

Los datos de 2008 revelan cambios importantes en el comportamiento de los diferentes agentes que se hacen más visibles analizados desde una perspectiva histórica larga. Las familias recuperan su papel de suministradores de financiación a la economía.

CAMBIOS DE CALADO EN EL AHORRO Y LA INVERSIÓN EN ESPAÑA

Indicadores clave para entender la estructura financiera de la economía española como el ahorro y la inversión están mostrando cada vez con mayor intensidad y rapidez el impacto de la crisis económica y financiera actual. El análisis de los últimos datos anuales referidos al ejercicio cerrado de 2008 puestos en una perspectiva histórica larga revelan la excepcionalidad y relevancia de las condiciones actuales. Habitualmente los movimientos de estas variables son mucho más paulatinos y tendenciales. Si bien el principal desequilibrio financiero de la economía española, su necesidad de financiación respecto al exterior, no muestra signos de corrección en 2008 con un déficit similar al del año anterior de casi 100.000 millones de euros, un análisis pormenorizado de las relaciones financieras entre sectores institucionales revela cambios sustanciales.

En 2008, el aumento del ahorro de los Hogares o familias ha devuelto a este sector su posición como proveedor de financiación a la economía tras cinco años en los cuales la inversión en vivienda nueva superó a su ahorro. Por otra parte, las Empresas no Financieras han reducido su necesidad de financiación respecto a 2007, un fenómeno que no sucedía en los últimos cinco años. Y son las Administraciones Públicas (AAPP) las que tras un largo período de corrección de sus cuentas han experimentado un deterioro mayor al alcanzar un volumen de necesidad de financiación de más de 40.000 millones de euros, con mucho el mayor de su historia.

¿Hacia dónde se dirige la financiación de la economía española? Con alta probabilidad hacia un escenario en el cual la elevada necesidad de financiación de las Administraciones Públicas será cubierta por el ahorro de los Hogares españoles y por el ahorro procedente del resto del mundo en partes y cantidades por definir. Su duración dependerá de la evolución del entorno económico global y de decisiones tomadas dentro de los distintos sectores, siendo especialmente relevantes aquellas que afecten al sector de las AAPP. Apuntar que durante el período de crisis económica de la primera mitad de los años 90, la entrada de ahorro exterior retrocedió y fueron los Hogares los que se convirtieron en los principales financiadores del desequilibrio de las AAPP.

En los siguientes apartados haremos referencia a los flujos financieros que configuran la base de la economía y el Sistema Financiero Español con base en los datos relativos al ahorro y la inversión, la posición financiera neta de cada uno de los grandes sectores y el intercambio de flujos entre los mismos a lo largo del período 1985-2008.

AHORRO, INVERSIÓN Y CAPACIDAD O NECESIDAD DE FINANCIACIÓN EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ENTRE 1985 Y 2008

El período 1985-2008, prácticamente un cuarto de siglo, podría ser definido como el de la modernización económica y financiera de España. La entrada en la Comunidad Económica Europea el 1 de enero de 1986 marca el inicio de una fase extraordinariamente próspera de la economía española que crece a una tasa media anual acumulativa del 8,5% y en los 10 últimos años del período analizado el PIB nominal se duplica (ver **Box 1**). Es también la etapa de paulatina incorporación de España a los circuitos internacionales de financiación.

BOX 1: EVOLUCIÓN DEL PIB EN ESPAÑA (1985-2008)			
MILLONES DE EUROS Y PORCENTAJES DE VARIACIÓN			
	PIB	Variación real (%)	Variación nominal (%)
1985	169.491	2,6	10,5
1986	194.271	3,2	14,6
1987	217.230	5,6	11,8
1988	241.359	5,2	11,1
1989	270.721	4,7	12,2
1990	301.379	3,7	11,3
1991	330.120	2,3	9,5
1992	355.228	0,7	7,6
1993	336.332	-1,2	3,1
1994	389.525	2,3	6,3
1995	437.788	2,8	7,8
1996	464.253	2,4	6,0
1997	494.144	4,0	6,4
1998	539.519	4,5	7,1
1999	579.983	4,7	7,5
2000	630.263	5,3	8,7
2001	680.678	3,6	8,0
2002	729.206	2,7	7,1
2003	782.929	3,1	7,4
2004	841.042	3,3	7,4
2005	908.792	3,6	8,1
2006	982.303	3,9	8,1
2007	1.050.595	3,7	7,0
2008	1.095.163	1,2	4,2

Fuente: Cuentas Financieras de la economía española, Banco de España. Varios años

Entre los años 1985 y 2008 se produce un sustancial crecimiento nominal de la inversión o Formación Bruta de Capital (FBC) nominal, especialmente visible a partir del año 1999, que no se ve acompañado por un crecimiento paralelo del Ahorro Nacional Bruto (ver **Box 2**). A esta conclusión llegamos aplicando a la economía española en el período considerado alguna de las identidades macroeconómicas básicas como la que iguala el ahorro nacional con la suma del ahorro público y el ahorro privado o la que iguala el ahorro total con la suma del ahorro nacional más (menos) el ahorro externo.

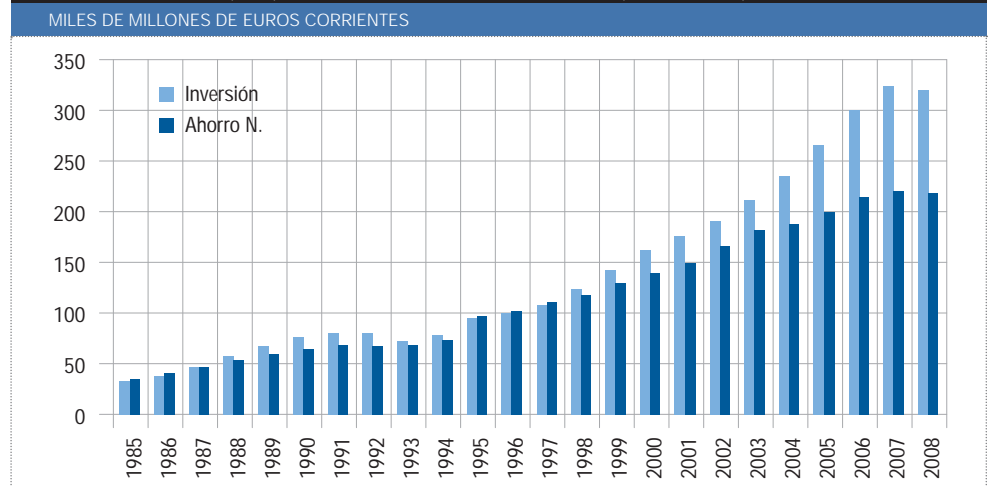
BOX 2: CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN EN ESPAÑA (1985-2008)

MILLONES DE EUROS		
	Capac. (+) o Neces. (-)	% sobre el PIB
1985	2.356	1,4%
1986	3.358	1,7%
1987	483	0,2%
1988	-2.170	-0,9%
1989	-8.187	-3,0%
1990	-10.597	-3,5%
1991	-10.238	-3,1%
1992	-10.727	-3,0%
1993	-1.659	-0,5%
1994	-3.482	-0,9%
1995	4.414,00	1,0%
1996	5.531,00	1,2%
1997	7.453,00	1,5%
1998	1.152,00	0,2%
1999	-9.429,00	-1,6%
2000	-20.088,00	-3,2%
2001	-23.829,00	-3,5%
2002	-19.421,00	-2,7%
2003	-23.070,00	-2,9%
2004	-40.712,00	-4,8%
2005	-59.489,00	-6,5%
2006	-82.280,00	-8,4%
2007	-101.412,00	-9,7%
2008	-99.193,00	-9,1%

Fuente: Cuentas Financieras de la economía española, Banco de España. Varios años

La diferencia entre los recursos de capital internos (Ahorro Nacional Bruto) y los empleos (FBC fijo o inversión) es lo que denominamos capacidad o necesidad de financiación de la nación. Tal como la define el Banco de España es el saldo de la cuenta de capital, la diferencia entre los recursos (Ahorro Bruto más transferencias recibidas) y los empleos (FBC más las transferencias realizadas). Ese saldo coincide con la posición financiera neta de la nación frente al exterior (ver **Box 3**).

BOX 3: INVERSIÓN (FBC) Y AHORRO NACIONAL BRUTO (1985 - 2008)



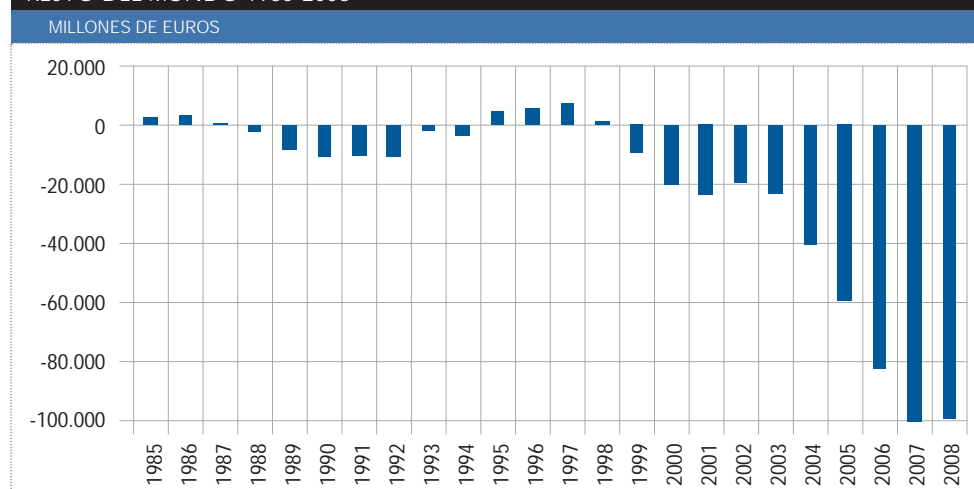
El saldo neto positivo entre recursos y empleos, capacidad de financiación, indica que toda la financiación necesaria para la inversión nacional podría ser proporcionada a través de los recursos de ahorro de los sectores interiores, existiendo además un remanente que financia in-

versión en el exterior. Significa que el exceso de ahorro nacional se materializa en la adquisición de activos exteriores.

El saldo neto negativo entre recursos y empleos, necesidad de financiación, implica que los agentes económicos han empleado más recursos (invertido) de los que habían ahorrado. Han necesitado, por tanto, financiación exterior para lograrlo.

En los tres primeros años del período objeto de análisis (1985-88), la economía española tiene capacidad de financiación, es decir, los agentes económicos han ahorrado más de lo que han invertido. A partir de 1989 y hasta 1994 la situación se torna en una elevada necesidad de financiación (se llega al 3% del PIB en 1990). Una nueva etapa se extiende desde 1995 hasta 1998 en la cual la economía española se caracteriza por tener, de nuevo, capacidad de financiación frente al exterior. El año 1999 abre el decenio que se cierra este año y se caracteriza por una creciente e ingente necesidad de financiación frente al exterior que culmina en los dos últimos ejercicios cerrados, 2007 y 2008, con saldos negativos de alrededor de 100.000 millones de euros, cifras ambas por encima del 9% del PIB. Por tanto, podemos afirmar a tenor de los datos que la economía española se ha convertido en estos últimos 10 años en un sujeto extraordinariamente dependiente de la financiación exterior (ver **Box 4**).

BOX 4 : CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACION DE LA ESPAÑA FRENTE AL RESTO DEL MUNDO 1985-2008



No obstante, estas grandes líneas de evolución de las magnitudes de ahorro e inversión en España resultan de agregar los grandes sectores individuales y esconden grandes diferencias. El comportamiento y papel de cada uno de los sectores durante el período se describe en los apartados siguientes.

SOCIEDADES NO FINANCIERAS: EL GRAN SECTOR INVERSOR

Las Sociedades no Financieras son, tanto en volumen absoluto como relativo, grandes generadoras de recursos de Ahorro Bruto pero, sobre todo, configuran el gran sector inversor. Su volumen de formación bruta de capital supera con creces la llevada a cabo por el resto de grandes sectores.

La capacidad de generación de recursos de Ahorro Bruto va desde el equilibrio entre 1985-89, el deterioro entre 1990-92, la recuperación entre 1993-95 y la vuelta al equilibrio entre 1996 y 1999. El mayor desajuste se produce en la etapa 1999-2008 en la cual la inversión (formación bruta de capital) crece a un ritmo extraordinariamente elevado.

La etapa 1993-1996, respuesta al punto culminante de la crisis (1992), se caracteriza por la

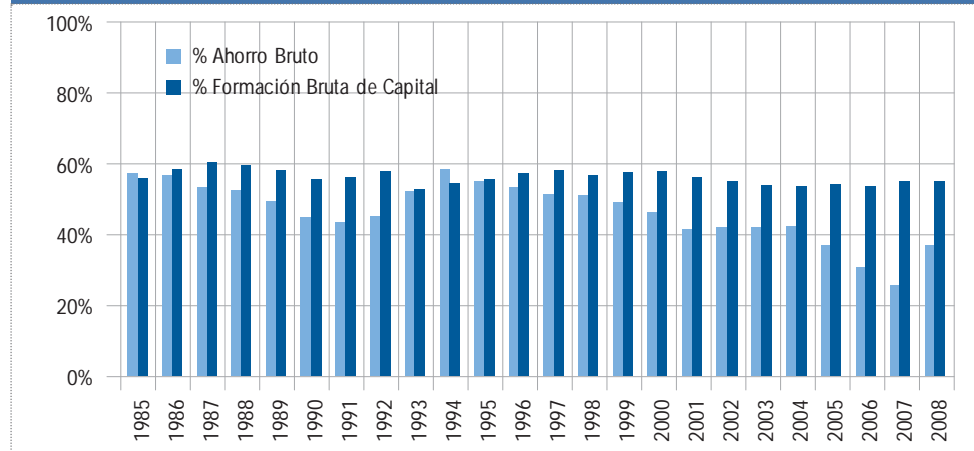
reducción de los volúmenes de inversión de las empresas acompañados por la recuperación de la capacidad de generación de recursos. Hasta 1996 las sociedades no financieras invierten un volumen inferior a los recursos de ahorro que generan.

Desde el punto de vista metodológico, para calcular el Ahorro Bruto de las Sociedades no Financieras partimos de su excedente bruto de explotación al cual le restamos lo que pagan en forma de rentas de la propiedad e impuestos. La cifra de ahorro resultante puede ser superior (poco habitual) o inferior a la inversión (formación bruta de capital fijo)⁽¹⁾. En el caso de que sea inferior significa que este grupo de empresas necesitarán financiación que puede ser obtenida ampliando capital o ampliando su endeudamiento (también en ocasiones disponiendo de alguna partida de activo). El saldo neto entre Ahorro Bruto y formación bruta de capital únicamente es poco significativo en este sector y la contabilidad financiera adquiere un papel extremadamente relevante.

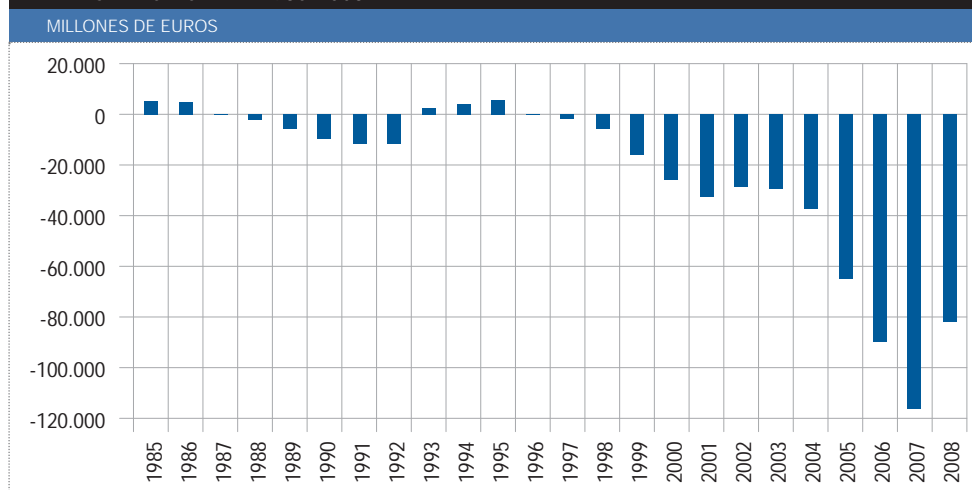
Así pues, durante los últimos diez años, con tasas de Ahorro Bruto en descenso tendencial (ver **Box 5**), la formación bruta de capital mantiene su posición relativa y por tanto su crecimiento nominal. Como consecuencia de este comportamiento, tanto en términos relativos como nominales, las Sociedades no Financieras arrojan un creciente volumen de necesidad de financiación que, por ejemplo, en 2007, llegó a superar los 100.000 millones de euros. No obstante, los primeros signos de cambio se aprecian en 2008, año en el cual la necesidad de financiación del sector deja de aumentar tras seis años de alzas y se reduce en más de 30.000 millones de euros en un solo ejercicio. No nos equivocamos mucho si afirmamos que ha comenzado a buen ritmo la corrección de este sector (ver **Box 6**).

BOX 5: SOCIEDADES NO FINANCIERAS · ESPAÑA 1985-2008

AHORRO BRUTO SOBRE EL AHORRO NACIONAL BRUTO (%)
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL SOBRE LA FORMACION BRUTA DE CAPITAL TOTAL (%)



(1) Para más detalle puede consultarse BANCO DE ESPAÑA, Cuentas financieras de la economía española 1980-2008, Banco de España 2009.

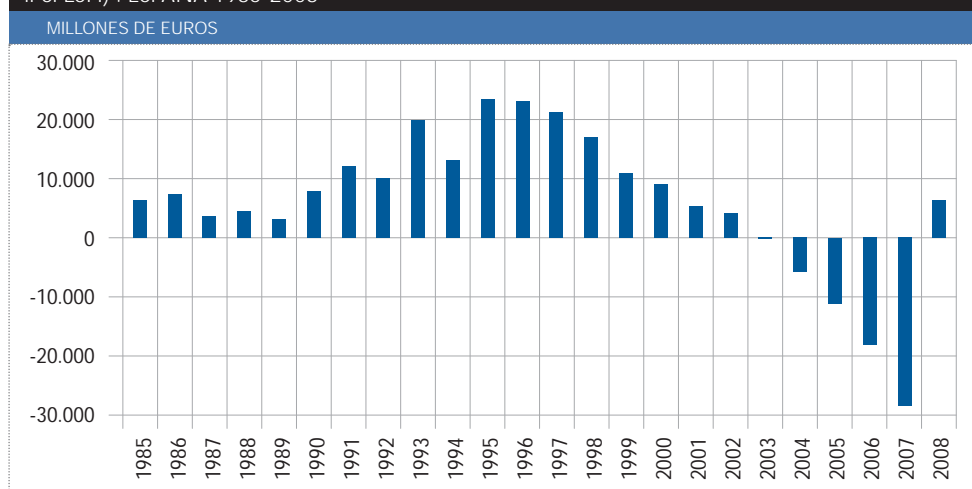
BOX 6: CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACION DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS. ESPAÑA 1985-2008

LOS HOGARES RECUPERAN SU CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN EN 2008

La capacidad de financiación de los Hogares e Instituciones Sin Fines de Lucro al servicio de los Hogares viene definida en términos del Sistema Europeo de Cuentas (SEC) como la parte de su Ahorro Bruto no destinado a inversión que, en este caso, sólo considera como tal la compra de viviendas de nueva construcción. A su vez por Ahorro Bruto se entiende la diferencia entre su Renta Disponible y su Consumo.

Generalmente el Ahorro Bruto (recursos) de las economías familiares es superior a su inversión o Formación Bruta de Capital (empleos) y, por tanto, disponen de capacidad de financiación. Así lo demuestran de forma consistente los flujos de inversión y ahorro en los cerca de 25 años analizados. De hecho, entre 1991 y 1997 los Hogares generan volúmenes de ahorro superiores al 40% del volumen total de Ahorro Bruto de la economía española para posteriormente reducir su ahorro relativo hasta tasas ligeramente por encima del 30%.

Sin embargo, en el cómputo total del periodo ha habido dos etapas donde la capacidad de financiación del sector se ha resentido de forma contundente. Ambas coinciden con épocas donde los precios de las viviendas subieron de forma significativa. La primera es entre 1985 y 1990 (ver **Box 7**) y la segunda arranca en 1999 y vive su máxima expresión entre 2003 y

BOX 7: CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACION DE LAS FAMILIAS (HOGARES E IPSFLSH) . ESPAÑA 1985-2008

LA ECONOMÍA ESPAÑOLA Y SUS FLUJOS FINANCIEROS: FUENTES Y CONCEPTOS BÁSICOS

El estudio y contabilización de los flujos financieros entre los sectores de una economía es la base de partida para la interpretación del sistema financiero. Es, en definitiva, una forma de visualizar la estructura de canalización de flujos financieros entre los sectores económicos. El estudio de su evolución sirve como instrumento para configurar de manera fundada algunas previsiones sobre su posible desarrollo futuro.

La contabilidad nacional establece una serie de magnitudes en un sistema de cuentas cuyos saldos tienen significación económica. Desde hace tres décadas la contabilidad tradicional se ha complementado con nuevas cuentas en las que se anotan magnitudes financieras que desvelan rasgos esenciales para interpretar las coyunturas financieras.

El sistema de cuentas seguido en España es de partida doble y tiene una secuencia lógica. La primera cuenta, la cuenta de producción, anota en su haber el valor de la producción de bienes y servicios producidos en el país y en el debe el valor de todos los bienes y servicios que han sido necesarios para producirlos. El saldo es el valor añadido de todos los bienes y servicios producidos en el país, lo que denominamos Producto Interior Bruto (PIB).

La siguiente cuenta es la de explotación. Se anota el anterior saldo en el haber y los salarios e impuestos en el debe quedando como saldo el excedente de explotación de todos los sectores que han contribuido a la producción.

Continuando con la secuencia, la siguiente cuenta es la de renta. Las rentas percibidas de nuestra economía y del exterior se anotan en el haber y las que se pagan a los no residentes se anotan en el debe. El saldo es la Renta Nacional Bruta que incluye las amortizaciones.

En la siguiente cuenta, llamada de utilización de la renta, se distribuye el saldo anterior, la Renta Nacional, entre el consumo y el ahorro bruto.

Por último, en la última cuenta de la contabilidad nacional económica (cuenta de capital) se anota en el haber el Ahorro Bruto al que se le suman las transferencias de capital recibidas, y en el debe la Inversión Bruta (Formación Bruta de Capital) más las transferencias de capital.

El saldo de esta última cuenta puede ser positivo o negativo. Si es positivo quiere decir que hemos tenido excedente de ahorro (recursos de capital) respecto a inversión (empleos) y hemos destinado recursos (ahorro interior) al sector exterior. Si es negativo significa que la Formación Bruta de Capital ha sido superior al ahorro interior disponible y hemos necesitado ahorro exterior para cuadrar nuestras cuentas.

Esa diferencia final (saldo) entre ahorro (recursos) e inversión (empleos) resultante de la cuenta de capital es lo que el Banco de España denomina Capacidad (+) o Necesidad (-) de financiación de la nación y es la que marca el punto de partida de la Contabilidad Nacional financiera. Su principal virtud es que, en ella, pueden encontrarse cuentas desagregadas por sectores económicos.

La metodología aplicada desde el año 2000 por el Banco de España identifica cinco grandes sectores o unidades de ahorro e inversión:

- Sociedades no Financieras.
- Instituciones Financieras (Monetarias, entre las que se incluye el Banco de España y los bancos y cajas de ahorro; No monetarias, entre las que se incluyen Instituciones de Inversión Colectiva distintas de Fondos de Mercado Monetario, Sociedades de Valores, Fondos de Titulización, Empresas de Seguro y Fondos de Pensiones).
- Administraciones Públicas (recoge tanto la Administración central como las Administraciones autonómicas, las Corporaciones locales y las Administraciones de la Seguridad Social).
- Hogares e Instituciones sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares.
- Resto del Mundo.

(1) Trujillo y Cuervo Arango (1985) en su obra *El Sistema Financiero Español* dedican el capítulo 2 a la descripción y contabilización de flujos entre sectores basándose en la contabilidad nacional y de flujos financieros que realiza el Banco de España.

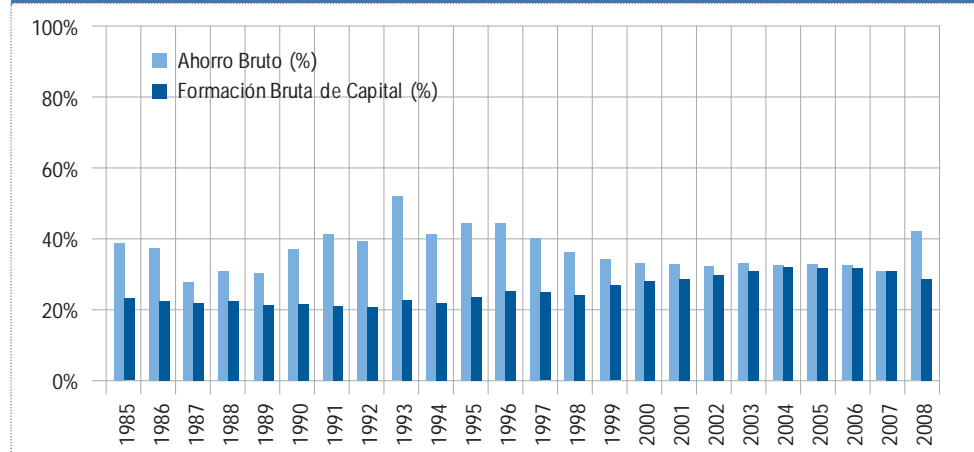
2007 cuando las economías familiares pasaron a ser demandantes de financiación (inversión superior al Ahorro Bruto) en un proceso anómalo de mucha importancia y con consecuencias de peso tanto en la estructura financiera del sector familias como en la del conjunto del sistema financiero. Este patrón de comportamiento familiar de esos 4 años es lo que la crisis y el pinchazo de la burbuja inmobiliaria han quebrado de manera histórica y explosiva en 2008 cuando estas unidades económicas han recuperado a marchas forzadas su capacidad de financiación tras registrar en 2007 necesidades del orden de 30.000 millones de euros.

Desde 1985, la etapa de mayor crecimiento de la capacidad de financiación de los Hogares se produce entre 1990 y 1999. En ese período los volúmenes de inversión en vivienda nueva se estancan en términos absolutos (años de estancamiento de precios de la vivienda) y, como consecuencia, el sector genera fuertes excedentes que alcanzan en 1995 un máximo de 23.000 millones de euros. En esta fase encontramos saldos positivos de financiación extraordinariamente relevantes que fueron aprovechados por otros sectores.

Por último hay otro aspecto destacable en el análisis de la serie de datos correspondiente a los Hogares. Se trata del sorprendente y fuerte aumento experimentado por la inversión de los Hogares respecto al PIB desde 1992 hasta 2007. Gana más de 10 puntos porcentuales y se sitúa por encima del 30%, cifra de la que sólo baja después de 15 años (ver **Box 8**): en 2008 se produce un gran aumento relativo del ahorro frente al PIB como consecuencia del frenazo experimentado por el consumo.

BOX 8: FAMILIAS (HOGARES E IPSFLSH). ESPAÑA 1985-2008

AHORRO BRUTO SOBRE EL AHORRO NACIONAL BRUTO (%)
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJA SOBRE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO TOTAL (%)



INSTITUCIONES FINANCIERAS: GENERADORAS DE RECURSOS DE AHORRO BRUTO

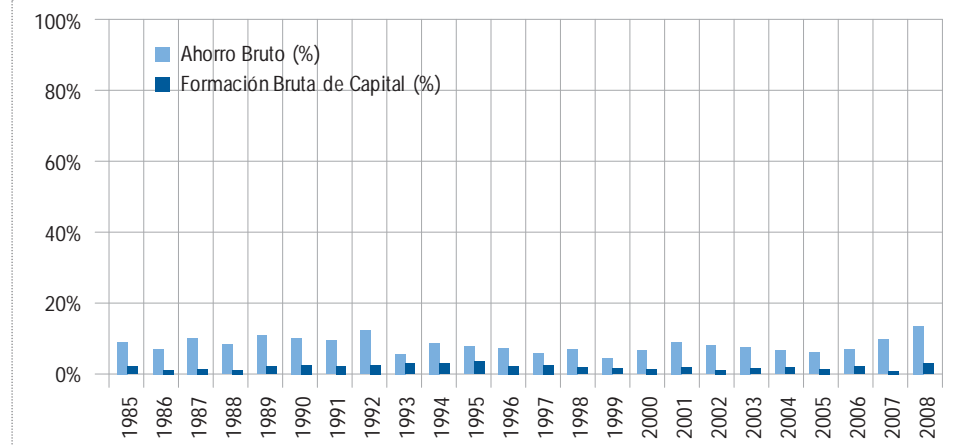
El sector Instituciones Financieras presenta como peculiaridad el hecho de que el exceso de Ahorro Bruto sobre inversión (Formación Bruta de Capital fijo) es relativamente poco importante con respecto a las modificaciones de sus balances que se componen casi exclusivamente de activos y pasivos financieros. Las empresas o entidades financieras tienen mayor importancia en términos absolutos como generador de recursos de Ahorro Bruto y menor relevancia como sector inversor.

Como queda reflejado en el gráfico adjunto correspondiente (ver **Box 9**), su volumen de inversión es escaso dadas sus características como sector terciario, de servicios. Se reduce, esencialmente, a inversión en equipos y oficinas y, en los años analizados, en

porcentaje sobre la FBC total de la economía española sólo supera el 3% en el trienio 93-95 y en 2008.

BOX 9: INSTITUCIONES FINANCIERAS, ESPAÑA 1985-2008

AHORRO BRUTO SOBRE EL AHORRO NACIONAL BRUTO (%)
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL SOBRE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL TOTAL (%)

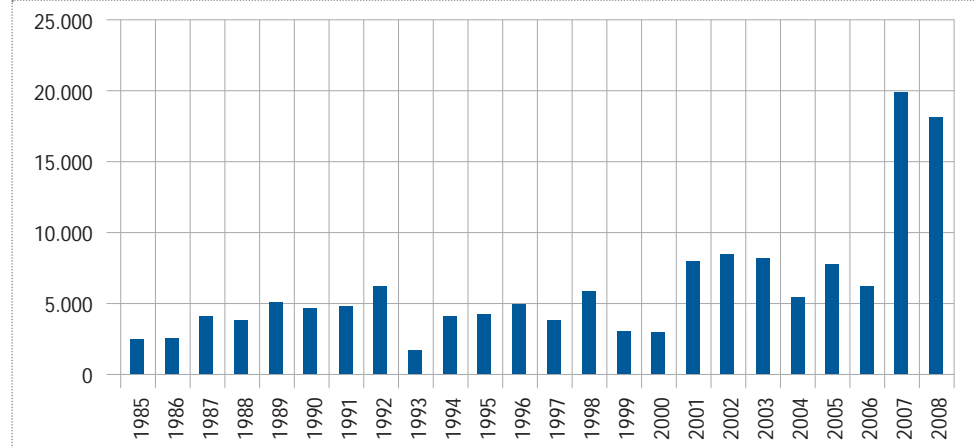


Señalar también que el crecimiento de sus recursos de Ahorro Bruto generados es especialmente destacado en los años 1992 y 2008 con tasas superiores al 12% sobre el Ahorro total de la economía.

Su papel como sector con capacidad de financiación queda perfilado y confirmado con las cifras que podemos ver en el **Box 10**. El período de mayor volumen absoluto de capacidad de financiación se produce durante los dos últimos años 2007 y 2008.

BOX 10: CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS, ESPAÑA 1985-2008

MILLONES DE EUROS



LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS GOLPEADAS POR LA CRISIS

El Ahorro Bruto de las Administraciones Públicas es la diferencia entre sus ingresos y gastos corrientes y puede ser mayor o menor que la Formación Bruta de Capital. En el caso de que sea mayor quiere decir que el sector público puede disminuir su endeudamiento; por el contrario, si sus inversiones son superiores al ahorro tendrá que endeudarse tomando recursos de otros sectores que se lo prestan. Ese es precisamente el contenido de la contabilidad

nacional financiera.

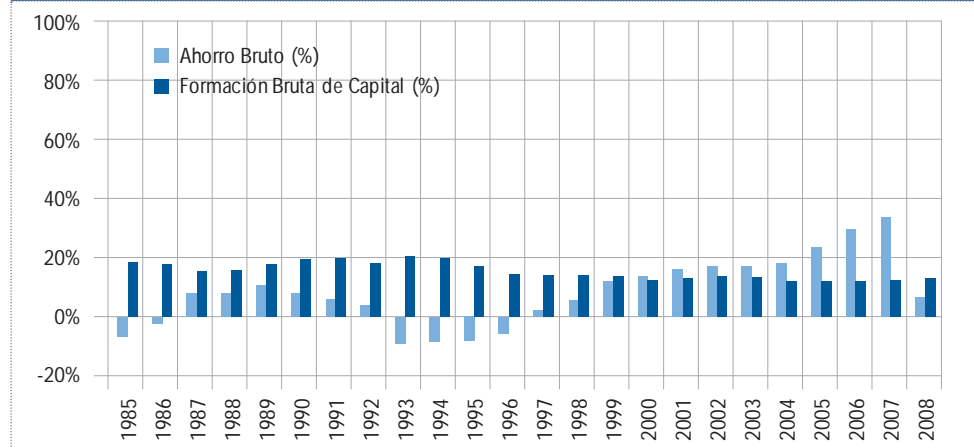
El sector público en sentido amplio (la Administración central, Comunidades autónomas, Corporaciones locales y Administraciones de la seguridad social) ha tenido un papel especialmente relevante en la evolución del sistema financiero español desde 1985 hasta la actualidad. El primer aspecto que merece atención es el volumen de inversión pública (FBC) en los casi veinticinco años analizados. En todos ellos, la tasa sobre el PIB se mantiene entre el 10% y el 20% y es estable en términos relativos en los últimos 15 años cuando presenta cifras alrededor del 13%. Especialmente relevante es el esfuerzo inversor de los años 1991-1994 para contrarrestar los efectos de la recesión de 1992.

El problema viene de la mano de la generación de recursos de Ahorro Bruto disponibles que son insuficientes en todos los años del período analizado excepto entre los años 2005 y 2007. Hay dos periodos en los que esta situación es límite y se produce “desahorro”, es decir los ingresos del sector público no son suficientes para cubrir los gastos corrientes. Esto ocurre en 1985 y 1986 y entre 1992 y 1996. En el resto de los años hay recursos disponibles de ahorro, es decir, la diferencia entre los ingresos y gastos corrientes del sector público en sentido amplio es positiva y aunque este saldo no es suficiente para atender la inversión efectivamente llevada a cabo si que aminora la necesidad de tomar recursos de otros sectores.

Como ya hemos mencionado, relevantes y casi podríamos calificarlos de anómalos, son los años 2005-2007. El esfuerzo de corrección de las finanzas públicas que comienza a finales de los 90 y la favorable situación económica consiguen que el sector público tenga capacidad de financiación en volúmenes más que relevantes (ver **Box 11**).

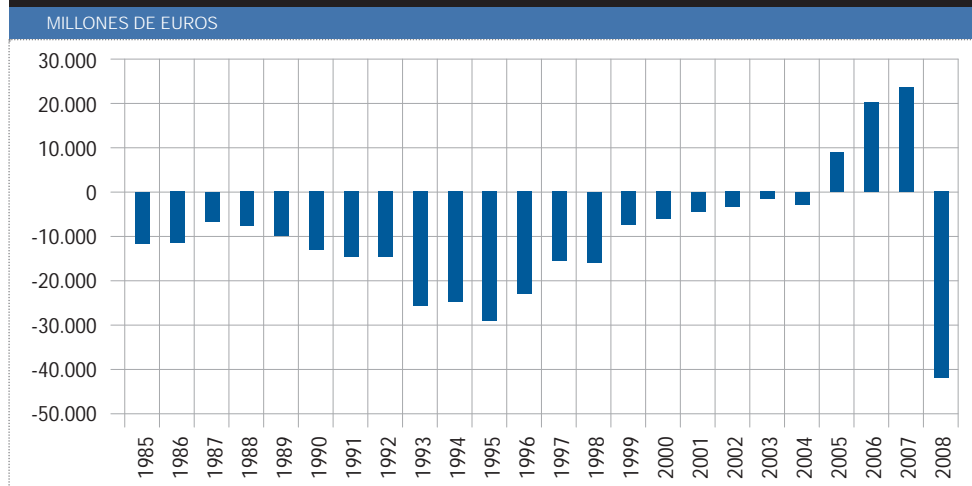
BOX 11: ADMINISTRACIONES PÚBLICAS. ESPAÑA 1985-2008

AHORRO BRUTO SOBRE EL AHORRO NACIONAL BRUTO (%)
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL SOBRE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL TOTAL (%)



La situación cambia radicalmente a la luz de los datos del año 2008. Las AAPP vuelven a su tradicional necesidad de recursos y lo hacen de forma especialmente aguda con una necesidad de financiación record de 42.000 millones de euros que rompe de forma espectacular una tendencia que muchos expertos creían ya consolidada (ver **Box 12**).

BOX 12: CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS. ESPAÑA 1985-2008



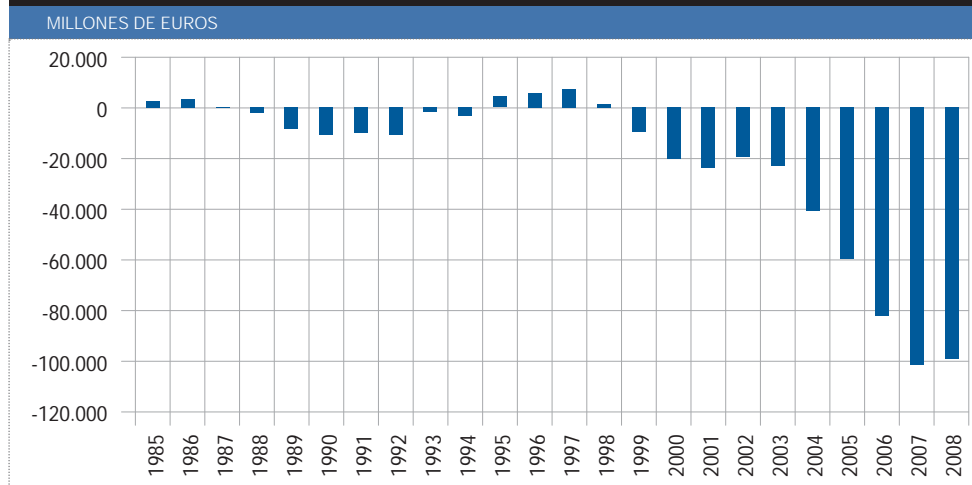
EL AHORRO DEL RESTO DEL MUNDO

El sector Resto del Mundo recoge el saldo global como indicador de la necesidad o capacidad de financiación del país. En esta partida, la gran mayoría de la entrada o salida de recursos se explica por movimientos de activos financieros españoles o extranjeros. Es pues el reflejo de la posición de la economía española respecto al resto del mundo. En el **Box 13** puede apreciarse el perfil de la entrada y salida de financiación exterior en el período analizado 1985-2008.

Los años de mayor necesidad de financiación exterior son los comprendidos entre 1989 y 1992. En 1993, coincidiendo con la recesión de la economía, se reduce drásticamente la necesidad de financiación y, entre los años 1995 y 1998, la economía española vuelve a la situación de los años 1985 y 1986, es decir, tiene capacidad de financiación neta que se traduce en salidas de Ahorro Bruto de los sectores interiores al exterior.

El año 1999 marca un nuevo punto de inflexión y la economía española vuelve a un estado de necesidad de financiación frente al exterior que, en volumen absoluto supera ligeramente los 3.000 millones de euros.

BOX 13: CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN DE ESPAÑA FRENTE AL RESTO DEL MUNDO. 1985-2008



ALGUNOS CONCEPTOS BÁSICOS: PAPEL DEL SISTEMA FINANCIERO Y DESINTERMEDIACIÓN FINANCIERA

Una vez que se entiende el significado de la posición neta de cada uno de los sectores, agentes o unidades en cuanto a capacidad o necesidad de financiación frente al resto de la economía, podemos entrar en algunas disquisiciones sobre el papel del sistema financiero en su conjunto. “La función de un sistema financiero es la de promover la canalización del ahorro hacia la inversión en un entorno de incertidumbre derivada de los diferentes riesgos asociados a dicho proceso”⁽¹⁾.

Cuervo García lo describe como “el conjunto de instituciones, instrumentos y mercados, cuyo fin primordial es el de canalizar el ahorro que generan las unidades de gasto con superavit hacia los prestatarios o unidades de gasto con déficit”⁽²⁾.

Diferentes autores han estudiado la importancia del sistema financiero para el desarrollo financiero de un país y demuestran que, a medida que un país se desarrolla, su sistema financiero tiende a hacerse más complejo y a jugar un papel más relevante en el proceso de ahorro e inversión. Ramos Gascón considera además, a los mercados financieros, como un factor de propulsión del ahorro por medio de alternativas atractivas⁽³⁾.

En definitiva, son mecanismos y canales para facilitar la asignación eficiente de los recursos. Esta función puede llevarse a cabo bien a través de los mercados de valores o bien a través de la intermediación financiera.

En el caso de los mercados de valores son las unidades pertenecientes a los sectores con capacidad de financiación las que, a través de la adquisición de títulos emitidos en el mercado por las unidades pertenecientes a los sectores con necesidad de financiación, canalizan directamente su disponibilidad de recursos hacia las unidades con necesidad de los mismos.

En el segundo caso, son los intermediarios financieros los que se encargan de canalizar el ahorro hacia la inversión, principalmente a través de la captación de depósitos y la concesión de créditos. Este tipo de intermediación financiera la llevan a cabo las entidades de crédito, fundamentalmente bancos y cajas de ahorro.

Ambas situaciones pueden ser sustitutivas o no pero han servido de base para definir dos grandes modelos de organización del sistema financiero: aquel en el que predominan los mercados de valores como mecanismo de asignación de recursos (market-oriented) y aquel en el que tienen mayor importancia los intermediarios bancarios (banking-oriented). La existencia de uno u otro responde a una conjugación de factores históricos, sociales, políticos, legales, etc.

El modelo que asigna un papel predominante a los mercados de valores (market-oriented) es el que se denomina generalmente anglosajón (término que usaremos habitualmente en el trabajo) por ser sus principales referentes Reino Unido y Estados Unidos.

El modelo en el que predominan los intermediarios bancarios (banking-oriented) tiene como referentes a Japón y Alemania. El sistema financiero español se encuadra en este segundo modelo⁽⁴⁾.

Sin embargo, en las últimas décadas se ha producido un proceso conocido como desintermediación financiera que consiste en la sustitución de la actividad tradicional de intermediación de las entidades bancarias por la financiación directa por parte de las unidades con capacidad de financiación en el mercado de valores. El desencadenante de este proceso de cambio ha sido la aparición de los llamados inversores institucionales entre los que se incluyen, fundamentalmente, los fondos de pensiones, los fondos de inversión y las compañías de seguros.

Este tipo de intermediario gestiona el destino final del ahorro de las unidades con capacidad de financiación de manera alternativa a los depósitos bancarios y, como consecuencia de ello, surge la necesidad de adquisición de activos tanto de renta fija pública y privada como de renta variable⁽⁵⁾.

(1) En *BOLSA DE MADRID. El ahorro y los mercados financieros. Situación actual y perspectivas. Bolsa de Madrid. 2000. Pag 64.*

(2) *CUERVO GARCIA, A., y otros. Manual del sistema financiero español. Ed. Ariel Economía. Barcelona 1989. pag. 1.*

(3) *Todos ellos citados en ORTEGA DIAZ, M.I.. El mercado bursátil en España: un análisis de su dimensión. Ed. Civitas. Madrid 1998. Pags. 45-51. En el libro puede encontrarse una introducción profusa y documentada al concepto de sistema financiero y mercado de valores.*

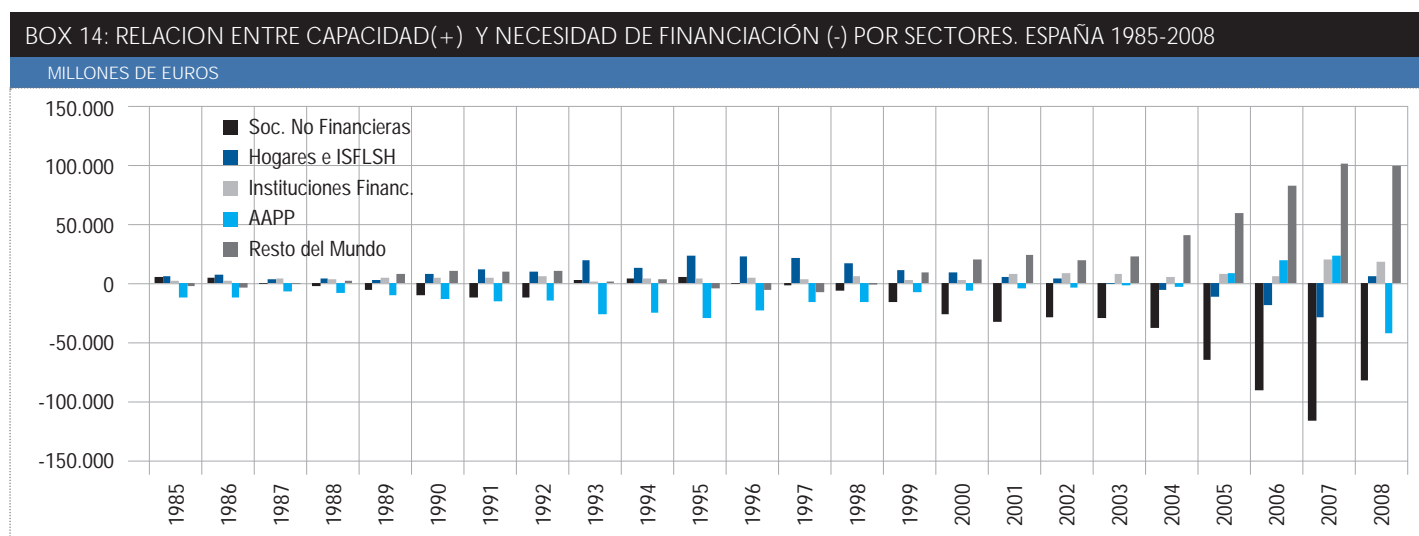
(4) En *CANALS, J. Bancos Universales y Diversificación Empresarial. Alianza Economía. Madrid 1996 y SALAS, V. Relaciones Banca-Industria y control de capital. En Torrero, A. Relaciones Banca-Industria. La experiencia española. Pags. 135-174. Espasa Calpe, 1991.*

(5) *Un análisis pormenorizado de las aportaciones teóricas sobre la intermediación financiera bancaria y el papel de los inversores institucionales puede encontrarse en BOLSA DE MADRID. El ahorro y los mercados financieros. Situación actual y perspectivas. Bolsa de Madrid 2000. Pags. 66-83.*

¿QUIÉN HA FINANCIADO A QUIEN EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA?: FLUJOS GLOBALES 1985-2008

A partir de las magnitudes de Capacidad o Necesidad de Financiación de los grandes sectores, en este apartado se detallan algunos de los rasgos que han caracterizado el sistema financiero español durante los últimos cinco lustros. Nos fijaremos especialmente en lo ocurrido en 2008.

El **Box 14** muestra el mapa de la financiación entre grandes sectores institucionales entre 1985 y 2008. Para cada uno de los años se han puesto barras que representan los sectores con capacidad de financiación y sus volúmenes (valores del eje Y positivos) y los sectores con necesidad de financiación y sus volúmenes (valores del eje Y negativos).



A lo largo del período analizado el protagonismo de los intercambios de flujos de financiación entre sectores tiene distintos protagonistas. Administraciones Públicas, Hogares o familias, el sector exterior (Resto del Mundo), las Empresas no Financieras o las Instituciones Financieras han jugado un papel determinante en algún momento del período.

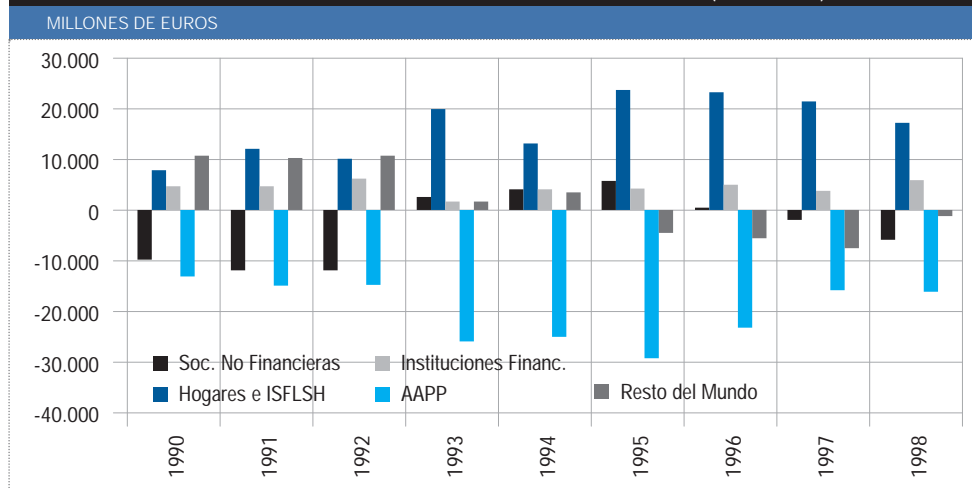
El primero de ellos, las AAPP, es en 1985, 1986 y prácticamente en 1987, el único tomador de la totalidad de la capacidad de financiación de los sectores interiores. Dado que no agota toda esa capacidad de financiación, el sobrante se desplaza al sector Resto del Mundo. La economía española exportó ahorro en estos tres años de inicio del período.

Entre 1993 y 1996 la situación es similar con la diferencia de que ya no se exportó ahorro. En dos de esos años, 1993 y 1994, las AAPP son el único sector tomador de financiación tanto de sectores interiores (que no es suficiente) como del sector exterior.

La situación de las AAPP mejora extraordinariamente a partir de 1998, llegando entre 2003 y 2007 a aportar capacidad de financiación al sistema financiero español. Como se ha apuntado con anterioridad, la tendencia se quiebra radicalmente en 2008.

El sector de los Hogares es desde 1993 hasta 1998 el principal suministrador de capacidad de financiación para el sector público. Con la llegada del siglo XXI el deterioro de su capacidad de financiación se acelera hasta tener fuertes necesidades de financiación entre 2003 y 2007, situación que cambia drásticamente en 2008 (ver **Box 15**). Hay algunos estudios que muestran simetría entre la evolución de la capacidad de financiación de las familias y la evolución de la necesidad de financiación por parte de las AAPP (coeficiente de correlación de $-0,78$)⁽²⁾.

(2) BOLSA DE MADRID. Ob. Cit. Pag 89

BOX 15: RELACIÓN ENTRE CAPACIDAD(+) Y NECESIDAD DE FINANCIACIÓN (-) POR SECTORES. EN ESPAÑA DURANTE LA CRISIS DE LOS AÑOS 90 (1990-1998)


La posición financiera neta del Resto del Mundo es la misma, aunque cambiada de signo, que la que tiene la economía nacional y así se observa en el correspondiente gráfico. Este sector tiene un papel determinante entre 1988 y 1992, cuando las fuertes entradas de financiación neta procedente del exterior complementan la insuficiente capacidad de financiación de los Hogares y las Instituciones Financieras. Clave es también su protagonismo en el nuevo siglo cuando ya se convierte en el principal proveedor de financiación de la economía española en cantidades cada vez mayores. Los tomadores finales de esta financiación son, desde el año 2000, principalmente las Empresas no Financieras y, en menor medida, las familias.

Podríamos decir que durante los 15 primeros años de la muestra las Empresas no Financieras se sitúan en un segundo plano. Sus necesidades de financiación se reducen al período 1988-1992 y al período 1998-99. Sin embargo a partir del año 2000 se convierten en protagonistas y el acelerado crecimiento de su necesidad de financiación contrasta con la acelerada reducción de la misma por parte de las AAPP.

El papel de las Instituciones Financieras como generador de capacidad de financiación complementaria fue importante hasta 1992, en una etapa de escaso peso de los Hogares. A partir de entonces, su peso relativo queda diluido ante la dimensión de la capacidad de financiación proporcionada por las familias hasta que vuelve a adquirir relevancia en 2007 y 2008.

Para finalizar nos parece importante recalcar los efectos vertiginosos e impactantes que la crisis está teniendo sobre el esquema de flujos sectoriales de financiación en la economía española. Hay cambios apreciables en los datos correspondientes al año 2008 que indican que se está produciendo un punto de inflexión relevante en algunas de las tendencias más recientes. Entre ellos los más importantes a nuestro juicio son los siguientes:

- Aumenta enormemente la necesidad de financiación de las AAPP a la vez que se reduce la de las Sociedades no Financieras. Ambos hechos rompen tendencias anteriores consolidadas.
- El sector Hogares vuelve a tener capacidad de financiación. Su Ahorro Bruto aumenta y desciende su inversión en vivienda.
- Por el momento el Resto del Mundo sigue inyectando financiación necesaria para surtir a las AAPP.