ASPECTOS ACTUALES DEL ENDEUDAMIENTO EXTERIOR DE ESPAÑA

En el presente trabajo, **Fernando Varela Parache** analiza la situación actual de los mercados internacionales de capital, caracterizados por su gran volumen de liquidez, la evolución reciente del endeudamiento español y la valoración que esos mercados realizan respecto de las emisiones españolas. En su opinión, el recurso a los mercados exteriores no planteará, por el momento, problema alguno para los préstamos españoles e inclusive podrían amortizarse, anticipadamente, alguno de los créditos más duros, lo que aumentaría las posibilidades de endeudamiento a corto plazo del sector privado.

OR segundo año consecutivo, la deuda viva exterior de España evaluada a cambios centrales ha crecido en doce meses en 2.300 millones de dólares aproximadamente, lo que significa mantenerse en una zona de relativa calma después de los dos años anteriores, en que el endeudamiento había crecido alrededor de 4.000 millones cada año.

A 31 de diciembre de 1983, el total de deuda a medio y largo plazo a cambios centrales era de 29.690 millones de dólares, contra 27.327 millones a principio de año, lo que implica un aumento de 2.363 millones o, lo que es lo mismo, el 8,63 por 100.

Esta evolución, que hemos calificado de moderada, contrasta sin embargo con la evolución de los mercados financieros internacionales que, como es sabido, en 1983 han experimentado, por primera vez desde que comenzó su gran expansión, una disminución en términos absolutos del volumen de nuevas financiaciones contratadas.

Resulta, por tanto, útil analizar lo que significa esta evolución del endeudamiento español y también determinar cómo se ha valorado en el mercado la actividad de los prestatarios españoles y, por consiguiente, cuál es la apreciación del papel español como «riesgo».

Es evidente que cuando las autoridades españolas definieron el programa de endeudamiento para 1983 eran conscientes de que la parte fundamental del esfuerzo en la captación de los recursos exteriores que debía hacer la economía española, por razones de balanza de pagos, habría de recaer en el sector público o en aquellas empresas cuyo nivel de actividad o resultados están ligados a decisiones políticas, por ejemplo, aprobación de tarifas.

Todos los prestatarios españoles en moneda extranjera han tenido que materializar a lo largo del año cuantiosísimas pérdidas por diferencias de cambio, que obligaron incluso a una modificación de la legislación fiscal sobre amortizaciones y, aunque no hubiera sido más que por ello, resultaba difícil esperar algún tipo de recurso a nuevos créditos en divisas. Pero, además, las incertidumbres del propio mercado financiero a finales del año 82 y principios del 83 respecto a la nueva política económica española y, sobre todo, la subida espectacular y continuada del dólar frente a todas las divisas no dejaban margen para recurrir a la financiación extranjera más que por razones de índole estrictamente política, salvo en ausencia absoluta de recursos en el mercado nacional. En este sentido, hay que señalar el mantenimiento activo, aunque lógicamente limitado, del mercado de pesetas a tipos flotantes de Madrid, a pesar de los altísimos tipos de interés vigentes, sobre todo durante el segundo semestre del año, resultado de la política monetaria del gobierno. La preferencia por el endeudamiento en pesetas parecía clara a cualquier tipo de interés.

Ello ha podido ser una causa importante de la buena evolución del «riesgo» español en los mercados financieros a lo largo del 83, que parece deducirse de las condiciones de los créditos obtenidos a principios del año en curso, incluso teniendo en cuenta la reducción general de *spreads* que se ha producido y a la que nos referiremos más adelante.

En efecto, la emisión de bonos a tipo flotante del Reino, firmada el 13 de febrero con un diferencial de 1/8 y un coste efectivo straight line del 0,28 o capitalizado 0,36 por 100 sobre el LIBOR a seis meses, y que fue ampliada de 200 a 250 millones en el momento de la emisión, o la de 100 millones recién anunciada para el INI, con un spread de 3/16 y coste efectivo 0,31 ó 0,37, respectivamente, al margen de otras ra-

zones a las que nos referiremos más adelante, reflejan que el riesgo español está incluido dentro del grupo de los países industrializados.

Dentro del sector público, la mayor actividad de endeudamiento ha correspondido al propio Tesoro, que en 1983 ha concertado créditos por valor superior a 1.100 millones de dólares y ha dispuesto efectivamente alrededor de 1.200 millones, desarrollando, por cierto, una importante labor de diversificación de fuentes e instrumentos. Así, al margen de un crédito sindicado de 750 millones, hizo la primera emisión de FRNs (bonos a tipo flotante), emitió bonos a cinco años en libras esterlinas y realizó la primera emisión pública en el mercado japonés, después de obtener una «calificación» de la agencia japonesa.

Para el resto del sector público se han autorizado algo más de 40 operaciones de crédito exterior de muy distinta cuantía y plazo. Las más numerosas han sido a empresas concesionarias de autopistas que, sin embargo, sorprendentemente, en el conjunto del año, parecen haber dispuesto de créditos exteriores sólo por un 60 por 100 de los que habían dispuesto el año precedente. La reordenación de este sector, con la nacionalización de hecho de cuatro autopistas, ha significado una pausa en el endeudamiento, incluso, con la concertación de ciertos créditos a corto plazo, en espera de que se estableciera la configuración definitiva de estas empresas, ya en manos del Estado.

RENFE, como es tradicional, ha sido un prestatario importante, con cinco operaciones. El Ayuntamiento de Barcelona y la Junta de Andalucía, ésta con un crédito del Banco Europeo de Inversiones, y el Túnel del Cadí, con aval de la Generalidad de Cataluña, han estado en el mercado como representantes de las entidades locales y autonómicas.

El ICO ha disminuido su tradicional recurso a los mercados exteriores, de manera que su deuda viva a final de año era ligeramente inferior a la del principio. Tanto el INI como sus empresas, principalmente las eléctricas y SEAT, han recurrido en forma activa al mercado, pero fundamentalmente para sustituir los montantes amortizados del año, que importaban más de 400 millones de dólares.

El resultado de todo esto es que la deuda viva del sector público evaluada a cambios centrales era, a final de año, de 15.710 millones de dólares, con un incremento de 1.630 millones sobre principio de año, de los cuales 930 correspondían al Tesoro.

El sector privado, por su parte, tenía a 31 de diciembre de 1983 una deuda viva de 13.981 millones de dólares, con un incremento de 734 millones. Hay que tener en cuenta, sin embargo, que, en aplicación de las normas contables de balanza de pagos, dentro de la deuda del sector privado se incluyen las de empresas como Telefónica, CAMPSA y Tabacalera. Telefónica es siempre un importante y buen prestatario y ha continuado concurriendo al mercado, pero el aumento de las empresas eléctricas, de 960 millones, es el más importante, en tanto que las empresas propiamente privadas han disminuido su endeudamiento aproximadamente en 120 millones pues, si bien han tomado mil millones a lo largo del año, han enfrentado amortizaciones superiores.

Quiere esto decir que las em-

presas netamente privadas probablemente han evitado el recurso al crédito exterior, a excepción de las refinanciaciones o de aquellas empresas, como las eléctricas, cuya dinámica de inversión es, en cierto modo, imparable, y que requieren recursos de cuantías que no existen en el mercado nacional.

La concentración de prestatarios que se deriva de estos hechos ha facilitado sin duda el mejor ordenamiento de la concurrencia a los mercados, lo que también ha influido en el mantenimiento de la calidad del papel español.

Por lo que respecta a la situación en 1984, hay que considerar dos hechos fundamentales: la evolución previsible del mercado internacional y las perspectivas de necesidades de fondos.

En cuanto a los mercados internacionales, la situación ha evolucionado de forma importante a lo largo del año 1983. Como es sabido, el año 1982 había terminado con fuertes presiones por parte de los bancos para aumentar los *spreads* y las comisiones, como consecuencia tanto de las necesidades de sus cuentas de resultados como, sobre todo, de las malas experiencias sufridas con una serie de países en vías de desarrollo, que han llevado a una larga cadena de refinanciaciones.

El intento de aumento de los diferenciales tuvo inicialmente un cierto éxito, al tiempo que se producía, como era lógico, una considerable diferenciación entre prestatarios, en atención a su solvencia estimada.

La mejora de los «márgenes», sin embargo, tal vez debió ir más allá de lo que el mercado permitía y, por otra parte, las considerables incertidumbres respecto de los tipos de interés provocaron una apetencia, tanto de los prestatarios como de algunos prestamistas, por los tipos de interés flotantes para riesgos de calidad.

La consecuencia fue un crecimiento importante de las emisiones de bonos a tipo flotante (FRNs) dirigidas, en el momento inicial, fundamentalmente por Investment Banks. Utilizando estos instrumentos, los bancos conseguían comisiones más elevadas y los prestatarios costes más bajos.

El proceso se ha popularizado a lo largo del año 83, siempre para prestatarios de primer rango, pues se trata de un mercado selectivo, provocando en cierto modo una sustitución de los créditos sindicados. La gran expansión se ha producido, probablemente, por el hecho de que los bancos comerciales, especialmente americanos, han decidido operar intensamente con estos instrumentos, lo que ha producido una pugna con los bancos de negocios que ha hecho disminuir las condiciones de emisión a niveles en muchas ocasiones fuera del mercado porque los bonos se han emitido a sabiendas de que quedarían en las propias carteras de los bancos. Como ejemplo de esta evolución podemos citar la emisión de 500 millones para Suecia a cuarenta años de plazo final que, al parecer, no sólo ha quedado prácticamente en su totalidad en la cartera de Merrill Lynch, sino que ha implicado la contratación de varios banqueros de la competencia para obtener el mandato o, aún más recientemente, la emisión anunciada por el INI a que nos hemos referido antes, con un diferencial de 3/16 sobre el LIBOR a seis meses, aunque, como en muchas de las emisiones recientes, el tipo de interés se actualice cada trimestre. La

opinión de muchos especialistas es que esta emisión tampoco está en línea con el mercado y que se realiza por el interés del Manufacturers Hannover de operar con estos instrumentos.

Hay que decir, en todo caso, que, de momento, estos bancos han encontrado fondos más baratos para la refinanciación de estas operaciones en el mercado americano.

Cualquiera que sean las razones, lo cierto es que los márgenes para los buenos riesgos se han reducido porque no tenía sentido que los bancos pretendieran cobrar más por un crédito sindicado que lo que el mismo prestatario tendría que pagar por una colocación de FRNs (hasta el extremo de que algunos países han podido tomar fondos en FRNs para devolver créditos concertados hace relativamente poco). En este momento, por ejemplo, Irlanda está tratando de renegociar un crédito sindicado firmado en junio del año 83 sobre la base de ampliar la duración de siete a ocho años, el período de gracia de cuatro a cinco y medio y bajar los tipos de interés, en 1/8 los referidos al LIBOR y cantidades mavores los referidos al PRIME o a los CDs. Si la operación llega a buen fin, el ejemplo cundirá.

Entre tanto, las condiciones de los países en vías de desarrollo no sólo no han mejorado, sino que en ocasiones pueden haberse endurecido un poco. Por ejemplo, Colombia, uno de los pocos países de Latinoamérica que ha evitado la refinanciación, está pagando en un crédito de cofinanciación con el Banco Mundial 15/8, que es lo mismo de su último crédito comercial, nada más que a un plazo ligeramente más largo. Si lo pagado por Méjico es algo inferior, ello está probable-

mente determinado por tratarse de una operación de refinanciación que, de momento, parecen ser casi las únicas para los países de esta zona que, en conjunto, han visto disminuir sus fondos brutos tomados desde 29.200 millones en el año 1982 a 15.380 millones en el año 1983.

La conclusión de todo esto, resumida en forma muy breve, es que:

- a) El sistema está muy líquido, especialmente los grandes bancos comerciales.
- b) Existe una gran selectividad en cuanto a prestatarios, que se manifiesta tanto en la disponibilidad de fondos como en los precios de éstos.
- c) Existe cierta escasez de papel de prestatarios de buena calidad, especialmente de países OC-DE, en tanto que los bancos se resisten a aceptar papel de países en vías de desarrollo y, en particular, de Latinoamérica.
- La inventiva de los prestatarios y sus banqueros para ajustarse a la situación del mercado resulta sumamente interesante, pues, incluso en un momento de aparente euforia, como la que rodeaba las emisiones de FRNs en el mes de febrero, pueden aparecer dificultades de colocación, como lo prueba el hecho de la no aceptación de determinadas emisiones y la continua introducción de elementos innovadores como, por ejemplo, las revisiones de los tipos de interés mensualmente, con independencia del período en que deban ser pagados por los prestatarios.

En estas condiciones de mercado que acabamos de describir, los prestatarios españoles están demandando en 1984 cantidades relativamente moderadas y parece que ésta será la tónica para lo que queda de año. El Tesoro probablemente no va a tomar mucho más de 850 millones, de los cuales 350 destinados a las autopistas nacionalizadas.

El INI tiene necesidades del orden de 200 millones de dólares, de los cuales 100 ya han sido movilizados mediante la emisión de FRNs en las excelentes condiciones antes mencionadas, aunque, por las razones antes expuestas, su precio probablemente no pueda tomarse como indicativo de mercado para futuros recursos. Sus empresas podrían tomar 650 millones.

El INH no parece tener previsto nuevo endeudamiento exterior, excepto probablemente la refinanciación de la deuda de ENAGAS, del orden de 300 millones. Telefónica con 350 millones RENFE con 180 millones y el ICO con 200 millones, en su mayoría fuera de los circuitos normales del mercado, completan, en principio, el cuadro del sector público.

En el sector privado, las compañías eléctricas serán nuevamente el gran prestatario, aunque su cuantía dependerá en gran medida de la existencia de fondos en el mercado de pesetas y de los tipos de interés.

En resumen, podemos concluir que el presente año no planteará problemas para los prestatarios españoles que acudan al mercado y que, en principio, podría haber una buena oportunidad de amortizar anticipadamente algunos créditos tomados en momentos más duros del mercado, lo que posiblemente dejaría un cierto margen para algún nuevo endeudamiento a corto plazo del sector privado, todo ello siempre que no variaran drásticamente las espectativas del tipo de cambio de la peseta y la actual tendencia de los flujos de fondos.