

LA DEUDA EXTERIOR DE ESPAÑA (*)

La deuda exterior española ha sido uno de los temas menos estudiado y por tanto más desconocido por nuestra reciente literatura económica. **Guillermo de la Dehesa** realiza, por primera vez en muchos años, un estudio exhaustivo de la evolución reciente de nuestra deuda, así como de su estructura actual. Aporta además una serie completa de estadísticas de nuestra deuda tanto en su vertiente pública como privada, así como de su distribución por prestatarios, prestamistas, monedas, vencimientos y tipos de interés y aplica, para una serie amplia de años, los *ratios* más utilizados para conocer en profundidad la solvencia crediticia externa de la economía española. Asimismo compara la situación de la deuda externa española con la de los principales países en desarrollo y con aquellos países europeos desarrollados de potencialidad económica similar a la nuestra.

Por último, su análisis va más allá del mero estudio de nuestra deuda (es decir, nuestros pasivos externos) ampliándolo a la totalidad de nuestra posición externa neta (es decir, incluyendo tanto nuestros pasivos como nuestros activos a corto y largo plazo), lo que da un conocimiento mucho más real de nuestro nivel de solvencia. Nuestra posición es además comparada con la del resto de los países de la OCDE.

Llega el autor, finalmente, a la conclusión de que nuestra situación, en cuanto a deuda externa se refiere, es aún ligeramente holgada comparada con la de otros países desarrollados de la OCDE, pero que no sería conveniente mantener en el futuro el ritmo de crecimiento de nuestra deuda alcanzado en los últimos cinco años.

necesitarán colocar sus excedentes financieros, es decir sus ahorros, mientras que otros necesitarán endeudarse, al igual que ocurre entre inversores y ahorradores en una economía cerrada. Esto ha dado lugar a la existencia de un mercado financiero internacional que permite que, para un período determinado, el ahorro y la inversión realizados a nivel internacional se igualen, tal como sucede en una economía cerrada.

El saldo de la balanza por cuenta corriente de un país es, sin duda, el instrumento para conocer, en cada período, la necesidad de endeudamiento de ese país. Un déficit por cuenta corriente indica que el país en cuestión ha gastado, durante un período determinado, mayores recursos de los ahorrados y, en consecuencia, habrá obtenido un préstamo neto del extranjero por la cuantía del déficit. Sólo en la medida en que dicho país considere que puede seguir obteniendo préstamos netos del extranjero, para financiar la diferencia entre ahorro e inversión domésticos, podrá seguir manteniendo tal déficit en períodos posteriores, en caso contrario tendría que hacer frente a dicho déficit con sus propias reservas o, una vez agotadas, no podría seguir manteniéndolo.

En los últimos ocho años venimos asistiendo a unos desequilibrios generalizados en las balanzas por cuenta corriente de una gran mayoría de los países. La crisis energética ha provocado unos déficits por cuenta corriente en unos países (especialmente los importadores de petróleo) y, consiguientemente, unos superávits en otros, de magnitudes realmente desconocidas hasta la fecha. Ello ha dado lu-

LA DEUDA EXTERNA, GRAVE PROBLEMA INTERNACIONAL

A lo largo del desarrollo económico de un país pueden darse situaciones en las que su economía no pueda desarrollarse únicamente sobre la base de sus propios recursos, y tenga que acudir a endeudarse fuera de sus fronteras, complementando sus recursos financieros con los obtenidos en el

extranjero. Conforme el desarrollo de dicho país es mayor, y su nivel de ahorro interno aumenta, la necesidad de endeudamiento externo será menor, y podrá ir devolviendo los recursos obtenidos y sus intereses correspondientes, y es probable que pueda llegar a convertirse en un prestamista neto a otros países.

Dado el desarrollo desigual de las distintas economías nacionales en el mundo, unos países

gar a que la deuda de los países en desarrollo se haya multiplicado por cinco en el período de los últimos ocho años, alcanzando a finales de 1981 más de 525.000 millones de dólares. La razón principal de acumulación de esta deuda reside en que los países en desarrollo han intentado mantener su inversión y su desarrollo económico en un período en el que las condiciones externas eran altamente inestables, con enormes fluctuaciones en los precios de las materias primas, y con unos costes de importación mucho más altos. Conforme dicha cifra de deuda se va haciendo mayor, las dificultades de estos países aumentan, ya que el servicio de la deuda absorbe una parte cada vez más alta de sus ingresos por exportaciones de bienes y servicios. La única manera de seguir adelante consiste en endeudarse cada vez más, no sólo para intentar crecer y absorber los enormes niveles de paro existentes, sino también para hacer frente al servicio de su deuda. La situación se hace cada vez más difícil, pues los flujos de préstamos a estos países tienen que ir aumentando, de año en año, para que puedan hacer frente a los pagos por deudas ya acumuladas. La comunidad financiera internacional no ve la manera de detener esta bola de nieve, ya que, por un lado, vive de ella, y, por otro lado, si el reciclaje financiero se detiene para algunos países y éstos dejan de pagar sus deudas, se puede producir un descalabro generalizado que puede provocar la caída, cual castillo de naipes, de una gran parte de los intermediarios financieros internacionales. La única alternativa, hasta ahora utilizada, ha consistido en hacer que los recursos que se canalizan a los

países con mayor riesgo de suspensión de pagos sean cada vez más caros, con lo que paradójicamente dicho riesgo aumenta en el siguiente período.

La acumulación de deuda externa a nivel internacional es uno de los problemas clave en el mundo de hoy. La posible quiebra del sistema financiero internacional es una espada de Damocles que pende de un finísimo hilo, y que va a poner a prueba la capacidad de invención y reacción de toda la economía occidental a medio plazo.

EL PROBLEMA EN ESPAÑA. ANTECEDENTES

España, como país en desarrollo o de reciente industrialización, no ha sido ajeno a este problema en los últimos años. Con anterioridad a la crisis energética, es decir en 1973, España tenía una deuda realmente muy reducida, ya que sólo alcanzaba los 3.500 millones de dólares. Nuestras reservas casi duplicaban la deuda acumulada, y nuestros ingresos por exportaciones de bienes y servicios eran más del doble.

El vuelco impresionante en los precios relativos, provocado por el alza de los productos energéticos y de las materias primas en 1974, hizo que nuestra relación real de intercambio se redujera en un 25 por 100, y que nuestra balanza por cuenta corriente, que en 1973 arrojaba un superávit de 600 millones de dólares, pasara a tener unos déficits, en años posteriores, de: 3.100 millones de dólares en 1974, 4.200 millones en 1975, 4.300 millones en 1976 y 5.000 millones en junio de 1977 (en base anual), unos días antes de

la devaluación de la peseta en un 20 por 100.

Este déficit creciente en los pagos exteriores hubo de ser financiado, no sólo en base a nuestras reservas exteriores, con cerca de 2.000 millones de dólares, sino mediante un recurso importante, superior a los 10.000 millones de dólares, a los mercados financieros internacionales, ya que los esquemas de reciclaje multilateral puestos en práctica (*oil facility, compensatory export financing*) resultaron insuficientes.

Con el programa de equilibrio y saneamiento financieros del primer gobierno democrático, que incluyó la devaluación de la peseta y una serie de medidas de ajuste, el déficit por cuenta corriente, que se preveía en unos 5.000 millones de dólares en 1977, quedó reducido a 2.500 millones en el conjunto del año. Esta tendencia, hacia el equilibrio de nuestros ingresos y pagos exteriores, se confirmó durante 1978, año en el que tuvimos un superávit de 1.400 millones. Sin embargo, el nivel de endeudamiento continuó aumentando, por razones que analizaremos más adelante, lo que se reflejó en un importante aumento de nuestras reservas exteriores.

La segunda crisis energética volvió a desequilibrar nuestros intercambios exteriores, y en 1980 y 1981 han vuelto a aparecer déficits muy importantes por cuenta corriente, alcanzando, en ambos años, los 5.000 millones de dólares.

SITUACION ACTUAL

Ante todo, conviene apuntar que España es uno de los paí-

ses que publica oficialmente las cifras de su deuda exterior, tanto pública como privada, mensualmente, a través del Boletín estadístico del Banco de España. Algunos países en desarrollo no publican nada, y se limitan, como máximo, a contestar al cuestionario del Banco Mundial para la confección de sus *World Debt tables*, que sólo incluyen la deuda pública o privada con garantía del Estado. La mayoría de las estimaciones que se realizan son indirectas a través de las estadísticas que distintas instituciones publican

sobre los créditos bancarios, las emisiones en los euromercados, etcétera.

El Boletín mensual estadístico del Banco de España publica el total de la deuda exterior con vencimiento superior a un año, valorada a los últimos cambios centrales (antes del comienzo de la flotación de las monedas en 1973) para conocer sus aumentos en valores constantes, y valorada a los cambios vigentes a fin de cada mes para conocer su valor actual. Se incluye el endeudamiento de los

residentes, no sólo frente a los no residentes sino también frente a la Banca española, siempre que esté denominado en moneda extranjera (préstamos de la 9 DE a residentes).

A 31 de diciembre de 1981, la deuda exterior de España alcanzaba la cifra de 27.205 millones de dólares. Tal como muestran el cuadro n.º 1 y el gráfico 1, el aumento de nuestra deuda en dólares a cambios de fin de año, entre 1973 y 1981, ha sido de un 679 por 100, mientras que nuestro Producto

CUADRO N.º 1

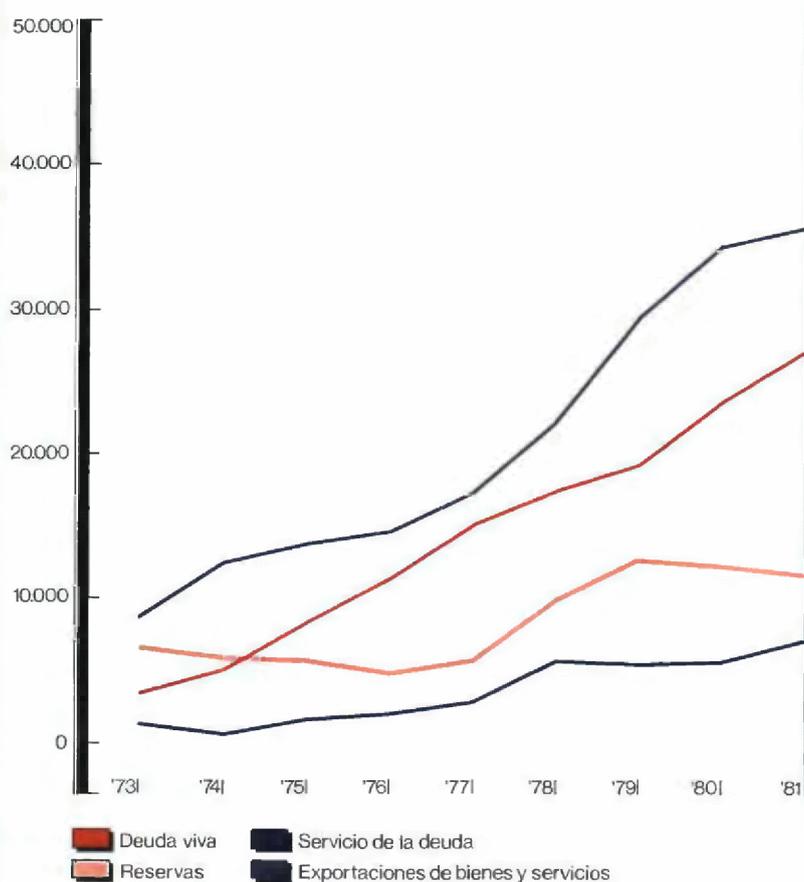
	1973	1974	1975	1976	1977
Deuda viva (1) (millones de dólares USA) ...	3.490	5.028	8.454	11.241	15.126
Desembolsos anuales (millones de dólares USA) ...	1.163,4	2.034,6	4.565,4	3.851	5.177
Servicio de la deuda (millones de dólares)...	1.005,9	835,8	1.668,5	2.019,5	2.932
Amortización (millones de dólares USA) ...	766,4	496,6	1.139,4	1.322,6	1.982,5
Intereses (millones de dólares) ...	239,5	339,2	529,1	696,9	949,5
PIB (2) (miles de millones de dólares) ...	71,055	88,438	104,830	108,133	120,832
FBC (miles de millones de dólares USA) ...	17,594	24,840	27,835	26,920	27,356
Exportaciones de bienes y servicios (miles de millones de dólares) ...	8,822	12,893	13,887	14,569	17,305
Importaciones de bienes y servicios (miles de millones de dólares) ...	11,393	17,269	18,518	20,012	20,678
Reservas (3) (miles de millones de dólares).	6,799	6,025	5,905	4,952	6,132
	1978	1979	1980	1981	
Deuda viva (1) (millones de dólares USA) ...	17.425	19.497	23.719	27.205	
Desembolsos anuales (millones de dólares USA) ...	5.590	5.544	7.594	7.498	
Servicio de la deuda (millones de dólares)...	5.661	5.583,5	5.567,7	7.027,3	
Amortización (millones de dólares USA) ...	4.227,7	3.634,8	2.815,8	3.177,7	
Intereses (millones de dólares) ...	1.433,3	1.948,7	2.751,9	3.849,6	
PIB (2) (miles de millones de dólares) ...	147,812	195,924	211,117	185,168	
FBC (miles de millones de dólares USA) ...	30,755	39,744	45,077	37,002	
Exportaciones de bienes y servicios (miles de millones de dólares) ...	22,280	29,928	34,342	35,508	
Importaciones de bienes y servicios (miles de millones de dólares) ...	22,359	30,582	41,367	42,208	
Reservas (3) (miles de millones de dólares).	10,015	13,116	12,358	11.601,2	

(1) Las magnitudes de deuda están valoradas en dólares a cambios de fin de mes.

(2) Las magnitudes macroeconómicas están valoradas a cambios medios anuales.

(3) El oro está valorado a 42,22 dólares la onza troy.

**GRAFICO 1
EVOLUCION DE LAS PRINCIPALES
MAGNITUDES RELATIVAS A LA DEUDA
EXTERIOR ESPAÑOLA**



Nota: La deuda viva y el servicio de la deuda están expresados en millones de dólares USA; las reservas y las exportaciones de bienes y servicios en miles de millones de dólares USA.

Interior Bruto en dólares (en cambios medios anuales) ha crecido un 162 por 100; nuestras exportaciones de bienes y servicios en dólares han crecido un 303 por 100; nuestra formación bruta de capital en dólares ha crecido en un 110 por 100, y nuestras reservas (con el oro valorado a 42,22 dólares la onza) en un 71 por 100.

Como veremos más adelante, estas comparaciones hay que hacerlas con muchísima prudencia ya que las diferencias en la conversión, que se aplican a unas y otras magnitudes, son muy importantes. De todas maneras, la primera observación general que se puede hacer es que nuestra deuda ha crecido a mayor ritmo que nuestra economía.

Para tener una idea más precisa del crecimiento de nuestra deuda en el período considerado, conviene utilizar un deflactor, ya que la inflación tiene un efecto importante en la acumulación de la deuda. El deflactor más utilizado suele ser el índice de los valores unitarios de importación y exportación. El cuadro n.º 2 y el gráfico 2 muestran, numérica y gráficamente, las diferencias entre la evolución de la deuda viva y el servicio de deuda sin deflactor y deflactados por el índice de valores unitarios de importación y exportación entre 1975 y 1981.

La deuda nominal viva entre ambas fechas ha aumentado un 222 por 100. En términos reales, deflactada por el índice de valores unitarios de importación, su aumento es del 109 por 100, y deflactada por el índice de valores unitarios de exportación su aumento es del 137 por 100.

Lo mismo ocurre con el servicio de la deuda (amortizaciones más intereses). En términos nominales, su crecimiento ha sido del 321 por 100, superior al de la deuda viva por dos razones fundamentales, el incremento de los tipos de interés en los últimos tres años y las amortizaciones anticipadas que se realizaron en 1978 y 1979, ante la mejoría de nuestra balanza por cuenta corriente. En términos reales, su incremento ha sido considerablemente menor. Deflactado por los índices de valores unitarios de importación alcanza el 173 por 100, y por los índices de valores unitarios de exportación el 210 por 100.

Aun en este caso, es indudable que la primera observación que hemos hecho anteriormente sigue vigente: la deuda en

CUADRO N.º 2

EVOLUCION DE LA DEUDA EXTERIOR
(Millones de dólares a cambios de fin de año)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
<i>Deuda exterior viva</i>	8.454	11.241	15.126	17.425	19.497	23.719	27.205
<i>Servicio de la deuda</i>	1.668	2.020	2.932	5.661	5.584	5.568	7.027
<i>Indices de valores unitarios en dólares (*):</i>							
Importación.....	100	98	105	114	134	146	154
Exportación.....	100	99	112	114	140	139	136
<i>Deuda deflactada por:</i>							
Indice de importación	8.454	11.470	14.405	15.285	14.550	16.245	17.665
Indice de exportación	8.454	11.354	13.505	15.285	13.926	17.064	20.003
<i>Servicio de la deuda deflactado por:</i>							
Indice de importación	1.668	2.061	2.792	4.965	4.167	3.813	4.563
Indice de exportación	1.668	2.040	2.617	4.965	3.988	4.005	5.166

(*) *International Financial Statistics* y elaboración sobre series Banco de España hasta 1976, y Ministerio de Economía y Comercio hasta 1980.

CUADRO N.º 3

EVOLUCION DE LA DEUDA AUTORIZADA Y DE LA DEUDA VIVA
(Millones de dólares USA a cambios de fin de año)

	1973 (*)	1974 (*)	1975 (*)	1976	1977	1978	1979	1980	1981
Deuda autorizada	7.539	9.642	13.023	17.778	23.040	28.230	31.500	35.998	39.184
Deuda utilizada	5.487	7.306	11.197	14.251	19.274	24.557	26.892	31.612	35.633
Amortizaciones	1.918	2.278	2.743	3.015	4.162	7.136	7.396	7.893	8.428
Deuda viva	3.569	5.028	8.454	11.236	15.112	17.421	19.496	23.719	27.205

(*) Estimado. La serie de deuda viva a cambios de fin de año sólo comenzó el 31 de diciembre de 1975.

Nota: Amortizaciones: representa únicamente la diferencia entre la deuda utilizada y la deuda viva.

Fuente: Banco de España.

términos reales ha aumentado a una tasa anual superior al incremento real de nuestras magnitudes económicas más significativas.

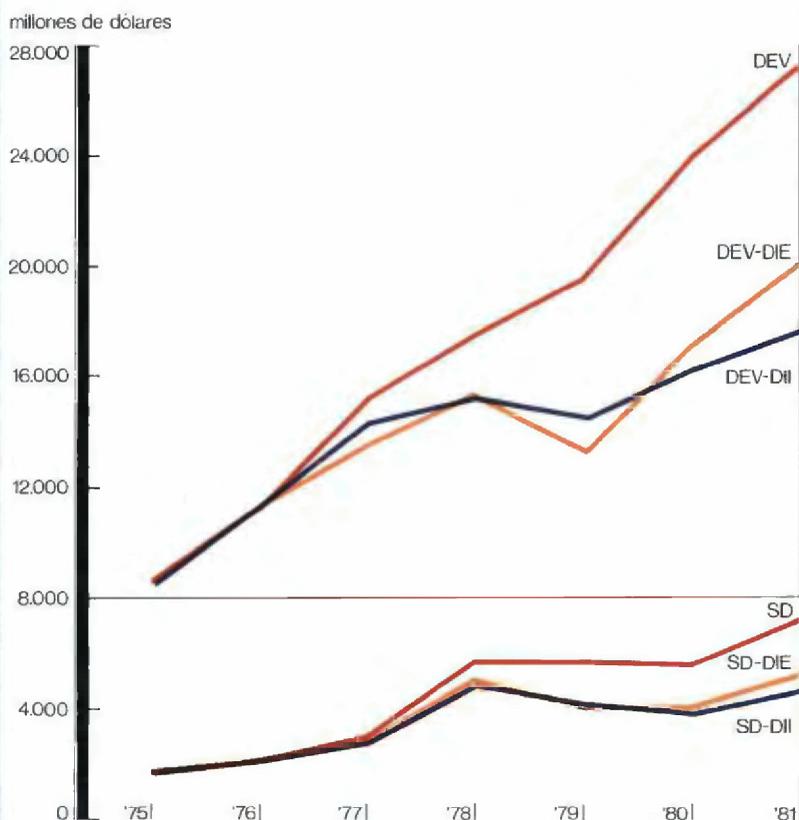
El cuadro n.º 3 nos muestra la evolución de la deuda viva, la deuda autorizada, la deuda utilizada y las amortizaciones. Las autorizaciones de deuda pa-

rece que, en 1981, comienzan a flexionar en su ritmo de crecimiento, lo que con cierto decaje significa un menor aumento futuro de utilizaciones y, esto, unido a que las amortizaciones han crecido en mayor medida en 1981, puede hacer suponer que la deuda viva para 1982 crezca a menor ritmo que en años anteriores, lo cual es plau-

sible si se tiene, además, en cuenta que las previsiones de déficit por cuenta corriente para el próximo año son menores.

Sin embargo, no se puede establecer una relación directa entre déficits por cuenta corriente y aumento de la deuda, ya que tenemos el ejemplo del año 1978 en el que, con un amplio

GRAFICO 2
EVOLUCION DE LA DEUDA EXTERIOR VIVA
Y DEL SERVICIO DE LA DEUDA EN
TERMINOS CORRIENTES Y DEFLACTADOS
POR LOS INDICES DE VALORES UNITARIOS
DE EXPORTACION E IMPORTACION



DEV = Deuda exterior viva.
 DEV-DIE = Deuda exterior viva deflactada por los índices de valores unitarios de exportación.
 DEV-DII = Deuda exterior viva deflactada por los índices de valores unitarios de importación.
 SD = Servicio de la deuda.
 SD-DIE = Servicio de la deuda deflactado por los índices de valores unitarios de exportación.
 SD-DII = Servicio de la deuda deflactado por los índices de valores unitarios de importación.

superávit por cuenta corriente, las solicitudes de crédito exterior, y por ende de autorizaciones, aumentaron a un ritmo superior al de años anteriores. Lo mismo ocurrió en dicho año con la deuda utilizada y no con la viva, porque se produjeron importantes amortizaciones anti-

padas. Este comportamiento fue debido a que, dado el alto nivel de tipo de interés doméstico y la relativa ausencia de dinero a largo plazo, las empresas encontraban mejores condiciones de disponibilidad y precio en los mercados exteriores.

DISTRIBUCION POR PRESTAMISTAS

En el cuadro n.º 4 podemos seguir la evolución de los prestamistas desde 1975 a 1981. La estructura de nuestros prestamistas demuestra que nuestra deuda es la de un país industrializado y no la de un país en desarrollo. Entre 1975 y 1981 la deuda proveniente de fuentes oficiales o públicas ha pasado de un 26 a un 10 por 100, mientras que la deuda con fuentes de financiación privadas ha pasado del 74 al 90 por 100. La media actual de ambas fuentes en los países en desarrollo, es de un 35 por 100 pública y un 65 por 100 privada, es decir el componente oficial, ya sea Estado a Estado u organismos internacionales, es mucho mayor. En 1981, y por orden de magnitud, destacan los Bancos y sucursales de créditos extranjeros con un 68,3 por 100 del total, seguidos de la Banca delegada española con un 10,7 por 100, y la Banca delegada extranjera establecida en nuestro país con un 7,9 por 100, que es la que ha mostrado un mayor ritmo de crecimiento en los dos últimos años (228 por 100). La deuda de tipo comercial llevada a cabo por organismos o instituciones de financiación de exportación (Eximbank, Eurofima, etcétera) es también importante (4,6 por 100).

Por último, la deuda oficial, en sentido estricto, tiende a desaparecer y su peso en la actualidad es mínimo, ya que se trata de vestigios de la ayuda americana y de créditos del Banco Mundial, así como del recurso a los mecanismos de la *oil facility* y *compensatory export financing*, derivado de la situa-

CUADRO N.º 4

EVOLUCION DE LA DEUDA EXTERIOR POR PRESTAMISTAS

(Millones de dólares a cambios de fin de año)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	% sobre total 1981
Estados nacionales	103	91	89	90	84	69	51	0,2
Banco Mundial	245	253	246	240	231	212	193	0,7
FMI	581	666	696	803	271	262	165	0,6
Eximbank	515	674	749	804	883	881	847	3,1
Eurofima	107	149	193	241	257	270	270	1,0
Otros organismos internacionales y otras entidades públicas extranjeras	626	605	430	814	742	887	948	3,5
Bancos y sociedades de crédito extranjeros	4.042	5.979	9.210	10.831	13.098	15.878	18.572	68,3
Particulares extranjeros	417	422	424	489	564	550	631	2,3
Banca delegada nacional	1.293	1.727	2.184	2.180	2.225	2.437	2.917	10,7
Banca delegada extranjera	294	332	424	433	661	1.772	2.164	8,0
Proveedores extranjeros	244	343	481	500	481	501	447	1,6
TOTAL	8.454	11.241	15.126	17.425	19.497	23.719	27.205	100,0

Fuente: Banco de España.

ción de nuestra balanza de pagos en los años posteriores a la primera crisis energética.

En definitiva, nuestra financiación se obtiene, en su gran mayoría, en condiciones de mercado, y de los intermediarios financieros de carácter privado que actúan en los mercados internacionales de capital.

DISTRIBUCION POR PRESTATARIOS

El primero en acudir, tras la primera crisis energética, a los mercados financieros internacionales, ha sido, como en casi todos los países, el sector público y el sector privado con garantía pública (autopistas). El Estado, por un lado, y el INI y sus empresas, por otro, son los que inician en mayor me-

didada el recurso al financiamiento externo. Pero casi inmediatamente es emulado por el sector privado, llegándose a 1977 con una deuda repartida a partes iguales entre sector público y sector privado. A partir de dicho año, tal como se puede observar en el cuadro n.º 5, la deuda del sector privado aumenta en mayor medida, alcanzando en 1981 el 58 por 100 del total, mientras el sector público se sitúa en el 42 por 100.

Ahora bien, esta diferenciación entre sector público y sector privado es muy problemática. En el sector público están contabilizadas algunas empresas del INI en las que el Estado no detenta la mayoría de su capital. En el sector privado están contabilizadas empresas como Telefónica, Campsa y Tabacalera, que se pueden considerar a todos los efectos como sector público.

Si se utilizasen los sistemas de clasificación del Banco Mundial en que se habla de deuda pública en sentido amplio, es decir incluyendo todo el sector público o semipúblico y el sector privado con garantía del Estado, la división entre deuda pública y deuda privada en España sería no de un 42 por 100 la primera, y de un 58 por 100 la segunda, sino más bien de un 50 por 100 cada una.

Dejando aparte este punto y volviendo a nuestra clasificación original, que es la seguida por el Banco de España, el hecho es que tanto el sector público como el privado han tenido que acudir, de una manera importante en los últimos años, a los mercados financieros exteriores. En el caso del sector público las causas fundamentales de dicha política se derivan, por un lado, de la caída del ahorro público en su conjunto y, por otro

CUADRO N.º 5
EVOLUCION DE LA DEUDA EXTERIOR POR PRESTATARIOS
(Millones de dólares USA a cambios de fin de año)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	% sobre total 1981
Sector público	3.918	5.211	7.558	7.962	8.546	9.959	11.414	42,0
Estado	1.180	1.752	3.113	2.785	2.190	1.916	2.311	8,5
Renfe	723	887	1.110	1.228	1.276	1.479	1.600	5,9
INI	501	525	532	505	407	405	387	1,4
Empresas INI	1.116	1.551	2.264	2.646	3.397	4.518	5.308	19,5
Otros organismos públicos	185	195	28	95	95	87	178	0,7
ICO	213	301	511	703	1.181	1.554	1.630	6,0
Sector privado	4.536	6.030	7.568	9.463	10.951	13.760	15.791 (*)	58,0
Con garantía del Estado	775	1.041	1.384	1.768	1.931	1.870	1.822	6,7
Sin garantía del Estado	3.761	4.989	6.184	7.695	9.020	11.890	13.969	51,3
TOTAL DEUDA	8.454	11.241	15.126	17.425	19.497	23.719	27.205	100,0

(*) Sector privado	15.791	58,0
Autopistas con aval público	1.786	6,6
Autopistas sin aval público	1.726	6,3
Empresas eléctricas	6.204	22,8
Telefónica	1.090	4,0
Campsa	531	2,0
Petróleo y Químicas	785	2,9
Otras entidades	3.649	13,4

Fuente: Banco de España.

lado, de la materialización de cuantiosas pérdidas en una gran parte de las empresas públicas, especialmente las del INI. Entre 1975 y 1981, las empresas del INI han incrementado su endeudamiento externo en un 375 por 100, superando los 5.300 millones de dólares, lo que representa un 19,5 por 100 del total de nuestro endeudamiento exterior. La Renfe es individualmente la empresa más endeudada con 1.600 millones de dólares y un 5,8 por 100 del total. El Estado ha ido disminuyendo su endeudamiento desde 1977, que alcanzó 3.113 millones de dólares, y en la actualidad se mantiene en 2.311 millones de dólares, es decir, el 8,5 por 100 del total. La deuda exterior del ICO también es importante, en la actualidad, con el 5 por 100

del total y un volumen de 1.630 millones de dólares.

En el caso del sector privado, las causas de la salida a la financiación externa hay que buscarlas, por un lado, en la desaparición de algunos circuitos de financiación obligatoria; por otro lado, en la caída general de las cotizaciones en la bolsa, y, por último, y más importante, por la cuasi inexistencia de un mercado de capitales a largo plazo. Si a esto se le unen los esfuerzos inversores que se han realizado en el sector energético tanto eléctrico como de hidrocarburos, se comprende claramente la necesidad de recurrir a los mercados financieros internacionales.

Las empresas eléctricas son

el primer deudor del sector privado con más de 6.200 millones de dólares, es decir, un 22,8 por 100 del total. Las autopistas son el segundo sector en importancia, con un 13 por 100 del total, y el sector de petróleo y químico es el tercero, con un 5 por 100 del total de nuestro endeudamiento exterior. La Telefónica es individualmente nuestro segundo prestatario externo, después de Renfe, con más de 1.000 millones de dólares.

Una de las características del endeudamiento externo español es su concentración en un pequeño número de instituciones y empresas. En el sector privado, entre 47 empresas absorben el 80 por 100 de toda la financiación externa de dicho sector, y en el sector público la con-

centración es aún mayor. Más de la mitad de su endeudamiento viene representado por el Estado, Renfe, ICO e INI *holding*. El resto está repartido entre unas 20 empresas del INI, entre las que destacan, por orden de volumen, Iberia, Enagas, Enpetrol (hoy ya del Instituto Nacional de Hidrocarburos) y Ensidesa, todas ellas con más de 400 millones de dólares, y Enher, Endesa, Enusa y Aesa, todas ellas con más de 200 millones de dólares.

La aparición y espectacular crecimiento de los créditos sindicados de interés variable en pesetas va sin duda alguna a reducir el recurso a la financiación externa, al menos para los prestatarios más importantes. Esta reducción deriva, además, de que los prestatarios españoles no están autorizados, de acuerdo con nuestra regulación de control de cambios, a cubrirse del riesgo de cambio en el mercado de plazo, con lo que tienen una clara preferencia a endeudarse en pesetas, incluso en el caso de que este medio sea más caro, ya que la volatilidad de los tipos de cambio y la paulatina depreciación de la peseta han encarecido en gran medida los préstamos en divisas.

DISTRIBUCION POR MONEDAS

El peso del dólar en la estructura de nuestra deuda por monedas (cuadro n.º 6) es muy importante, alcanzando el 64 por 100 del total. Casualmente, el peso del dólar en el total de nuestras importaciones, derivado a su vez de la importancia relativa que el petróleo ha adquirido en los últimos años, al-

CUADRO N.º 6
DISTRIBUCION POR MONEDAS DE LA DEUDA EXTERIOR VIVA
AL 31 DE DICIEMBRE DE 1981
(A cambios de fin de año)

MONEDAS	Millones de dólares	%
Dólar USA	17.349,6	63,9
Marco alemán	3.889,3	14,3
Franco suizo	3.233,2	11,8
Yen japonés	960,5	3,5
Dólar canadiense	468,3	1,7
Franco francés	335,0	1,2
Pesetas convertibles	227,5	0,8
DEG	222,9	0,8
Florines holandeses	192,7	0,7
Otras	326,3	1,2
TOTAL	27.205,3	100,0

Fuente: Banco de España.

canza un porcentaje muy similar (65 por 100).

El marco alemán, con un 14,3 por 100, es la segunda moneda en importancia, seguido de cerca por el franco suizo, con un 11,8 por 100. El yen, de reciente aparición en nuestra deuda, es, sin duda, una de las monedas con mayores posibilidades de crecimiento, dada la situación de la economía japonesa y sus perspectivas de amplios superávits en su balanza por cuenta corriente.

Estas cuatro monedas representan el 95 por 100 de nuestra deuda. Además del yen, destaca la escasa participación de la libra, prácticamente inexistente, y del franco francés, con un 1,2 por 100, cuando su participación relativa en el DEG, por poner un cierto término de referencia de su peso en el mercado monetario internacional, es del 16 por 100 en ambas monedas. Su poco peso relativo se

debe, sin duda, a la dificultad de obtener financiación denominada en ambas monedas dada la enorme estrechez de sus mercados.

El resto de las monedas tiene una importancia mínima y su presencia se debe, como en el caso de la libra y del franco, a operaciones de financiación de exportaciones a nuestro país.

DISTRIBUCION POR VENCIMIENTOS

El cuadro n.º 7 nos muestra la evolución porcentual de los vencimientos de la deuda exterior desde 1976 a 1981. La principal conclusión que se obtiene de dicho cuadro, es que nuestra deuda se ha ido alargando considerablemente en estos seis últimos años. La deuda entre uno y cuatro años de vencimiento ha pasado de representar el 66 por 100, en 1976, a sólo el 49

CUADRO N.º 7

EVOLUCION PORCENTUAL DE LOS VENCIMIENTOS DE LA DEUDA EXTERIOR

DEUDA EXTERIOR	A un año	A dos años	A tres años	A cuatro años	A cinco años	A más de cinco años
1976	16,2	14,5	18,7	16,4	14,6	19,6
1977	18,5	17,0	17,7	16,8	11,9	18,1
1978	15,5	16,7	17,9	14,8	10,7	24,4
1979	13,0	14,1	14,0	12,0	12,4	34,5
1980	11,9	12,3	12,1	14,2	12,5	37,0
1981	11,4	10,8	14,8	12,6	14,0	36,4

Fuente: Banco de España.

por 100; la deuda a cinco años se ha mantenido en el 14 por 100, y la deuda a más de cinco años ha pasado del 10,6 por 100, en 1976, al 36,4 por 100, en 1981.

En el cuadro n.º 8 se hace una desagregación mayor, por vencimientos, de nuestra deuda desde 1982 a 1992. En los próximos seis años vamos a tener unas amortizaciones anuales cercanas a los 3.000 millones de dólares, salvo en 1984 en que superarán los 4.000 millones de dólares. Ello indica que la amortización de nuestra deuda es relativamente uniforme y que, por lo tanto, su renovación no puede causar grandes problemas en los próximos años en condiciones normales de mercado; sin embargo, también indica que, aun suponiendo que nuestro déficit por cuenta corriente tienda a disminuir en los próximos años, tendremos que seguir acudiendo a los mercados internacionales en unas cantidades considerables para poder rotar dicha deuda y hacer frente a los déficits por cuenta corriente, que no serán fácilmente reducibles al menos en los próximos dos o tres años, dado el déficit actual de nuestro

sector público y el deseable relanzamiento inversor del sector privado de nuestra economía.

La vida media actual de nuestra deuda (4,8 años) se puede considerar normal, ni larga ni corta, aunque la tendencia, como hemos visto anteriormente, es hacia el alargamiento paulatino, lo que es sin duda un dato de enorme importancia, ya que en la mayoría de los países en desarrollo la tendencia ha sido la contraria. Su deuda, especialmente la de origen privado, se ha ido acortando en los últimos seis años.

COSTE DE LA DEUDA

La deuda española, dado su enorme componente privado, se puede considerar como «cara», ya que no incorpora ningún elemento concesional. El encarecimiento de nuestra deuda no es un fenómeno aislado sino generalizado en todos los países, siendo en España menor que en la mayoría de los países en desarrollo.

Tal como muestra el cuadro número 9, el interés medio de nuestra deuda ha pasado del

CUADRO N.º 8
CALENDARIO DE AMORTIZACIONES DE LA DEUDA EXTERIOR VIVA AL 31 DE DICIEMBRE DE 1981

(En millones de dólares)

AÑOS		
1982	3.102	11,4
1983	2.958	10,8
1984	4.023	14,8
1985	3.439	12,6
1986	3.798	14,0
1987	3.239	11,9
1988	2.675	9,8
1989	1.841	6,8
1990	966	3,5
1991	409	1,5
1992	128	0,5
Mayor plazo	176	0,6
Indeterminado.	452	1,7
TOTAL	27.205	100,0

Vida media = 4,8 años

Fuente: Banco de España.

6,7 por 100, en 1973, al 13,6 por 100, en 1981, es decir que se ha duplicado. Este fenómeno de encarecimiento, que se desarrolló fundamentalmente a partir de 1978, es debido a dos

CUADRO N.º 9
INTERESES DE LA DEUDA CON EL EXTERIOR
 (En dólares USA)

		<i>Interés medio (%)</i>
AÑO 1973		
Público	33.446.623,00	
Privado	206.147.528,00	
TOTAL	239.594.151,00	6,7
AÑO 1974		
Público	40.583.900,00	
Privado	298.681.701,00	
TOTAL	339.265.601,00	6,5
AÑO 1975		
Público	88.228.614,00	
Privado	440.898.516,00	
TOTAL	529.127.130,00	6,3
AÑO 1976		
Público	183.159.356,00	
Privado	513.837.605,00	
TOTAL	696.996.961,00	6,2
AÑO 1977		
Público	287.111.618,00	
Privado	662.471.010,00	
TOTAL	949.582.628,00	6,3
AÑO 1978		
Público	427.060.425,00	
Privado	1.006.301.858,00	
TOTAL	1.433.362.283,00	8,2
AÑO 1979		
Público	448.436.497,00	
Privado	1.500.330.260,00	
TOTAL	1.948.766.757,00	10,0
AÑO 1980		
Público	536.476.845,00	
Privado	2.215.432.137,00	
TOTAL	2.751.908.982,00	11,6
AÑO 1981		
Público	781.472.100,84	
Privado	3.068.181.344,66	
TOTAL	3.849.653.445,50	13,6

Fuente: Banco de España, Balanza de Caja.

causas: por un lado, el enorme crecimiento de los préstamos a interés flotante en los mercados internacionales y, por otro, el gran incremento de los tipos de interés del dólar y, consecuentemente, de las demás monedas, derivado del cambio experimentado por la política monetaria del Federal Reserve americano a partir de octubre de 1979, que pasó de un control de precios (tipos de interés) a un control de cantidades (oferta monetaria), lo que ha provocado enormes fluctuaciones de los tipos de interés, al tiempo que se han mantenido, dadas las expectativas deficitarias del sector público, a niveles excesivamente altos.

En la actualidad, más del 85 por 100 de nuestra deuda es a interés flotante o variable, y sólo un 15 por 100, aproximadamente, a interés fijo. De los préstamos y empréstitos autorizados en 1981, cerca de un 89 por 100 están contratados con una tasa de interés variable y un *spread* medio del 1/2 por 100 sobre el LIBOR y del 1/4 por 100 sobre el *prime rate*. El restante 11 por 100 se ha contratado a interés fijo con un interés medio del 8,6 por 100, lo que se puede considerar razonable e incluso barato si se compara con las medias de otros países.

En todo caso, el crecimiento del tipo de interés medio es ciertamente preocupante de cara al futuro, ya que en 1981, por primera vez, nuestros pagos por intereses, que alcanzaron los 3.800 millones de dólares, fueron superiores a nuestros pagos por amortizaciones, que no alcanzaron los 3.200 millones de dólares. De seguir esta tendencia, nuestro recurso a los mer-

cados exteriores de financiación en los próximos años tendrá que ser aún mayor de lo programado, de acuerdo con nuestro programa de amortizaciones.

ALGUNOS INDICADORES DE LA SOLVENCIA CREDITICIA EXTERNA ESPAÑOLA

Para analizar la solvencia crediticia externa de un país se suelen utilizar una serie de indicadores, entre los que lógicamente destacan los relativos a su deuda externa.

Estos indicadores deben de ser utilizados con extrema prudencia, dada la dificultad de obtener unas magnitudes que sean homogéneas y que pue-

dan compararse adecuadamente. En unos casos se comparan magnitudes flujo con magnitudes fondo; en otros supuestos, se comparan magnitudes que están valoradas a distintos tipos de cambio, etc.

En segundo lugar, no se deben de tener en cuenta los niveles absolutos de un indicador en un año determinado, ya que puede estar afectado por una serie de variables ajenas al endeudamiento. Lo más significativo es observar los cambios que dicho indicador experimenta en un período de tiempo más amplio. Muchos de estos indicadores se ven afectados por los niveles de inflación y pueden verse distorsionados.

Por último, no pueden hacerse predicciones basadas en los

valores de dichos indicadores en años anteriores, ya que las circunstancias, tanto internas como externas, pueden cambiar radicalmente, sobre todo en un mundo de tan amplia volatilidad como el que vivimos.

Partiendo de estas premisas, el cuadro n.º 10 intenta analizar, a lo largo de los últimos nueve años, los indicadores de deuda más comúnmente utilizados, sabiendo los problemas estadísticos que indudablemente conllevan y que en algunos casos les restan parte de su utilidad.

1. El indicador de deuda más utilizado es el de la relación entre el servicio de deuda y los ingresos corrientes, es decir, la suma de pagos por amortizaciones e intereses de la deuda

CUADRO N.º 10

INDICADORES DE LA DEUDA EXTERNA ESPAÑOLA EN %

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
1. Servicio de deuda / Exportaciones de bienes y servicios	11,4	6,5	12,0	13,9	16,9	25,4	18,7	16,2	19,8
2. Servicio de deuda / PIB	1,4	0,9	1,6	1,9	2,4	3,8	2,8	2,6	3,8
3. Amortizaciones / Desembolsos	65,9	24,4	25,0	34,3	38,3	75,6	65,6	37,1	42,4
4. Intereses / Exportaciones de b y s.	2,7	2,6	3,8	4,8	5,5	6,4	6,5	8,0	10,8
5. Intereses / PIB	0,3	0,4	0,5	0,6	0,8	0,9	1,0	1,3	2,0
6. Intereses / Deuda	6,7	6,5	6,3	6,2	6,3	8,2	10,0	11,6	13,6
7. Transferencia neta de recursos / PIB.	0,2	1,4	2,8	1,7	1,9	0,0	0,0	1,0	0,2
8. Deuda / PIB	5,0	5,9	8,1	10,4	12,5	11,8	10,0	11,2	14,7
9. Reservas / Deuda	194,8	119,8	69,8	44,0	40,5	57,5	67,3	52,1	42,6
10. Desembolsos / Importaciones de b y s.	10,2	11,8	24,7	19,2	25,0	25,0	18,1	18,4	17,7
11. Transferencia neta de recursos / Importaciones de b y s.	1,4	6,9	15,6	9,2	10,8	0,0	0,0	4,9	1,2
12. Desembolsos / FBC	6,6	8,2	16,4	14,3	18,9	18,2	13,9	16,8	20,3
13. Deuda neta / Exportaciones de b y s.	-16,0	14,6	40,6	66,0	71,8	50,0	38,5	53,2	63,8
14. Deuda neta / PIB	-2,0	2,1	5,4	8,9	10,3	7,5	5,8	8,6	12,2

Reservas = oro valorado a 42,22 dólares la onza troy.

Servicio de deuda = Amortizaciones + Intereses.

Desembolsos = Créditos brutos utilizados cada año.

Deuda neta = Deuda - Reservas + 1/6 de Importaciones de (bienes y servicios).

Transferencia neta de recursos = Desembolsos - Servicio de deuda.

dividida por los ingresos por exportaciones de bienes y servicios y multiplicada por 100. Este indicador nos muestra si el país va a tener problemas de liquidez a corto plazo, al igual que el indicador de *cash flow* nos lo muestra para una empresa. La capacidad de un país para hacer frente a los pagos derivados de su deuda, disminuye conforme aumenta dicha relación. En todo caso, este indicador se basa en los pagos ya realizados, y no nos dice mucho de los pagos futuros, por lo que no es muy eficaz a la hora de hacer proyecciones respecto de las posibilidades o dificultades de un país para generar suficientes recursos en moneda extranjera para hacer frente a su servicio de deuda.

En el cuadro podemos observar cómo ha ido creciendo paulatinamente a partir de 1974, disparándose en 1978, y manteniéndose alto en 1979, para después caer en 1980, y elevarse de nuevo en 1981. Ahora bien, 1978 y 1979 no son años representativos ya que se llevaron a cabo amortizaciones anticipadas, ante la mejoría de nuestra balanza corriente, que inflaron anómalamente el servicio de la deuda. 1981 tampoco es un año muy significativo, ya que, dada la depreciación de la peseta, nuestras exportaciones, que en pesetas aumentaron en más de un 30 por 100, en dólares sólo lo hicieron en un 3,4 por 100. Es quizá el año 1980 el que muestra un indicador más realista, del 16,2 por 100, lo que nos sitúa en un nivel intermedio, ya que se suele decir, de una manera bastante aleatoria, en la comunidad financiera internacional que un indicador de servicio de deuda por debajo del 10 por 100 es excelente y

por encima del 20 por 100 es potencialmente peligroso.

Sin embargo, esta regla no puede aplicarse de una manera generalizada, ya que hay países que con indicadores superiores al 20 por 100 no tienen problemas en renovar su deuda, mientras otros, con indicadores inferiores al 20 por 100, sí la tienen, y es que este indicador por sí sólo no dice mucho y debe de ser contrastado con otros como el de Servicio de deuda/PIB o el de Reservas/Deuda.

2. El indicador Servicio de la Deuda/PIB es más utilizado como representativo de problemas de solvencia a más largo plazo. Entre 1973 y 1981, ha pasado del 1,4 al 3,8 por 100, pero, al igual que en el caso anterior, el año más significativo es 1980, con un 2,6 por 100. La confección de este indicador plantea problemas asimismo de conversión del PIB en pesetas al PIB en dólares. En el año 1981, en dólares y a un tipo de cambio medio anual peseta/dólar, nuestro PIB en dólares ha caído un 12 por 100 respecto de 1980, mientras que en pesetas ha crecido un 13,4 por 100, y en términos reales un 0,5 por 100. Si, además, tenemos en cuenta que las amortizaciones y los intereses están valorados a tipos de cambio medios decenales, la utilización de este indicador debe de ser muy prudente.

3. El indicador de amortizaciones/desembolsos nos da una idea de la medida en que un país tiene o no problemas a la hora de renovar su deuda. Si los desembolsos se utilizan exclusivamente para amortizar la deuda, el valor del indicador será 100 y significará que la deuda no crece. En el caso de

España, la evolución de este indicador nos demuestra que los desembolsos son suficientes para hacer frente a las amortizaciones y, además, incrementar nuestra deuda, lo que significa que no tenemos problema alguno en la obtención de recursos financieros internacionales. Existen países en los que este indicador es superior a 100 y, por lo tanto, no están renovando su deuda, lo que puede ser debido a que generan suficientes recursos en moneda extranjera para amortizarla y no aumentarla, o están utilizando sus reservas al no obtener financiación externa por falta de solvencia.

4 y 5. Otros indicadores de cierta utilidad para analizar el peso de la deuda son los de los pagos por intereses divididos por las exportaciones de bienes y servicios, y el de los pagos por intereses divididos por el PIB. Ambos pueden indicar si los recursos externos se están dedicando al consumo y no a la inversión, y si la contribución del financiamiento externo está resultando en una pobre expansión del PIB y de las exportaciones en relación con el coste de dicha financiación. En el caso de España, el cuadro n.º 10 nos muestra que los intereses han crecido a mayor ritmo que nuestras exportaciones de bienes y servicios y, también, que nuestro PIB en dólares, especialmente en los últimos dos años. Es decir, que el coste de nuestra deuda ha sido superior a la eficiencia marginal de nuestra inversión, o, lo que es lo mismo, el coste de la deuda superior a la productividad. Otra regla utilizada en relación con los intereses y el PIB viene determinada por la relación entre el crecimiento del PIB y el coste medio anual de la deuda. Siem-

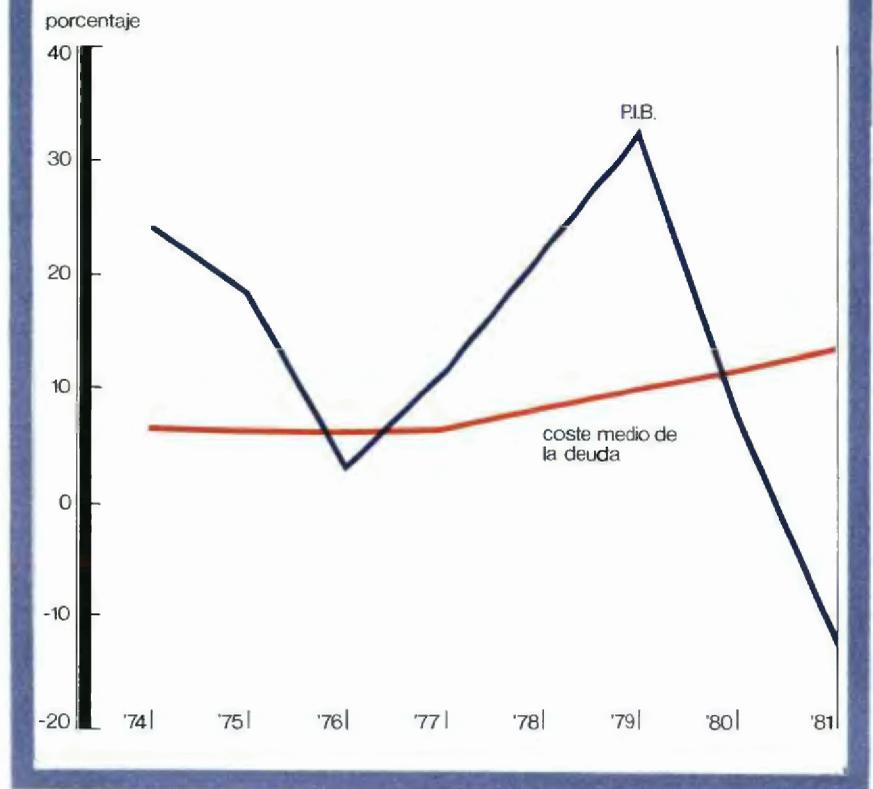
pre que el crecimiento anual del PIB en dólares sea superior o igual al interés anual medio, se puede decir que existe un cierto equilibrio entre el crecimiento de la deuda y el PIB, ya que la productividad de la inversión es igual o mayor que su coste. En el gráfico 3 se observa cómo se ha mantenido a lo largo de los últimos años un cierto equilibrio, salvo en 1981, que, como ya he repetido, no es un año especialmente significativo, ya que el PIB en dólares ha caído un 12 por 100.

6. El indicador Intereses/Deuda nos señala el coste medio de la deuda, que se ha más que duplicado, entre 1977 y 1981, pasando del 6,3 al 13,6 por 100, debido a las espectaculares subidas de los tipos de interés, especialmente del dólar, en el que, como y hemos dicho anteriormente, está denominada un 64 por 100 de nuestra deuda. Dado que un porcentaje muy elevado de nuestra deuda está contratada a interés variable, las variaciones de los tipos de interés se reflejan en gran medida en el coste medio de nuestra deuda.

7. La transferencia neta de recursos, que se define como los desembolsos menos el servicio de la deuda, nos indica la utilización neta de financiamiento externo y, cuando se relaciona con el PIB, nos indica la contribución del ahorro externo al proceso de crecimiento. En el caso de España, esta contribución ha ido disminuyendo desde 1974 hasta 1981 (1978 y 1979 no son representativos por las amortizaciones anticipadas que se hicieron en ambos años).

8. Otro indicador muy utilizado es el que compara el total

**GRAFICO 3
INCREMENTO PORCENTUAL DEL PIB
EN DOLARES Y COSTE MEDIO DE LA DEUDA**



de deuda con el PIB. Sirve, por un lado, como una de las medidas de la presencia del sector exterior en la economía; por otro lado muestra, a largo plazo, el esfuerzo que un país tendría que hacer para pagar la deuda existente medido como proporción del producto. Todo dependerá del tiempo en que tarde un país en convertir parte de su producto en bienes comerciables con el exterior, de tal forma que genere las divisas necesarias para pagar su deuda. En el cuadro n.º 10 podemos observar cómo la deuda sólo representaba, en 1973, un 5 por 100 del PIB y, en 1981, ya había alcanzado un 14,7 por 100. Sin embargo, conviene volver a in-

sistir en que 1981 no es un año significativo y, por lo tanto, es preferible utilizar como nivel actual más representativo el de 1980, que es de un 11,2 por 100. Este indicador, aunque relativamente alto, no nos da una idea clara respecto a posibles problemas, a largo plazo, de solvencia si no se complementa con él la evolución del peso de las exportaciones en nuestro PIB. Entre 1977 y 1980, nuestras exportaciones han pasado del 8,8 al 12 por 100 del PIB. De seguirse a este ritmo no existirá ningún problema futuro, ya que conlleva una tasa de aumento superior a la deuda como porcentaje del PIB en el mismo período.

9. El indicador Reservas/Deuda es, por el contrario, de muy corto plazo y representativo de la capacidad inmediata, en términos de liquidez, que tiene un país para hacer frente a su deuda en caso de una contingencia que dificulte la rotación prevista de la misma, o que suponga una reducción drástica en la obtención de ingresos vía exportaciones. Un nivel excesivamente bajo de esta relación puede incluso demostrar que el país en cuestión no tiene liquidez suficiente para hacer frente a su servicio de deuda, a menos que tenga un superávit en su balanza corriente.

En el caso de España, el indicador ha ido disminuyendo desde 1973 a 1977, para mejorar en el 1978 y 1979, y volver a descender en 1980 y 1981. Sin embargo, está situado a niveles muy confortables y superiores a la mayoría de los países. En 1980 se situaba en el 52,1 por 100, lo que significa un nivel muy aceptable si tenemos en cuenta que, en primer lugar, el indicador está subvalorado, ya que el oro de nuestras reservas está valorado a 42,22 dólares la onza; si valorásemos este oro al precio medio de mercado en dicho año, el indicador alcanzaría un porcentaje del 75 por 100; y, en segundo lugar, como nuestra deuda tiene una vida media de cinco años, y nuestras reservas una vida media más corta, el 52 por 100 es más que suficiente para hacer frente a cualquier eventualidad y el 75 por 100 es un nivel realmente alto comparado con otros países.

10 y 11. La relación entre desembolsos e importación de bienes y servicios nos muestra que parte de las importaciones de un período son financiadas

con préstamos desembolsados. Es un indicador parcial, ya que parte de ellos pueden estar siendo utilizados para pagar el servicio de la deuda, por ello puede ser más adecuado el indicador de transferencia neta de reservas dividido por las importaciones de bienes y servicios, ya que en éste se resta el servicio de la deuda de los desembolsos.

En el primer caso, el indicador para España va creciendo hasta 1978 y luego desciende en los tres siguientes años. En el segundo caso, el indicador comienza a descender mucho antes, a partir de 1975, y ello es debido a que el servicio de la deuda ha ido aumentando, hasta llegar a ser superior a los desembolsos en 1978 y 1979 (lo que no es significativo debido a las amortizaciones anticipadas en ambos años), para luego alcanzar en 1980 el 4,9 por 100. Todo ello significa que nuestro servicio de la deuda va absorbiendo una cantidad cada vez mayor de nuestros desembolsos, quedando un porcentaje cada vez menor para financiar importaciones o, lo que es lo mismo, nuestro déficit por cuenta corriente.

12. El indicador Desembolsos/Formación Bruta de Capital intenta analizar qué parte de nuestro endeudamiento anual se dirige a inversiones productivas y qué parte a gasto de consumo. Se trata, al igual que el anterior, de un indicador muy parcial y poco representativo si no se le resta al servicio de la deuda. El porcentaje resultante en los años examinados en el cuadro n.º 10 nos indica que los desembolsos son cada vez un porcentaje mayor de nuestro FBC, lo que puede indicar, aunque lejanamente, que nues-

tro endeudamiento es cada vez menos productivo.

13 y 14. Los indicadores de deuda neta como porcentaje del PIB y de las exportaciones de bienes y servicios hacen más explícita la relación entre la política de endeudamiento y la política de mantenimiento de reservas. Por deuda neta se entiende el total de la deuda viva menos las reservas totales más las reservas necesarias para hacer frente a dos meses de importaciones. Es decir, lo que se intenta con la deuda neta es afinar el concepto de deuda restandole aquella parte de las reservas que no tienen que tener una disponibilidad inmediata para hacer frente a importaciones a muy corto plazo (dos meses), y que, de hecho, son activos que deben de compensar los pasivos derivados del endeudamiento. Aun cuando aquí también las reservas están infravaloradas por tomar el oro a 42,22 dólares la onza *troy*, el peso de la deuda neta respecto a nuestro PIB era, en 1980, del 8,6 por 100, es decir, un porcentaje relativamente bajo. La deuda neta en términos de exportaciones de bienes y servicios, para 1980, representaba un 53,2 por 100, es decir, más de la mitad, lo que es un índice relativamente alto y demuestra, una vez más, que el porcentaje de exportaciones dentro de nuestro PIB es aún modesto comparado con otros países.

En definitiva, todos los indicadores que hemos ido analizando para el caso de España son muy parciales, tienen un valor predictivo bastante pobre y técnicamente plantean problemas de homogeneización y de calidad de la información; por todo ello, cualquier conclusión basada en cada uno de ellos

o incluso en su conjunto debe de ser manejada con un cuidado extremo. Lo más que se puede hacer es señalar tendencias a lo largo de un período más que referirse a niveles en un momento determinado.

COMPARACION DE NUESTROS NIVELES DE DEUDA CON LOS DE OTROS PAISES

Si, como acabamos de ver, los indicadores de deuda para un determinado país son meras aproximaciones a la situación deudora de ese país, y su uso debe de ser extremadamente prudente, las comparaciones entre países plantean aún mayores problemas, ya que: su situación económica actual puede ser absolutamente diferente; su acumulación de deuda puede derivar de hechos distintos; su historial de endeudamiento, y consiguientemente su nivel de acumulación, puede ser muy largo en el caso de un país e incipiente en el caso de otro; sus niveles de inflación, su grado de apertura exterior, sus políticas económicas, sus recursos naturales, etc., pueden hacer que un país pueda mantener unos niveles de deuda que para otros pueden suponer su quiebra exterior.

Existen, desgraciadamente, pocas estadísticas y poco fiables, por lo que es prácticamente imposible hacer comparaciones válidas a lo largo de un período que sea lo suficientemente representativo.

Muchas veces hay que acudir a fuentes indirectas, ya que la deuda oficialmente publicada tiene poco que ver a veces con la

deuda real. En el mundo del endeudamiento existe, en general, un cierto grado de oscurantismo que se va desvelando poco a poco conforme se van mejorando las fuentes indirectas de conocimiento de las operaciones de crédito y empréstito, aun cuando queda siempre sin conocerse el amplio mundo de las colocaciones privadas y de otros sistemas confidenciales de obtención de recursos.

Aquí nos vamos a limitar a comparar algunos de los indicadores de solvencia más en uso para una serie de países en los años 1979 y 1980, sobre la base de fuentes estadísticas publicadas y estimaciones realizadas por organismos internacionales como el Banco Mundial, la OCDE y el Fondo Monetario Internacional.

Un primer indicador comparativo de la situación de endeudamiento, que a pesar de ser muy burdo da una cierta idea de la posición deudora a lo largo del tiempo, es la situación de la balanza por cuenta corriente a lo largo de un período amplio. En el cuadro n.º 11 se pueden observar los saldos de la balanza por cuenta corriente de un amplio grupo de países durante los últimos ocho años.

Vemos en dicho cuadro que existe un grupo de países que alternan déficits con superávits. Normalmente son países sin problemas estructurales en su balanza corriente, pero que se han visto obligados a incurrir en déficits como consecuencia de la primera o la segunda crisis energéticas. Dentro de este grupo de países se pueden situar Alemania y Holanda. Otro grupo de países se encuentran en una situación intermedia, es decir con problemas de balanza co-

rriente que no derivan exclusivamente de las crisis energéticas, pero que tienen posibilidades de ser superados con medidas adecuadas de política económica. Dentro de este grupo podríamos incluir a Gran Bretaña, Francia, Italia, Bélgica, Argentina, Noruega y España, entre otros.

Por último, hay un grupo de países, entre los que se encuentran algunos exportadores de petróleo, en los que las dificultades deben de ser mayores ya que han ido incurriendo sistemáticamente en déficits a lo largo de los ocho años; tal es el caso de Brasil, Corea, México, Portugal, Grecia, Suecia y Canadá (salvo en 1973), Finlandia y Dinamarca.

En unos y en otros los déficits en volumen pueden decir muy poco, ya que hay que compararlos con otras macromagnitudes como el PIB, pero lo que sí es representativo, a un nivel poco sofisticado, es la tendencia experimentada a lo largo de un período. Y esta tendencia puede dar una idea de que para algunos países el endeudamiento puede seguir siendo importante a lo largo de los próximos años, a menos que se realicen ajustes económicos de gran magnitud, mientras para otros el endeudamiento puede alcanzar un índice estable en el futuro, una vez superados, en parte, los problemas derivados de su dependencia energética, o de su aparato productivo.

Después de esta primera aproximación indirecta al problema del endeudamiento, el cuadro número 12 va más allá e intenta comparar los niveles de deuda española con los de los demás países en desarrollo que se han dado en llamar PIR o

CUADRO N.º 11

BALANZA POR CUENTA CORRIENTE
(En miles de millones de dólares)

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
España	0,643	- 3,146	- 4,265	- 4,283	- 2,468	1,750	1,491	- 4,635
Canadá	0,089	- 1,485	- 4,671	- 3,868	- 4,083	- 4,299	- 4,182	- 1,639
Estados Unidos	7,081	2,080	18,359	4,399	-14,057	-14,323	1,447	3,722
Gran Bretaña	- 2,575	- 7,905	- 3,773	- 1,897	- 0,332	1,440	- 2,895	6,088
Alemania	4,530	10,126	3,703	3,625	3,783	8,964	- 6,111	-15,800
Francia	- 0,588	- 5,846	- 0,040	- 5,888	- 3,002	- 3,764	1,134	- 7,786
Italia	- 2,238	- 8,037	- 1,784	- 2,844	2,433	6,195	5,109	- 9,806
Dinamarca	- 0,466	- 0,979	- 0,501	- 1,912	- 1,723	- 1,499	- 2,983	- 2,524
Bélgica	1,234	0,646	0,260	- 0,014	- 0,729	- 0,958	- 3,252	- 5,868
Holanda	2,415	2,218	1,990	2,726	0,613	- 1,420	- 2,253	- 2,760
Grecia	- 1,187	- 1,142	- 0,877	- 0,926	- 1,078	- 0,969	- 1,888	- 2,218
Suecia	1,426	- 0,550	- 0,350	- 1,647	- 2,194	- 0,259	- 2,686	- 5,242
Noruega	- 0,365	- 1,117	- 2,455	- 3,749	- 5,033	- 2,117	- 1,035	1,009
Finlandia	- 0,390	- 1,219	- 2,170	- 1,154	- 0,147	0,629	- 0,202	- 1,399
Portugal	0,341	- 0,830	- 0,758	- 1,280	- 0,960	- 0,475	- 0,057	- 1,076
México	- 1,415	- 2,875	- 4,054	- 3,410	- 1,849	- 3,163	- 5,469	- 7,465
Brasil	- 2,158	- 7,562	- 7,007	- 6,549	- 5,108	- 7,035	-10,465	-12,871
Argentina... ..	0,710	0,118	- 1,287	0,655	1,295	1,870	- 0,499	- 4,700
Corea	- 0,308	- 2,026	- 1,860	- 0,308	0,007	- 1,059	- 4,152	- 5,326

Fuente: «International Financial Statistics» del FMI.

CUADRO N.º 12

DEUDA EXTERNA OFICIALMENTE PUBLICADA DE ALGUNOS PAISES EN DESARROLLO EN 1980
(En millones de dólares)

PAISES	Deuda total	Deuda total / PIB	Reservas (*) / Deuda	Reservas (**) / Deuda	Servicio deuda / Export. de b y s	Servicio deuda (***) / por habitante
España	23.000	11,2	52,1	74,2	16,2	85
Brasil	57.000	26,6	10,2	11,3	57,5	88
México	41.000	30,5	5,4	9,2	36,3	163
Argentina	25.000	56,3	27,6	34,8	28,2	69
Venezuela	26.000	53,2	30,0	43,0	22,8	193
Corea	15.000	25,3	20,0	20,1	14,6	78
Portugal... ..	13.000	53,9	15,0	75,3	15,0	81
Grecia	16.000	39,6	6,9	16,8	19,7	127

(*) Oro a 35 dólares la onza troy.

(**) Oro a 400 dólares la onza troy.

(***) En dólares.

Fuentes: OCDE, Documento 7.181, octubre 1981, y elaboración propia.

NPI, países de industrialización reciente o nuevos países industrializados, para el año 1980.

Da la casualidad, perfectamente comprensible, de que este grupo de países, entre los que

se encuentran algunos (México, Argentina y Venezuela) productores y exportadores de petró-

leo, representa el grueso del endeudamiento mundial, ya que, por un lado, han realizado un esfuerzo inversor considerable (de ahí que hayan pasado a un estadio de industrialización incipiente), y, por otro lado, no han llevado a cabo el ajuste de sus economías que la crisis energética imponía desde 1974.

De este grupo de países, España es, sin duda, el que exhibe en su conjunto unos indicadores de deuda de mayor solvencia crediticia.

El indicador deuda total/PIB, es del 11,2 por 100 para España, mientras que para Brasil y Corea es más del doble, 26,6 por 100, y para el resto de los países es aún mucho más elevado, destacando Portugal con el 53,9 por 100, Venezuela con el 53,2 por 100 y Argentina con el 56,3 por 100.

Las reservas como porcentaje de la deuda se han tomado con dos valoraciones diferentes del oro. En un primer caso con el oro a 42,22 dólares la onza y en otro caso con el oro a 400 dólares la onza. En el primer caso, España tiene un indicador del 52,1 por 100, muy superior al del resto de los países citados, entre los que sólo Venezuela con un 30 por 100 y Argentina con un 27,6 por 100 mantienen niveles relativamente aceptables.

En el segundo caso, la comparación es más realista puesto que el oro está valorado a un precio más cercano al precio medio de mercado para dicho año. Aquí, España tiene cubierto el 74,2 por 100 de su deuda con sus reservas, y sólo es ligeramente superado por Portugal con el 75,3 por 100, quedando el resto de los países muy por detrás.

En las comparaciones de reservas se plantean problemas técnicos importantes. Por un lado, de valoración, ya que unos países valoraban sus reservas a costes históricos (caso de España) y otros países lo hacían a tipos de cambio de mercado. Por otro lado, de estructura de vencimientos, ya que unos países (España entre ellos) mantienen sus reservas muy líquidas y de fácil disponibilidad, mientras que en otros países la liquidez de sus reservas es menor.

El tercer indicador de solvencia, que se utiliza en el cuadro número 12, es el de servicio de la deuda en relación con las exportaciones de bienes y servicios. Aquí la posición española no es de tanta superioridad respecto al resto de los países objeto de comparación. Corea y Portugal, con un 14,6 y un 15 por 100, respectivamente, para dicho año, tienen un nivel de solvencia ligeramente superior al de España que es del 16,2 por 100; los demás países, salvo Grecia, mantienen porcentajes muy superiores (es decir una menor solvencia), entre los que destaca Brasil con un 57,5 por 100. Esto hace que, para este país, el peso de su factura petrolífera sea menor que el peso de su servicio de deuda, con lo que las variaciones de los tipos de interés afectan en mayor medida a su balanza corriente que las variaciones en los precios del petróleo.

Por último, se compara en dicho cuadro el servicio de deuda por habitante. España, con 85 dólares por habitante y año, se encuentra en un nivel normal y similar al de Brasil y Portugal. Para Corea y Argentina, el indicador es mejor que para España. Aquí son los países ex-

portadores de petróleo (México y Venezuela) los que pagan un servicio mayor en términos de habitante/año.

Se puede pues decir, en resumen, que, a excepción de los problemas que hemos explicado anteriormente, la posición de España, en cuanto a endeudamiento, parece ser más saneada que la del resto de los nuevos países industrializados.

Pasamos ahora al cuadro número 13 en el que se comparan varios indicadores de endeudamiento, para 1979, de una serie de países de la OCDE, cuya situación deudora es, dentro de un amplio espectro de variación, algo similar a la española. El primer indicador utilizado es el peso de la deuda total en porcentaje del PIB. España con un 10 por 100 para dicho año 1979 (último en el que existen datos fiables de dichos países) es sólo superada por Italia, con un 8,9 por 100. El resto refleja porcentajes muy superiores, especialmente Noruega, con un 44,3 por 100 (lo que es lógico dadas las inversiones que ha tenido que realizar en el petróleo el mar del Norte) y Austria, con un 33,2 por 100. A un nivel intermedio se encuentran Dinamarca, Finlandia, Suecia e Irlanda.

El segundo indicador es de la deuda total como porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios. Aquí, dada la menor apertura al exterior de la economía española en comparación con los demás países del cuadro, nuestro nivel (65,1 por 100) es peor que el de Italia, Irlanda y Suecia, y similar al de Finlandia, Noruega, Austria y Dinamarca, que tienen indicadores, especialmente los dos

CUADRO N.º 13
DEUDA EXTERNA EN ALGUNOS PAISES DE LA OCDE EN 1979
 (En millones de dólares)

PAISES	Deuda total	Deuda en % del PIB	Deuda en % de exportaciones de b y s	Reservas (*) en % de deuda
España	19.497	10,0	65,1	67,3
Dinamarca	16.385	24,6	86,7	20,1
Noruega	25.428	44,3	118,8	16,9
Finlandia (78)	9.356	22,8	65,9	19,3
Suecia (78)	14.880	14,8	46,2	23,9
Italia	29.140	8,9	30,7	64,0
Austria	25.419	33,2	115,1	24,3
Irlanda	4.304	29,0	49,4	47,4

(*) Oro valorado a 42,22 dólares la onza.

Fuentes: OCDE, «Financial Statistics»; FMI, «International Financial Statistics», y elaboración propia.

primeros, con niveles más peligrosos.

Por último, se analiza el indicador de reservas en porcentaje de la deuda total. España, con un 67,3 por 100, es el país que está en mejor posición relativa. Sin embargo, no es éste un año muy representativo ya que en 1978 y 1979 tuvimos un superávit por cuenta corriente y, además, aumentamos nuestro endeudamiento, con lo que el nivel de nuestras reservas era excesivamente alto. El único país que se sitúa a un nivel de solvencia similar, en cuanto a reservas, al nuestro es Italia, con un 64 por 100. En los demás países, las reservas cubren un porcentaje mucho menor de su deuda total, ya que se sitúan entre un 16,9 por 100 de Noruega y un 24,3 por 100 de Austria. De haber hecho la comparación con el oro valorado a precios de mercado, Italia habría estado en mucho mejor posición que nosotros, pero el resto de los países objeto de comparación se habrían situado a niveles aún más alejados de Es-

paña e Italia, por poseer un menor porcentaje de oro dentro de sus reservas.

En resumen, si comparamos la situación de endeudamiento español con la de otros países industrializados de la OCDE, excluidas las grandes potencias económicas, nuestra posición, al menos en el año 1979, era más confortable que la de la mayoría de los países contratados. Países éstos, por otra parte, que por ser más conocidos por su estabilidad en los mercados financieros internacionales y por tener una historia de apertura exterior más dilatada, gozan de mejor condiciones financieras que España a la hora de acudir a dichos mercados.

LA POSICION EXTERNA: ACTIVOS Y PASIVOS EXTERIORES

Hasta ahora hemos tratado, exclusivamente, de parte de la posición pasiva de un país, es

decir, sus pasivos a medio y largo plazo.

Sin embargo, la situación deudora de un país puede ser muy poco significativa si no se tiene en cuenta su posición activa, que puede llegar a ser superior. Parte de esta posición activa la hemos utilizado al comparar los niveles de reservas con los de deuda. Sin embargo, no hemos tenido en cuenta la totalidad de una posición y otra. Por el lado de la posición pasiva no hemos tenido en cuenta los pasivos bancarios a corto plazo, tanto financieros como comerciales, ni las inversiones extranjeras directas, de cartera o en inmuebles. Por el lado de la posición activa no hemos tenido en cuenta más que las reservas, sin incluir activos bancarios a corto plazo e inversiones en el exterior a medio y largo.

Si no se tienen en cuenta ambas posiciones, es muy difícil juzgar el endeudamiento global de un país, o su situación deficitaria por cuenta corriente, ya que todo dependerá de si su

posición externa total neta es positiva o negativa. No hay que olvidar que, desde el principio de los años setenta, el sistema bancario en algunos países ha jugado un papel muy importante en el proceso de ajuste de su balanza de pagos. El sistema bancario alemán, por ejemplo, mejoró considerablemente su posición externa en los años 1974 y 1975, absorbiendo una gran parte de las entradas de divisas resultantes de sus superávits por cuenta corriente, lo contrario ocurrió en Japón, en los mismos años, en los que la posición externa de la banca japonesa se deterioró en más de 15.000 millones de dólares, evitando que su Banco Central tuviera una pérdida masiva de reservas.

El problema de no tener suficiente información de ambas posiciones no deriva solamente de que algunos países sean reacios a publicarla, sino más bien de la falta de estadísticas. No hay muchos países que tengan un aparato estadístico lo suficientemente desarrollado como para conocer, en un momento determinado, su posición global externa. Sólo una parte de los países industrializados tienen el suficiente desarrollo estadístico como para conocer perfectamente su situación externa. A principios de 1980, el grupo de estadísticas financieras de la OCDE intentó realizar un estudio sobre este problema y solicitó, de una manera voluntaria, a los países miembros, que rellenaran una serie de cuestionarios para tener una idea de la posición externa de dichos países y poder no sólo realizar comparaciones internacionales, sino tener un instrumento clave para el conocimiento del sector externo de los países miembros.

Las dificultades a la hora de estimar la posición externa española son grandes. Hasta ahora sólo se ha realizado una estimación provisional por parte del Servicio de Estudios del Banco de España, que ha sido publicada en el número 23 de la serie de *Estudios Económicos*. La estimación se hizo para los años 1973 a 1979 y se terminó con la situación a septiembre de 1980. Las fuentes utilizadas han sido muy diversas, algunas de ellas de validez dudosa y cada una con criterios de valoración propios. Por lo tanto, se trata exclusivamente de una primera aproximación simplista, en parte subvalorada, y que sólo puede utilizarse con extrema prudencia, dada su falta de homogeneidad valorativa en las distintas partidas que lo componen y la estimación indirecta y poco precisa de algunas de ellas.

Teniendo en cuenta toda esta serie de matizaciones y conociendo la poca precisión de sus valores globales, en el cuadro número 14 se intenta hacer una primera comparación de la posición neta externa de una serie de países de la OCDE, entre ellos de España, en unas fechas determinadas.

Las mismas dificultades que ha experimentado España en la confección de su posición externa la han sufrido otros países que hasta el presente no tenían montado el suficiente aparato estadístico para conocerla. Sólo Gran Bretaña, Estados Unidos, Canadá y Alemania publican anualmente su posición externa, mientras otros lo hacen (como Finlandia, Japón, Holanda) sin periodicidad alguna, como resultado de estudios *ad hoc* sobre el tema.

Por ello, hay que tener en cuenta, en primer lugar, que las fechas de las estadísticas que presenta el cuadro no son homogéneas, aunque la mayoría se refieren a diciembre de 1980. También conviene subrayar que existen diferencias de valoración de algunas partidas en unos y otros países, aunque el cuadro sólo recoja la posición total.

En la columna 3 de dicho cuadro se comparan las posiciones totales netas de catorce países de la OCDE. España tiene una posición neta negativa en unos 17.000 millones de dólares, inferior a la de Canadá y Noruega, pero superior a la de Dinamarca, Suecia y Finlandia. El resto de los países tienen posiciones netas positivas, es decir, sus activos exteriores totales son superiores a sus pasivos externos totales, destacando la posición neta positiva de Estados Unidos, Holanda y Francia.

En la columna 4 se excluyen las inversiones de los activos y los pasivos. Aquí la posición española sigue siendo negativa en 9.800 millones de dólares, con un nivel inferior al de Noruega y Estados Unidos, similar al de Dinamarca y superior al de Finlandia, Bélgica, Suecia, Japón y Canadá. Los países, como Canadá, que han recibido una enorme cantidad de inversiones de los Estados Unidos, mejoran su posición al descontar dichos pasivos, mientras otros países, como Estados Unidos, que son inversores netos frente al resto del mundo, al descontarles estos activos, empeoran radicalmente su posición. El caso de España es más parecido al de Canadá, ya que las inversiones españolas en el exterior son muy inferiores a las del extranjero en España.

CUADRO N.º 14

ACTIVOS Y PASIVOS EXTERIORES DE ALGUNOS PAISES DE LA OCDE EN 1980
(En millones de dólares) (*)

PAISES	Activos	Pasivos	Posición neta	Posición neta excluidas inversiones	Posición neta excluidas inversiones en % del PIB	Posición neta excluidas inversiones y reservas oficiales (a)	Posición neta excluidas inversiones y reservas oficiales en % del PIB
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
España (c)	30.600	47.000	- 17.000	- 9.800	4,6	-23.200	10,9
Dinamarca (e)	12.523	23.495	- 10.972	- 9.297	14,1	-13.372	20,3
Noruega	16.621	35.535	- 18.914	- 18.660	32,6	-23.480	40,9
Holanda (b)	108.413	35.886	+ 72.527	+ 51.472	0,0	+21.368	0,0
Finlandia (b)	7.818	13.999	- 6.181	- 6.359	15,4	- 7.959	19,2
Bélgica (e)	61.358	56.683	+ 4.675	- 2.880	2,6	-25.810	23,2
Suecia	20.773	30.827	- 10.054	- 10.354	8,5	- 14.054	11,5
Italia (b)	108.013	76.295	+ 31.717	+ 34.996	0,0	+ 16.696	0,0
Francia (d)	169.163	107.471	+ 61.691	-	0,0	+ 2.168 (f)	0,0
Alemania	265.275	235.769	+ 29.506	+ 28.133	0,0	-23.867	2,9
Japón	171.637	159.231	+ 12.406	- 5.691	0,5	-37.618	3,3
Reino Unido	518.308	483.906	+ 34.402	+ 32.464	0,0	+ 11.064	0,0
Canadá	56.400	115.400	- 59.000	- 1.308	0,6	- 5.208	2,3
Estados Unidos	169.163	375.813	+ 123.365	- 13.427	0,5	-40.127	1,5

(*) A cambios medios anuales.

(a) Valorando el oro a 42,22 dólares la onza troy.

(b) 1979.

(c) Septiembre 1980.

(d) Junio 1980.

(e) 1978.

(f) Excluidas reservas solamente.

Fuente: OCDE y elaboración propia.

Sin embargo, los volúmenes globales como tales no nos dicen mucho si no los comparamos con alguna magnitud macroeconómica representativa del poder económico del país. Esto es lo que se hace en la columna 5 al comparar la posición neta, excluidas inversiones, con el PIB. El peso de la posición neta, sin inversiones, respecto del PIB español es de un 4,6 por 100, porcentaje superior al de Bélgica, Japón, Canadá y Estados Unidos, pero la mitad del de Suecia, la tercera parte del de Dinamarca y Finlandia, y la séptima parte del de Noruega.

En la columna 6 se excluyen las reservas oficiales de la posición neta expresada en la columna 4, es decir sin inversiones. Los países con reservas grandes, como es el caso de España, Alemania, Japón o Estados Unidos, muestran un empeoramiento de sus posiciones netas al descontarlas de sus activos, mientras que otros países con pocas reservas, como Finlandia o Suecia, apenas empeoran su situación. La posición neta española es negativa, en este caso, en 23.200 millones de dólares, volumen inferior al de Japón, similar al de Alema-

nia, Bélgica y Noruega, y superior al de Dinamarca, Finlandia, Suecia y Canadá. Al comparar estos volúmenes con el PIB, tal como se hace en la columna 7, los porcentajes resultantes sitúan a España en el 10,9 por 100, en una posición negativa intermedia, peor que la de los «grandes» como Estados Unidos, Canadá, Japón, Alemania y Francia, pero mejor que la de Suecia, Bélgica, Finlandia, Noruega y Dinamarca.

Con todas las salvedades ya expresadas anteriormente y con una gran prudencia, se puede

decir que la posición neta negativa española es comparable e incluso mejor que la de los países nórdicos europeos, a pesar de ser un país con menor proyección financiera y comercial exterior.

CONCLUSIONES

Del análisis precedente conviene resaltar algunos puntos importantes:

- La deuda externa de España está configurada como la de cualquier país industrializado. Nuestra financiación proviene, en su gran mayoría, de intermediarios financieros internacionales de carácter privado y en condiciones normales de mercado.

- Existe un cierto equilibrio en cuanto a prestatarios públicos y privados, que se reparten aproximadamente la mitad de la deuda cada uno.

- La vida media de nuestra deuda es razonablemente larga, y su calendario de amortización es uniforme.

- Su coste medio ha ido aumentando como consecuencia de las alzas de tipos de interés en los últimos dos años y del gran peso de los préstamos y empréstitos de interés flotante en su composición.

- Casi todos los indicadores de solvencia financiera examinados nos sitúan en una posición confortable, tanto aquellos que evidencian liquidez a corto plazo, por ejemplo el de Reservas/Deuda, como capacidad de pago a largo plazo, por ejemplo el de Deuda/PIB.

- De los países de industrialización reciente, es España el que parece mostrar una mayor

capacidad presente y futura para hacer frente a los pagos derivados de su deuda externa.

- Dentro de los países industrializados, nuestra posición relativa es intermedia y se compara favorablemente con países como Austria, Finlandia, Noruega, Dinamarca e Irlanda, que tienen reconocido el máximo *rating* para emisiones en Estados Unidos, por las agencias especializadas.

- Si tenemos en cuenta nuestra posición externa neta total, es decir, incluyendo todos nuestros activos y pasivos financieros frente al exterior, a corto y largo plazo, nuestra situación sigue siendo relativamente holgada y comparable a varios de los países industrializados de la OCDE.

- Las perspectivas a medio plazo hacen esperar una estabilización a largo plazo de nuestra deuda, derivada de unos menores déficits por cuenta corriente. El control del déficit público va a ser uno de los elementos condicionantes a la hora de conseguirla.

- Aunque nuestra situación presente es holgada y confortable, si seguimos manteniendo en los próximos años un ritmo de endeudamiento similar al de los últimos cinco años, podemos llegar a situarnos en un nivel potencialmente peligroso.

(*) Agradezco al profesor L. A. Rojo sus comentarios a un primer borrador de este artículo; así como a Javier Alonso, Benito Yébenes y Matilde Rodríguez su ayuda en la confección estadística y material del mismo.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- FMI, «External Indebtedness of Developing Countries», *Occasional Paper*, n.º 3, mayo 1981.
- OCDE, *Endettement Exterieur des Pays en développement 7181*, París, 1981.
- PNUD-CEPAC, *Un análisis sobre la posibilidad de evaluar la solvencia crediticia de los países en desarrollo*, 79-6-1152, Santiago, diciembre 1978.