



- ◆ Trabajo realizado por el equipo de la Biblioteca Digital de CEU-Universidad San Pablo
- ◆ Me comprometo a utilizar esta copia privada sin finalidad lucrativa, para fines de investigación y docencia, de acuerdo con el art. 37 de la M.T.R.L.P.I. (Modificación del Texto Refundido de la Ley de Propiedad Intelectual del 7 julio del 2006)

La apertura financiera al exterior

EMILIO ONTIVEROS BAEZA

1. Introducción

Uno de los rasgos más característicos del comportamiento de la economía española en los últimos veinte años ha radicado en el aumento de su grado de apertura al exterior. Esa intensificación se presenta especialmente asociada al proceso de homologación institucional que se inicia con la transición política y, más especialmente, a la adhesión de España a la CEE, en 1986. La salida de la crisis económica en nuestro país a partir de 1985 y el simultáneo aprovechamiento de la fase expansiva del ciclo económico en la práctica totalidad de los países industrializados y, en especial de los de la CEE, potencian significativamente este proceso.

Un contexto tal, dominado por el mayor ritmo de crecimiento de nuestra economía frente al resto de las comunitarias y una incapacidad para satisfacer internamente la fuerte recuperación de la demanda, determina el cambio de signo de nuestras cuentas exteriores, que a partir de 1986 intensifican su déficit en la balanza comercial y dos años más tarde se traslada igualmente a la balanza por cuenta corriente frente al conjunto de nuestros socios comunitarios.

Contablemente, los desequilibrios (déficit o superávit) que un país presenta en su balanza por cuenta corriente (registro de los intercambios de bienes, servicios y transferencias de capital con no residentes) han de ser financiados por

las transacciones de capital o, más concretamente, por las compras y ventas de activos y pasivos frente al exterior, operaciones que son objeto de registro en la balanza por cuenta de capital. En consecuencia, la contrapartida de los déficit por cuenta corriente será una desacumulación de activos frente al exterior o una acumulación de pasivos. Por la misma razón, un superávit de la balanza de pagos por cuenta corriente se traducirá en un descenso de pasivos frente al exterior o en una acumulación de los correspondientes activos.

La facilidad con que los agentes económicos de un país puedan realizar esos intercambios de capital con el exterior dependerá, en primera instancia, del marco regulador específico y, en definitiva, de la remuneración efectiva (relación rentabilidad-riesgo) que definan las oportunidades de colocación, dentro o fuera del país, de esos capitales. Ambos aspectos determinarán el grado de apertura financiera al exterior de una economía y, por tanto, la mayor o menor acomodación de los flujos de capital con el exterior al signo y cuantía del saldo de la balanza por cuenta corriente de la economía en cuestión.

Al análisis del comportamiento de estos flujos de capital de España con el exterior en los últimos años y a la contribución de los distintos agentes de nuestra economía al correspondiente proceso de apertura financiera al exterior están dedicadas las páginas que siguen. La consideración de este proceso más allá de 1986, frontera temporal del conjunto de los trabajos de esta obra, tiene su justificación en la importante aceleración, e incluso transformación, que sobre la internacionalización financiera de la economía española determina la adhesión de nuestro país a la CEE. Efectivamente, la significación del análisis de los flujos de capital con el exterior es tanto mayor actualmente cuanto que la dinámica de integración en Europa en que la economía española está inmersa y el horizonte del mercado único sigue exigiendo una contribución del ahorro exterior, tan importante o más como la que ha aportado en estos últimos años.

2. Los determinantes de los flujos de capital con el exterior y su dialéctica reguladora

Las autoridades económicas de los países con déficit por cuenta corriente procurarán, para financiar tales desequilibrios, atraer los capitales exteriores necesarios bajo distintas modalidades —préstamos, inversiones en empresas domésticas, adquisiciones de inmuebles, de valores mobiliarios...— que pasarán a considerarse activos de los no residentes frente al país en cuestión o pasivos de éste frente al exterior. Por esa misma razón, el país cuya balanza por cuenta corriente presenta déficit, tratará de desincentivar la salida de capitales al exterior, llegando incluso a limitarlas o prohibirlas. Las regulaciones que una nación puede instrumentar sobre dichos movimientos de capital con el exterior se sintetizan en el sistema de control de cambios y constituyen una primera aproximación al análisis de su apertura financiera al exterior. Sin necesidad de entrar en consideraciones estrictas

tamente legales y en la propia configuración histórica del sistema español, nos limitaremos a extraer las líneas básicas de ese modelo de intervención a partir del importante desequilibrio que en las cuentas exteriores españolas determina el incremento en los precios del petróleo a partir de 1974 y la consiguiente necesidad de medios de pago exteriores.

2.1. La respuesta a la crisis del petróleo

Los déficit por cuenta corriente que la economía española ha presentado durante toda la década de los sesenta y, tras un breve paréntesis en el período 1970-73, a partir de 1974 hasta 1977, precisaban de la cobertura financiera del ahorro externo. Esta necesidad fue tanto más importante cuanto que la respuesta que adoptan las autoridades económicas ante la crisis del petróleo, lejos de instrumentar un ajuste real, opta por la mera financiación del desequilibrio exterior, partiendo de la consideración de esa crisis como un fenómeno transitorio. La financiación de esos desequilibrios por cuenta corriente se lleva a cabo a través del descenso en las reservas de divisas y, fundamentalmente, mediante la captación de créditos exteriores a largo plazo, en los que el propio Estado jugó un activo papel como prestatario. Dichos créditos gozarían, además, de una amplia permisividad reguladora.

Es únicamente a partir de julio de 1977, tras la devaluación de la peseta en un 20 %, en el contexto de un significativo cambio en la orientación y respaldo de la política económica, cuando el saldo por cuenta corriente de la balanza de pagos abandona los números rojos. Los dos años anteriores a esta medida habían presenciado fuertes tensiones especulativas contra la peseta propiciadoras de salidas de capital a las que tampoco resultaba ajena la incertidumbre política de aquellos años.

De esta época data la legislación sobre inversiones extranjeras. La Ley de 1974 distinguía entre inversiones directas e inversiones de cartera, considerando a estas últimas las que se materializaban en títulos cotizados en Bolsa, siendo inversiones directas las que no cumplían esta condición. A partir de la entrada de España en la CEE esa distinción se homologa con la existente en la Comunidad. El Decreto de 27 de junio de 1986 y el Reglamento de 25 de septiembre de ese año definen la inversión directa como «la participación en una sociedad española que permite al inversor extranjero la influencia efectiva en el control o gestión de la sociedad, en la proporción que reglamentariamente se establezca»; las inversiones de cartera son, por su parte, las que se materializan en la adquisición de acciones (admitidas o no a cotización en Bolsa), siempre que no constituyan inversiones directas, y en la adquisición de títulos de renta fija, públicos o privados, o de participaciones en fondos de inversión mobiliaria. A efectos prácticos, el umbral del 20 % del capital de la empresa en que se invierte determina la consideración de inversión de cartera o directa.

La nueva fase que se inicia a partir de julio de 1977 queda ilustrada con el

radical cambio de signo que experimentan los movimientos de capital a corto plazo. Sin abandonar su dominante carácter especulativo, la orientación de los mismos se invierte a partir de entonces en una apuesta por lo que resultaba fácil considerar como una futura apreciación de la peseta, desde el nivel subvalorado en que había quedado tras la devaluación. Así quedó reflejado en el espectacular aumento de las reservas de divisas en ese mismo año (a pesar del fuerte descenso experimentado en el segundo trimestre) y, más elocuentemente, en el año 1978.

Los últimos años presencian una notable relajación de algunas de las restricciones que tradicionalmente han caracterizado nuestro sistema de control de cambios, orientado a la disuasión de las salidas de capital hacia el extranjero. Esa transformación del marco jurídico de nuestro control de cambios tiene su punto de partida en la entrada en vigor de la Ley 40/1979, de 10 de diciembre, sobre régimen jurídico de control de cambios, que supuso la homologación con el sistema vigente en algunos países europeos, Italia y Francia fundamentalmente. Su posterior desarrollo en normas de menor rango aprovechó su flexibilidad para avanzar hacia la completa liberalización de un buen número de transacciones exteriores que exigían de autorización administrativa previa.

2.2. El proceso liberalizador de los ochenta

En correspondencia con las necesidades de financiación exterior que tradicionalmente ha presentado nuestra economía, la orientación tradicional del sistema de control de cambios español ha estado destinada a limitar las salidas de capital español al exterior, al tiempo que propiciaba las entradas de capitales extranjeros. El proceso liberalizador empieza a hacerse evidente, aunque de forma gradual y en ocasiones con significativos retrocesos, a partir de 1983, último año en que se presenta ese desequilibrio exterior y, de forma más determinante, a partir de la adhesión de España a la CEE, y de la correspondiente asunción de los compromisos liberalizadores que vinculan al conjunto de los países comunitarios a un horizonte de plena libertad de los movimientos de capital en el ámbito de esta área. Tal es el caso antes referido del Real Decreto Ley 1265 de 27 de junio de 1986 y el Real Decreto 2077/1986 de 25 de septiembre, por el que se aprueba el Reglamento de Inversiones Extranjeras en España, homologando la normativa española respecto a inversiones directas a la existente en los países de la CEE, lo que de hecho supuso su total liberalización. Desde entonces, también se han ampliado notablemente las posibilidades de inversión en el exterior por residentes españoles, al tiempo que se han relajado algunas de las restricciones a la operativa en moneda extranjera de las entidades financieras españolas.

En la actualidad, sin necesidad de revisar detalladamente las distintas regulaciones vigentes, cabe destacar como principales restricciones a las salidas de capital al exterior las que limitan la concesión de préstamos o créditos a no residentes (más importantes para los préstamos financieros que para los comerciales)

y las de algunos movimientos de capital a corto plazo. Las inversiones españolas en el exterior, tanto directas como en inmuebles, se encuentran totalmente liberalizadas, manteniéndose algunas restricciones de escasa trascendencia económica sobre las emisiones de títulos emitidos en los mercados españoles en divisas y sobre las emisiones en pesetas en los mercados exteriores.

Por lo que se refiere a las entradas de capital exterior, en los dos últimos años hemos asistido a una cierta modificación del esquema tradicional. El uso intensivo de la política monetaria como vía prácticamente exclusiva con la que luchar contra las tensiones inflacionistas de nuestra economía ha determinado unos tipos de interés significativamente más elevados que los de esos países de nuestro entorno. Esa mayor remuneración de los activos financieros denominados en pesetas, (y lógicamente, el mayor coste de la financiación crediticia doméstica) en un contexto de reducción de la prima por riesgo de nuestra economía, ha favorecido notablemente las entradas de capital exterior, superando las estrictas necesidades de financiación de esos déficit por cuenta corriente. Han generado importantes tensiones apreciadoras de la peseta y dificultado la instrumentación de una política monetaria de signo decididamente restrictivo. Ello determina la imposición, a partir de junio de 1988, de una serie de trabas al endeudamiento en divisas de residentes españoles que alteran parcialmente esa tendencia liberalizadora del sistema de control de cambios español. La circular 6/88 del Banco de España limita el endeudamiento a corto plazo de residentes elevando de uno a tres años la vida media mínima de los préstamos que no necesitaban de autorización administrativa, manteniendo el montante máximo de este régimen automático en 1 500 millones de pesetas.

En febrero de 1989 se introduce con carácter necesariamente transitorio, pero todavía hoy en vigor, la obligación de establecimiento en el Banco de España de un depósito no remunerado del 30 % del valor en pesetas de cada disposición o utilización neta de los préstamos denominados en divisas o en pesetas convertibles. Se trata con ello de penalizar el recurso al más barato crédito exterior, estrechando artificialmente el diferencial de intereses entre la peseta y el resto de las divisas.

Esas cautelas en relación a las tensiones del tipo de cambio de nuestra moneda y a la instrumentación de la política monetaria se han revelado menos circunstanciales de lo previsto y, previsiblemente, seguirán constituyendo la principal justificación al mantenimiento tanto de las restricciones señaladas a las entradas de financiación crediticia en moneda extranjera como a las todavía existentes sobre los movimientos de capital a corto plazo.

La asunción por España de la disciplina cambiaria del Sistema Monetario Europeo (SME), en junio de 1989, no propicia precisamente la relajación de algunas de las restricciones existentes y, en todo caso, no permite que el ritmo de liberalización mantenido hasta 1988, anticipándose en muchos casos a los compromisos comunitarios, prosiga hasta la completa abolición de los controles sobre los movimientos del capital que, para nuestro país, señala el horizonte de 1 de enero de 1993. La incorporación de la peseta al mecanismo de cambios del SME,

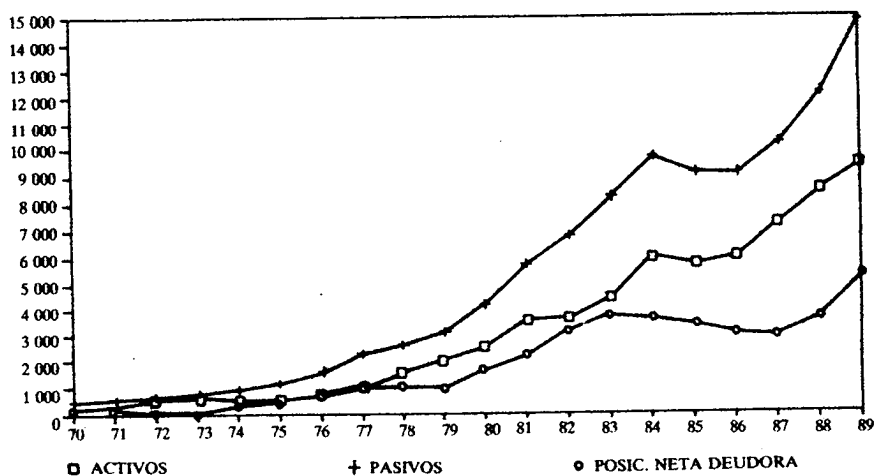
adicionalmente a la credibilidad que otorga a la definición de las políticas económicas, renueva los estímulos a la entrada de capitales en la medida en que acota significativamente el riesgo de cambio para los inversores europeos en activos denominados en nuestra moneda.

En todo caso, las dificultades de control efectivo por parte de nuestras autoridades monetarias serán también mayores en la medida en que siga perdiendo virtualidad la tradicional distinción entre movimientos de capital a corto y largo plazo como vía de identificación de los flujos según su carácter fundamental o no. El desarrollo de los mercados financieros y la amplia movilidad internacional de los capitales asociada a los mismos seguirá otorgando una relevancia creciente a las operaciones de arbitraje y, en consecuencia, al mantenimiento de las fuertes tendencias a la integración de los principales mercados financieros domésticos y a éstos con los mercados internacionales.

3. Evolución de la posición neta frente al exterior

Una visión sintética del grado de apertura financiera al exterior de la economía española y, más concretamente, de su ritmo en los últimos años, puede deducirse del análisis de sus posiciones deudoras y acreedoras frente a no residentes, materializadas en los activos y pasivos exteriores. El gráfico 1 ilustra la evolución seguida por esos *stocks* y la de su resultante, la posición neta de nuestra economía frente al exterior.

GRÁFICO 1. Activos y pasivos exteriores
(miles de millones de pesetas)



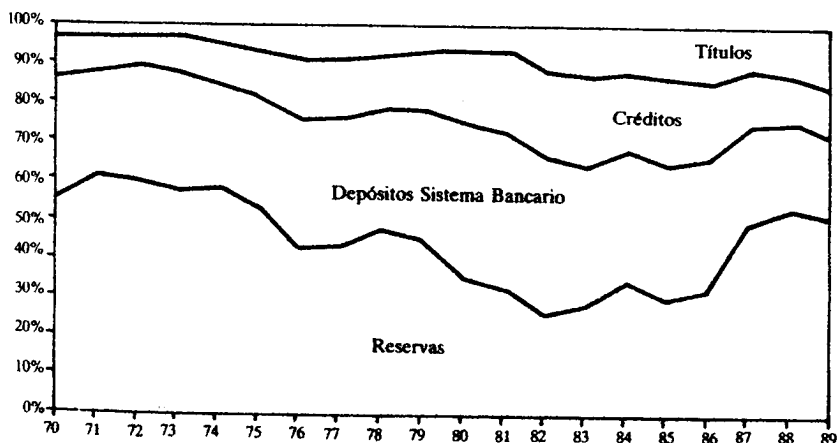
Fuente: Banco de España.

La composición de tales activos y pasivos está reflejada en los cuadros 1 y 2 y en los gráficos 2 y 3. Puede observarse cómo es a partir de los últimos años de la pasada década, y más evidentemente, al inicio de la presente, cuando ambos conceptos aceleran significativamente su ritmo de crecimiento. Al término de 1989 el volumen de activos exteriores totales de España era casi cuarenta y una veces superior al existente al final de 1970 y los pasivos se multiplicaban en el período por 31. La posición neta, deudora en todos los años, experimenta un menor crecimiento relativo como consecuencia del mayor ritmo de crecimiento de los activos, multiplicándose por algo menos de 21 al término de 1989 sobre el nivel de 1970, aunque en relación al Producto Interior Bruto (PIB) de la economía esa posición deudora no ha descendido de forma significativa hasta muy recientemente. De su grado de asociación con el saldo por cuenta corriente queda constancia en el gráfico 4.

La importancia relativa de esos activos y pasivos exteriores, en términos del PIB español, es en efecto, más modesta. Al término de 1989, la posición neta frente al exterior (deudora) suponía un 11,8 % del PIB, distribuida en un 21,0 % de los activos y un 32,8 % de los pasivos, frente a un 8,4 % y un 18,6 % respectivamente en 1970, año en que la posición deudora neta representó un 10,1 % del PIB. El contraste con otros países europeos pone igualmente de manifiesto el menor grado de apertura financiera al exterior de nuestra economía, medido por este indicador.

Entre los pasivos, la distribución entre los distintos conceptos es relativamente homogénea. Aunque dominantes los expresivos de lo que convencionalmente se agrupa bajo la denominación de deuda exterior, las vías de entrada de ahorro

GRÁFICO 2. Activos exteriores
Composición por instrumentos



Fuente: Banco de España.

CUADRO 1. Activos exteriores
(Miles de millones de pesetas)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Reservas centrales	120,5	223,5	316,6	394,4	351,8	343,6	312,4	470,9	752,8	917
Otros activos netos del Banco de España	0,2	2,3	3,1	4,3	6,9	9,1	11,7	13,1	26,9	22,9
Efectivo y depósitos del sistema bancario	68,1	98,7	158,7	213,3	165,1	187,5	241,7	359,5	492,5	677,3
Créditos	22	32,8	40,8	63,9	66,7	78,1	110,7	158,3	214,8	304,6
Títulos renta fija	—	0,1	—	—	—	—	—	—	—	—
Títulos renta variable	7,2	8,7	11,8	15,8	24,2	37	58,8	89,5	99,3	116,9
Inversiones en inmuebles		0,1		0,1	0,1	0,1	0,3	0,4	0,2	0,3
Total	218	366,1	531,1	691,8	614,8	655,5	735,6	1 091,6	1 586,5	2 039
En pesetas	2,3	2,7	3,5	6,2	5,9	12,1	17,7	21,3	19,5	73,3
En moneda extranjera	215,7	363,3	527,6	685,6	608,9	643,4	717,9	1 070,3	1 567	1 965,7
Total activos en millones de dólares	3 122	5 349	8 300	11 906	10 648	11 063	11 095	13 700	21 798	29 868

(Continuación)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Reservas centrales	889,6	1 159,4	912,6	1 230,2	2 096,7	1 710,4	1 940,7	3 610,2	4 555,4	4 886,9
Otros activos netos del Banco de España	13,3	11,6	5,6	4,7	5	4,5	4,7	2,7	22,8	21,3
Efectivo y depósitos del sistema bancario	985,9	1 413	1 471,5	1 562,8	1 967,9	1 993,7	2 047	1 796	1 805,6	1 879,6
Créditos	462,7	745,7	816,2	1 036,6	1 220,9	1 281,3	1 168,4	1 057,5	1 023,8	1 175,8
Títulos renta fija	2,8	7,9	46,6	58,1	110,8	139	253,1	184,3	253,8	512,5
Títulos renta variable	161,5	225,9	374,2	513,1	608,3	618,9	619,5	623,3	802	981,2
Inversiones en inmuebles	0,5	0,8	1,1	1,6	1,9	1,6	1,6	3,8	5,6	10,9
Total	2 516,2	3 564,3	3 627,8	4 407,1	6 011,4	5 749,4	6 034,9	7 277,8	8 469,0	9 468,1
En pesetas	83,5	121,1	184,8	250,7	317,5	442,5	454,5	484,1	489,7	587,5
En moneda extranjera	2 432,7	3 443,2	3 443	4 156,4	5 693,9	5 306,9	5 580,3	6 793,7	7 979,8	8 880,7
Total activos en millones de dólares	32 802	39 918	32 658	30 965	37 841	39 425	46 787	63 678	74 346	85 836

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

CUADRO 2. Pasivos exteriores
(Miles de millones de pesetas)

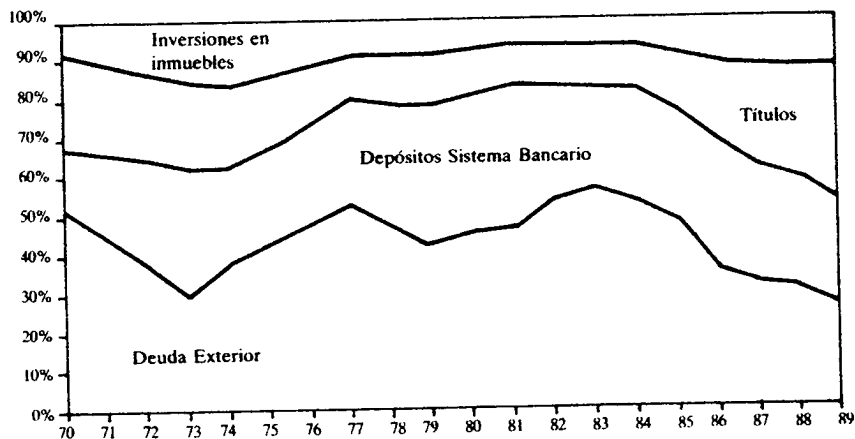
	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Deuda exterior	246,7	254,1	262,5	238,4	355	504,6	766,5	1 221,9	1 219,4	1 287,8
• Crédito Directo	239,6	241,7	250	222,6	289,3	409,9	626,1	1 011,2	1 036,5	1 097,1
• Intermediada por el sistema bancario residente	7,1	12,4	12,5	15,8	65,8	94,7	140,4	210,7	182,9	190,6
Depósitos del sistema bancario	75,5	116,3	183,1	260,3	229,4	289,2	409,5	622,7	804,7	1 110,6
Títulos emitidos en pesetas	1	1	1,2	1,3	1,2	1,2	0,6	1,9	4,8	4
Títulos de renta variable	113,4	129,3	149,2	180	199,3	219,5	234,2	263,8	323,3	387,4
• Inversiones Directas	86	99,9	117,2	140,4	161,1	178	191,7	214,9	261,4	315,5
• Inversiones de Cartera	27,4	28,8	30	34,7	31,2	27,2	21,4	22,1	25,4	32,1
Inversiones en inmuebles	38,7	57,2	82,7	116,8	143,8	159,5	171,6	188,8	221,8	258,6
Banco de España: Deg. asignados	2,9	5,9	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	15,7
Total	478,2	563,8	687,5	805,6	937,5	1 182,8	1 591,2	2 307,9	2 582,8	3 064,1
• En pesetas	166,8	211,1	267,3	338,3	394	444,5	498,5	592,4	728,3	859,5
• En moneda extranjera	311,4	352,8	420,2	467,5	543,6	738,2	1 092,7	1 715,6	1 854,6	2 204,6
Total pasivos en dólares	6 875	8 498	10 834	14 177	16 677	19 810	23 312	28 494	36 769	46 294

(Continuación)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Deuda exterior	1 877	2 647,3	3 608,6	4 611,4	5 123,3	4 336	3 181,9	3 278,4	3 710,6	3 809,5
* Crédito Directo	1 543,9	2 152,9	2 903,5	3 716,4	4 235,9	3 703,4	2 794,3	2 660,5	2 925,8	3 004,5
* Intermediada por el sistema bancario residente	333,1	494,4	705,1	895	887,4	632,6	387,6	617,9	784,8	805,3
Depósitos del sistema bancario	1 514,6	2 119,3	1 999,5	2 147,7	2 790,2	2 595,1	2 970,7	2 999,4	3 413,7	3 981,8
Títulos emitidos en pesetas	3,5	3,2	2,9	3,4	10,1	10,8	20,2	145,6	277	599,8
Títulos de renta variable	455,3	571,1	702,6	862,8	1 033,9	1 291,6	1 805	2 494,1	3 189,4	4 530,1
* Inversiones Directas	383,1	469,3	580,6	702,1	858,3	1 022,4	1 306,6	1 628,1	2 149,2	2 816,5
* Inversiones de Cartera	33,3	43,9	45,1	52	88,8	170,9	405,9	840,7	1 086,9	1 819,6
Inversiones en inmuebles	300,6	357,5	430,3	544,1	682,2	841,5	1 032	1 253,4	1 520,7	1 823,9
Banco de España: Deg. asignados	20,9	26,5	26,5	35,3	42,9	46,8	47,5	45,8	45,6	43,1
Total	4 171,9	5 724,9	6 770,4	8 204,7	9 682,6	9 121,8	9 057,3	10 216,7	12 156,3	14 788,2
* En pesetas	1 019,5	1 271,6	1 530	1 885,5	2 409,2	2 812,6	3 711,2	4 785,6	6 153,3	8 224,0
* En moneda extranjera	3 152,5	4 453,3	5 240,5	6 319,1	7 273,5	6 309,2	5 346	5 431,1	6 003	6 564,2
Total pasivos en dólares	52 699	58 828	53 915	52 316	55 964	59 035	68 061	93 183	107 079	133 423

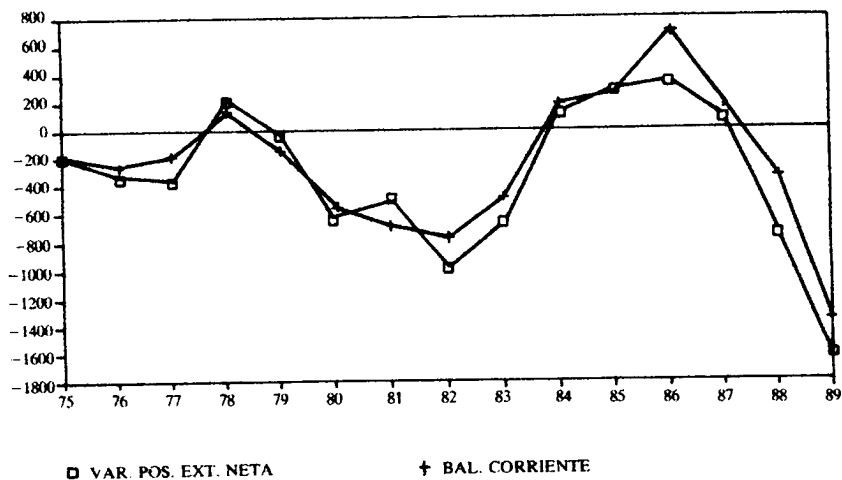
Fuente: Banco de España y elaboración propia.

**GRÁFICO 3. Pasivos exteriores
Composición por instrumentos**



Fuente: Banco de España.

**GRÁFICO 4. Variación de la posición exterior neta y
saldo balanza corriente
(miles de millones de pesetas)**



Fuente: Banco de España.

exterior se han diversificado notablemente en los últimos años, favoreciendo los flujos de inversión directa y de cartera y, en menor medida, en inmuebles. En consecuencia, los titulares mayoritarios de esos pasivos son empresas no financieras y, en menor medida, las instituciones financieras.

Del análisis de la estructura de los activos exteriores, el componente más importante en la totalidad de los años son las reservas exteriores situadas, en promedio, en el 50 % del conjunto. En consecuencia, el Banco de España aparece como el principal titular de los activos exteriores del país. El resto del sistema bancario es titular de prácticamente la totalidad de los demás componentes, depósitos y créditos, fundamentalmente.

El descenso, entre 1983 y 1987, de la posición exterior neta deudora de la economía española se presenta acompañado de un menor grado de exigibilidad de dicha posición, lo que es equivalente de una mayor solvencia relativa de nuestra economía. Si de los activos y pasivos totales se deducen los que tienen un carácter más permanente o menos reversible (inversiones en inmuebles, directas y oro), tal como aparece en el cuadro 3, la cifra obtenida es expresiva de ese grado de exigibilidad de la posición que, como se aprecia en el gráfico 5, se distancia progresivamente en el tiempo a partir de 1983, de la posición neta total. La significación de ese menor grado de exigibilidad es igualmente importante en términos de la capacidad de financiación de los déficit por cuenta corriente de la balanza de pagos.

Al comportamiento de estos componentes principales, activos y pasivos a lo largo de estos últimos años, se destinan los apartados que siguen, haciendo especial referencia a su carácter como flujos en lugar de *stocks* y a su adecuación al propósito de financiación del déficit por cuenta corriente que previsiblemente seguirá presentando nuestra balanza de pagos.

4. La inversión extranjera

Uno de los rasgos característicos del proceso de internacionalización financiera de la economía española ha sido, como hemos visto, el dominio de los flujos de entrada de capital sobre las salidas. Préstamos financieros e inversiones extranjeras han contribuido a paliar la escasez casi crónica de ahorro de nuestra economía (gráfico 6).

El dominio de la primera categoría de flujos de capital sobre las segundas ha sido evidente hasta bien entrada la década de los ochenta y, especialmente, a partir de 1985. Diversos factores contribuyen a la alteración de la composición de esos flujos primando las inversiones, a través de sus tres categorías: directas, de cartera y en inmuebles.

La propia entrada de España en la CEE reduce, como señalamos anteriormente, su riesgo y aumenta el atractivo a la adopción de posiciones estratégicas

CUADRO 3. Exigibilidad de la posición
(Miles de millones de pesetas)

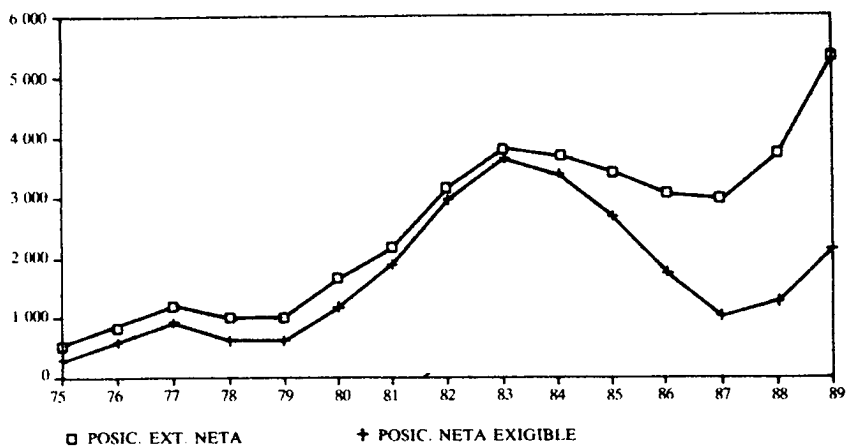
	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
A. Activos exteriores totales	218,0	366,1	531,1	691,8	614,8	655,5	735,6	1 091,6	1 586,5	2 039,0
B. Pasivos exteriores totales	478,2	563,8	687,5	805,6	937,6	1 182,8	1 591,1	2 307,9	2 582,8	3 064,1
C. Posición exterior neta	-260,2	-197,7	-156,3	-113,8	-322,7	-527,3	-855,3	-1 216,3	-996,3	-1 025,1
D. Posic. neta exigible (F-H)	-176,4	-83,0	-2,1	94,2	-74,5	-258,0	-581,0	-931,3	-612,3	-604,3
E. Act. ext. no realizables	40,9	42,4	45,6	49,2	56,7	68,2	88,7	118,7	99,1	153,3
* Oro	34,9	34,9	34,9	35,0	35,0	35,0	35,0	35,4	35,6	42,7
* Invers. directas	6,0	7,4	10,7	14,2	21,6	33,1	53,4	82,9	63,3	110,3
* Invers. inmuebles		0,1			0,1	0,1	0,3	0,4	0,2	0,3
F. Activos realizables (A-E)	177,1	323,7	485,5	642,6	558,1	587,3	646,9	972,9	1 487,4	1 885,7
G. Pasivos no exigibles	124,7	157,1	199,9	257,2	304,9	337,5	363,3	403,7	483,2	574,1
* Invers. directas	86,0	99,9	117,2	140,4	161,1	178,0	191,7	214,9	261,4	315,5
* Invers. inmuebles	38,7	57,2	82,7	116,8	143,8	159,5	171,6	188,8	221,8	258,6
H. Pasivos exigibles (B-G)	353,5	406,7	487,6	548,6	632,6	845,3	1 227,9	1 904,2	2 099,6	2 490,0

(Continuación)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
A. Activos exteriores totales	2 516,2	3 564,3	3 627,8	4 407,1	6 011,4	5 749,4	6 034,9	7 277,8	8 469,0	9 468,1
B. Pasivos exteriores totales	4 171,9	5 724,9	6 770,4	8 204,7	9 682,6	9 121,8	9 057,3	10 216,3	12 156,3	14 788,2
C. Posición exterior neta	-1 655,7	-2 160,6	-3 142,6	-3 797,6	-3 671,2	-3 372,4	-3 022,4	-2 938,9	-3 687,3	-5 320,1
D. Posic. neta exigible (F-H)	-1 167,7	-1 884,7	-2 941,1	-3 632,6	-3 363,2	-2 654,9	-1 743,3	-1 010,5	-1 254,1	-2 150,6
E. Act. ext. no realizables	195,7	550,9	809,4	1 081,2	1 232,5	1 146,4	1 059,5	953,1	1 236,7	1 470,9
* Oro	42,7	336,5	460,3	600,2	663,0	575,1	503,7	413,0	541,1	600,6
* Invers. directas	152,5	213,6	348,0	479,4	567,6	569,7	554,2	536,3	690,0	859,4
* Invers. inmuebles	0,5	0,8	1,1	1,6	1,9	1,6	1,6	3,8	5,6	10,9
F. Activos realizables (A-E)	2 320,5	3 013,4	2 818,4	3 325,9	4 778,9	4 603,0	4 975,4	6 324,7	7 232,3	7 997,2
G. Pasivos no exigibles	683,7	826,8	1 010,9	1 246,2	1 540,5	1 863,9	2 338,6	2 881,5	3 669,9	4 640,4
* Invers. directas	383,1	469,3	580,6	702,1	858,3	1 022,4	1 306,6	1 628,1	2 149,2	2 816,5
* Invers. inmuebles	300,6	357,5	430,3	544,1	682,2	841,5	1 032,0	1 253,4	1 520,7	1 823,9
H. Pasivos exigibles (B-G)	3 488,2	4 898,1	5 759,5	6 958,5	8 142,1	7 257,9	6 718,7	7 335,2	8 486,4	10 147,8

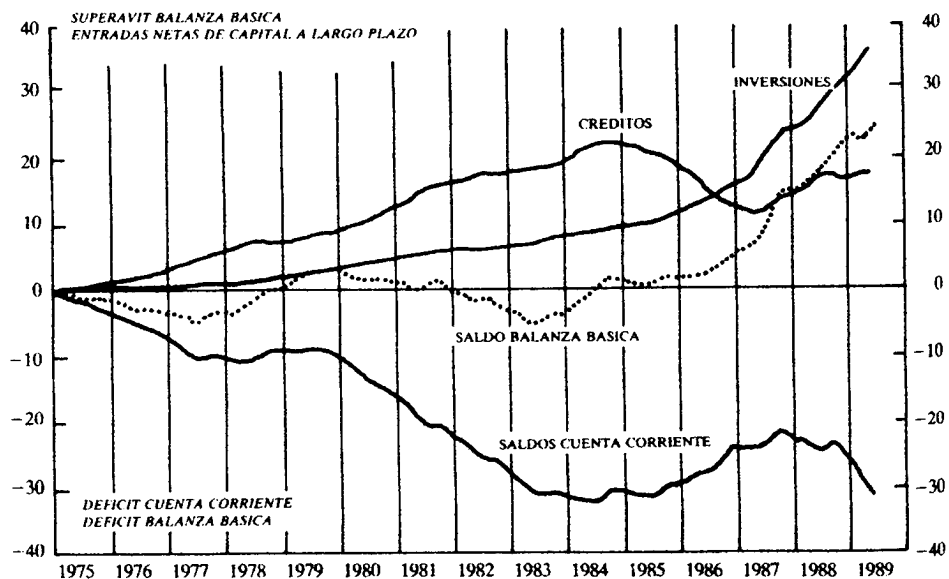
Fuente: Elaborado con datos del Banco de España.

GRÁFICO 5. Posición exterior neta y posición neta exigible
(miles de millones de pesetas)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

GRÁFICO 6. Balanza Básica
(miles de millones de dólares) (Flujos acumulados)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

por empresas europeas en unos mercados españoles en crecimiento. Adicionalmente a esa razón genérica para la materialización de inversiones directas en nuestro país, el conjunto de las inversiones (en especial las de cartera) encuentra un atractivo en el nivel de los tipos de interés sobre activos denominados en pesetas (en un contexto de claro dominio de estabilidad del tipo de cambio de la peseta, cuando no de apreciación), a las que no son ajenas pretensiones meramente especulativas por parte de los inversores, fundamentalmente materializadas en entradas de capital a corto plazo. Igualmente, la mejora de la estructura financiera de las empresas españolas reduce la dependencia de los mercados crediticios externos, tan intensa durante la segunda mitad de la década anterior.

En el carácter de España como importante receptor neto de inversiones extranjeras, especialmente directas, no ha de excluirse la alteración estructural que en la dirección de tales flujos entre el conjunto de los países industrializados se opera a mediados de la década pasada, reorientándose hacia nuestra economía flujos de inversiones que tradicionalmente habían tenido como destino mayoritario a EE UU y algunos otros países europeos receptores netos, como Alemania, Bélgica y Francia.

Ese cambio en la composición de los flujos de entrada de capital a largo plazo resultará globalmente favorable para las pretensiones de financiación de nuestro creciente déficit por cuenta corriente, tanto en términos de sus costes financieros explícitos, como en relación a su grado de exigibilidad y sostenibilidad en el futuro.

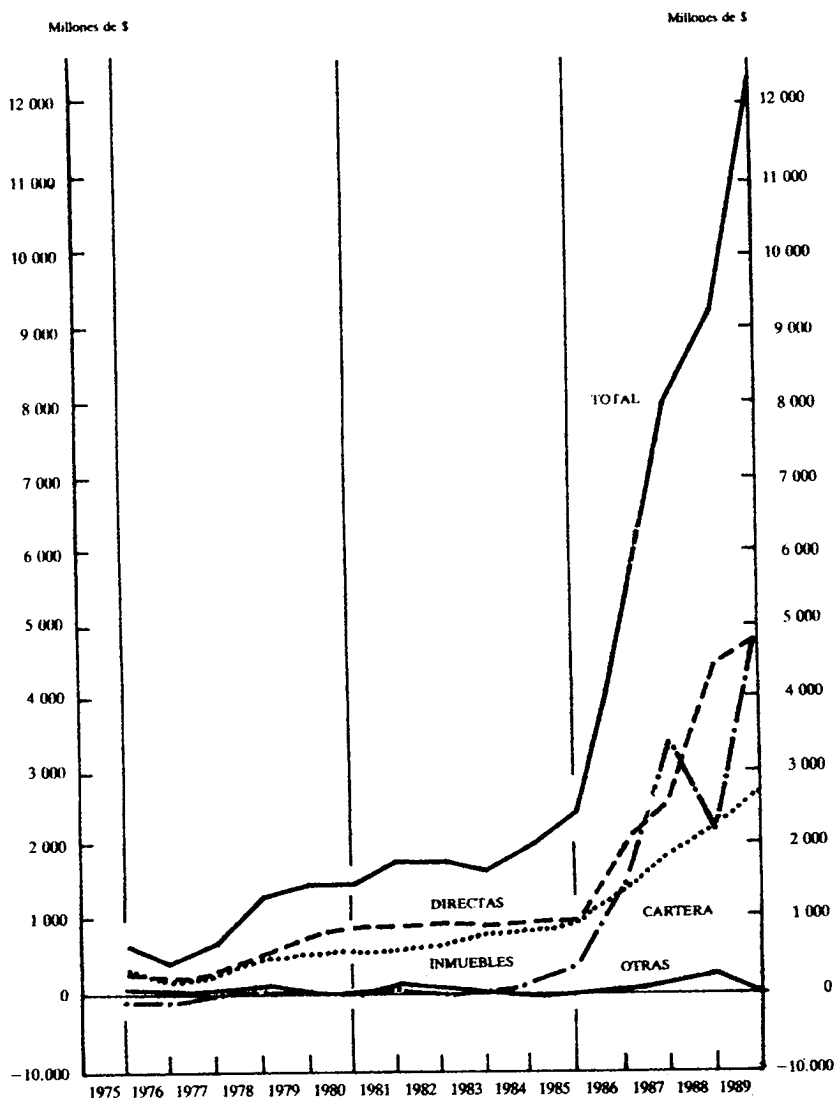
Si en 1975 apenas el 19 % del conjunto de los pasivos exteriores de España estaba constituido por inversiones directas y de cartera totalizando 220 000 millones de pesetas, al término de 1989 este *stock* alcanzaba 4,5 billones de pesetas, y representaba el 31 % del conjunto de nuestros pasivos. La significación, especialmente en términos de exigibilidad de los pasivos exteriores, es tanto mayor si a esas dos categorías de inversiones añadimos las materializadas en inmuebles, cuya importancia, absoluta y relativa, no ha dejado de crecer año tras año hasta superar los 1,8 billones de pesetas al término de 1989.

La importancia de las tres categorías de inversión, expresada sobre el PIB de la economía sigue siendo, sin embargo, modesta. Aun con la excepción del período comprendido entre 1974 y 1980, en el que el saldo conjunto de inversiones apenas registró en promedio el 0,5 % del PIB, los años posteriores no han conseguido superar el 1,5 %. En los tres últimos años (1987 a 1989) el excepcional incremento en las inversiones directas y de cartera ha determinado registros igualmente inusuales del 2,7, 2,6 y 2,8 % del PIB, respectivamente.

4.1. Inversiones directas

Si bien los flujos de inversión extranjera han mantenido un crecimiento ininterrumpido desde 1970, es durante la pasada década cuando se registra el mayor incremento. Entre 1977 y 1988 los flujos de inversiones totales se multiplican por más de veinte. El comportamiento a lo largo de los últimos veinte años no es,

GRÁFICO 7. Inversiones del exterior en España



Fuente: Registro de Caja. Banco de España.

sin embargo, homogéneo. Entre 1970 y 1983 la inversión total representa un 0,5 % del PIB de media anual, siendo entre 1974 y 1980 cuando se registra una menor participación como consecuencia de la fuerte crisis económica, para dar entrada a un proceso de claro crecimiento a partir de entonces, llegando a superar en 1988 el 2,6 % del PIB. En concreto, entre 1985 y 1989, la tasa acumulativa de crecimiento es del 68 % frente al 18 % del período 1980-1984.

El importante crecimiento experimentado por las inversiones directas a partir de la adhesión de España a la CEE ilustra (gráfico 7), como se ha señalado anteriormente, la favorable coincidencia de esta integración con el proceso de crecimiento de nuestra economía determinando, en definitiva, el aumento de rentabilidades, más o menos distantes en el tiempo, para estos flujos de capital extranjero. La homologación que se produce a partir del Real Decreto Ley 1265 de 27 de junio de 1986 sobre inversiones extranjeras y la aprobación del Reglamento correspondiente, en septiembre, constituyó, dado el amplio grado de liberalización presente en el mismo, un incentivo igualmente importante.

Un aspecto destacable en la consideración de los flujos de inversión directa es el relativo a su destino sectorial. Aquí presenciamos también un cambio importante a partir de finales de la década de los sesenta, operándose una sustitución de los sectores tradicionales en la atracción de inversión, dado su elevado grado de penetración por el capital extranjero (automóvil, químico, farmacéutico) por los más directamente vinculados a los servicios (comercio y sector financiero fundamentalmente) y algunos otros industriales cuyo nivel de capitalización descendió en el período anterior de crisis económica. Si en el período comprendido entre 1960 y 1979 las tres cuartas partes de la inversión directa estaban destinadas a los sectores químico y farmacéutico (23 %), de la industria mecánica (18 %) y al comercio y la hostelería (18 %), a partir de 1982 esa distribución empieza a variar cobrando una singular importancia la destinada a los servicios y, en especial, al sector financiero que en ese año recibe un 18 % de las inversiones directas totales e inicia el aumento de su peso relativo en años siguientes, para recibir en 1987 una cuarta parte de las entradas totales.

La entrada de España en la CEE determina igualmente un cambio sustancial sobre los países de origen de las inversiones. Si hasta 1979 el 55 % de los flujos totales procedía de países no comunitarios, en los últimos años de la década de los ochenta esa proporción apenas superaba la quinta parte del total. Conviene destacar a este respecto cómo uno de los principales países de origen de inversión extranjera en los últimos años es nuestro propio país, a través de los incrementos de inversión de compañías con mayoría de capital extranjero ya localizadas en España, mediante ampliaciones de capital y reinversión de beneficios. Son las denominadas inversiones indirectas o segundas inversiones, que normalmente no implican la entrada de divisas por una magnitud equivalente, aunque sí se traducirán en un incremento en los pasivos exteriores españoles. Si durante el conjunto de los años sesenta y setenta estas inversiones indirectas apenas supusieron un 3 % de las totales, en 1987 supusieron más de la cuarta parte.

4.2. Inversiones de cartera

Una de las dimensiones donde queda mejor ilustrada la apertura financiera al exterior de la economía española en los últimos años es en la importancia cobrada por las inversiones en valores mobiliarios o inversiones de cartera. Razones comunes a la inversión directa como el potencial de crecimiento de la economía española, la generación de buenos resultados empresariales y la tradicional debilidad de la estructura financiera de las empresas españolas, contribuyeron de forma determinante al atractivo para extranjeros de este tipo de inversión cuyo despegue se inicia a partir de 1973. De la vinculación de este tipo de flujos de inversión con la estabilidad política y económica del país receptor da idea su comportamiento en los tres años siguientes hasta 1978 en que los flujos de entrada llegan a ser inferiores a los de salida. A partir de 1983 el saldo neto registra incrementos espectaculares paralelos a la credibilidad que proyecta en el exterior el ya mencionado proceso de homologación de nuestro sistema político y económico, pero también sin dejar de mantener una estrecha asociación con las favorables expectativas que depara el mercado bursátil español.

Efectivamente, no es hasta 1984 cuando la inversión extranjera de cartera cobra una importancia significativa, casi exclusivamente centrada en títulos emitidos por el sector privado de nuestra economía. A partir de ese año las tasas de crecimiento superan ampliamente a las del resto de las entradas de capital. Si en 1983 apenas suponían el 3 % del conjunto de flujos netos de inversión, los 732 700 millones de 1989 representan el 43 % del saldo conjunto. La significación del año 1986 para el conjunto de las inversiones extranjeras es aún más destacable para el caso de las inversiones de cartera. Los 512 000 millones de pesetas de entradas totales multiplican por cuatro las correspondientes al año anterior, arrojando un saldo tres veces superior al de 1985. Es necesario destacar que ese fuerte impulso aparente de la inversión de cartera podría ser parcialmente atribuido a la dificultad de diferenciar ésta de las inversiones directas, especialmente en aquellas inversiones que originalmente toman la forma de inversiones de cartera para constituirse después en base de inversiones directas.

La adquisición de acciones cotizadas en las Bolsas españolas ha sido el componente más importante de este tipo de inversión en los últimos años, con finalidades no tanto de permanencia a medio plazo de la inversión como de mera especulación en unos mercados con precios claramente infravalorados.

Esa presencia del capital extranjero en la Bolsa española ha resultado el factor más importante de la expansión de la demanda en los últimos años, llegando a suponer en 1988 casi el 85 % de las compras netas. Consecuentemente, la evolución de las cotizaciones y de la actividad del mercado en los últimos años ha estado esencialmente condicionada por este tipo de inversiones, dotando de tanta mayor volatilidad a los precios de las acciones cuanto más sensibles suelen mostrarse estos flujos de capital a las alteraciones de tipos de interés, de las expectativas de tipo de cambio de la peseta y, en definitiva, de cualquier factor que contribuya a alterar el comportamiento del mercado a corto plazo.

La importancia relativa de la inversión en títulos públicos se hace evidente a partir de 1987, siendo prácticamente la única categoría de recepción de inversión exterior por este sector. Hasta 1986 el saldo por este concepto no había superado los 1 000 millones de pesetas, para registrar al año siguiente un alza sin precedentes hasta un saldo de 42 600 millones de pesetas, de difícil mantenimiento en los años siguientes. Tras este singular aumento de la inversión de cartera en el sector público se encuentra la elevada remuneración relativa de los títulos de deuda del Tesoro, en el contexto repetidamente referido de fortaleza de nuestra moneda. Si bien en 1988 ese saldo de inversiones de cartera en el sector público disminuye hasta 37 300 millones de pesetas, nuevamente en 1989 experimenta un importante crecimiento, 240 700 millones de pesetas, resultado de unas compras de 902 400 millones y unas ventas por 661 700 millones de pesetas.

El resultado de este intenso proceso de penetración del capital extranjero en nuestra economía, tanto a través de inversiones directas como de cartera, es un amplio dominio de la propiedad extranjera en las grandes empresas españolas. De las 500 grandes empresas por su volumen de facturación al término de 1988, 118 mantenían una participación superior al 50 % de su capital y en otras 90 esa participación, sin ser mayoritaria, resultaba significativa en términos de capacidad de control de las mismas.

4.3. Inversión en inmuebles

Razones no muy distintas a las que explican el crecimiento de las inversiones directas en España podrían hacerlo con las inversiones en inmuebles, destacando en este caso las expectativas de revalorización, dados los precios relativamente reducidos de este tipo de bienes.

Las inversiones en inmuebles han mantenido una apreciable estabilidad de su importancia relativa, con una tendencia ligeramente creciente en los últimos años en que han superado el 0,5 % del PIB, hasta alcanzar en 1988 el 0,67 %. Hay que tener presente, en todo caso, la probable infravaloración de las cifras del Registro de Caja del Banco de España, dada la frecuente práctica de escriturar las compras y ventas por un valor inferior al real, con el fin de minimizar el impacto fiscal de tales transacciones.

La valoración de su importancia relativa en el saldo conjunto de las inversiones extranjeras pone de manifiesto, además del ritmo creciente de las entradas por este concepto, la escasa significación de las realizaciones o salidas, constituyéndose en la modalidad de inversión con el menor grado de exigibilidad. Así, los 15 700 millones de pesetas de saldo por este concepto registrado en 1975 supusieron un 53 % del saldo conjunto de las tres principales categorías de inversiones extranjeras. A partir de 1986 esa proporción empezará a decaer, para situarse al término de 1989 en apenas el 18 %.

5. El endeudamiento exterior

Como hemos señalado anteriormente, hasta bien entrada la década de los ochenta los créditos exteriores constituyen los movimientos de capital más importantes con que financiar los déficit por cuenta corriente de nuestra economía. Al recurso intensivo a los mercados crediticios internacionales contribuye igualmente la estrechez del mercado financiero doméstico, incapaz por sí solo de dar respuesta a las necesidades de inversión de las grandes empresas españolas, especialmente las de sectores intensivos en capital (sociedades eléctricas y concesionarias de autopistas, entre otras). La financiación crediticia suministrada por prestamistas públicos reviste escasa importancia, limitándose a algunas facilidades de organismos internacionales, como las asociadas al incremento en los precios del petróleo que puso en funcionamiento el Fondo Monetario Internacional en 1975 y a algunos préstamos vinculados a la financiación específica de determinadas importaciones o proyectos de inversión.

Si bien es cierto que la presencia de prestatarios españoles en los mercados financieros externos es posible localizarla varios años antes de la primera crisis del petróleo, es a partir de esta alteración en la relación de intercambio cuando, al igual que otros países de la OCDE, España inicia un recurso continuado al endeudamiento a medio y largo plazo mediante la captación de préstamos de sindicatos bancarios internacionales, modalidad a través de la cual se canaliza mayoritariamente el proceso de distribución de liquidez internacional en los años setenta, con base en la plataforma crediticia del euromercado.

El favorable diferencial no cubierto de intereses estimulaba el acceso a las fuentes de endeudamiento en divisas del que no sólo las empresas privadas hicieron uso, sino igualmente las empresas públicas y el propio Estado, especialmente hasta mediado 1977. Este protagonismo casi exclusivo de la financiación crediticia pura (no vinculada a transacciones comerciales o reales) descendió como consecuencia de las nuevas expectativas de apreciación de la peseta tras su devaluación en julio de ese año, y las restricciones monetarias internas instrumentadas como respuesta a las tensiones inflacionistas entonces existentes. La sustitución de créditos por inversiones fue especialmente intensa a partir de 1978, propiciándose incluso la cancelación anticipada de algunos de los primeros, especialmente de prestatarios públicos. Nuevamente en 1979 la balanza por cuenta corriente española precisaría de financiación externa que se satisfaría mediante el endeudamiento público y privado en el exterior.

La captación de financiación crediticia a partir de este año va a marcar sensibles diferencias con el período anterior. Puede decirse que en la década de los ochenta, los prestatarios españoles alcanzan su mayoría de edad a tenor de las condiciones de coste en que consiguen captar sus operaciones de préstamo. La magnitud media de los montantes y la extensión de los vencimientos es notablemente superior a la de años anteriores, y los costes finales (diferenciales sobre el tipo de interés interbancario, comisiones...) significativamente más reducidos.

Efectivamente, hasta 1979 el riesgo español en su conjunto no alcanza las

condiciones equivalentes a las de la media de los prestatarios en los mercados financieros externos, soportando costes superiores por una financiación cuyos periodos de vencimiento son también, en general, inferiores a la media del mercado. El acceso en estos años se caracteriza igualmente por el reducido volumen medio de los préstamos, netamente inferior a la media de los países de la OCDE, lo que se traduce en un acceso no sólo concretado en un mayor número de operaciones, sino también más disperso. Es a partir de ese año 1979 cuando, además, se intensifica el proceso de endeudamiento externo español, captándose en los cinco años anteriores apenas una cuarta parte del volumen de recursos crediticios correspondientes al período 1984-1986. Especialmente intenso es el trienio 1979-1981 en el que España en su conjunto es el principal prestatario internacional entre los países de la OCDE. A partir de mediada la década de los ochenta se inicia una lenta diversificación de los instrumentos de endeudamiento, desde la financiación bancaria hacia instrumentos «titularizados», proceso coincidente en la genérica tendencia de recomposición de los riesgos bancarios derivada de la crisis de la deuda de los países en desarrollo.

Los últimos años de la década siguen dominados por la existencia de tipos de interés sobre activos en pesetas significativamente más elevados que los de las principales monedas. La mayor estabilidad del tipo de cambio de nuestra moneda contribuye a propiciar la renovación del endeudamiento exterior y, más concretamente, las entradas a corto plazo con un carácter meramente especulativo. Las perturbaciones que estos movimientos de capital pueden originar sobre el control monetario acaban determinando la imposición por las autoridades monetarias de restricciones a esas entradas que tienen su más significativo exponente en las medidas adoptadas al inicio de 1989.

La evolución de estas entradas de capital exterior a partir de febrero de 1989 se encuentran en efecto condicionadas, como se comentó en el primer epígrafe, por el establecimiento, a partir de febrero, de un depósito no remunerado equivalente al 30 % del principal de los créditos captados en divisas, en el contexto de las actuaciones destinadas a la reducción de la demanda interna. Ese encarecimiento efectivo de la financiación crediticia exterior estuvo acompañado, a medida que transcurría el año, de un alza en los tipos de interés de las principales monedas que favoreció los objetivos gubernamentales de penalización de esa fuente de financiación, y el consiguiente estrechamiento de la ventaja en términos de diferenciales en tipos de interés.

En la medida en que, a tenor de la normativa sobre inversiones extranjeras, los préstamos con un vencimiento superior a cinco años de una matriz a su filial en España se consideran inversiones directas, la introducción del depósito referido ha propiciado una cierta alteración en la compañía de los propios flujos de inversión. Así se ha puesto de manifiesto en el fuerte incremento experimentado por esta «modalidad» de inversión durante la primera mitad de 1989, superando el 130 % sobre la cifra equivalente del año anterior.

La síntesis resultante de ese proceso de endeudamiento queda reflejada al término de cada período en el *stock* de deuda exterior de nuestro país, único de

los pasivos exteriores con un período especificado de devolución. Se incluyen igualmente bajo este concepto los pasivos que, captados en el exterior por las entidades bancarias residentes, son intermediados en el mercado nacional.

Del análisis de su evolución (cuadro 4) pueden deducirse las fases comentadas en epígrafes anteriores en las que el recurso al ahorro externo fue intenso. Considerando su contravalor en dólares, el *stock* de deuda exterior no ha dejado de crecer desde 1973 hasta 1985, con un primer período, hasta 1977, de fuerte aceleración. A partir de este último año y como consecuencia de la política de ajuste iniciada en julio se reducen las tasas de crecimiento de la deuda hasta la nueva crisis del petróleo, en 1979, que determinará una aceleración en los dos años siguientes para volver a descender a partir de 1983. Es precisamente a partir de este último año cuando se hace más evidente la mejora en el *rating* crediticio de los deudores españoles, al tiempo que tiene lugar una mayor diversificación de las divisas en las que se denomina la deuda y un significativo alargamiento en su estructura de vencimientos.

CUADRO 4. Deuda exterior y estructura por vencimientos

Deuda exterior (millones de \$)	Vencimientos: % s/total					Total
	Corto plazo (1 año)	Medio plazo (hasta 5 años)	Largo plazo (5 años o más)	Otras (*)		
1970	3 539					
1971	3 862					
1972	4 141					
1973	4 201					
1974	6 337					
1975	8 454					
1976	11 241	16	50	34	0	100
1977	15 126	18	52	30	0	100
1978	17 425	16	50	34	0	100
1979	19 497	14	42	44	0	100
1980	23 719	13	40	47	0	100
1981	27 205	12	39	49	0	100
1982	28 772	12	42	46	0	100
1983	29 462	14	44	41	2	100
1984	29 577	13	44	40	3	100
1985	28 164	11	34	52	3	100
1986	24 063	11	29	59	1	100
1987	30 115	17	27	48	8	100
1988	32 748	14	30	49	7	100
1989	34 764	7	38	45	10	100

(*) Vencimiento indeterminado, impagados y otras situaciones.

Fuente: Banco de España.

Este último aspecto de mejora del perfil temporal de la deuda se pone de manifiesto en el cuadro 4 del que puede deducirse una traslación hacia los vencimientos superiores a un año, claramente mayoritaria durante la década de los ochenta, determinando una extensión del vencimiento medio ponderado de la deuda en todos esos años.

La escasa diversificación monetaria de las operaciones de préstamo es una de las características del endeudamiento externo español. Como puede apreciarse en el cuadro 5, el dólar de EE UU ha sido hasta 1984 la moneda mayoritaria en la que se ha concretado la deuda exterior. El elevado grado de liquidez del segmento del mercado de eurocréditos en esta moneda permite que sea en él donde se capten las operaciones con mayores montantes medios, contrariamente a lo que ocurre en segmentos monetarios con menos liquidez, especialmente el referido al franco suizo. Hasta entrada la década de los ochenta, tres divisas (dólar estadounidense, marco alemán y franco suizo) totalizan en promedio el 90 % de la deuda exterior. La incorporación del yen japonés y del ECU en la denominación del endeudamiento coincide, en líneas generales, con el mayor peso específico que estas monedas cobran en el conjunto de los euromercados, aunque cabe señalar que el uso de las mismas por los prestatarios españoles es ligeramente inferior al correspondiente al promedio de esos mercados externos. El año 1983 marca el inicio del descenso en la utilización del dólar (que tiene su mínimo en 1989 con apenas un 29 % de toda la deuda) y el paralelo ascenso del yen y el numerario del SME, el ECU.

CUADRO 5. Denominación monetaria de la deuda exterior
(en porcentaje)

	\$ USA	Marco	F.S.	Yen	ECU	F.F.	Libra E.	Resto	Total
1975	53,7	21,2	10,8	—	—	2,2	1,1	11,0	100
1976	56,6	19,3	12,3	—	—	1,6	0,8	9,4	100
1977	57,8	20,7	11,8	0,5	—	1,4	0,6	7,2	100
1978	54,7	20,3	13,6	1,6	—	1,3	0,9	7,6	100
1979	58,4	17,2	14,8	3,4	—	1,3	0,7	4,2	100
1980	62,9	13,9	14,4	3,8	—	1,3	0,5	3,2	100
1981	63,8	11,8	14,3	3,5	—	1,2	0,8	4,6	100
1982	62,4	11,1	15,2	3,9	0,3	1,2	1,6	4,3	100
1983	63,5	9,7	12,9	5,1	0,7	1,2	2,8	4,1	100
1984	58,8	9,0	12,0	9,3	1,6	1,0	3,2	5,1	100
1985	47,6	12,1	13,3	13,7	4,6	1,1	3,6	4,0	100
1986	35,9	16,1	16,9	17,3	6,1	1,2	3,2	3,3	100
1987	32,9	17,0	18,2	16,5	6,5	1,1	3,2	4,6	100
1988	31,2	16,0	18,5	15,2	8,6	1,2	2,7	6,6	100
1989	28,4	16,8	18,6	12,7	10,0	1,2	1,3	11,0	100

Fuente: Banco de España.

Diversos son los indicadores existentes para evaluar la sostenibilidad de la deuda exterior de un país o la capacidad para atender su servicio, amortización del principal más intereses. En el cuadro 6 se recogen los ratios más usuales, de los que, en conjunto, cabe deducir la ya comentada favorable evolución de ese *stock* a partir de 1983. Llamemos la atención sobre la relación entre las reservas exteriores, activo del que es titular el Banco de España y el volumen de deuda exterior (gráfico 8). Como puede apreciarse en el gráfico, la importancia relativa de ese activo sobre el pasivo representado por la deuda crece también a partir de 1983, desde niveles en torno al 37 % hasta superar en 1989 el 145 %, año en el que España se sitúa entre los cinco países con más reservas del mundo.

Ese importante volumen de reservas no es sino el resultado de las intensas entradas de capital exterior que se producen a partir de 1986, como hemos visto en las páginas anteriores. Paralelamente a la cómoda cobertura que otorgan a los desequilibrios de nuestra balanza de pagos por cuenta corriente puede cuestionarse la necesidad del mantenimiento en magnitudes tan elevadas si, adicionalmente, se considera la baja rentabilidad relativa que cabe obtener de la gestión de este activo, necesariamente sujeto a planteamientos inversores más conservadores que los de cualquier otra cartera de activos financieros exteriores. Es en este aspecto en el que el contraste entre la tasa media de la rentabilidad efectiva de las reservas y el coste efectivo medio de la deuda podría llegar a aconsejar

CUADRO 6. Indicadores de la deuda exterior

	1973	1975	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Servicio deuda/Exportación de bienes y servicios	11,4	12,0	16,2	19,2	20,1	18,9	22,9	26,2	28,1
Servicio deuda/PIB	1,4	1,6	2,6	3,8	4,0	4,3	5,6	6,3	5,9
Servicio deuda corregido ^a /PIB			2,6	3,8	3,9	4,5	4,4	3,5	2,1
Amortizaciones/Utilización	65,9	25,0	37,1	43,2	60,7	66,0	75,0	217,1	287,2
Intereses/Exportaciones de bienes y servicios	2,7	3,8	8,0	10,5	10,6	8,9	8,4	7,1	4,8
Intereses/PIB	0,3	0,5	1,3	2,1	2,1	2,0	2,0	1,7	1,0
Tipo de interés medio	6,7	7,1	12,7	15,2	13,7	10,8	10,6	9,6	8,6
Deuda/PIB	5,0	8,1	11,2	14,7	16,2	19,0	18,9	17,5	10,7
Reservas/Deuda	194,8	69,8	51,9	55,9	38,5	36,3	51,4	46,5	65,3
Utilización/FBC ^b	6,6	16,4	16,8	18,8	14,7	16,2	19,0	18,9	17,5
Deuda neta ^c /Exportación de bienes y servicios	7,2	40,7	53,4	53,2	69,4	72,6	54,5	54,9	32,9
Deuda neta/PIB	1,0	5,4	8,7	10,5	14,0	16,4	13,2	13,3	6,9

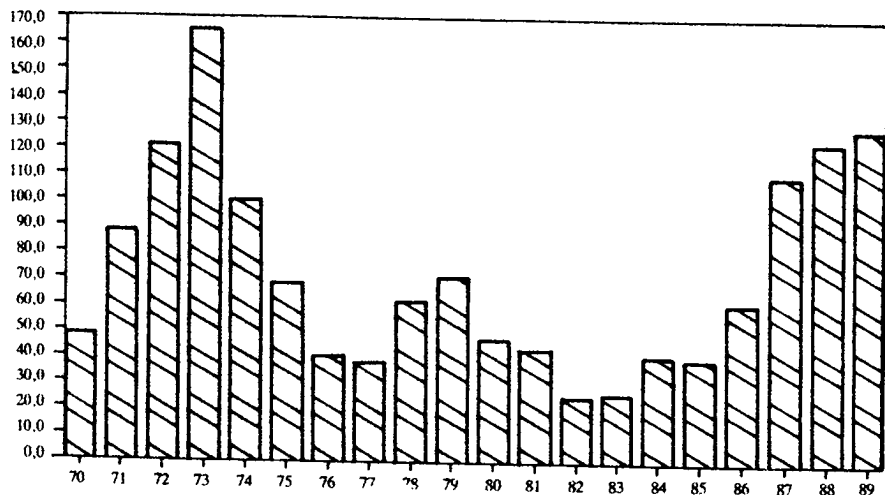
^a Corregido de amortizaciones anticipadas.

^b Formación bruta de capital.

^c Deuda neta = Deuda exterior - Reservas + 1/6 importaciones de bienes y servicios.

Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 8. Reservas centrales/deuda exterior
Relación porcentual



Fuente: Banco de España.

una nueva relación entre ambas, sin necesidad de amenazar esa posición de solvencia exterior de la economía española.

6. Flujos de salida de capital al exterior

De lo comentado hasta ahora pueden deducirse razones más que suficientes para ilustrar la escasa importancia de los flujos de salida de capital de la economía española. Incluso en los últimos años en los que la regulación de estos movimientos ha sido ampliamente permisiva, las condiciones de rentabilidad relativa no las han propiciado.

Hasta el inicio de la década de los ochenta, las inversiones españolas en el extranjero no dejan de tener una importancia poco más que testimonial, tanto en términos absolutos como en relación al PIB de nuestra economía, siempre inferior al 0,5 %. A ello no resulta ajeno la comentada orientación del sistema de control de cambios español hacia la disuasión de cualquier tipo de salida de capital a la que hay que añadir, en el caso concreto de las inversiones directas españolas, la simplicidad de la política comercial en el exterior de la mayoría de las empresas exportadoras españolas. En efecto, dado el escaso valor añadido que tradicionalmente han incorporado las exportaciones españolas, no parece haber sido preciso la disposición de redes comerciales en el exterior. Adicional-

mente, la creciente importancia como exportadores de las filiales españolas de empresas extranjeras ha hecho menos necesarias esas inversiones en canales de distribución, en la medida en que disponían de la infraestructura de comercialización de las empresas matrices. Con todo, las inversiones directas no han dejado de crecer en los últimos años de la década de los ochenta.

Las inversiones de cartera por su parte, hasta 1986 únicamente estaban autorizadas para algunas empresas residentes. El sensible incremento en esta categoría de inversiones a partir de 1982 se presenta asociado a las intensas expectativas de depreciación de la peseta y a la simultánea tendencia alcista en las principales bolsas internacionales, especialmente a partir de la segunda mitad de 1982. Con todo, una parte probablemente mayoritaria de las inversiones españolas de cartera en el exterior ha debido estar vinculada a operaciones de cobertura del riesgo de cambio, mediante la adquisición de activos financieros de renta fija denominados en divisas, con los que neutralizar eventuales variaciones en el tipo de cambio frente a la peseta. Muchas de estas operaciones han estado vinculadas a la atención del servicio de la deuda de operaciones financieras en divisas.

El período comprendido entre 1983 y 1988 registra las mayores salidas de capital vía inversiones y, más concretamente, a partir de la amplia liberalización de estos movimientos que introduce el Real Decreto 2374/86 de 7 de noviembre. En ese mismo año de 1986, las inversiones de cartera de residentes españoles en el exterior alcanzan la cifra sin precedentes de 250 millones de dólares. Los años siguientes no propiciarán la continuidad de esa tendencia, dadas las condiciones relativamente favorables que los activos financieros denominados en pesetas definen. Como vimos, el amplio diferencial en tipos de interés y las presiones apreciadoras de la peseta hacen de la inversión financiera en España una de las más atractivas de los países industrializados, determinando incluso la desinversión de posiciones en el exterior.

Consideraciones no muy distintas a las realizadas anteriormente cabría hacer para la otra gran categoría de flujos de salida de capital, los créditos a no residentes. Su importancia ha sido igualmente limitada, reflejando una evolución poco uniforme, condicionada por las mismas variables antes referidas (diferencial de intereses y expectativas sobre el tipo de cambio de la peseta) además de la calidad crediticia de los eventuales prestatarios.

La integración financiera de la economía española y la paralela aceptación de la peseta como moneda vehicular en el comercio y la financiación internacional dispone de uno de sus exponentes más característicos en las emisiones de extranjeros denominadas en pesetas. Emitidas hasta la fecha por entidades supranacionales, este tipo de emisiones son objeto de liquidación en los sistemas correspondientes al mercado de eurobonos. Un 0,74 % del conjunto de emisiones internacionales de bonos en 1989 correspondieron a este tipo de emisiones, denominadas en los medios financieros «bonos matador», cuando en 1987 apenas alcanzaron el 0,1 %. En 1989 el volumen de nuevas emisiones superó los 230 000 millones de pesetas, al tiempo que se ponía de manifiesto una creciente amplitud del mercado secundario de este tipo de emisiones.

7. La apertura financiera del sistema bancario

Un aspecto de gran interés en el análisis de la apertura financiera de la economía española es la contribución a la misma del sistema bancario. A la importancia genérica que en los países de nuestro entorno tienen las entidades bancarias, hay que añadir la privilegiada posición de que gozan en España al disponer de la delegación de funciones por parte del Banco de España para la realización de los cobros y pagos exteriores.

Dos consideraciones generales cabe realizar respecto a las entidades bancarias españolas en este contexto. Por un lado, el escaso grado de importancia de la actividad internacional en el conjunto del sistema bancario español (SBE). En segundo lugar, la escasa apertura tanto absoluta como en relación a otros sectores de la economía que ha existido en lo que a libertad de prestación de servicios se refiere y, muy especialmente, a la libertad de establecimiento de entidades extranjeras en nuestro país.

La actividad internacional de los bancos españoles se ha limitado tradicionalmente a la mera extensión de su negocio doméstico en aquellos países en los que se ha establecido. El amplio proceso de internacionalización del negocio bancario que tiene lugar con ocasión del desarrollo de los euromercados y la asociada distribución de liquidez que se opera a través de los mismos a partir de 1974, apenas afecta a la banca española. La singular presencia de prestatarios españoles en esos mercados de crédito como hemos visto en el epígrafe anterior se hace en la amplia mayoría de las operaciones a través de sindicatos de bancos extranjeros establecidos en esos mercados externos. En los habituales *ranking* de los bancos participantes en los mercados crediticios internacionales, es difícil encontrar bancos españoles en posiciones destacadas.

La síntesis más expresiva del grado de apertura del SBE es la participación del sector exterior en los activos y pasivos totales (gráfico 9). Con datos disponibles para la pasada década, los activos frente a no residentes representan poco más del 8 % sobre los activos totales y los pasivos no alcanzan el 10 % sin que en ningún año se hayan superado sendos máximos del 10,4 y 13 %. El menor ritmo de internacionalización que el correspondiente al conjunto de la economía española se pone de manifiesto al comparar las respectivas tasas de crecimiento de los activos y pasivos de uno y otro.

Si al término de 1982 la participación de los activos exteriores de la banca en el conjunto de los activos y pasivos exteriores de la economía española suponía el 60 %, en 1989 no supera el 31 %, la más baja participación de la década. Algo similar ocurre con la importancia relativa de los pasivos exteriores del SBE, que de un 45,7 % que representaban en 1981 pasan al 32,6 % en 1989 (gráfico 10).

El dominio de los pasivos exteriores del SBE sobre los activos no hace más que reflejar, al igual que se destacó en las consideraciones sobre las grandes categorías de flujos de capital, la preeminencia del diferencial favorable de tipos de interés de la peseta sobre cualquier otra circunstancia y, en concreto, sobre la rentabilidad relativa de las inversiones en el exterior. Esa misma circunstancia es

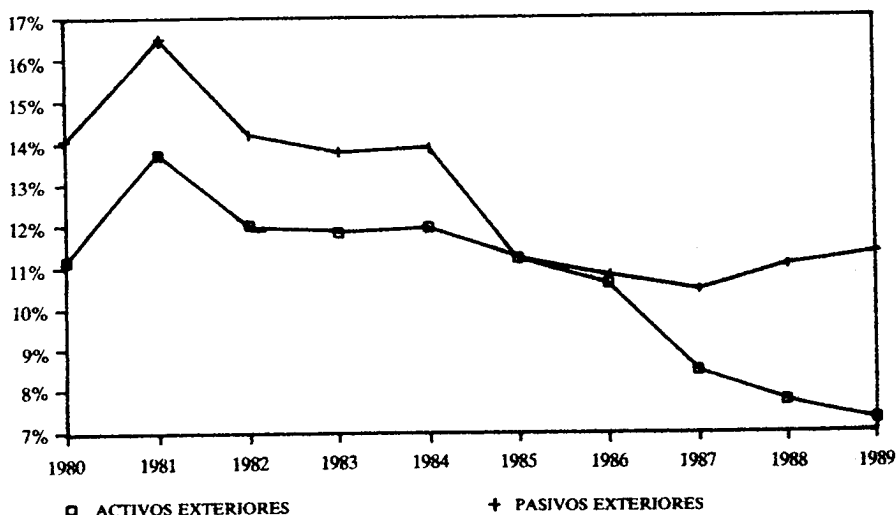
la que ha restado virtualidad a la liberalización de la adopción de posiciones largas en divisas para este sector a partir de 1986.

Del conjunto de entidades que configuran nuestro SBE, la banca privada sigue detentando la mayor importancia relativa, aunque cediendo ante el evidente crecimiento de las cajas de ahorros. Estas últimas han pasado de representar apenas el 0,1 % de los activos en 1980 a hacerlo con el 5,2 % al término de 1988. Por lo que hace a los pasivos, las cajas han pasado del 4,5 % en 1980 a algo más del 9 % al final de 1989. La participación de las cooperativas de crédito es de casi nula significación.

La distribución geográfica de esos activos y pasivos exteriores señala a Europa y más concretamente a los países de la CEE como los principales destinos de los activos y los correspondientes detentadores de los pasivos exteriores del SBE, con un 39,8 y 44,9 % respectivamente al término de 1988. Los países iberoamericanos registran una participación próxima al 20 % en ambos conceptos en ese año. Conviene destacar a este respecto el singular proceso de reducción de riesgos con estos países como respuesta a la crisis de solvencia que se inicia en 1982. La política de provisiones contra estos riesgos iniciada entonces ha situado las posiciones acreedoras netas con estos países en niveles inferiores a un tercio de los mantenidos al final de 1982.

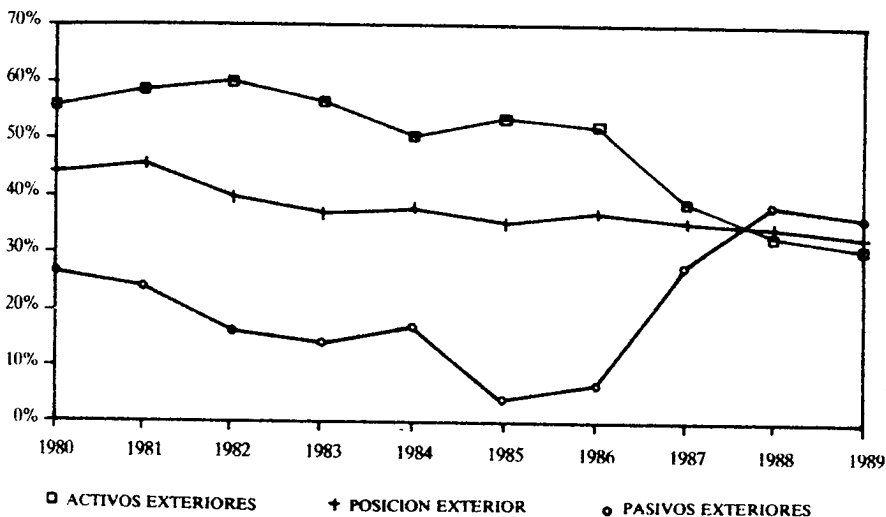
El otro aspecto que destacábamos como exponente de la menor apertura relativa al exterior del SBE radicaba en los obstáculos a la entrada de entidades

GRÁFICO 9. Sector exterior del sistema bancario
(% sobre activos y pasivos totales)



Fuente: Analistas Financieros Internacionales.

GRÁFICO 10. Sector exterior del sistema bancario
(% sobre sector exterior español)



Fuente: Analistas Financieros Internacionales.

extranjeras al mercado español. Es en 1978 cuando se regula lo que ha dado en denominarse «segunda entrada de la banca extranjera» en España, primera en realidad desde la guerra civil. Hasta la promulgación del Real Decreto 1388/1978 de 23 de julio, únicamente estaban establecidos en España cuatro bancos extranjeros, que gozaban de posibilidades operativas similares a las de los bancos españoles: Bank of London & South América (hoy Lloyds Bank), Credit Lyonnais, Société Générale de Banque y Banca Nazionale del Lavoro.

Las autorizaciones de establecimiento que se producen a partir de 1978 lo son con unas restricciones operativas que impiden de hecho la actuación de las entidades extranjeras en el segmento de mercado al por menor. La apertura de un máximo de tres oficinas, la limitación de su cartera de valores a títulos de renta fija y la limitación en la captación de financiación ajena, obligando a la captación de financiación interbancaria fundamentalmente, son las más significativas restricciones que encuentran estos bancos para competir en igualdad de condiciones con el resto del SBE.

La normativa actualmente en vigor sobre establecimiento en España de entidades bancarias extranjeras en el Real Decreto 1144/1988 de 30 de septiembre es de contenido más amplio que el de 1978; en él se regula la creación de bancos privados y la instalación en España de entidades de crédito extranjeras, mediante tres modalidades básicas: filiales, sucursales y oficinas de representación. A excepción de lo dispuesto para esta última modalidad, sin dimensión operativa, se produce una significativa equiparación entre la autorización aplicable a los bancos

extranjeros y la correspondiente a los bancos privados en general, pero subsisten transitoriamente (hasta el 31 de diciembre de 1992) las limitaciones ya comentadas para filiales y sucursales.

En definitiva, la presencia de la banca extranjera en España ha contribuido decisivamente a la modernización de nuestro sistema financiero a través de la potenciación de los mercados monetarios y la incorporación de nuevos instrumentos financieros de los que los préstamos sindicados a tipos de interés variable y las emisiones de papel comercial (pagarés de empresa) son los más representativos. Las limitaciones señaladas obligaron a orientar la actividad de esas entidades hacia actividades propias de la banca de inversión, trasladando tecnologías y productos desarrollados en sus países de origen y en los euromercados, con el consiguiente impacto favorable en términos de difusión de esas nuevas técnicas y productos, en los mercados financieros españoles.

8. Conclusiones

El proceso de apertura financiera al exterior de la economía española ha estado orientado, como hemos tenido ocasión de apreciar en las páginas precedentes, por las casi continuas necesidades de ahorro externo de nuestra economía. El signo de la balanza de pagos por cuenta corriente y la adhesión de España a la CEE han determinado el carácter del sistema de control de cambios, igualmente condicionado en los últimos años por las exigencias de control monetario.

La entrada en la CEE contribuye decisivamente a la alteración en la estructura de los flujos de entrada de capital, favoreciendo las distintas modalidades de inversión y, por tanto, dotando de mayor estabilidad y menor grado de exigibilidad al conjunto de los pasivos exteriores de la economía. Ello no ha sido óbice para que, simultáneamente, las entradas de capital a corto plazo hayan estado esencialmente propiciadas por el persistente diferencial de rentabilidades efectivas de los activos financieros denominados en pesetas. La incorporación de España al Sistema Monetario Europeo reduce significativamente el riesgo de cambio y homologa la configuración de nuestra política macroeconómica con las de nuestro entorno europeo.

La creciente importancia que en el período analizado han cobrado los activos y pasivos exteriores de la economía española no tiene su correlato en la correspondiente al sistema bancario, que reduce significativamente su grado de internacionalización en la pasada década, al tiempo que permanecen las restricciones más relevantes para la competencia en los mercados españoles de entidades financieras extranjeras.

El horizonte genérico del mercado único en Europa implica la existencia de un espacio financiero europeo y la desaparición de todo tipo de restricciones a la libre circulación de los capitales y a la libre prestación de sistemas financieros en la región; será entonces cuando la homologación política e institucional consigui-

da en estos últimos años tenga su correspondencia en el grado de apertura financiera al exterior de nuestra economía con el de las principales europeas.

ORIENTACION BIBLIOGRAFICA

La bibliografía sobre la apertura financiera al exterior de la economía española es tan amplia, y también tan dispersa, como la cobertura de que ha dispuesto el estudio genérico de nuestra economía en los últimos veinte años. Como apoyos directamente vinculados a la lectura de este trabajo pueden consultarse las obras que se referencian a continuación.

Los dos tomos de D. ÁLVAREZ PASTOR y F. EGUIDAZU, *Control de cambios. Régimen jurídico de las transacciones con el extranjero*, Madrid, Revista de Derecho Privado, 1988, constituyen un clásico para el estudio del sistema de control de cambios de nuestro país. La revisión reciente y ordenada de los controles sobre los movimientos de capital en España y su adecuación al proceso liberalizador comunitario se encuentra en el trabajo de Eloísa ORTEGA, «Controles sobre los movimientos de capital. Situación actual y perspectivas de liberalización», *Boletín Económico*, Banco de España, abril de 1989. Un completo trabajo sobre la evolución de los activos y pasivos exteriores de la economía española es el de P. ABAD y D. GONZÁLEZ, «Activos y Pasivos Exteriores de España», *Boletín Económico*, Banco de España, octubre de 1988.

Un análisis actualizado de los flujos de inversión española en el extranjero se encuentra en el trabajo de Aurora ALEJANO, «Inversiones de España en el exterior y su comparación con otros países europeos», *Boletín Económico*, Banco de España, febrero de 1989.

La internacionalización del sistema bancario español durante la década de los ochenta es descrita en el libro de A. BERGES, E. ONTIVEROS y F. J. VALERO, *Internacionalización bancaria. El caso español*, Madrid, Espasa Calpe, 1990, en el que se analiza diferenciadamente la contribución a ese proceso de los distintos subsectores (bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito) del sistema bancario.

La importancia cobrada por los mercados financieros externos en la distribución de liquidez internacional a partir de 1973 es analizada en E. ONTIVEROS, *El mercado de eurodivisas. Análisis de su evolución e implicaciones*, Madrid, 1980. El proceso de endeudamiento español en esos mercados externos ha sido específicamente analizado en diversos trabajos de A. BERGES y E. ONTIVEROS, entre los que cabe citar aquí el artículo «El coste de la financiación exterior», *Papeles de Economía Española, Suplementos sobre el Sistema Financiero*, núm. 22, 1988, centrado en el coste efectivo de cada una de las operaciones de préstamo. Un análisis de la importancia relativa de la financiación exterior en el contexto de la estructura financiera de la empresa española, se encuentra en el trabajo de BERGES, ONTIVEROS y VALERO de 1989, «Financiación de la Empresa española. Evolución reciente», *Papeles de Economía Española*, núm. 39, 1989.

Un trabajo de interés metodológico para la explotación de la información estadística sobre deuda exterior suministrada por el Banco de España es el de D. GONZÁLEZ XIMÉNEZ y M. NAVASCUÉS, «La deuda exterior de España: algunas consideraciones deducidas de la información disponible», *Boletín Económico*, Banco de España, junio de 1987.

En los capítulos de ONTIVEROS y VALERO destinados al Sistema Financiero de la obra *España, economía. Nueva edición ampliada* (J. L. GARCÍA DELGADO, director) Madrid, Espasa-Calpe, 1989, se comentan con cierto detalle las principales modalidades y restricciones asociadas al establecimiento de la banca extranjera en España.