

# LA FINANCIACION INTERNACIONAL: SITUACION Y PERSPECTIVAS

El acceso y la participación de España en la financiación internacional se pone de manifiesto por **Enrique Mas Montañés** a través de tres líneas diferentes: la empírica, analizando los resultados de los tres últimos años, a la luz de los diferentes parámetros que influyen en el riesgo España; la cuantitativa, que tiene su mejor expresión en la deuda exterior y sus relaciones con las grandes macromagnitudes, PNB, FDC, Balanza de Pagos, etc., y la cualitativa, utilizando la internacionalización de la Banca y, por consiguiente, del sistema financiero como vehículo organizador del proceso.

Cierra su trabajo con unos datos y argumentos que tratan de mostrar la pervivencia de la financiación internacional y su impacto en el futuro español.

## I. INTRODUCCION

**T**ODO análisis que pretenda hacerse de la financiación internacional en España en el último cuarto de siglo estará ligado necesariamente al proceso de integración de la economía española en el concierto internacional, siendo por ello una evaluación del complejo entramado de interdependencia, instrumentación y acoplamiento que ha supuesto superar la óptica meramente nacional a los agentes activos del mercado financiero.

A todos los efectos, los años, las normativas nacionales y la fuerza de la realidad han ido haciendo que sea imposible escapar del complejo sistema de vasos comunicantes, léase sistema financiero internacional, que une entre sí a los sistemas nacionales.

Una complicada retícula por donde se mueven, con mayor o

menor libertad y autonomía, los flujos financieros, en relación al estímulo que supone la diferencia en los tipos de interés, cambio o tasa de inflación, al déficit o superávit de las balanzas, etc. en respuesta a las motivaciones de los distintos agentes.

Y cara al futuro, en una anticipación de las posibles conclusiones, no cabe imaginar el abandono de la tendencia iniciada. El nivel evolutivo del país, y su encuadramiento marcadamente europeo occidental, le obligan a proseguir en este proceso ante la falta de alternativas válidas. «Tercermundismo» o «estatización» están fuera de la óptica de la España plenamente europea que mira con desconfianza el fin de siglo.

### A. El entorno occidental y español

La estabilización española, punto de arranque del proceso,

se produce en un ambiente generalizado de retorno a la convertibilidad y a los acuerdos de pagos multilaterales.

En la Europa Occidental de 1958, el desmantelamiento del restrictivo bilateralismo y la gradual institución de la cooperación monetaria europea, producidos casi prácticamente al mismo tiempo en todos los países, permitió a los bancos comerciales tener una mayor libertad para ejercer sus actividades de cambio exterior y de aceptación de depósitos en moneda extranjera, bases de las transacciones internacionales.

Ya en estos años, aunque sea imposible fijar exactamente la fecha, se pueden sentar los principios del mercado del eurodólar, en virtud del embrión de mercado de depósitos en dólares de Londres. El mercado interbancario de depósitos, operando como un apéndice del negocio de cambio extranjero, es el inicio del largo y gradual proceso de transformación de un mercado de divisas *offshore* en un sistema financiero multidivisa y en una fuente de fondos en préstamo para usuarios no bancarios.

Sobre estas bases, una serie de factores, hechos o decisiones, en épocas, países y escenarios diferentes —como se describe y analiza en otros trabajos de esta publicación—, son los que han contribuido al espectacular desarrollo de los diversos euromercados y mercados nacionales, de tanta importancia en la financiación internacional de nuestros días.

Por parte española, el proceso de integración en el mercado financiero mundial está igualmente marcado por las tímidas medidas liberalizadoras conteni-

das en múltiples disposiciones de rango diferente que afectan al control de cambios, gestión de la divisa, papel de la Banca como delegada del IEME, apertura a las inversiones extranjeras, etc., y la asunción por el Banco de España y la Dirección General de Transacciones Exteriores de todas las funciones del antiguo IEME y de la desaparecida Oficina de Coordinación y Programación Económica.

Todo ello se produce en un ambiente sostenido de crecimiento de la economía real, con depresiones coyunturales mínimas, hasta prácticamente 1975 y de crisis profunda, con desequilibrios estructurales básicos y tasas de expansión del PIB nulas o muy modestas, hasta 1984.

Sin embargo, a pesar de la modesta expansión del último decenio, que ha disminuido algo el papel de España entre las naciones industriales, no puede negarse la profunda transformación que ha realizado el país en el último cuarto de siglo. Transformación que permite calificarle hoy de industrial y exportador claro de productos manufacturados, cuando tan sólo era agrícola y cedente al exterior de primeras materias a comienzos de los sesenta.

La simple distribución del origen del PNB, o de la población activa por sectores, nos confirmaría puntualmente el cambio. Baste, como ejemplo, contrastar la contribución del 22,6 por 100 al PIB de la agricultura, en 1960, con una población activa en el sector del 41 por 100, frente al 6,7 por 100 del producto o el 15,1 por 100 del empleo, en 1982. El cambio ha sido espectacular.

## **B. Valoración de la normativa**

---

No puede pretenderse recoger en unas líneas la amplia legislación que ha soportado la convertibilidad de la peseta, el uso por la Banca de los fondos denominados en divisas o la liberalización de la inversión extranjera, por señalar algunos de los pilares base del proceso de internacionalización del sistema financiero español. Pero sí es posible decir que de la abundancia de disposiciones se deduce la preocupación claramente intervencionista del regulador, dando la impresión de querer supeditar al mantenimiento del nivel de reservas exteriores cualquier otra medida que pudiera afectarlas. Quizás por identificar el respeto internacional con su montante y con la ausencia de endeudamiento exterior.

Igualmente, podría decirse que posiblemente se han forzado decisiones, llevadas más tarde como normativa al *Boletín Oficial*, por presiones de la realidad, como si el legislador fuera por detrás de los acontecimientos, por carencia de perspectiva o simple conservadurismo. De ahí, por ejemplo, que ante situaciones poco frecuentes, como las dos devaluaciones del dólar de 1971 y 1973, se adoptara la decisión de no hacer nada, de prácticamente desconocer el hecho en sí en espera de percibir el impacto en la realidad española y luego legislar en consecuencia.

Quizás ese mismo principio fue el que inspiró la no reacción ante la crisis del petróleo de 1973, y la falta de visión de entonces se está pagando aún hoy.

Pero todo esto ya es historia, pasado económico, aunque sea imprescindible conocerlo para entender el presente. Quizás por eso sea oportuno analizar más en detalle, sobre falsillas con pautas desiguales, el pasado reciente. Con su análisis se aprende, desde diversos puntos de vista, cómo evaluar la actividad internacional y qué gama de condicionantes (algunos, por indirectos, inesperados) han de tenerse presentes para después contemplar la deuda exterior española como exponente del grado de internacionalización de la economía, que luego se analiza, con óptica diferente, a través del mismo proceso de apertura de la banca nacional, llegando así a las perspectivas futuras, donde se hacen unas consideraciones generales.

## **II. EL PASADO RECIENTE DE LA FINANCIACION INTERNACIONAL**

---

### **A. «Eurostudy 1981/82»**

---

En el año 1981 la revista *Eurostudy 1981-82*, publicada por el *International Insider*, de gran profesionalidad y respeto en los medios financieros internacionales, en su habitual cuestionario dirigido a la comunidad bancaria tratando de explorar las expectativas para 1982, recogía una pregunta y una síntesis de las respuestas que en modo alguno debía despreciarse.

A la pregunta, ¿qué países en concreto estima usted se verán forzados a pedir a los prestamistas alguna forma de respiro para su deuda, durante 1982?,

la respuesta resulta ilustrativa: «... los más frecuentemente mencionados son: Rumanía, Yugoslavia, Brasil, Méjico, Senegal, Zaire, Vietnam y España.»

¿Qué razones podían existir para tal valoración? En el año 1981, España había salido a los mercados financieros internacionales en 90 ocasiones (créditos sindicados, colocaciones privadas y bonos internacionales), obteniendo 5.369 millones de dólares.

En conjunto, los agentes españoles tomaron el 3,8 por 100 del total de operaciones y sólo el 2,5 por 100 del montante de los recursos cedidos por el mercado internacional, que había supuesto 229.108 millones de dólares. Esto le hace ser a España el 9.º prestatario mundial, después de EE.UU., Canadá, Méjico, Francia, Italia, Japón, Brasil y Venezuela, posición un tanto equívoca porque, junto a economías sólidas, aparecen otras de países que, a corto plazo, se vieron obligados a solicitar de la comunidad bancaria internacional la reestructuración de su deuda.

Del análisis de los prestatarios españoles destacan, como es tradicional, las operaciones tomadas por las autopistas y las empresas eléctricas y, con mucha menos entidad, aparecen un determinado número de empresas de otras áreas de actividad, todas del sector privado.

Luego aparece el Reino de España, en un préstamo sindicado por 500 millones de dólares a 8 años y unos *spreads* aceptables sobre el LIBOR, o bien sobre el *US prime rate*. El ICO, en un préstamo sindicado, tomó 200 millones de dólares a 9 años con aproximadamente los mis-

mos márgenes y el INI y sus empresas, en 16 operaciones, todas de créditos sindicados en condiciones de mercado, retiró 1.443 millones de dólares. Si a aquéllas se unen las operaciones de RENFE, CAMPSA y Telefónica, supone, para el sector público y asimilados, haber obtenido un total de 3.100 millones de dólares.

### 1. El riesgo España

¿Había ido demasiado lejos el sector público en su política de captación de recursos externos?

Si se contempla el volumen de los recursos captados y su porcentaje sobre el total mundial, el 2,5 por 100, no cabe pensar que se había hecho un exceso de emisiones fuera de nuestras fronteras. Por ello, habría que preguntarse si la economía española presentaba un cuadro general totalmente diferente del imperante en el exterior, y entonces encontrar ahí la causa aparente de la posible penalización al riesgo España por los mercados financieros internacionales (1).

España, encajada ya bastante más en el contexto mundial, no pudo escapar a las tendencias imperantes fuera. Nadie mejor que el Banco de España, en su informe sobre el año, puede recoger ese paralelismo, al tiempo que poner de manifiesto la interdependencia y, por tanto, el engarce en el mercado financiero internacional.

El informe dice: «La debilidad de la economía, el aumento del paro, los problemas de la crisis y de la reestructuración industrial y el deseo de introducir un cierto grado de estímulo en la demanda a través de la inversión pública mantuvieron el aho-

rro bruto a niveles muy bajos y condujeron a un importante aumento del déficit...», que llegó a alcanzar el 3,6 por 100 del PIB, «a pesar de que tanto las emisiones públicas como el endeudamiento público exterior aumentaron fuertemente...»

Verdaderamente la situación económica había sido crítica, porque se encontraba en la fase de ajuste derivada de la segunda crisis del petróleo. Hecho que, al coincidir con una depreciación fuerte de la peseta —del 18,7 por 100 frente al dólar— y con una caída de la relación de intercambio, determinó una transferencia neta del producto real, en favor del resto del mundo, del orden del 6,6 por 100 en el bienio 1980-81.

«Limitar drásticamente la apreciación del dólar frente a la peseta habría exigido o bien una pérdida prohibitiva de reservas exteriores o bien una política monetaria muy dura», influyendo profundamente en el nivel de actividad y empleo. «Sin embargo, adoptar una posición de insensibilidad ante el aumento de los tipos de interés y la ampliación de los diferenciales correspondientes hubiera llevado a una fortísima depreciación...» La decisión fue admitir una devaluación más bien corta.

El estímulo de la nueva paridad impulsó las exportaciones y acabó reduciendo algo, a 5.000 millones de dólares, el saldo negativo de la balanza por cuenta corriente, que supuso el 2,5 por 100 del PIB. Este era el índice de las necesidades reales de ese año.

### 2. La deuda exterior: registro de la situación

Visto este panorama, no puede negarse la oportunidad de la

captación de recursos externos — como tantos otros países industriales o en desarrollo — para completar al ahorro interior. Por ello, la deuda viva española alcanzaba 27.205 millones de dólares, con un servicio de la deuda (intereses más amortizaciones) de 7.027 millones de dólares, es decir, del 20,5 por 100, lo que supone, además, unos *ratios* del 14,7 por 100 (Deuda/PIB), 2 por 100 (Intereses/PIB) y del 42,6 por 100 (Reservas/Deuda), para fijar los coeficientes de solvencia y liquidez del año.

Pero esos indicadores no hacen más que recoger, cuantificados, los resultados de una gestión económica nada brillante en un entorno internacional difícil. Sin embargo, reflejan igualmente un componente no financiero, el político, esencialmente relevante en 1981 por el ocaso del Presidente Suárez, hábil hacedor de la transición, que dimitió en enero, y el fallido golpe de Estado de febrero, que parecía tender a acercar nuestro modelo político al imperante en el mundo subdesarrollado. Tal inestabilidad institucional nos hacía caer necesariamente más entre Brasil o Méjico que en el entorno occidental, y eso tiene un costo de imagen que la revista financiera hábilmente recogía.

## **B. «Eurostudy 1982/83»**

Cara a 1983, la misma pregunta del año anterior volvía a arrojar sombras sobre el futuro de España, contemplada desde el exterior, vista por el mercado financiero internacional.

Igualmente, la respuesta seguía siendo clara e ilustrativa de

los temores internacionales. Los países del COMECON encabezaban la lista, pero luego la comunidad financiera expresaba sus dudas sobre ciertos países de la Europa Occidental: Portugal, Irlanda, Bélgica, España, e incluso Francia, donde las nubes eran muchas y oscuras.

¿Qué había pasado otra vez en 1982? ¿Había razones de exceso de demanda al mercado o más bien de situación general del país?

El mercado internacional había permitido a España obtener 3.163 millones de dólares en 57 operaciones (créditos sindicados, colocaciones privadas y bonos internacionales), lo que supone una minoración de 2.200 millones con respecto a 1981, y, por tanto, pasar a ser el país 16 en la lista de prestatarios, detrás de EE.UU., Canadá, Francia, Méjico, Australia, Japón, Italia, Venezuela, Brasil, World Bank, Nueva Zelanda, Suecia, Corea, Polonia y Reino Unido, compañía nada desacreditada.

La lista pone una vez más de manifiesto el esfuerzo inversor y de ajuste, con cargo al exterior, de países como Canadá, Australia, Italia, Nueva Zelanda o Suecia y la dependencia excesiva de otros como Méjico, Brasil o Venezuela, que ese año inaugurarían la lista de fallidos, creando desconcierto en la banca internacional.

Por otra parte, el número de operaciones tomadas por españoles representa tan sólo el 2,2 por 100 del total, mientras que, de los 227.194 millones de dólares movilizado por la financiación internacional en ese año, España había retirado el 1,4 por 100, dando una media de 55,5 millones de dólares por opera-

ción. Tamaño este último muy pequeño si se compara con los valores medios del mercado, según aparecen en el cuadro número 1.

### *1. Los prestatarios españoles: sus condiciones*

Si se analizan los prestatarios españoles, se observa que en ese año, 1982, el INI sólo retiró del exterior 75 millones de dólares, el Reino de España salió ocho veces para entrar en el mercado de créditos sindicados, colocaciones privadas y de emisión de bonos, al tiempo que diversificaba las divisas: 750 millones de dólares, 250 millones de francos suizos, 100 millones de libras y 20.000 millones de yens.

El ICO, por su parte, también diversificaba mercados y monedas con sus operaciones: 225 millones de dólares, 100 millones de francos suizos y 10.000 millones de yens. RENFE sólo operó en créditos sindicados y bonos, pero con pluralidad de divisas: 250 millones de dólares, 80 millones de francos suizos, 100 millones de DM y 12.000 millones de yens, y Telefónica comienza a entrar en las colocaciones privadas y bonos, con dos emisiones, una de 50 millones de francos suizos y otra de 100 millones de DM, respectivamente.

En el lado privado, las autopistas multiplican monedas y mercados con 17 operaciones, al igual que las compañías eléctricas, con cuatro operaciones.

Si había habido exceso de demanda española en el mercado financiero internacional, tal desbordamiento debería poder apreciarse por los precios y condiciones en que se han realizado las distintas operaciones.

Los *spreads* medios, en 1982, para los distintos grupos de países se habían movido en torno a los valores que se recogen en el cuadro n.º 1.

Si se contemplan los *prime coupons* del mercado internacional de bonos, para ofertas públicas, se constata que habían estado entre el  $10\frac{1}{2}$ - $11\frac{1}{2}$ , cuando aparecían nominados en dólares. Para las emisiones en marcos alemanes las tasas oscilaban entre  $7\frac{1}{2}$ - $8\frac{1}{4}$ , y en el caso de las salidas en francos suizos, la variación era del  $5\frac{1}{2}$ - $5\frac{3}{4}$  tan sólo.

circise que España, como prestatario, estaba siendo penalizada.

Los posibles problemas con el riesgo España habría entonces que buscarles en otras áreas, especialmente en la político-económica.

En el terreno político, se estaba en un año de desmoronamiento acelerado del partido en el poder, UCD, coalición centrista triunfadora de la transición, y en el engrandecimiento de la sombra del PSOE sobre la Moncloa, como las elecciones generales confirmaron a últimos del año.

los políticos para dar una respuesta adecuada. En el informe del Banco de España se dice: «... una economía estancada en un débil ritmo de crecimiento por el gasto público, al que se unió, en 1982, un modesto avance del consumo privado, pero en la que la inversión, especialmente en su componente productivo, muestra un deterioro persistente...» «Se trata de una economía sometida a fuertes desequilibrios, que se expresan en los terrenos de los precios, del empleo, de la balanza de pagos y del déficit público.»

Con ese panorama de fondo, no es de extrañar que un saldo deficitario de la balanza por cuenta de renta de 4.100 millones de dólares, mas la caída de las entradas de capital a largo, determinara un saldo negativo de la balanza básica de 2.300 millones de dólares. Si a esto se une el déficit creciente del sector público, del 5,9 por 100 del PIB, no debe llamar la atención que todo ello tuviera su reflejo, haciendo alcanzar a la deuda viva los 28.772 millones de dólares. Continuando así el deterioro de los indicadores de solvencia y liquidez con respecto a 1981, ya que pasan a ser del 16 por 100 (Deuda/PIB), 2,1 por 100 (Intereses/PIB), 19,8 por 100 (Servicio Deuda/Exportación de bienes y servicios) y del 29,5 por 100 (Reservas/Deuda).

CUADRO N.º 1

EVOLUCION DE LOS MARGENES

PAISES	1.º trimestre	2.º trimestre	3.º trimestre	4.º trimestre
OECD ... ..	0,57	0,47	0,50	0,55
OPEP ... ..	0,85	0,80	0,87	0,95
Países en desarrollo ...	0,83	1,05	1,08	1,47
Los <i>spreads</i> más bajos fueron de:				
	—	6/10	7/9	7/8
Y el tamaño medio de las operaciones, en millones de dólares de:				
	—	112	91	86

La comparación, a título de ejemplo, de algunos créditos sindicados y emisión de bonos internacionales de prestatarios españoles con los baremos antes indicados darían una primera aproximación de la calificación por los mercados de los riesgos españoles (2).

2. Valoración del riesgo

Sin embargo, ni por la cuantía conseguida en los mercados internacionales ni por los términos de los contratos podía de-

El mercado, como es habitual en él, quizás estaba descontando anticipadamente, en parte, las dudas sobre la política socialista en el poder y su impacto en la vida económica y social del país, a la luz de lo ocurrido con otras experiencias en países próximos europeos.

Pero no sólo había un componente político. Desde el punto de vista económico, la situación española reflejaba la misma evidencia ante el mundo desarrollado. La recesión continuaba y era palpable la incapacidad de

C. Año 1983: Primeras impresiones

Aunque es pronto para cualquier evaluación, porque se carece de las informaciones definitivas y totales del año, cabe preguntarse cómo se ha com-

portado 1983. La respuesta es relativamente sencilla (3).

En la economía española, aunque presente un crecimiento del PIB ligeramente superior al 2 por 100 y una reducción de la inflación en dos puntos, los desajustes siguen y no se ha iniciado realmente el proceso de reestructuración industrial. El déficit del sector público parece haber alcanzado el 6 por 100 del PIB, habiendo necesitado por ello el Estado una financiación de 1,23 billones de pesetas y 920 millones de dólares. Positiva ha sido la evolución de la exportación, lo que ha permitido reducir en casi 2.000 millones de dólares el déficit por cuenta corriente. Gracias a un superávit de capital a largo, prácticamente igual al de 1982, es decir, 2.918 millones de dólares frente a los 2.500 millones del ejercicio anterior, se han perdido sólo unos 300 millones de dólares el año anterior.

La deuda exterior viva parece no haber crecido en exceso, manteniéndose al nivel de 29.800 millones de dólares, cifra que parece ser el techo para nuestro país, a no ser que pretenda entrar en los tramos considerados como preocupantes a nivel internacional.

### 1. España ante el mercado internacional

¿Se ha reflejado todo esto en las salidas al mercado internacional? No lo parece, porque el comportamiento no ha podido ser más normal. Se han concertado 4.361 millones de dólares, en 79 operaciones (créditos sindicados, colocaciones privadas y bonos internacionales), lo que supone un incremento del 38 por 100 sobre la cifra del año anterior. El incremento es más

destacable porque ha tenido lugar a pesar de la contracción del 5 por 100 en el volumen total de recursos negociados por la financiación internacional durante el ejercicio.

Por todo ello, España ha vuelto a ser el 13 prestatario mundial, por detrás de los grandes tomadores de fondos, a los que ha venido a sumarse este año la Comunidad Económica Europea.

Se han alcanzado estas cifras, con el entorno económico anterior, después de que el Director General del Tesoro y Política Financiera, el pasado marzo, avanzara las necesidades exteriores del país. «Teniendo en cuenta la amortización de deuda y la entrada neta de capital, en 1983 se necesitarán 4.500 millones de dólares de fondos exteriores, repartidos en 2.000 millones para el sector privado y 2.500 millones para el sector público, incluyendo las garantías prestadas por el Reino a distintos prestatarios nacionales.

La emisión del propio Reino de España será del orden de 1.100 millones de dólares, repartidos entre dos préstamos sindicados en yens, un *samurai bond* de 15.000 millones de yens, un minijumbo de 450-500 millones de dólares y una emisión de bonos a tipo fijo en DM y una colocación privada en francos suizos.»

Como hecho positivo, es preciso destacar la propia programación de las necesidades, que luego la realidad parece haber confirmado, e incluso la distribución del montante global valiéndose de los diferentes instrumentos, mercados y monedas que hoy oferta el sistema financiero internacional.

### 2. Otros factores definidores del riesgo

Pero si todos estos pasos resultan positivos, cara a los mercados receptores, no habrían de ser acogidos igual el conjunto de hechos que ha digerido la economía española a lo largo del año y que, de alguna manera, podrían haber influido en la calificación de España como riesgo país.

Por un lado, causó impacto la declaración de Explosivos Río Tinto de no poder hacer frente a los compromisos de sus deudas exteriores, lo que, unido a la suspensión de pagos de Alúmina-Aluminio, la primera empresa indirectamente participada del INI que acudía a esta fórmula de reestructuración, ponían una nota de duda sobre la empresa española, al menos sobre algunos de los prestatarios más cualificados.

Por otro, la expropiación de Rumasa, incluidos los bancos del grupo, y la solución de urgencia dada a un *merchant bank* reconocido internacionalmente, como es el Urquijo, arrojaban dudas sobre el cierre de la crisis bancaria en España, después de la cadena de bancos en dificultad culminada con la del Grupo Catalana.

Los temores de futuras nacionalizaciones —con rumores afectando a las autopistas, otro conjunto de prestatarios destacados en los mercados internacionales— por esperar que el recién incorporado Gobierno socialista siguiera el modelo francés, arrojaron nubes de duda a los mercados exteriores hasta que, por distintos portavoces, se desmintiera y rechazara tal política.

### 3. La innovación financiera

España no se mantiene alejada de la innovación y de las grandes operaciones individuales, a pesar de su evolución económica, de sus rumores y problemas (4). El Reino de España consigue, en dos tramos, un eurocrédito de 750 millones de dólares a 5 años, con 0,50 sobre el LIBOR, o a 5 años y 20 puntos básicos sobre el *US prime*, y el otro tramo a 8 años, 0,625 sobre LIBOR o 25 puntos básicos sobre el *US prime*.

Tampoco deja de estar presente en el mercado de eurobonos, con dos emisiones de FRN's, de 200 millones de dólares, a 10 años y 0,25 sobre el LIBOR. El ICO, RENFE y SEAT imitan el ejemplo del Reino, sin mayores problemas, apareciendo también, después de años, un banco español en el mercado de FRN's, el Bilbao, para ser seguido por el Hispano y Exterior, a 12 años, 0,25 sobre el LIBOR.

Pero no para ahí la innovación, ni la búsqueda de mercados; las autopistas parecen haber sondeado los mercados de Hong-Kong y Singapur, mientras que FECSA encarga a unas primeras figuras, Wells Fargo y First National Bank of Chicago, montar un *standby letter of credit* de 75 millones de dólares para hacer el *backing* de una emisión de *commercial paper* en el mercado doméstico USA por Merrill Lynch.

A fines de 1983, el sentido de la innovación y la conveniencia de diversificar instrumentos, mercados y divisas parecen totalmente consolidados para los prestatarios españoles, tanto públicos como privados.

### III. UNA MEDIDA DE LA INTERNACIONALIZACIÓN: LA DEUDA EXTERIOR

Uno de los baremos que puede servir para dar una medida del grado de internacionalización de la economía española es el correspondiente a la deuda exterior. Su evolución, agregados público y privado, prestamistas, etcétera aportan factores cualitativos al elemento básico y principal, el volumen alcanzado, aunque luego tenga también interés su relación con ciertas macro-magnitudes.

En una primera aproximación, es interesante resaltar que hasta 1973, a pesar del notable esfuerzo realizado por España en su desarrollo y cambio estructural, tal crecimiento se ha conseguido sin déficit público y, por consiguiente, casi sin endeudamiento exterior.

Las modestas cifras de la deuda en moneda extranjera hasta la crisis del petróleo, todas privadas, han servido para financiar actividades empresariales, constituyendo, por tanto, un factor más de expansión, han sido un verdadero motor del desarrollo.

La comparación del nivel de endeudamiento exterior con otros países europeos, tanto sólidos y estables, caso de Alemania Federal, como pobres y en desarrollo, si se contempla a Grecia y Portugal, no indica que sea excesivo o inadecuado al tamaño y peso de la economía española en el contexto occidental. Inclusive, el techo del 18,3 por 100 sobre el PNB en 1982, supone un volumen aceptable para los *standards* internacionales.

A estos efectos conviene re-

cordar que, a corto plazo, el endeudamiento externo corrige los déficits de balanza de pagos, mientras que puede encerrar algún riesgo, a largo, si no se controla su volumen. Aunque siempre será mejor solución que recurrir al Banco de España o a la expansión de la oferta monetaria, factores claramente inflacionistas.

#### A. Su evolución: 1973-1982

En el año crítico de 1973, la deuda viva española suponía 3.490 millones de dólares, con un servicio de la deuda del 11,4 por 100 y una administración pública todavía con un superávit del 1,1 por 100 del PIB, por lo que debe pensarse que la deuda exterior estaba sirviendo para financiar actividades productivas remuneradas. Era un motor más de la expansión económica, como se decía anteriormente.

Desde entonces ha tenido un crecimiento sostenido, muy acelerado en algunos años, por haber supuesto un incremento interanual del 68 por 100, por ejemplo, para moderarse entre 1978-1977 y 1979-78 —creciendo sólo el 15 y 12 por 100, respectivamente—, acusando quizás las primeras medidas económicas coherentes adoptadas por un gobierno, a través del Pacto de la Moncloa, y posiblemente también el principio de disciplina impuesto por la CIFEX (Comisión Interministerial de Financiación Exterior).

La segunda crisis del petróleo, probablemente mejor absorbida que la primera, obliga a un crecimiento interanual de la deuda, 1980-79, del 22 por

**CUADRO N.º 2**  
**PRINCIPALES MACROMAGNITUDES**  
**(Millones de dólares USA)**

	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Deuda viva (1) .....	3.490	5.028	8.454	11.241	15.126	17.425
Servicio de la deuda (2) .....	1.005	835	1.668	2.019	2.932	5.661
Intereses (2) .....	239	339	529	696	949	1.433
Export. bienes y servicios (2) .....	8.822	12.893	13.887	14.569	17.305	22.280
Reservas (3) .....	6.799	6.025	5.905	4.952	6.132	10.015
Balanza comercial (2). Saldo .....	- 3.545	- 7.069	- 7.385	- 7.327	- 6.200	- 4.024
Balanza corriente (2) .....	556	- 3.244	- 3.487	- 4.293	- 2.164	1.632
Balanza básica (2) .....	1.321	- 1.575	- 1.684	- 2.275	838	3.350
Déficit Admón. Púb. % PIB .....	1,1	0,2	0,0	- 0,3	- 0,6	- 1,8

(1) La deuda está valorada a los cambios de fin de mes.

(2) Están valoradas a cambios medios anuales.

(3) Valoradas a 42,22 dólares la onza hoy.

**CUADRO N.º 2 (continuación)**  
**PRINCIPALES MACROMAGNITUDES**  
**(Millones de dólares USA)**

	1979	1980	1981	1982	1983
Deuda viva (1) .....	19.497	23.719	27.205	28.772	29.800 (5)
Servicio de la deuda (2) .....	5.583	5.567	7.027	7.081	- 6.836 (5)
Intereses (2) .....	1.948	2.751	3.849	3.781	- 3.636 (5)
Export. bienes y servicios (2) .....	29.928	34.342	35.508	35.218	33.707 (6)
Reservas (3) .....	13.116	12.358	15.337 (4)	11.529 (4)	11.228 (4)
Balanza comercial (2). Saldo .....	- 5.670	- 11.724	- 10.115	- 9.243	- 7.402
Balanza corriente (2) .....	1.125	- 5.187	- 4.980	- 4.101	- 2.533
Balanza básica (2) .....	4.342	- 933	- 744	- 2.328	499
Déficit Admón. Púb. % PIB .....	- 2,4	- 2,8	- 3,6	- 5,8	- 6 (5)

(1) La deuda está valorada a los cambios de fin de mes.

(2) Están valoradas a cambios medios anuales.

(3) Valoradas a 42,22 dólares la onza hoy.

(4) Fluctúa al 80 por 100 del valor de mercado onza hoy.

(5) Estimado.

(6) Debido al cambio de paridad del dólar.

100, para caer a un 6 por 100 entre 1982-81, con un servicio de la deuda del 20 por 100.

¿Cómo se ha llegado en estos años a los 28.772 millones de dólares de deuda exterior? La respuesta es inmediata. La deu-

da en nueve años se ha multiplicado por 8,24 veces, alcanzando así los 28.772 millones, mientras que el PIB, expresado en dólares, sólo se ha multiplicado por 2,52 veces, la exportación de bienes y servicios, por 3,99 veces, y el déficit del sec-

tor público, en términos de PIB, ha ido creciendo hasta situarse en el 5,8 por 100, en 1982. (Véase cuadro n.º 2.)

Sin embargo, la simple comparación de estas cifras, sin otra cualificación, puede llevar a una

valoración negativa del endeudamiento, cuando en realidad tiene componentes positivos, como, por ejemplo, al ponerle en relación con la Formación Bruta de Capital, el agente principal del crecimiento económico.

En 1973, con una FBC del 24,7 por 100 del PIB, la deuda externa suponía el 4,9 por 100 del PIB porque hasta 1974 el esfuerzo de desarrollo se realizó en base a los recursos internos, quizás por el excesivo conservadurismo financiero del Estado, alentado por el margen positivo, del 2,74 por 100, que nuestro crecimiento anual del PNB representaba sobre el correspondiente a la OCDE en conjunto.

En 1982, cuando la FBC sólo representaba el 19,62 por 100 del PIB, la deuda alcanza el 16 por 100 del mismo, por haberse convertido en el necesario sustituto de los reducidos ahorros internos. Gracias a este endeudamiento, el margen España-OCDE de crecimiento anual del

PNB, que ahora es negativo, es sólo del 0,15 por 100 porque la OCDE en conjunto crece al 1,72 por 100 y España, con esta ayuda, logra situarse en el 1,57 por 100.

### B. Deuda versus balanza de pagos

Si se compara la evolución de la deuda con los saldos internos de la balanza de pagos, aparece cierta simetría esperada. España ha complementado su ahorro interior con aportaciones del exterior no sólo para fines productivos sino para atender también a necesidades públicas, de financiación de los déficits del sector público y sus empresas, especialmente a finales de los setenta y principios de los ochenta.

Toda nuestra problemática en balanza de pagos arranca del tradicional déficit de la balanza comercial, porque la cobertura de las importaciones no llega a

ser ni del 75 por 100 en los mejores años. En los ejercicios contemplados, el saldo negativo se acentúa especialmente en las dos crisis del petróleo. Del año 73 al 74 prácticamente se duplica, alcanzando el nivel de los 7.000 millones de dólares, que luego consigue irse ajustando por las medidas públicas, especialmente de estímulo a la exportación y de corrección del tipo de cambio.

El siguiente salto se produce entre 1979 y 1980, con el nuevo techo de 11.724 millones de dólares de déficit que, como es natural, trata de absorberse, para llegar a ser de 9.250 millones a finales de 1982, con un dólar ya a 125,52 pesetas.

La balanza por cuenta corriente y la corregida por el saldo neto de las aportaciones de capital del exterior, la básica, son negativas desde 1974 hasta 1982, con la salvedad de unos años, entre 1977 y 1979, en que se logra un saldo positivo por diversas circunstancias exógenas

CUADRO N.º 3

#### EVOLUCION DE LA DEUDA EXTERIOR POR PRESTATARIOS

(Millones de dólares USA a cambios de fin de año)

	1975	%	1976	%	1977	%	1978	%
Sector público .....	3.918	46,3	5.211	46,3	7.558	50,0	7.962	45,7
Estado .....	1.180		1.752		3.113		2.785	
RENFE .....	723		887		1.110		1.228	
INI .....	501		525		532		505	
Empresas INI .....	1.116		1.551		2.264		2.646	
Otros organismos públicos .....	185		195		28		95	
ICO .....	213		301		511		703	
Sector privado .....	4.536	53,7	6.030	53,7	7.568	50,0	9.463	54,3
Con garantía del Estado .....	775		1.041		1.384		1.768	
Sin garantía del Estado .....	3.761		4.989		6.184		7.695	
<b>TOTAL DEUDA .....</b>	<b>8.454</b>		<b>11.241</b>		<b>15.126</b>		<b>17.425</b>	

CUADRO N.º 3 (continuación)  
**EVOLUCION DE LA DEUDA EXTERIOR POR PRESTATARIOS**  
(Millones de dólares USA a cambios de fin de año)

	1979	%	1980	%	1981	%	1982	% sobre total 1982
<b>Sector público</b> .....	8.546	43,8	9.959	42,0	11.414	42,0	12.841	44,6
Estado .....	2.190		1.916		2.311		3.153	11,0
RENFE .....	1.276		1.479		1.600		1.826	6,3
INI .....	407		405		387		366	1,3
Empresas INI .....	3.397		4.518		5.308		5.162	17,9
Otros organismos públicos .....	95		87		178		206	0,7
ICO .....	1.181		1.554		1.630		2.128	7,4
<b>Sector privado</b> .....	10.951	56,2	13.760	58,0	15.791	58,0	15.931	55,4 (*)
Con garantía del Estado .....	1.931		1.870		1.822		1.895	6,6
Sin garantía del Estado .....	9.020		11.890		13.696		14.036	48,8
<b>TOTAL DEUDA</b> .....	19.497		23.719		27.205		28.772	100,0

  

(*) Sector privado .....	15.931	55,4
Autopistas con aval público .....	1.852	6,4
Autopistas sin aval público .....	1.922	6,7
Empresas eléctricas .....	6.555	22,8
Telefónica .....	1.160	4,0
Campsa .....	431	1,5
Otras entidades .....	4.011	14,0

Fuente: Banco de España.

e internas; entre ellas, como se ha citado, el desplome del tipo de cambio frente al dólar y las principales monedas europeas.

### C. La deuda pública y privada

¿Cómo se distribuye el endeudamiento externo entre público y privado?

Como puede observarse en el cuadro n.º 3, la deuda exterior se desglosa entre un 42 por 100 pública y un 58 por 100 privada durante los años de mayor presión privada para atender sus necesidades, es decir, los años 1980 y 1981, y un 50 por 100 para cada una en 1977. Si se asume que la deuda con garantía del Estado es prácticamente pública, entonces en todos los años

el endeudamiento público es superior al privado.

Atendiendo al préstamo, el Estado, otros organismos públicos y el ICO vienen a representar una cifra en torno al 19 por 100, el INI y sus empresas otro 19 por 100 y RENFE oscila entre un 8,5 por 100 en 1975 y el 6,3 por 100 de 1982, siempre en relación con el total endeudamiento español.

En el lado privado, hay que llamar la atención sobre el hecho de que las compañías eléctricas y las autopistas, con aval público o no, suponen el 36 por 100 de la deuda externa española, una concentración quizás excesiva en dos sectores con problemática diferente y hasta cierto punto análoga. Debería haber suficiente ahorro nacional para financiar estas dos líneas de necesidades, sobre todo con

instrumentos como las obligaciones y acciones. En el fondo, se está poniendo de manifiesto la estrechez, poca representatividad y dimensión del mercado de capitales español, hecho al que es preciso sumar la mala experiencia pasada de los pequeños ahorradores con estos activos y la acentuada preferencia de liquidez del capital español por el clima de inflación y desconfianza en el futuro productivo del país.

### D. Los prestamistas

Si se contempla ahora la deuda exterior desde el lado de los prestamistas, según se aprecia en el cuadro n.º 4, es conveniente resaltar la pérdida de protagonismo del endeudamiento de organismos públicos bilaterales o multilaterales o de pro-

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	1982	% sobre total 1982
Estados nacionales .....	103	91	89	90	84	64	51	39	0,1
Banco Mundial .....	245	253	246	240	231	212	193	164	0,6
FMI .....	581	666	696	803	271	262	165	5	0,0
Eximbank .....	515	674	749	804	883	881	847	888	2,9
Eurofima .....	107	149	193	241	257	270	270	248	0,9
Otros organismos internacionales y otras entidades públicas extranjeras .....	626	605	430	814	742	887	948	965	3,4
Bancos y sociedades de crédito extranjeros.	4.042	5.979	9.210	10.831	13.098	15.878	18.572	19.766	68,7
Particulares extranjeros .....	417	422	424	489	564	550	631	610	2,1
Banca delegada nacional .....	1.293	1.727	2.184	2.180	2.225	2.437	2.917	3.147	10,9
Banca delegada extranjera .....	294	332	424	433	661	1.772	2.164	2.475	8,6
Proveedores extranjeros .....	244	343	481	500	481	501	447	515	1,8
<b>TOTAL .....</b>	<b>8.454</b>	<b>11.241</b>	<b>15.126</b>	<b>17.425</b>	<b>19.497</b>	<b>23.719</b>	<b>27.205</b>	<b>28.772</b>	<b>100,0</b>

Fuente: Banco de España.

gramas estatales, que ya en 1975 sólo representaban el 25 por 100 del total, para caer a sólo el 7,9 por 100 en 1982. Hecho que debe interpretarse como la graduación de España, no siendo elegible para recibir préstamos de aquellas instituciones, al tiempo que, *sensu contrario*, era plenamente aceptada por el mercado financiero internacional.

También es necesario reconocer el papel jugado por la Banca y las sociedades de crédito, tanto nacionales como extranjeras, porque pasan de ser cedentes de recursos por un 66,5 por 100 en 1975 al 88,2 por 100 del total en tan sólo siete años. Hecho que pone de manifiesto el papel clave de la institución como mediadora en la financiación internacional, al tiempo que demuestra su capacidad de reciclaje y transformación.

Otro aspecto que destaca es la escasa significación directa de la banca delegada extranjera, por solo haber aportado el 3,5

por 100 de los recursos, frente a la banca delegada nacional con el 15,3 por 100 en 1975. Si bien conviene recordar que, en ese año, sólo cuatro bancos extranjeros estaban autorizados a operar en el mercado financiero español. No obstante, el resto de la importante banca internacional ya había conectado con las necesidades del Estado y la empresa en España, bien a través de las oficinas de representación, como avanzada de la casa madre fuera de las fronteras, o bien directamente, como lo pone de manifiesto ese 47,8 por 100 asumido por los bancos y sociedades de crédito extranjeras.

Como consecuencia de la venida de la banca extranjera a implantarse en España, a partir de la autorización de 1978, la banca delegada extranjera salta en el año 80 al 7,4 por 100, acercándose a la delegada nacional, para subir al 8,6 por 100, frente a tan sólo el 10,9 por 100 de

la banca española, en 1982. Todo esto sin olvidar que sigue estando, en más de los dos tercios, en manos de instituciones mediadoras del mercado financiero internacional la provisión de recursos a la economía española vía deuda exterior.

### E. Las divisas en la deuda

Otro elemento a considerar de la deuda exterior es la composición de la misma según las diferentes divisas en que ha sido contratada.

Si se estudia el último año disponible, 1982, se comprueba que el 62,4 por 100 está expresada en dólares, el 15,2 por 100 en marcos alemanes y el 11,1 por 100 en francos suizos, es decir, en estas tres monedas fuertes está concentrado el 88,7 por 100 de nuestra deuda exterior, lo que lógicamente nos debe hacer pensar en el coste

implicito de las futuras revaluaciones cara a la peseta.

Aunque durante los últimos años se está apreciando una diversificación mayor en monedas, instrumentos y mercados, convendría insistir en este aspecto por los beneficios que ello implica. Profundizando algo más en esta línea, debería insistirse en el ECU, aceptándolo como «divisa extranjera» por múltiples razones:

- políticas, derivadas de la futura integración de España en la CEE, en el ECU —como cesta de monedas— y en la «serpiente monetaria» del Sistema Monetario Europeo;
- estratégicas, de diversificación de monedas y riesgo, y
- económicas, porque el ECU elimina los riesgos de movimientos bruscos de cambios o intereses por compensación interna, además de hacer disponibles monedas débiles (5).

#### **IV. LA BANCA ESPAÑOLA Y LA FINANCIACION INTERNACIONAL**

##### **A. La experiencia exterior**

Es indudable que el proceso de acceso de la economía española a la financiación internacional está condicionado por la apertura del sistema crediticio y, por consiguiente, de la banca nacional hacia el exterior. Por ello, antes de explorar la realidad española, conviene recordar, aunque sea brevemente, el origen y proceso de internacionalización de la banca occidental.

La convertibilidad externa y

la liberalización de los movimientos de capital, impulsados por el FMI, la OCDE y sus famosos «Códigos de Liberalización», la creación de la Comunidad Económica Europea, con su espíritu liberalizador, etc., generaron un entorno favorable para la expansión de los flujos comerciales y para la consiguiente necesidad de apoyo financiero a través de los canales bancarios tradicionales.

Pero, con la evolución favorable del entorno, se cimentó con carácter general el desarrollo de los países que, a nivel empresarial, propició la internacionalización de sus actividades, tanto por el incremento del comercio como por el desarrollo de las inversiones directas y de los establecimientos comerciales o productivos fuera de las fronteras nacionales. Ante estos nuevos impulsos, no basta con el resurgimiento de los mercados de cambio y la consolidación de los créditos documentarios comerciales, ni es suficiente apoyo estratégico el otorgado desde las estructuras bancarias de los mercados domésticos; deben hacerse implantaciones fuera de las fronteras en seguimiento de sus clientes.

Si esto es verdad para unos bancos en un primer momento, años más tarde, a comienzos de los setenta, se produce la generalización del proceso y es entonces cuando la banca occidental empieza masivamente a convertirse en internacional en respuesta a presiones de diversa índole:

- al estancamiento económico doméstico, acentuado por el incremento de la competencia, que fuerza a la baja los márgenes de los beneficios bancarios;
- al requerimiento de ser más

competitiva, frente a la banca extranjera, para servir así mejor a las necesidades de sus clientes empresariales nacionales, y

- ante el creciente deseo de ampliar la base de sus fuentes de financiación exteriores.

##### **B. Los condicionamientos económicos**

###### *1. La empresa española*

Contemplando esta evolución, no debe extrañar la modesta participación inicial de la banca española en el negocio bancario internacional. Si nos preguntáramos ¿qué factores han sido los causantes de ese nivel participativo?, la respuesta es compleja y amplia.

Dejando aparte las limitaciones legales o reglamentarias, producto del carácter intervencionista y conservador de las autoridades monetarias, habría que analizar una serie de aspectos económicos, como entorno determinante del comportamiento de la Banca en su proyección externa.

A nivel macroeconómico, basta con recordar la escasa aportación de ahorro exterior a la FBC hasta 1973 y el efecto favorable que ha supuesto dicho componente en los últimos años para mantener el bajo nivel de actividad económica del país.

Si se analiza a nivel microeconómico —para determinar las cualificaciones del cliente bancario— los datos de diversas muestras de empresas, estudiadas por Alvaro Cuervo y otros expertos, el servicio de estudios del Ministerio de Industria, etc., establecen que los fondos propios vienen a representar el 32-

36 por 100, como máximo, del pasivo empresarial, las amortizaciones el 18-17 por 100, la deuda a medio y largo plazo el 17-13 por 100 y el resto, 32-34 por 100 del total, la deuda a corto.

Se observa cómo responde, por tanto, la empresa española al modelo bancario, es decir, altamente dependiente del crédito, coyuntura y decisiones monetarias de las autoridades, frente a la empresa norteamericana, por ejemplo, con fondos propios incluso superiores al 50 por 100 del pasivo, enfocada a levantar recursos de los mercados de capitales, en acciones u obligaciones, porque el modelo es precisamente el opuesto.

Si se analizan los beneficios logrados por la empresa, en tanto por ciento de las ventas o del valor añadido a partir de 1973-74, se observa una caída hasta niveles alarmantes, reflejándose en los habituales *ratios* sobre activo, fondos propios o capitales; además de contribuir, lógicamente con cifras modestas, a la tasa de autofinanciación, lo que imposibilita a la empresa acudir a las habituales ampliaciones de capital, de los años sesenta.

A estos aspectos poco positivos debe sumarse, además, la tradicional falta de transparencia e información de la empresa española, incluso ante la Bolsa, en contraposición a la norma en Europa, y mucho más en Norteamérica, bajo los auspicios de la Security Exchange Commission, por ejemplo.

## 2. Los costes financieros

Otro factor a considerar es la distorsión y no suficiente representatividad de los costes finan-

cieros de activo y pasivo, en el sistema crediticio nacional, en relación con los similares del euromercado, primero, y luego con los imperantes en los diferentes mercados que componen hoy el mercado financiero internacional.

Si se excluye a aquellas empresas con acceso a los famosos «circuitos privilegiados», que han tenido, y siguen teniendo, la posibilidad de tomar prestado a coste real negativo, la aceptación de un *spread* o margen, en el crédito exterior, debería responder a la diferencia de tasas en los dos mercados, doméstico e internacional, corregidas por las variaciones previsibles del tipo de cambio.

Si al hacer la antedicha comparación resulta ser más favorable tomar prestado en el interior, como ha sido tradicional para la empresa española, y sin embargo esta regla no se ha seguido, hay que buscar otras razones diferentes del simple coste para explicarlo.

Habrà que pensar, entonces, en la disponibilidad o no de los recursos y en el plazo. Estos dos elementos del contrato de préstamo han hecho olvidar al empresario español la ventaja de contratar a tipo fijo y aceptar el riesgo de incremento imprevisible de coste que llevan aparejados los tipos flotantes, y la corrección de la paridad monetaria por carecer de una moneda fuerte.

Por otra parte, la empresa industrial o comercial española —en contra de lo sucedido internacionalmente— ante el desarrollo de las rentas personales en una serie prolongada de años, ha vivido de una fuerte demanda interior, en un mercado virgen en innumerables sectores,

con un grado suficiente de aislamiento del exterior. Por consiguiente, no ha sentido la necesidad de hacer de la exportación una parte de su actividad permanente, ni la urgencia de establecerse fuera como medio de defender su cuota en el mercado importador. No ha sido, por tanto, impulsora de la internacionalización de la Banca, como ha sucedido en los países industriales.

Hay que decir, en descargo del empresario y del sector privado, que, desde 1960 hasta 1982, la exportación, en dólares, se ha multiplicado por 49,4 veces, el crédito a la exportación supone ya el 50 por 100 del total exportado y las inversiones españolas en el exterior han subido, de prácticamente cero en 1960, a 746,8 millones de dólares en 1982.

## C. La internacionalización de la Banca

### 1. Oficinas y sucursales en el exterior

Las limitaciones y falta de estímulo de la banca española, derivadas del entorno económico y del sistema de regulación de cambios y movimientos de divisas, se refleja en el hecho de que, en 1960, sólo tuviera fuera del territorio nacional 9 oficinas de representación y 6 sucursales. En 1970, ya son 7 oficinas y 25 sucursales, saltando a 120 oficinas y 45 sucursales, nuevamente en un año clave: 1973, que se convierten en 166 oficinas, 80 sucursales, en 1979, para desde entonces seguir con ese proceso, al que completa la adquisición de paquetes, mayoritarios o no, en bancos norteamericanos, de Ibe-

CUADRO N.º 5

**PRESENCIA DE LA BANCA EXTRANJERA EN EL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL**

(Número a finales de año)

FORMA ORGANIZATIVA	1960	1970	1973	1979	1981
Oficina de Representación ... ..	9 (1962)	23	41	66	74
Sucursales (1) ... ..	4	4/14	4/19	15/51	27/81
Subsidiarias (2) ... ..	—	1	1	3	6
Afiliadas (3) ... ..	—	9	10	5	3

(1) Número de bancos/número de oficinas.

(2) Número de bancos extranjeros con control mayoritario.

(3) Número de bancos extranjeros con control minoritario (superior al 0,5 por 100 del capital).

roamérica y el Mercado Común, sin que este último hecho sea propiciado en exclusiva por los primeros del *ranking* nacional.

Es más de destacar este esfuerzo para competir haciéndose internacional, porque la banca española sigue presentando un problema estructural de falta de dimensión; en comparación con el tamaño de los proyectos en el interior y la necesaria talla internacional, no ha dejado de ser de segunda fila para los *standards* exteriores. No en vano el primer banco español aparece en el *ranking* mundial en torno al puesto 80, cuando bancos de países intermedios como el nuestro tienen posiciones relevantes en dicha escala.

**2. La banca extranjera**

A la hora de analizar todos los factores que han impulsado la internacionalización de la banca española, no debe olvidarse el papel jugado por la presencia de la banca extranjera en el mercado financiero nacional.

Como pone de manifiesto el

cuadro n.º 5, hasta 1960 sólo aparecen abiertas en España cuatro sucursales de bancos extranjeros, aquellos que, al término de la guerra civil, decidieron permanecer en el mercado español. Sin embargo, también puede verse que, por esas fechas, comenzaron a establecerse las oficinas de representación, avanzada de la avalancha que supuso el Real Decreto 1.388/1978, como verdadera apertura del mercado bancario al exterior. La evolu-

ción de las cifras es de por sí suficientemente elocuente.

Elocuencia más visible aún en el cuadro n.º 6, donde se recoge la rápida penetración de la banca extranjera, como fielmente recoge la variación de los activos en manos de bancos extranjeros y su cuota, del 8,17 por 100 en 1981, sobre el total de activos bancarios.

Sin embargo, estas cifras no dan idea suficiente del verdadero impacto que la presencia de la banca extranjera ha tenido en el mercado español.

Su presencia ha impulsado claramente la innovación financiera, acercando los instrumentos o prácticas habituales fuera a los clientes españoles, o bien forzando la incorporación al sistema financiero nacional de figuras contrastadas por el uso, como lo sucedido, por ejemplo, con las letras endosadas por bancos y negociadas en Bolsa —modificación de las aceptaciones bancarias— o la introducción de las «pólizas flotantes» en base al MIBOR (Madrid Interbank Offered Rate). Figu-

CUADRO N.º 6

**ACTIVOS DE LAS INSTITUCIONES BANCARIAS EXTRANJERAS OPERANDO EN ESPAÑA**

(Miles de millones de pesetas a finales de año)

	1960	1970	1973	1979	1981
Sucursales ... ..	—	13,1	22,9	234,7	916,6
Subsidiarias ... ..	—	—	—	81,4	322,3
<b>TOTAL ... ..</b>	<b>—</b>	<b>13,1</b>	<b>22,9</b>	<b>316,1</b>	<b>1.238,9</b>

**Recordatorio:**

Como % del total de activos de todos los bancos operando en el país ... ..	—	0,61	0,57	3,11	8,17
--	---	------	------	------	------

ras estas últimas que han supuesto 22,4 miles de millones de pesetas en letras en 1982, después de una reducción importante por motivos fiscales, o los 250.000 millones de pesetas contratadas al MIBOR en el mismo año.

Además, se ha producido una reducción del coste financiero para la empresa española, por rebaja de *spreads* y comisiones, al tener al cliente cautivo en origen y porque operan con centros de costo en los que la infraestructura física y de personal es mínima en comparación con los pesados costes generales y excesiva red de oficinas, característicos de la banca española.

### 3. La diferencia de oportunidades

Sin embargo, a pesar de esos condicionantes externos e internos, la banca española, cuando la legislación sobre el uso y control de las divisas lo permite, se transforma en banca internacional, aunque, como se ha visto, no tenía ninguna de las dos estructuras bancarias que habían alumbrado el euromercado; por ejemplo, ni el tamaño de la americana, ni tampoco la especialización de los *merchant banks* ingleses.

Unos pocos bancos españoles son los que inician esta nueva marcha, en respuesta a las oportunidades de beneficios que ofrece la desigual regulación aplicada al negocio nacional e internacional, y la posibilidad de captar y colocar recursos externos, abundantes en el mercado interbancario, siempre que se atendiera a los principios de conversión de plazos y se organizara la cartera en base a una diversificación del riesgo.

Al establecer un mercado de activo y pasivo interbancario, la Banca consigue reforzar la red de corresponsalías, al tiempo que le permite, con prudencia, transformar plazos y destinar recursos a otros fines, dándole todo ello como recompensa buenos beneficios.

La incorporación de la técnica del *rollover* permite el alargamiento, la transformación del plazo, alcanzar con tomas a corto los 10-12 años, siempre sobre un tipo básico. Ampliándose también las posibilidades cuando el tipo de interés se convierte en flotante, en el pasivo, y se cede a tasa flotante, con lo que el prestatario asume el riesgo de variación de tipos a cambio de conseguir alargar los plazos.

La innovación que suponen los créditos multdivisas o con opción al cambio de monedas, en el momento de fijar un nuevo plazo, no es ajena tampoco a los intermediarios financieros españoles, que creen así ayudar a los prestatarios nacionales a reducir el coste final de la operación, minorando el riesgo de cambio.

La banca española, lanzada a la sindicación de créditos en todas sus variantes como *lead manager*, *co-manager* o agente, se permite ofrecer a sus clientes nacionales más selectos operaciones a largo plazo, asumiendo sólo una parte del riesgo, por lo que puede estar en más operaciones, y consigue establecer así una posición defensiva, al no dejarse llevar su clientela por la agresividad de la banca extranjera.

Para asumir las obligaciones derivadas de esta actividad, tomando posiciones de pasivo, no ha dudado en entrar en el in-

terbancario, tomar depósitos, hacer *stand-by*, establecer acuerdos de cesión de pesetas interiores a cambio de divisa fuera, emitir FRCD's o FRN's, etc.; en suma, utilizar la amplia gama de instrumentos que ofrece el mercado internacional a sus clientes.

### 4. La clientela extranjera

Además, por la sindicación entra en contacto con clientes del exterior, a los que nunca pensaba que podría llegar por ser bancos de segunda fila a nivel internacional. Por mediación de este vehículo, accede a participar en un negocio creciente, porque deben atenderse las necesidades de expansión o consolidación de las grandes multinacionales, escaso riesgo que se reduce aún más por la distribución entre múltiples instituciones.

Luego, conforme cambian los clientes en el mercado internacional de compañías multinacionales a Estados y organismos oficiales, de países industriales o en desarrollo, vendrá la diversificación de clientela, asumiendo riesgos soberanos porque los países, después de la primera crisis del petróleo, acuden a financiar sus déficits de balanza al mercado internacional, en muchos casos sin intentar siquiera ajustar al máximo la economía interior, como era tradicional antes. Ahí, quizás, reside una de las posibles explicaciones a la turbulencia actual.

Si por el lado del prestatario hay diversificación, no deja tampoco de haberla por el lado de los instrumentos o vehículos de intervención, siguiendo los pasos de la moda. Certificados de depósitos (CD's), FRCD's (*floating rate certificates of deposits*), FRN's (*floating rate no-*

tes: pagarés a interés flotante), *commercial paper*, *promissory notes*, etc., trasladando así a operaciones de activo para sus clientes la experiencia realizada por la captación de recursos de pasivo.

#### D. La regulación de la actividad

La banca española es ya plenamente internacional, dentro de las limitaciones de su dimensión, y los cuadros núms. 7 y 8 muestran la evolución de los activos y pasivos exteriores de los bancos de depósito, así como su comparación con el resto de países de la OCDE, nuestro entorno natural.

La administración española, como sus homónimas extranjeras, no ha sido pasiva ante esta avalancha de internacionalización y ha adoptado medidas, llamemos de prudencia y control, para forzar a la banca nacional a establecer nuevos principios de autodisciplina. Pero, lamentablemente, han sido disposiciones de aplicación general que, al ir acompañadas del efecto novedad, han forzado a igualarse a toda la banca española, no han sido lo suficientemente flexibles y discriminadas para permitir la natural o vocacional especialización de aquellas instituciones que, por tradición, estaban más inclinadas hacia el exterior.

Hay que comprender, por otra parte, en descargo de dichas autoridades, la novedad y mayor dificultad o complejidad de los problemas, y de ahí, como respuesta, la de las propias medidas regulatorias, porque han de hacer compatibles metas, objetivos o cometidos internos y externos, a veces aparentemente

CUADRO N.º 7

**ACTIVOS EXTERIORES DE LOS BANCOS DE DEPÓSITO**  
(US \$, miles de millones, al final del período)

PAISES	1960	1970	1975	1981
Australia	...	...	0,3	0,4
Austria	—	1,0	5,4	22,5
Bélgica	0,3	4,9	17,8	70,0
Canadá	1,2	7,6	13,9	37,8
Dinamarca	0,1	0,4	1,1	5,3
Finlandia	0,1	0,2	0,6	3,2
Francia	0,5	10,1	41,2	141,8
Alemania Federal	1,0	14,4	38,3	84,5
Grecia	—	0,1	0,3	1,7
Islandia	—	—	—	—
Irlanda	...	1,3	3,1	8,6
Italia	0,8	11,5	19,5	39,7
Japón	0,9	6,6	20,4	84,6
Luxemburgo	0,1	3,6	30,1	114,5
Holanda	0,9	5,3	20,1	66,1
Nueva Zelanda	0,1	0,1	0,2	0,4
Noruega	0,2	0,4	0,4	1,9
Portugal	0,1	0,3	0,4	1,5
España	0,1	1,0	3,2	14,8
Suecia	0,3	1,0	3,7	7,5
Suiza	1,5	14,1	47,9	162,4
Turquia	...	...	...	0,8
Reino Unido	3,1	37,4	124,7	430,9
Estados Unidos	4,9	12,8	57,3	306,3
<b>TOTAL OCDE</b>	<b>16,2</b>	<b>114,1</b>	<b>449,9</b>	<b>1.607,2</b>
<b>OTROS PAISES</b>	<b>1,3</b>	<b>35,3</b>	<b>113,4</b>	<b>496,0</b>
De los cuales:				
Bahamas y Cayman	(...)	(7,2)	(62,0)	(192,4)
Bahrein	(—)	(0,1)	(6,1)	(42,7)
Hong-Kong	(0,2)	(1,2)	...	(49,8)
Panamá	(—)	(0,3)	(10,4)	(41,1)
Singapur	(—)	(0,5)	(10,6)	(70,2)
<b>TOTAL PAISES</b>	<b>17,5</b>	<b>149,4</b>	<b>563,3</b>	<b>2.103,2</b>

Fuente: La información se refiere a los activos de no residentes en los bancos de depósito, otras instituciones tomadoras de depósitos y bancos autorizados internacionales que operan en los países registrados en las IFS del Fondo Monetario.

te irreconciliables, cuando no antagónicos.

Esta problemática ha venido a acentuarse con el problema de crisis, de insolvencia en cadena, que muchos de los países en desarrollo, altamente endeudados, han producido; trayendo un conjunto de incógnitas para la banca internacional, de

las que no escapa la banca española. Incógnitas sobre la recuperación futura de las deudas, en permanente aplazamiento, sobre la bondad de las nuevas aportaciones obligatorias (*new money*) y sobre el nivel de los márgenes *spreads*, comisiones e ingresos.

Si a ese proceso se une el

de pérdida de peso relativo de los fondos propios bancarios, expresados en dólares, por la erosión inflacionista y el deterioro del tipo de cambio, se produce la conocida falta de *capital adequacy* —en términos sencillos, supone la pérdida de posición en el contexto mundial— que hoy preocupa en igual medida a toda la banca internacional.

Para paliar en parte esta situación, en espera de cambios en las posibilidades de los mercados de capital, bastaría con aceptar el mismo criterio abierto que han seguido los organismos rectores de la banca internacional, con la incorporación de instrumentos nuevos de capitalización, como son la deuda subordinada o los préstamos participativos, o con asumir criterios innovadores en la definición de conceptos como los de capital primario o secundario, a fin de consolidar los fondos propios.

Dentro de esta línea de responsabilidad por parte de la Administración, no debería perderse de vista la oportunidad de que el Gobierno español lograra, en colaboración con las agencias especializadas: Standard and Poor (S & P) o Moody's, el conocido y prestigiado *rating* para el país. Es decir, el contraste internacional a la solvencia, solidez y estabilidad del Reino, porque de esta forma abriría la puerta para que el resto de los prestatarios consiguieran igual calificación y, de este modo, se asentaran definitivamente en el mercado internacional.

Por todo ello, la banca española, aun habiendo llegado al nivel de internacionalización adecuado, se encuentra ante el reto más serio de su existencia, por-

CUADRO N.º 8

**PASIVOS EXTERIORES DE LOS BANCOS DE DEPOSITO**  
(US \$, miles de millones, al final del período)

PAISES	1960	1970	1975	1981
Australia	...	...	0,3	0,7
Austria	0,1	1,0	5,4	25,5
Bélgica	0,4	5,7	20,2	83,1
Canadá	1,0	5,5	14,1	61,0
Dinamarca	0,1	0,4	1,0	5,3
Finlandia	—	0,3	1,2	4,9
Francia	...	10,8	41,9	135,7
Alemania Federal	1,3	9,1	21,9	66,8
Grecia	—	0,1	1,0	4,7
Islandia	—	—	0,1	0,2
Irlanda	...	1,3	3,6	10,4
Italia	0,9	11,6	23,2	51,3
Japón	1,2	5,5	26,7	100,4
Luxemburgo	—	2,5	28,4	106,1
Holanda	0,3	5,1	17,5	65,2
Nueva Zelanda	—	—	—	0,1
Noruega	0,1	0,3	0,5	6,4
Portugal	—	—	0,1	6,3
España	—	1,2	6,1	27,9
Suecia	0,1	0,8	2,5	14,1
Suiza	1,6	12,1	36,6	135,0
Turquía	...	...	...	—
Reino Unido	3,0	40,4	136,0	446,8
Estados Unidos	9,7	31,3	62,7	229,2
<b>TOTAL OCDE</b>	<b>19,8</b>	<b>145,0</b>	<b>451,0</b>	<b>1.587,4</b>
<b>OTROS PAISES</b>	<b>1,0</b>	<b>17,8</b>	<b>127,8</b>	<b>542,2</b>
De los cuales:				
Bahamas y Cayman	(...)	(7,4)	(62,1)	(192,4)
Bahrein	(...)	(—)	(2,0)	(41,4)
Hong-Kong	(...)	(0,4)	(...)	(45,3)
Panamá	(—)	(0,4)	(8,8)	(41,3)
Singapur	(...)	(0,5)	(10,6)	(69,6)
<b>TOTAL PAISES</b>	<b>20,8</b>	<b>162,8</b>	<b>578,8</b>	<b>2.129,6</b>

*Fuente:* La información se refiere a los pasivos de no residentes en los bancos de depósito, otras instituciones tomadoras de depósitos y bancos autorizados internacionales que operan en los países registrados en las IFS del Fondo Monetario.

que debe diseñar su propia estrategia de futuro y luego obrar en consecuencia. Obrar que puede llevarla desde la consolidación como verdaderamente internacional, en un extremo, a la concentración en actividades sólo domésticas, en el otro. La vocación y la profesionalidad serán los elementos que la ayuden a decidir.

## V. PERSPECTIVAS FUTURAS

### A. La posición actual

No cabe duda, es momento de hacer el resumen y de establecer las perspectivas futuras, y es entonces cuando la reali-

dad impone ya su evidencia; España, en estos años, ha andado un largo camino en su proceso de integración en el concierto financiero internacional y, por el punto alcanzado, parece haber superado el de no retorno.

Por su parte, la financiación internacional se ha convertido en un componente imprescindible del flujo que se mueve entre nuestras instituciones, a impulso de los agentes económicos, y entre éstas y sus homónimas del exterior, como por un sistema complejo de vasos comunicantes, aunque la diferencia de regulaciones suponga todavía ciertas trabas a la libre circulación.

El sistema financiero, como principal exponente de este proceso, se ha venido acoplado al esquema imperante en nuestro entorno geoeconómico, está encajando en el complejo *puzzle* que forma el sistema internacional. Encaje impulsado por una necesidad técnica de apertura al exterior del mercado financiero, aunque las medidas adoptadas, quizás no plenamente voluntarias, parecen abrir fisuras en los hasta ahora rígidos esquemas de control nacionales.

Las autoridades monetarias se están dando cuenta así de que, si se continúa con el proceso, van a ser cada vez menos libres de tomar decisiones unilaterales, en base a parámetros o variables exclusivamente nacionales; constatan que en el fondo, desde fuera, se les pide que hagan dejación parcial de lo que hasta ahora era total soberanía financiera. Es una imposición natural del proceso.

Incluso puede decirse que el mercado internacional va más allá, impone sin pretenderlo cier-

ta tiranía, salvo que se le domine, y es difícil porque está al margen de las legislaciones nacionales. Tiranía que supone la cautela en la adopción de medidas, la obligación de un ajuste o la prudencia en una decisión de gobierno, so pena de replicar con el cierre a las emisiones, la elevación de márgenes o el hundimiento de la cotización en el mercado secundario.

## **B. La pervivencia del mercado internacional**

En contra de todo tipo de especulaciones, el mercado internacional no parece abocado a su desaparición, juega un papel demasiado importante para la economía occidental. Objetivamente, tampoco presenta síntomas de hundimiento, aunque coyunturalmente pueda ofrecer oscilaciones en los volúmenes de recursos gestionados en un año determinado.

Además, está dando pruebas de alto grado de sensibilidad en respuesta a los problemas y necesidades que le presentan sus agentes: bancos, mediadores e inversores. Ofreciendo una imagen creadora, un alto grado de innovación permanente en productos y servicios que acaba imponiendo incluso en los distintos mercados nacionales.

Como prueba cuantitativa puede avanzarse que el Orion Royal Bank, hace unos meses, presentaba un estudio sobre el reflujo de repagos de principal e intereses que los bonos internacionales, emitidos hasta 1983, suponen para los euromercados de capital hasta 1992. Aporta un valioso argumento en favor de la pervivencia del mismo.

La suma de principales e intereses a repagar, se insiste: sólo sobre los bonos internacionales (los eurobonos más los bonos extranjeros), en 1984, supone 47.407 millones de dólares —es decir un 79 por 100 de los emitidos en 1983, por ejemplo—, debiendo alcanzar los 53.386 millones en 1987, para luego caer hasta 30.414 millones en 1992. Como es lógico pensar, el perfil de las amortizaciones no será de ese volumen porque hay que esperar, aunque sea con niveles de emisiones más bajos, que se mantenga activo el mercado, al no existir razones objetivas para que no sea así.

Confirmando la sensibilidad y capacidad de innovación del mercado internacional, en apoyo de la pervivencia del mismo, pueden resaltarse, a modo de ejemplos, el nuevo impulso de los *floating rate notes* (FRN's) y la confirmación del ECU como «divisa internacional», durante el último ejercicio. El montante de FRN's emitidos el año 83 alcanzó el récord de 14,5 miles de millones de dólares —6,7 miles de millones en 1981 y 11,2 miles de millones en 1982—, el 41 por 100 del mercado de bonos del eurodólar, y, en los tres primeros meses de 1984, ha mantenido el impulso, para representar 6.000 millones de dólares.

El mercado ha aceptado la rápida evolución de estos bonos por ser receptivo a dos tipos de presiones. La realizada por la banca internacional, atrapada por los mayores plazos de los préstamos renegociados, que prefiere ahora emitir FRN's porque coloca el papel a sus inversores, no pudiendo ser llamado en 10-12 años frente al riesgo que supone la cláusula de disponibilidad (*availability clause*) de los créditos sindicados.

Además, pueden ser renegociados en el mercado secundario en cualquier momento, recobrando la liquidez, a un precio relacionado con el de emisión, y que, en conjunto, refleja la calificación del mercado para ese prestatario. La segunda responde a la de las autoridades de regulación y control de la Banca que exigen a las instituciones tuteladas más duros *ratios* de capital/activos; bajando el multiplicador de los fondos propios como techo máximo de endeudamiento.

El otro ejemplo, la confirmación del ECU —cesta de monedas duras y blandas—, responde, además de a criterios políticos, a la búsqueda por los prestatarios de una mayor estabilidad de tipos de interés y cambio, como reacción a un dólar excesivamente cambiante en función de parámetros internos americanos. Igualmente, es producto del deseo de acogerse al SME, donde las oscilaciones dentro de la «serpiente» son más cortas que las imperantes en el mercado del dólar o yen y están más cerca del viejo patrón del IMF, impuesto después de la Segunda Guerra Mundial.

En suma, las simples cifras del Orion Royal Bank o los hechos apuntados son toda una garantía de futuro, un síntoma de continuidad, sobre todo si, como es previsible, a pesar de las tentaciones de controlarlo, el mercado internacional sigue estando al margen de las normativas domésticas y con mayor simplificación —especialmente en el mercado en dólares— de regulaciones que los mercados domésticos.

No hay que olvidar que es antigua la tentación de regularlo. Se dice entre los expertos que

desde 1965 se viene hablando del tema, aunque hasta ahora no se haya logrado. Sin embargo, es sintomático que el BIS, como caja de resonancia de las autoridades monetarias nacionales, quisiera poder asumir el papel de director del proceso técnico de regulación del Euromercado, aunque al tiempo se le concediera un poder político incuestionable que ningún banco central acepta de buena gana. Por otro lado, resulta incongruente pensar que, en un momento en que la desregulación empieza a afectar seriamente a mercados como el americano o el británico, se encuentren razones objetivas para normatizar el mercado internacional. Si a nivel nacional, frente al modelo de mercado regulado, se está imponiendo el imperio del mercado, no parece aconsejable quitar el carácter dominante de mercado en el internacional.

Otro factor de permanencia y estabilidad reside en un mejor entendimiento de lo que es «el ciclo del producto» en el sistema financiero internacional y en el proceso de estructuración de los diversos submercados, en fases diferentes, pero apuntando a lo que comienza a denominarse *global market place*.

Recuérdense los años, volúmenes, incorporación de técnicas y variantes que ha supuesto al mercado de créditos sindicados llegar al grado de evolución y madurez de hoy. Un largo proceso de consolidación que nadie puede poner en duda. Ahora parece tocar el turno al submercado de los bonos: *straight*, FRN's, convertibles, subordinados con *warrants*, etc., con opciones en *prime* o *libor*, con *caps* o no, multidivisa, con plazos crecientes, con cuantías su-

periores a 1,5 miles de millones de dólares —en 1974 el volumen total de bonos emitidos por el Euromercado supuso 1,4 miles de millones—, etc. Esta consolidación parece más visible en el caso de los FRN's, donde ya se ha conseguido, además, estructurar un mercado secundario activo, casi como una bolsa tradicional, al que acuden nuevos inversores para hacer y deshacer operaciones según su deseo. A través de este mecanismo, los activos se están colocando en inversores —aunque en períodos de gran acumulación de papel, como sucede ahora, pueda parecer que no existen— que están tomando el relevo de los bancos en la tenencia de los títulos. Podría decirse, por ello, que estamos en el umbral del fin del reciclaje —absorción de recursos por la banca internacional, ante estos inversores finales, lo que le permitiría volver a su papel tradicional de mero intermediario, aunque aquí también está llegando la desintermediación y la nueva competencia.

Posiblemente, por la estructuración y consolidación del mercado secundario de bonos, esté renaciendo el Euromercado de acciones (*Euroequity market*). Así, comienza a ser práctica habitual, en ciertos países, por supresión de trabas legales, que volúmenes crecientes de acciones sean negociadas fuera de las bolsas nacionales. En otros casos, como en Londres, las presiones desde fuera están forzando a cambiar la normativa sobre cotización en Bolsa para sociedades extranjeras y, como consecuencia, el papel de los intermediarios y quién puede actuar en esa condición. Hay una verdadera revolución entre *brokers, jobbers, merchant* e in-

*vestment banks*. Si se superan las limitaciones derivadas de las regulaciones, derecho de propiedad, representación, etc., se puede estar ante la explosión de un nuevo submercado.

Contemplando en conjunto los submercados de créditos sindicados, bonos y acciones, no puede dejar de pensarse en el «mercado global» como posible salida, y entonces no cabe duda alguna sobre la pervivencia del sistema financiero internacional, sus instituciones, instrumentos y prácticas.

### C. Perspectivas para España

A la luz de los anteriores desarrollos, dado el proceso de internacionalización de la economía española, el acoplamiento del sistema financiero nacional en el exterior y el papel de la Banca como puente o vehículo del esquema, cabe preguntarse ¿qué perspectivas nos esperan?

La respuesta es compleja, porque implica actuaciones y tomas de decisión diferentes por agentes diversos.

A nivel de gobierno, los planes a medio plazo recogen una contención de los niveles de la deuda exterior, de los *ratios* de solvencia y liquidez, respaldados por crecimientos del *PIB* que llegan a ser del doble de los actuales, y por saldos negativos de balanza por cuenta corriente, es decir, se mantiene la necesidad de ahorro exterior para contribuir a financiar los déficits públicos, del Estado y empresas, la reestructuración agrícola e industrial y el nuevo equipamiento tecnológico. Es un síntoma de prudencia y de reconocimiento de pérdida de li-

bertad si se quiere ser miembro de un determinado conjunto geoeconómico.

El sector privado debería seguir siendo activo en los mercados internacionales porque, dado el nivel del déficit público difícilmente corregible a corto, los recortes internos de créditos estarán a la orden del día, máxime con las variaciones previstas de los coeficientes obligatorios, distorsionando la orientación económica de los recursos. La deseada recuperación implica disponer de unos medios suficientes que deberán atender también a las necesidades del proceso de ajuste a la competencia dentro de la CEE.

Por todo ello, la economía española, en su conjunto, se verá en la obligación de mantener una estrecha relación con el sistema financiero internacional, que debe aportarle recursos para esta fase de su evolución, cuando tiene que encajar el desafío de la entrada en la Comunidad Económica Europea.

Pero, como siempre, no es posible escapar del permanente *trade-off*, ventajas/inconvenientes, derechos/obligaciones. Y la adhesión a la CEE debe suponer un acuerdo definitivo, de cómo y cuándo va a participar la peseta en la cesta de monedas del ECU, así como la asunción del compromiso de mantener políticas más drásticas y dependientes de ajuste para guardar el equilibrio de la paridad y su secuela de tipos de interés, dentro de «la serpiente del Sistema Monetario Europeo».

Este ejemplo es una muestra tan sólo de la pérdida global de autonomía reguladora de las autoridades españolas, que deberán abandonar la casuística actual, como sistema, para adop-

tar esquemas más genéricos. No se olvide que deberán asumir dos procesos diferentes: el derivado del acuerdo de adhesión y la normativa diaria que sigue gestando la Comisión y Consejo de la CEE.

En el sistema bancario, concretamente, se van a concentrar diversas presiones al mismo tiempo:

- La desregulación financiera, que se hará más patente por motivaciones internas y de reflexión de las ocurridas en los diversos sistemas nacionales a través del mercado internacional.

- El redimensionamiento de la banca española, que quizás pase por una política de alianzas, entendimiento, etc. a través de empresas comunes, banca de plástico, etc., antes de empezar a cuajar en fusiones o integraciones.

- La liberalización en el establecimiento de Banca y empresas en la CEE y, como contrapartida, de banca extranjera en España, pudiendo captar pesetas directamente del mercado, aunque también puede acelerar la compra o toma de participación en bancos españoles por extranjeros.

Con respecto a la peseta, en virtud de la tasa de inflación nacional y su diferencial con el exterior, el grado de evolución del mercado mundial y el mantenimiento de la tendencia española a una mayor cuota, la acumulación de déficits o superávits por cuenta corriente, el precio de la energía y el éxito del PEN, etc., el conjunto de circunstancias pueden llevar a una peseta más estable que en los últimos años.

A pesar de esta mayor estabilidad, de participar en el ECU

e inclusive del esfuerzo que se haga en expandir el crédito comprador en pesetas, exteriormente no es previsible que juegue un papel internacional. Esto sería así aunque se creara una zona *off-shore* financiera en Canarias al entrar España en el Mercado Común, porque sería el dólar o el ECU la moneda base de los contratos. Porque pensar en la peseta-iberoamericana, casi como el franco CAF hoy, base del puente España-continente iberoamericano para facilitar el *clearing* y la renegociación de la deuda, una vez integrados en la CEE, está lejos de la realidad.

Pero si en el exterior no son previsibles cambios sustanciales para la peseta, en el mercado interior necesariamente debe sofisticarse, haciendo mucho más difícil su regulación para las autoridades monetarias.

Una vez que las sindicaciones de créditos al MIBOR son bastante normales, dependiendo de la liquidez del sistema nacional, sólo cabe pensar en la introducción de la alternativa en divisa, basada en el ECU. Igualmente, dependiendo de cuál sea la evolución futura, especialmente del déficit o superávit de la balanza por cuenta de renta, de la acumulación de reservas, es posible que cayeran las autoridades monetarias en la necesidad de ir creando un mercado de bonos, bien domésticos, si es deficitario, permitiendo la compra de no residentes para estimular las entradas de capital, o bien exteriores, para ayudar a reducir la oferta monetaria, como sucede hoy en Alemania o Suiza, países normalmente excedentarios.

Esto implica la creación de un mercado secundario activo para

facilitar la liquidez, es decir dotar de nuevos cometidos a la Bolsa, acercándola a las prácticas del resto de la Comunidad, no sólo respondiendo a estímulos especulativos, como sucede hoy con la compra de títulos por extranjeros.

Pero estos desarrollos suponen también facilitar la evolución de los posibles inversores, privados o institucionales, y, en este último caso, el cambio de la legislación para las compañías de seguros, el desarrollo de los fondos de pensiones, fondos mutuos, etc., y, por adición, una nueva concepción de las funciones de los agentes de cambio como tomadores de papel, «hacedores del mercado» (*market makers*), etc.

Con estas actualizaciones del mercado doméstico, nos habremos acercado más a las prácticas habituales en otros mercados nacionales o en el internacional, pero es difícil pensar, a corto plazo, que pueda suceder como en el Reino Unido o en Suiza, donde existe un doble mercado: el euro y el doméstico, interconectado y con dilución progresiva de los límites o regulaciones que los separan.

Aquí tiene un papel importante que jugar la receptividad del banco central con respecto al proceso de innovación. Por el simple hecho de agilizar los procedimientos administrativos de aprobación de nuevas figuras, de dar respaldo fiscal a un esquema novedoso, se pueden acortar plazos, quemar etapas, al tiempo que se domina la evolución del proceso.

No se puede negar tampoco la responsabilidad de la administración pública, su mentalización del papel de pionera en la apertura de nuevos mercados

— como por ejemplo el doméstico USA o el *samurai* japonés— por medio de las emisiones del Reino de España. Pero el verdadero logro será llegar a conseguir, por su presencia, mercados estables a largo plazo y a tipo de interés fijo a los que acudan los inversionistas institucionales como los *trust funds*, fondos de pensiones, compañías de seguros, multinacionales, etcétera, tomando papel nacional.

Todo ello nos debería llevar a que la calificación como país, a efectos del famoso *rating*, sea superior a la potencial de hoy, porque habrá evolucionado la nación, se habrá desarrollado el sistema financiero, sofisticado las instituciones, tecnificado los cuadros, etc., en suma deberíamos ser, efectivamente, parte activa integrante de ese ser vivo que es el mercado financiero internacional.

Es de esperar entonces, con el respaldo de la plena integración en el concierto financiero occidental, que desaparezcan los recelos, disminuya el concepto de riesgo país, y se traduzca en una mayor seguridad y fluidez de los flujos de entrada necesarios a costes — de *spreads*, comisiones y plazos— totalmente en línea con los aplicables a países de nuestro nivel y grado de evolución.

Hoy por hoy, no queda otro remedio que seguir padeciendo el aprendizaje de los meritorios, bajo la vigilancia permanente de los expertos innominados hacedores de productos y mercados. Al igual que ellos, la disciplina, la seriedad y profesionalidad, respaldados por la buena gestión a nivel de país, deberían avalar nuestro presente y ser garantía de nuestro futuro.

## NOTAS

(1) A estos efectos, es preciso recordar que la economía internacional está sometida ese año, 1981, a las repercusiones de la segunda alza del petróleo, con altas tasas de inflación y pronunciado descenso del ritmo de crecimiento de los países industriales, por consiguiente, con estancamiento de empleo y comercio mundial y fuertes desequilibrios externos por cuenta corriente, fruto de las modificaciones registradas en las relaciones reales de intercambio.

Hay que registrar, igualmente, que ese año existen discrepancias importantes en las políticas seguidas por EE.UU. y el resto de los países industriales. Políticas supuestamente apropiadas para los mercados interiores, que entraron en contradicción con el equilibrio exterior, la cotización de la divisa y el funcionamiento ordenado de los mercados de cambio. Así, se registró un año excepcional en lo que a movimientos de capitales internacionales se refiere, pero con unas variaciones de los tipos de cambio sólo conocidas en los primeros años de los setenta.

(2) En créditos sindicados, por ejemplo, se obtienen por Autopistas Asturleoneras, en mayo, 27,5 millones de dólares a 7 años con 0,625 sobre LIBOR, o ENIEPSA (INI), en junio, 25 millones de dólares a 10,42 años, 0,375 los años del 1 al 4 y luego 0,50 sobre LIBOR.

En el caso de bonos internacionales, los ejemplos podrían ser la emisión de Telefónica, en marzo, 100 millones de marcos a 10 años  $10\frac{1}{2}$  y precio 100; o bien RENFE, en mayo, 80 millones de francos suizos a 10 años  $7\frac{3}{4}$  y precio 100; o bien, finalmente, los bonos del Reino de España, en marzo, 100 millones de dólares a 5 años  $15\frac{3}{4}$  y precio 100.

En los créditos, como puede apreciarse, se estaba, en general, en plazos con *spreads* algo superiores a la media de la OCDE; normalmente podrían ser los niveles más altos de dicho grupo, pero indudablemente lejos de los demandados a las otras agrupaciones.

En el caso de los bonos, se estaba más alto que los *prime* como posicionamiento básico, llamando la atención algunas operaciones concretas: el Reino, en febrero, pagaba un 8 por 100 ( $5\frac{1}{2}$  para los *prime*), y RENFE, en mayo, sólo  $7\frac{3}{4}$ , cuando el *prime coupon* había subido a  $5\frac{5}{8}$ .

(3) Internacionalmente, las economías de EE.UU., Japón, Alemania y el Reino Unido han mostrado síntomas suficientes de recuperación, confiándose, según distintos medios, en que la nueva tendencia sea duradera y no un mero diente de sierra en un ya largo proceso de desequilibrio y baja actividad. Los síntomas más preocupantes parecen residir en el déficit presupuestario y de balanza americanos, junto a la tendencia de los capitales mundiales a buscar el dólar, y los mercados americanos, como refugio, así como la oleada de proteccionismo, que puede afectar seriamente al comercio mundial.

(4) *El entorno internacional.* Por otra parte, en el área internacional se apreció durante el año una reducción de los niveles de negocio, tanto en el mercado de sindicaciones de créditos como en el de colocaciones privadas o de bonos internacionales.

Como elementos más destacados del año aparecen, sin embargo, la iniciación de grandes operaciones individuales, tanto en el mercado de sindicaciones como de *floating rate notes* (FRN's), la consolidación de esta figura y el ascenso del ECU como divisa.

Por necesidades de balanza de pagos, países como Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia y Suecia, han aprovechado la oportunidad de los mercados para lanzar eurocréditos, como el de Dinamarca de 1.300 millones de dólares, a 7 años sobre LIBOR o 0,25 sobre el *prime* y 75 millones en ECU a 5 años y el 0,625 sobre LIBOR, o el de Suecia de 1.600 millones de dólares a 8 años,  $1\frac{1}{2}$  sobre el LIBOR o 20 puntos básicos sobre el *US prime*. En el de eurobonos, Suecia emite FRN's a 10 años, 0,25 sobre el LIBOR y paridad 100, pero no lo hace sólo un país de reputada solvencia; Indonesia, por ejemplo, emite FRN's, 250 millones de dólares a 10 años, 0,25 sobre

el Libor o 0,20 puntos básicos sobre el *US prime*, demostrando que el mercado estaba altamente receptivo.

(5) Finalmente, un factor a considerar, cara a la evaluación del riesgo España por los futuros prestamistas, es la vida media de la deuda exterior y su calendario de amortizaciones.

### CALENDARIO DE AMORTIZACIONES DE LA DEUDA EXTERIOR VIVA AL 31 DE DICIEMBRE DE 1981

(Millones de dólares y %)

AÑOS		
1983	...	3.148 10,9
1984	...	4.053 14,1
1985	...	3.563 12,4
1986	...	4.245 14,8
1987	...	4.175 14,5
1988	...	3.377 11,7
1989	...	2.377 8,3
1990	...	1.480 5,1
1991	...	597 2,1
1992	...	619 2,2
Mayor plazo	...	222 0,8
Indeterminado	...	916 3,1
<b>TOTAL</b>	...	<b>28.772 100,0</b>

Vida media = 5,6 años.

La concentración de un volumen importante a corto plazo dispararía el servicio de la misma y podría poner en peligro la seguridad que para España y sus empresas tiene el acudir al mercado internacional como proveedor de fondos. Hoy es inconcebible pensar en autolimitarse a las posibilidades que pueda ofrecer el mercado financiero doméstico, supondría un paso atrás de incalculables repercusiones para la maltrecha economía española.