

## Comentario sobre "La Entrada de los Países Meridionales en el SME".

### I. INTRODUCCIÓN

La idea principal de Artus/Dupuy<sup>1</sup> es que podría ser mejor para España y Portugal endeudarse en sus propias monedas, es decir, abriendo los mercados de capital, que en divisas. En este comentario se plantean algunas dificultades.

En primer lugar se plantea que el indicador deuda exterior/PIB quizás no expresa de forma adecuada la condición de solvencia a la que atendería el inversor extranjero. También se señala que el supuesto de que la inversión es la *única* importación no puede dar buena cuenta de un período con subidas y bajadas del precio del petróleo.

En segundo lugar se señalan algunas inconsistencias lógicas en las ecuaciones del consumo, de la deuda y de la dinámica del capital.

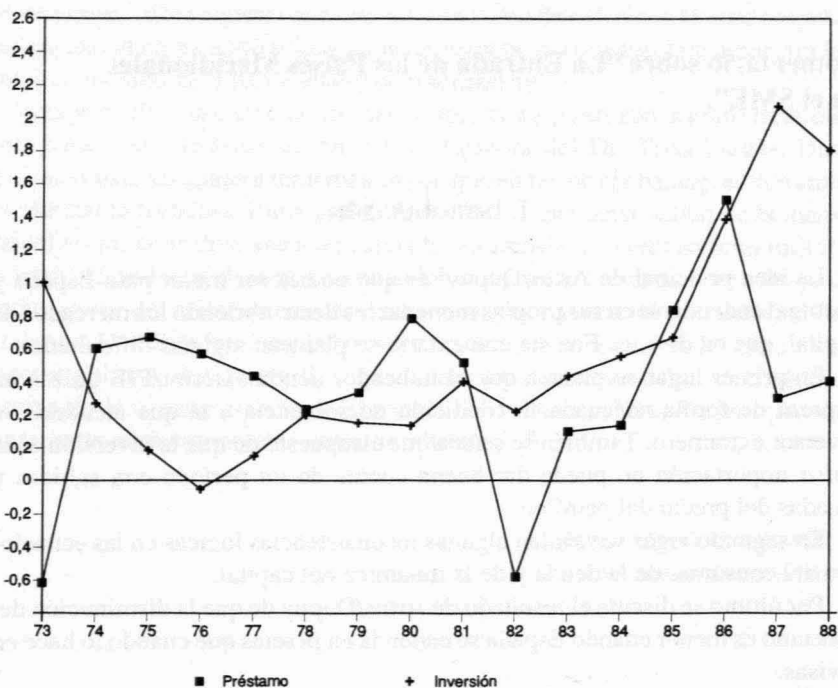
Por último se discute el resultado de Artus/Dupuy de que la disminución del consumo es menor cuando España se endeuda en pesetas que cuando lo hace en divisas.

### II. CRÍTICA DE SUPUESTOS FÁCTICOS

Cuando un inversor extranjero analiza la situación de solvencia en un país, no sólo mirará la deuda (o los préstamos, cuando mira los flujos) sino también el capital extranjero invertido en títulos y el activo de las empresas.

En la figura 1 se puede observar que en la década de los 80 España ha recurrido menos al endeudamiento y más a las entradas de capital extranjero. En el Cuadro I se puede observar como las empresas han reducido su posición en divisas, no ampliando sus activos en divisas, sino consiguiendo capital extranjero en pesetas. Es posible llegar a un límite del interés en estar aquí.

Figura 1: Préstamos e inversión extranjero en % del PIB.



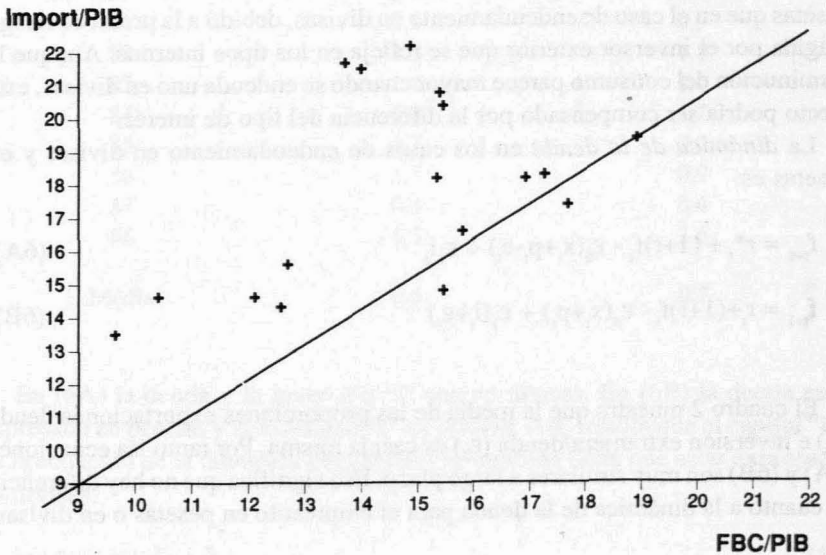
Cuadro I: Renglones exteriores del balance de las empresas no financieras (millones de pesetas)

	1982	1989
<b>Activos Financieros</b>	<b>14613.5</b>	<b>34884.0</b>
Ef. y dep. en moneda extranjera	0	16.2
Otros dep. en moneda extranjera	15.9	13.5
Obligaciones	21.6	61.9
Acciones exterior	139.0	198.4
Créditos en ptas a exterior	14.9	131.9
Créditos en moneda extranjera	95.2	72.4
<b>Pasivos Financieros</b>	<b>24183.4</b>	<b>49782.4</b>
Obligaciones	0.1	160.2
Acciones	562.0	3870.4
Otras partic. extranjeras	81.4	201.2
Créditos en moneda extranjera	3010.0	3370.3

En la figura 2 se puede observar la relación entre las importaciones y la formación bruta de capital FBC. Si la inversión fuera igual a las importaciones la línea sería de  $45^\circ$ .

Una parte importante y variable de los problemas de financiación exterior no proviene de las inversiones.

Figura 2: Importación/PIB y FBC/PIB



### III. CRÍTICA DE LAS ECUACIONES

En el modelo de Artus/Dupuy la *función del consumo* en el caso de endeudarse en divisas es:

$$C_t = \beta_0 y_t - \beta_1 r_t - \beta_2 (e_t - p_t + f_t) \quad (2)$$

Cuando España se endeuda en pesetas, obtenemos:

$$C_t = \beta_0 y_t - \beta_1 r_t - \beta_2 (f_t - p_t) \quad (2B)$$

Pero el tipo de interés  $r_t$  puede ser mayor en el caso de endeudamientos en pesetas que en el caso de endeudamiento en divisas, debido a la prima de riesgo exigida por el inversor exterior que se refleja en los tipos internos. Aunque la disminución del consumo parece mayor cuando se endeuda uno en divisas, este efecto podría ser compensado por la diferencia del tipo de interés.

La *dinámica de la deuda* en los casos de endeudamiento en divisas y en pesetas es:

$$f_{t+1} = r_t^* + (1+r)f_t - \varepsilon_0(x_t + p_t - e_t) + \varepsilon_1 i_t \quad (6A)$$

$$f_{t+1} = r_t + (1+r)f_t - \varepsilon_0(x_t + p_t) + \varepsilon_1(i_t + \varepsilon_t) \quad (6B)$$

El cuadro 2 muestra que la media de las proporciones exportaciones/deuda ( $\varepsilon_0$ ) e inversión extranjera/deuda ( $\varepsilon_2$ ) es casi la misma. Por tanto las ecuaciones (6A) y (6B) son muy similares a largo plazo. Eso significa que no hay diferencia en cuanto a la dinámica de la deuda para el empréstito en pesetas o en divisas.

**Cuadro II: Proporciones  $\epsilon_1$  y  $\epsilon_2$ .**

	Export./deuda $\epsilon_1$	Invers./deuda $\epsilon_2$
73	15.9	- 3.2
74	- 4.5	0.7
75	- 3.5	0.4
76	- 3.9	0.2
77	- 2.4	0.4
78	1.0	0.9
79	0.4	0.8
80	- 1.9	0.5
81	- 2.1	0.9
82	4.8	- 1.8
83	- 1.1	1.6
84	4.0	1.7
85	1.7	0.9
86	1.1	0.9
87	0.3	3.4
88	- 1.3	2.6
Media	0.5	0.7

En (6A) la deuda y la inversión "i" son en divisas. En (6B) la deuda está expresada en pesetas y la inversión "i" en divisas. Así, resulta que el capital "k" en la ecuación de la dinámica del capital (5)<sup>2</sup> también tiene que estar expresado en divisas,

$$k_{t+1} = k_t(1-\delta) + \delta i_t \quad (5)$$

lo que significaría que las variables y, c, x, g estarían expresadas en divisas y no en pesetas. En consecuencia, dicha deducción no es consistente.

2. En el artículo original hay un error en la ecuación (5). En vez de  $\delta_i$  pone  $\delta_r$  (pág. 377).

#### IV. CRÍTICA DE LOS RESULTADOS

La principal conclusión de Artus/Dupuy es que la disminución del consumo es menor en caso de que España se endeuda en pesetas (modelo 1) que si lo hace en divisas (modelo 2). Hemos podido demostrar que la diferencia entre los dos modelos casi no existe (véase nuestra crítica de las ecuaciones (6A) y (6B) de la dinámica de la deuda).

La idea de Artus/Dupuy sobre la disminución del consumo al endeudarse España en pesetas implica que las personas no residentes tendrían acceso a los mercados financieros. Endeudarse en pesetas significa entonces *vender* activos financieros al resto del mundo. Aunque España así no tendría que pagar los intereses del préstamo, podría sufrir una rebaja del beneficio debido a la reducción de la participación doméstica en su capital. La pérdida en consumo sería probablemente la misma en ambos casos.

**ULRICH GÖLTNER**

*Universidad de Barcelona*