valor neto en pesetas de los créditos concedidos en divisas por la Banca delegada, que coincidió con un empeoramiento en las condiciones internas de crédito, según se refleja en la ampliación, a lo largo de esos años, del diferencial descubierto entre los tipos de interés españoles y extranjeros (véase gráfico 1). Lo cual queda confirmado por las encuestas existentes sobre concesión de créditos bancarios en pesetas, que señalan en este período un fuerte aumento en las denegaciones de crédito bancario en pesetas.

El menor crecimiento que registraron en 1978 los pasivos exteriores netos de la Banca de-

legada, bajo condiciones parecidas a las anteriormente descritas, ha de explicarse por las medidas disuasorias establecidas por las autoridades sobre la concesión de préstamos financieros, ya comentadas en repetidas ocasiones. La progresiva adaptación de la demanda de crédito en moneda extranjera a las condiciones cada vez más duras de las autoridades, tuvo su reflejo en 1978 en el fuerte saldo positivo que registraron los préstamos financieros intermediados a largo plazo, hasta superar la poderosa caída que experimentaron los concedidos por plazo inferior al año. No obstante, la manifestación más rotunda de este fenómeno tuvo lugar en 1979, con el fuerte aumento que sufrieron los pasivos exteriores netos de la Banca delegada, cuyo comportamiento, según se desprende de la comparación de los cuadros núms. 1 y 7, provino básicamente de la concesión en ese año de una cuantía total muy elevada de créditos comerciales en divisas a residentes, operaciones que no estaban sometidas a ninguna de las limitaciones establecidas entonces. Ello explicaría también el menor aumento de los pasivos netos de la Banca delegada en 1980, en gran medida como reversión del fenómeno registrado el año anterior.

Pocas novedades pueden señalarse asimismo respecto a la evolución de los activos exteriores de las entidades delegadas. A partir de 1978, al efecto producido por los movimientos en la posición en divisas que la Banca dispone para hacer frente a las operaciones de su clientela, se sumó el importe casi creciente de los créditos a comprador extranjero, cuya cuantía

GRAFICO 1
EVOLUCION DEL TIPO DE CAMBIO
DEL DOLAR USA



neta registró un aumento progresivo a lo largo del tiempo. La mayor cuantía de estas operaciones hizo que los activos totales de la Banca delegada mostrasen en la balanza de pagos, desde 1975, un creciente saldo negativo (véase cuadro número 7).

A pesar de lo que acaba de decirse, el resultado conjunto de la evolución de los activos y pasivos de las entidades delegadas, según puede verse en la parte superior del citado cuadro n.º 7, se resume en una elevación de singular intensidad en el recurso neto de estas entidades a los mercados internacionales en 1974. Dicho recurso se mantuvo a un elevado nivel, con ciertos altibajos, durante los años siguientes, registrándose un brusco cambio de sentido en 1978 y un menor incremento en 1980. La primera

excepción al comportamiento general vino influenciada por el efecto combinado de las limitaciones establecidas a los préstamos financieros y por la concesión de un importante volumen de créditos a comprador extranjero. Por su parte, el menor aumento de los pasivos exteriores en 1980, se debió fundamentalmente a la reversión del fenómeno contrario registrado durante el año anterior.

El Instituto de Crédito Oficial

De forma similar a como se ha hecho con el sector público y el sector privado, el cuadro número 6 agrupa toda la financiación en moneda extranjera recibida por el ICO en el período objeto de análisis, sumando a la recibida directamente del exterior la facilitada por las en-

tidades delegadas. Según puede verse en dicho cuadro, hasta 1974, la financiación neta en moneda extranjera del Instituto de Crédito Oficial se mantuvo a un nivel muy reducido y estuvo constituida fundamentalmente por créditos concertados directamente con el exterior. En dicho año se produjo una fuerte elevación en el recurso a la financiación en moneda extranjera, que se canalizó a través de la Banca delegada y cuya amortización se efectuó en los dos años siguientes.

A partir de 1975, sin embargo, la mayor parte del progresivo aumento en el recurso a la financiación en moneda extranjera del ICO se canalizó a través de créditos directos con el exterior. El importe neto de éstos, que en 1975 se situaba ligeramente por encima de los 8.000 millones de pesetas, se

CUADRO N.º 6

ICO: FINANCIACION NETA EN MONEDA EXTRANJERA
(Variaciones anuales en miles de millones de pesetas)

	1969	1970	1971	1972	1973	1974
<i>Pasivos</i>	1,80	1,52	1,09	0,32	0,18	12,42
Directos	1,80	1,52	1,09	0,32	0,18	—
A través de las EE. DD.	—	—	—	—	—	12,42
<i>Activos</i>	—	—	—	—	—	—
TOTAL NETO	1,80	1,52	1,09	0,32	0,18	12,42
	1975	1976	1977	1978	1979	1980
<i>Pasivos</i>	— 1,00	5,65	16,02	15,40	31,68	33,85
Directos	8,37	8,69	15,92	15,97	30,02	33,85
A través de las EE. DD.	— 9,37	— 3,04	0,10	— 0,57	1,66	—
<i>Activos</i>	—	—	— 3,44	— 0,94	— 2,79	— 6,89
TOTAL NETO	— 1,00	5,65	12,58	14,46	28,89	26,96

Fuente: Banco de España.

situó en 1980 cerca de los 34.000 millones de pesetas.

Por el otro lado del balance, la actividad prestataria directa del ICO —fundamentalmente referida al sector público extranjero— no se inició hasta 1978, y aún entonces lo hizo con cierta timidez, no cobrando impulso hasta los últimos años del período objeto de este trabajo. Existe, sin embargo, una actividad prestataria indirecta del ICO, en el sentido de que el Instituto financia, a través del Banco Exterior de España, una parte de los créditos a la exportación conocidos con el nombre de «crédito a comprador extranjero». Si se incluyese el importe de los fondos facilitados por el Instituto al Banco Exterior para la concesión de esta clase de créditos, la posición neta final del ICO no sería tan fuertemente pasiva como muestra el cuadro n.º 6, e incluso existen razones para pensar que podría ser activa. La falta de datos sobre la cuantía del apoyo financiero prestado por el ICO al Banco Exterior como consecuencia de los créditos a comprador extranjero concedidos por este último impide, sin embargo, precisar esta afirmación (14). Pero, en cualquier caso, no sería arriesgado pensar que una parte del recurso del ICO a los fondos en moneda extranjera está inducido o, al menos, se ve compensado por la concesión, a través del Banco Exterior de España, de créditos comerciales al exterior.

2. El Banco de España

El grueso de los movimientos de la cuenta exterior neta del Banco de España viene determinado por la variación en

las reservas exteriores de divisas. Junto a éstas, se recogen en el cuadro n.º 7, por el lado del pasivo, las asignaciones de derechos especiales de giro (D.E.G.) efectuadas por el Fondo Monetario Internacional y los créditos concedidos a España por dicho organismo con cargo a los mecanismos conocidos por el nombre de *oil facility* y *compensatory financing facility*. En el activo, bajo el concepto general de otras cuentas, se recoge el resultado neto de algunas operaciones realizadas por el Banco de España con el exterior en 1975 para allegar recursos. Aun cuando dicha operación debería haber sido computada, desde el punto de vista contable, como un pasivo, se ha preferido incluirla en el otro lado del balance con la finalidad de que pueda observarse, a través de su adición a los movimientos del saldo de reservas, la caída que se hubiese producido en estas últimas de no haber mediado estas operaciones.

Según se observa en el cuadro n.º 7, los activos exteriores netos del Banco de España aumentaron en siete de los once años que componen el período analizado. Estos años corresponden a los períodos que corren de 1970 a 1973 y de 1977 a 1979, durante los cuales las reservas de divisas españolas aumentaron con intensidad variable. Como es bien sabido, a lo largo de estos años se produjo una fuerte presión al alza sobre el tipo de cambio de la peseta, que el Banco de España hubo de contrarrestar absorbiendo el excedente de la balanza global creado a ese nivel de tipo de cambio. O, lo que es lo mismo, permitiendo un aumento en las reservas exteriores de divisas.

El fenómeno contrario, es decir, el deseo de impedir una mayor depreciación de la peseta llevó a las autoridades durante los cuatro años restantes a financiar el déficit global de la balanza de pagos mediante una disminución de las reservas exteriores.

En el conjunto del período, el saldo de reservas de divisas en poder del Banco de España aumentó, según datos de su balance, de 60.200 millones de pesetas a finales de 1969, a 889.600 millones en diciembre de 1980, lo que significa un aumento de los activos exteriores a corto plazo del Banco de España de 829.400 millones de pesetas a lo largo de todo el período. En dólares USA el saldo entre una y otra fecha pasó de 860,7 a 12.269 millones de dólares, con un aumento, por consiguiente, de 11.408,3 millones entre 1970 y 1980 (15).

3. PRINCIPALES CONCLUSIONES

A lo largo de este trabajo se han ido señalando en cada momento las conclusiones más destacables que podían deducirse de cada una de las evoluciones particulares objeto de análisis. En algunos casos, incluso, la inferencia ha tenido un propósito más amplio y ha planteado cuestiones de carácter general. Ello no obsta, sin embargo, para que se complete lo dicho con un resumen de las principales consideraciones globales que se derivan del estudio que acaba de presentarse.

Dos son, a mi modo de ver, los rasgos de la evolución de la balanza de pagos española por cuenta de capital que pre-

CUADRO N.º 7

SISTEMA CREDITICIO: OPERACIONES CON EL EXTERIOR

(Variaciones anuales en miles de millones de pesetas)

	1969	1970	1971	1972	1973	1974
TOTAL NETO	18,01	-49,95	- 80,64	- 92,51	-74,56	98,06
1. Banco de España	18,37	-57,34	-100,68	- 97,64	-77,92	41,13
2. ICO	1,80	1,52	1,09	0,32	0,18	-
3. Entidades delegadas	- 2,16	5,87	18,95	4,81	3,18	56,93
PASIVOS DEL SISTEMA CREDITICIO.	- 0,50	13,38	- 20,76	10,70	5,14	53,42
Banco de España	-	2,94	2,96	2,93	-	-
FMI	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
D.E.G. asignados	(-)	(2,94)	(2,96)	(2,93)	(-)	(-)
ICO	1,80	1,52	1,09	0,32	0,18	-
Entidades delegadas	- 2,30	8,92	16,71	7,45	4,96	53,42
Cuentas en pesetas de no residentes	(- 2,41)	(3,54)	(9,94)	(4,93)	(- 4,92)	(- 1,72)
Pasivos exteriores (netos) ...	(0,11)	(5,38)	(6,77)	(2,52)	(9,88)	(55,14)
ACTIVOS DEL SISTEMA CREDITICIO.	18,51	-63,33	-101,40	-103,21	-79,70	44,64
Banco de España	18,37	-60,28	-103,64	-100,57	-77,92	41,13
Reservas exteriores	(18,37)	(-60,28)	(-103,64)	(-100,57)	(-77,92)	(41,13)
Otras cuentas	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
ICO	-	-	-	-	-	-
Entidades delegadas	0,14	3,05	2,24	- 2,64	- 1,78	3,51
Posición en divisas	(0,14)	(- 3,05)	(2,24)	(- 2,64)	(- 1,78)	(3,69)
Crédito a comprador extranjero.	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	- 0,18
	1975	1976	1977	1978	1979	1980
TOTAL NETO	102,94	122,13	- 65,47	306,53	-122,47	94,46
1. Banco de España	56,07	71,83	-122,64	-285,21	-212,26	56,56
2. ICO	8,37	8,69	12,48	15,03	27,23	17,92
3. Entidades delegadas	38,50	41,61	44,69	- 36,35	62,56	19,98
PASIVOS DEL SISTEMA CREDITICIO.	85,87	65,80	91,02	28,84	96,45	76,04
Banco de España	34,75	5,89	-	4,47	- 30,51	5,04
FMI	(34,75)	(5,89)	(-)	(4,47)	(- 35,41)	(-)
D.E.G. asignados	(-)	(-)	(-)	(-)	(4,90)	(5,04)
ICO	8,37	8,69	15,92	15,97	30,02	24,81
Entidades delegadas	42,75	51,22	75,10	8,40	96,94	46,19
Cuentas en pesetas de no residentes	(- 2,19)	(5,10)	(21,34)	(- 7,54)	(9,78)	(4,41)
Pasivos exteriores (netos) ...	(44,94)	(46,12)	(53,76)	(15,94)	(87,16)	(41,78)
ACTIVOS DEL SISTEMA CREDITICIO.	17,07	56,33	-156,49	-335,37	-218,97	18,42
Banco de España	21,32	65,94	-122,64	-289,68	-181,75	51,52
Reservas exteriores	(11,48)	(65,27)	(-110,19)	(-289,68)	(-181,75)	(952,96)
Otras cuentas	(9,84)	(0,67)	(- 12,45)	(-)	(-)	(- 1,44)
ICO	-	-	- 3,44	- 0,94	- 2,79	- 6,89
Entidades delegadas	- 4,25	- 9,61	- 30,41	- 44,75	- 34,38	- 26,21
Posición en divisas	(- 0,34)	(0,16)	(- 3,85)	(1,62)	(- 7,40)	(6,15)
Crédito a comprador extranjero.	(- 3,91)	(- 9,77)	(- 26,56)	(- 46,37)	(- 26,98)	(- 32,36)

Fuente: Banco de España.

CUADRO N.º 8

**DEUDA EXTERIOR DE ESPAÑA A LARGO PLAZO: PARTICIPACION PORCENTUAL
EN EL TOTAL**

	1970	1971	1972
	%	%	%
TOTAL	100,00	100,00	100,00
Estado y Corporaciones Locales	28,30	24,56	25,68
Empresas públicas y semipúblicas	49,20	47,85	46,34
— ICO	—	—	—
— RENFE	8,78	8,20	8,88
— INI	40,42	39,65	37,46
— Empresas INI con aval	—	—	—
— Otros organismos públicos	—	—	—
Sector privado con garantía pública
Resto sector privado	22,50	27,59	27,98
	1973	1974	1975
	%	%	%
TOTAL	100,00	100,00	100,00
Estado y Corporaciones Locales	12,66	10,64	15,34
Empresas públicas y semipúblicas	22,53	26,57	33,18
— ICO	—	—	1,92
— RENFE	6,76	8,12	8,55
— INI	3,78	7,83	6,40
— Empresas INI con aval	11,99	10,62	6,39
— Otros organismos públicos	—	—	9,92
Sector privado con garantía pública	13,48	11,66	9,60
Resto sector privado	51,33	51,13	41,88

Fuente: Banco de España y Dirección General de Política Financiera.

sentan una mayor importancia en la actualidad, al comienzo de una nueva década. El primero de ellos es el recurso masivo que entre 1973 y 1980 ha venido ejerciendo la economía española —y, en especial, su sector privado— a la financiación exterior. Ello, sin duda alguna, ha permitido suavizar el ajuste a las nuevas condiciones creadas por el empeoramiento de la relación real de intercambio española. Y, contemplando este proceso de acomodación únicamente desde el ángulo de las cuentas exteriores, puede decirse, a la

vista de la experiencia posterior a la primera crisis del petróleo, que, en la medida en que fueron conscientes, los planteamientos que motivaron o favorecieron entonces esa actuación estuvieron bastante acertados. Así, puede decirse que, a finales de 1977, el impacto de la primera subida de los crudos sobre la balanza de pagos por cuenta corriente había sido absorbido y se registraban incluso excedentes. Bien es verdad que dicha evolución se consiguió debido a un fuerte crecimiento de las exportaciones españolas de

bienes y servicios y no a través de una acomodación interna de la economía española que redujese la dependencia energética de las importaciones o, como hubiese sido más deseable, mediante una combinación de ambos procesos. Pero no puede negarse que, a pesar de los errores cometidos, la estrategia de enfrentamiento de la economía española a la crisis del petróleo estuvo bien planteada.

En líneas generales, se trataba de aprovechar en la mayor medida posible los beneficios

CUADRO N.º 8 (continuación)

**DEUDA EXTERIOR DE ESPAÑA A LARGO PLAZO: PARTICIPACION PORCENTUAL
EN EL TOTAL**

	1976	1977	1978
	%	%	%
TOTAL	100,00	100,00	100,00
Estado y Corporaciones Locales	17,30	22,15	15,53
Empresas públicas y semipúblicas	31,05	30,24	31,76
— ICO	2,94	3,80	4,89
— RENFE	7,69	7,32	6,39
— INI	5,10	4,08	3,40
— Empresas INI con aval	5,60	5,25	5,98
— Otros organismos públicos	9,72	9,78	11,10
Sector privado con garantía pública	9,07	8,46	8,26
Resto sector privado	42,58	39,15	44,45
	1979	1980	
	%	%	
TOTAL	100,00	100,00	
Estado y Corporaciones Locales	10,16	7,50	
Empresas públicas y semipúblicas	35,03	35,97	
— ICO	7,11	7,40	
— RENFE	5,69	5,55	
— INI	2,45	1,93	
— Empresas INI con aval	6,76	8,18	
— Otros organismos públicos	13,02	12,91	
Sector privado con garantía pública	7,93	6,36	
Resto sector privado	46,88	50,17	

Fuente: Banco de España y Dirección General de Política Financiera.

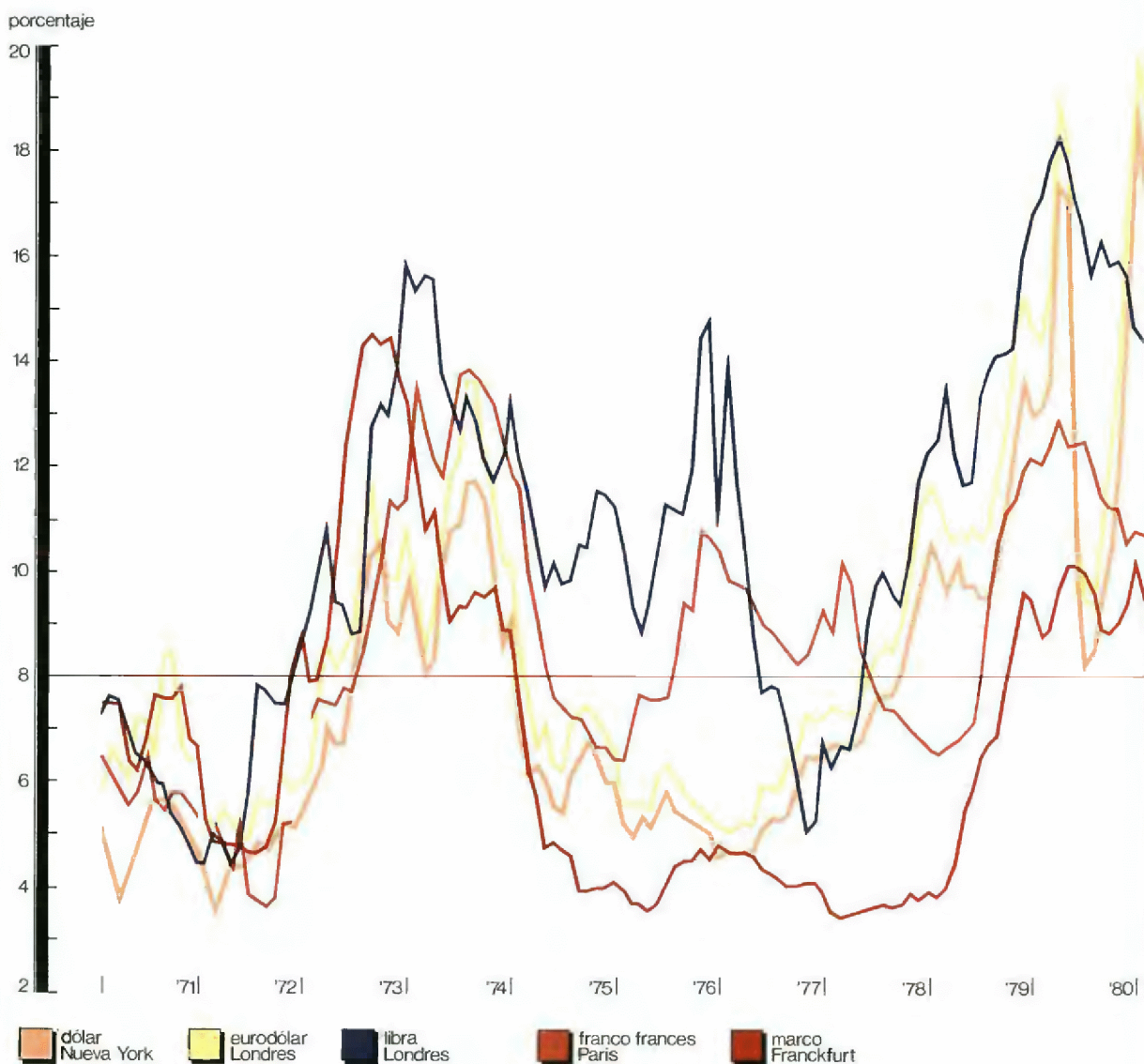
que pudiesen derivarse de la mayor capacidad de compra y préstamo de los países productores de petróleo. Ello se basaba en el hecho de que, como la balanza de pagos consolidada de todos los países del mundo no puede registrar ningún desequilibrio, si un grupo de ellos registra fuertes déficit en su cuenta corriente, el resto habrá de contabilizar forzosamente superávit por el mismo concepto. Lo cual implica, asimismo, que los países excedentarios han de constituirse en prestamistas netos del resto del mundo.

Las cifras que se han comentado a lo largo de este trabajo sugieren que la economía española emprendió claramente este camino y así, mientras procuraba ampliar sus ventas a los países excedentarios, recurrió con profusión a los mercados de dinero internacionales, abundantes de liquidez. Faltó, sin embargo, completar esta evolución con un ajuste interno más decidido que hubiese trasladado con menor timidez los efectos generados por la crisis petrolífera y de materias primas y hubiese saneado la economía

española. Diversos factores lo impidieron, entre los cuales los de carácter económico tal vez no fueron los de mayor importancia (16).

La segunda subida del precio del petróleo planteó en principio los mismos problemas que en 1974. Nos encontramos en esta ocasión, sin embargo, con dos factores nuevos de extraordinaria importancia que hacen más perentoria la necesidad de unos ajustes internos y externos realistas. En primer lugar, el endeudamiento de la economía es-

GRAFICO 2
TIPOS DE INTERES A 3 MESES



pañola es elevado y, si bien su situación dista mucho de ser angustiosa, tampoco disfruta de las mismas posibilidades de ampliación que durante el período anterior. Pero además, junto al hecho de que la capacidad para endeudarse de cualquier país no

es infinita, se encuentra la circunstancia de que la elevación general de los tipos de interés durante los últimos dos años está suponiendo unos pagos crecientes por el servicio de la deuda, lo cual representa, a su vez, una restricción cada día más

fuerte para conseguir el equilibrio de la balanza por cuenta corriente. Dicho equilibrio se ve dificultado, asimismo, por la menor capacidad de absorción de los países productores de petróleo y por el menor deseo de estos últimos de forzar un des-

arrollo económico precipitado, cuyos inconvenientes se evidenciaron entre 1974 y 1978.

Dos últimos factores hay que tener en cuenta antes de terminar. Primero, que el excedente de los países petrolíferos está descendiendo de forma notable, como consecuencia de los avances conseguidos por la mayoría de los países industriales en la reducción de la dependencia de esa fuente de energía. Y, segundo, que la capacidad prestamista global, al tiempo que ha ido modificándose como consecuencia de la circunstancia citada, registra recientemente un cambio de naturaleza debido a la preferencia de los países excedentarios por colocaciones en forma de inversiones directas o de cartera. Y a nadie se le oculta que esta forma de financiación exterior tiene unas características y una problemática muy distintas a las de los préstamos y los créditos. Todos estos datos no hacen sino abundar sobre la necesidad de proceder, con mayor energía y realismo que en la crisis anterior, en los ajustes internos de la economía española. Los datos de estos dos últimos años sugieren que la política económica se ha orientado en este sentido, pero de todos es sabido que los imponderables y las rigideces que persisten en la economía española son muy grandes.

El segundo rasgo que destaca del análisis realizado es la dificultad existente, en las condiciones actuales de la economía española, para controlar con eficacia los movimientos de capital por medio únicamente de actuaciones discrecionales de la autoridad monetaria. Ello se reflejó claramente en el desplazamiento del sector privado desde

unos canales de financiación a otros durante 1978 y 1979, tratando de evitar las restricciones establecidas y consiguiéndolo en parte, evolución que ha sido objeto de un amplio comentario en páginas anteriores. Esta circunstancia obedece, fundamentalmente, a dos causas: la gran sensibilidad de los agentes económicos españoles ante la situación monetaria relativa de España frente al resto del mundo, derivada del mayor grado de apertura de la economía española, y el elevado nivel de endeudamiento exterior de dicha economía. El primer factor juega en los dos sentidos de los movimientos de capital, es decir, tanto favoreciendo o perjudicando las entradas como dificultando o propiciando las salidas. Su origen está, como es lógico, en la progresiva liberalización que las autoridades españolas han ido otorgando al sistema económico, pero a pesar de ello parece muy difícil que dicha situación pueda invertirse con facilidad y, sobre todo, con eficacia mediante actuaciones discrecionales de las autoridades monetarias. Por lo que respecta a las entradas de divisas, la Banca y el empresario españoles han conseguido un alto grado de penetración en los mercados internacionales de dinero y conocen sus mecanismos ágiles y cambiantes. Parece, por ello, bastante probable que, siempre que existan motivaciones económicas poderosas, dichos agentes recurrirán a ellos utilizando todas las posibilidades y los huecos del control de cambios. Y, en lo referente a las salidas, al lado de la liberalización que se ha venido produciendo, hay que anotar el segundo factor antes indicado; es decir, el alto grado de endeudamiento exterior de la eco-

nomía española. Como ya se analiza en otro trabajo de este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, una parte de este endeudamiento está constituido por créditos de carácter renovable. Ello determina que, si se diesen las condiciones precisas, estas operaciones podrían no renovarse, ocasionando la salida de fondos consiguiente. Además, ha de tenerse en cuenta que el elevado importe que alcanzan en la actualidad las amortizaciones de la deuda supone que el mantenimiento de unas condiciones monetarias relativas adversas a la entrada de fondos extranjeros pueda redundar en una salida importante de fondos al exterior. Todo lo cual viene a confirmar que, en el momento actual, es imposible planear en España la política monetaria interna con independencia de la política cambiaria y sin tener presentes los condicionamientos impuestos por la situación monetaria internacional. En definitiva, que la grandeza y las miserias de la interdependencia monetaria internacional alcanzan ya de lleno a nuestro país.

(*) He de agradecer a la Dirección y a mis compañeros del Servicio de Estudios del Banco de España sus sugerencias a una versión anterior y más reducida de este trabajo. Citar los nombres de todos ellos haría excesivamente larga esta nota; debo hacer expreso, sin embargo, el de Pedro Martínez Méndez, quien tuvo la amabilidad y la paciencia de volver a leer estas páginas. Como es lógico, los errores que puedan apreciarse en ellas son de mi entera responsabilidad.

NOTAS

(1) Hasta 1965, e incluso puede decirse que hasta finales de 1966, la financiación exterior estaba constituida básicamente por inversiones exteriores y créditos derivados más o menos directamente de los Acuerdos de Cooperación Hispano-Norteamericana. Entre 1967 y 1969 se produjeron los primeros déficit por cuenta corriente de cierta entidad, si bien su cuantía, que no superó los 35.000 millones de pesetas en el año más alto, se encuentra muy lejos de los que se producirían con posterioridad a 1974. Dichos déficit propiciaron los tímidos intentos de utilización de los mercados extranjeros de capital de que se habla en el texto.

(2) Un excelente estudio sobre los rasgos fundamentales de la evolución general de la economía española en este período se encuentra en el trabajo de PEDRO MARTINEZ MENDEZ, «El proceso de ajuste de la economía española. 1973-1980», publicado en el número 23 de la serie *Estudios Económicos del Banco de España*. La lectura, casi obligatoria, de este trabajo informa, asimismo, de la situación económica española en los años inmediatamente anteriores.

(3) Véase más adelante las diferencias entre este cuadro y los cuadros núms. 2 y 5, que se refieren de forma exclusiva a los sectores privado y público, respectivamente.

(4) Esta forma de actuación del sector público es similar a la de los años 1967-68.

(5) El cuadro n.º 8 se obtiene de datos valorados en dólares a tipos de cambio históricos, mientras que la balanza de pagos utiliza para su valoración en pesetas los cambios de mercado. Por otro lado, el cuadro n.º 8 incluye dentro de la deuda del Estado, la del Banco de España, que aparece dentro del Sistema Crediticio en la balanza de pagos, y la de alguna empresa que se recoge en el sector privado dentro de esta última.

(6) La distinción entre las cifras asignadas al cuadro n.º 1 y las del cuadro n.º 5 es similar a la que se explica en la página siguiente en relación a los cuadros núms. 1

y 2. La mayor importancia cuantitativa del sector privado hace que se haya dejado para entonces el análisis de esta diferenciación. Digamos aquí solamente que el cuadro n.º 1 atribuye al sector público únicamente la financiación recibida del exterior y el cuadro n.º 5 la que ha recibido en moneda extranjera, tanto en forma directa como por intermediación de las entidades delegadas.

(7) Como ya se ha señalado anteriormente, dentro de este concepto se incluyen las empresas públicas y semipúblicas, siguiendo la metodología de la contabilidad nacional y la de balanza de pagos del Fondo Monetario Internacional.

(8) La Circular 242 del extinguido Instituto Español de Moneda Extranjera, de 22 de febrero de 1968, facultó por primera vez a la Banca española para abrir cuentas en moneda extranjera a nombre de no residentes, sin necesidad de autorización previa, y a poder colocar, mediante determinados requisitos, parte de los recursos así obtenidos bajo la forma de préstamos en divisas a residentes.

(9) La inclusión de los desfases en los cobros y pagos con el exterior dentro del cuadro n.º 2 intenta paliar esta deficiencia, si bien, como se analizará en el epígrafe correspondiente, incluye conceptos que desbordan los aplazamientos puramente comerciales.

(10) El plazo a que se hace referencia aquí es el de la concesión de los fondos por entidades delegadas a su clientela residente y no aquel por el cual el Banco español toma dichos recursos en el mercado exterior, que es el importante a efectos de balanza de pagos. En el cuadro n.º 2 se considera, sin embargo, el plazo de la obligación que relaciona a la Banca con su clientela —al fin y al cabo dos residentes— con el propósito de reflejar la madurez de la financiación que el sector privado recibe en moneda extranjera, con independencia de que los fondos recibidos por la clientela a largo plazo provengan, por ejemplo, de un endeudamiento a corto plazo de la Banca con el exterior.

(11) En contra de lo que se hace con los créditos comerciales a largo plazo, los

créditos de proveedor por plazo inferior al año no se contabilizan en la balanza de caja. Por ello, la diferencia entre las cifras de comercio exterior de Aduanas, ajustadas con criterios de balanza de pagos, y las del Registro de Caja —en la medida en que estas cifras sean homogéneas— debería recoger el valor de dichos créditos si no existiesen aplazamientos o adelantos derivados de las provisiones sobre el tipo de cambio.

(12) La fuerte cifra negativa de errores y omisiones estimada para 1975, que compensa prácticamente el valor de los desfases, plantea, sin embargo, un interrogante sobre la bondad de la estimación del fenómeno en ese año.

(13) Ello no significa que los operadores no pudiesen actuar sobre alguna moneda determinada, ya que la peseta durante ese período se apreció en ocasiones en relación a determinadas divisas. Pero es lógico pensar también que la búsqueda de beneficios cambiarios a través de la constitución de depósitos en moneda nacional no se ve favorecida si ésta registra una tendencia a la baja frente al conjunto de las demás monedas. Puesto de otra forma, este género de operaciones se ve tanto más favorecido cuanto más clara sea la tendencia al alza de la cotización de la moneda objeto de depósito (o cuanto mayores sean las expectativas de su apreciación) y cuanto más se aleje la cotización actual de la que el mercado considera de equilibrio.

(14) De conocerse estas cifras, podría modificarse el cuadro n.º 7, deduciendo su importe de los saldos atribuidos a las entidades delegadas bajo el concepto «créditos a comprador extranjero» y añadiéndolo a la variación de activos del ICO.

(15) Debe señalarse, con el fin de que la comparación entre estas cifras no induzca a conclusiones precipitadas, que los procedimientos aplicados en la valoración de ambos saldos, en pesetas y dólares, son muy diferentes, lo que conduce a que los cambios medios resultantes sean completamente irreales e inutilizables.

(16) Véase a este respecto el trabajo de Pedro Martínez Méndez, antes citado.