
Efectos de la crisis financiera internacional sobre la financiación de la economía española.

Antonio Calvo y Jesús Paúl
Universidad San Pablo-CEU

Resumen

Las prolongadas tensiones en los mercados financieros internacionales han afectando de forma generalizada a todos los países. Sin embargo, sus efectos muy probablemente van a ser asimétricos, generando un mayor impacto sobre aquellas economías que, como es el caso de la española, tienen un elevado déficit exterior. La vulnerabilidad de nuestra economía se acrecienta cuando se comprueba que, en los últimos años, la práctica totalidad de la financiación externa fue captada a través de las instituciones financieras nacionales y mediante activos ligados al mercado hipotecario.

Palabras clave: necesidad de financiación, ahorro e inversión, cuentas financieras, economía española.

Clasificación JEL: F32, E21, F41

The impact of the international financial crisis on the financing of the Spanish economy.

Abstract

The prolonged tension on the international financial markets has an impact on all countries. However the effects are not homogeneous, being those countries most affected who have high current account deficit, as Spain. The vulnerability of the Spanish economy is high because a fundamental part of the net inflow of foreign capital was obtained by the national banking systems and through assets related to mortgage markets.

Key words: net borrowing, saving and investment, financial accounts, Spanish economy.

JEL Classification: F32, E21, F41

Artículo recibido en febrero 2009 y aceptado en mayo 2009.

1.- Introducción.

El año 2008 supuso el fin de la fase expansiva más larga y de crecimiento comparativamente más elevado que ha experimentado la economía española en su historia económica reciente. Así, desde 1994 hasta 2007, su crecimiento medio anual se situó en torno al 3,5%, algo más de un punto superior al que registró la economía de la Unión Europea.

Este período expansivo se sustentó en un modelo de crecimiento que tuvo en el consumo y en la inversión en construcción sus principales motores y en el que existían desequilibrios latentes (en la vertiente real, el deterioro de la productividad y la competitividad, y en la vertiente financiera, el endeudamiento de las empresas no financieras y las familias, así como la sobrevaloración de la vivienda),¹ que constituían un riesgo para la sostenibilidad del ciclo expansivo y que tenían su principal y mejor plasmación en el elevado y creciente déficit exterior de la economía española.

El hecho de que en la reciente fase expansiva el motor del crecimiento económico de la economía española se encontrara en la demanda interna, y que la presión de ésta trajera consigo crecientes desequilibrios externos, no era algo novedoso, sino que por el contrario ha sido una constante en el comportamiento de nuestra economía en las últimas décadas.² Ahora bien, lo que sí resultaba novedoso y lo que confería unas características particulares al pasado ciclo expansivo es que se enmarcase en un régimen macroeconómico diferente, el que representaba nuestra pertenencia a la Unión Monetaria Europea (UME).

1) Para un excelente análisis del patrón de crecimiento de la economía española durante la fase de expansión y de los riesgos que conllevaba, véase Malo de Molina (2005).

2) Un análisis del papel de la demanda interna en el crecimiento de la economía española en las últimas décadas puede verse en De la Dehesa (2003).

En efecto, la etapa expansiva que atravesó la economía española no puede entenderse si no se vincula a los importantes resultados obtenidos en el proceso de convergencia con los países más estables de la Unión Europea y a su posterior participación en la UME, ya que alteró notablemente las condiciones en las que familias y empresas toman sus decisiones de consumo, ahorro e inversión. El aumento en el valor esperado de la renta real, de la riqueza, en especial, la inmobiliaria, y el descenso de los tipos de interés reales fueron factores que provocaron un aumento del consumo, un descenso del ahorro y un crecimiento de la inversión, en particular, en construcción, con su lógica plasmación en un acusado deterioro de la necesidad de financiación de la economía española.

Así, en el cuarto trimestre de 2008 la necesidad de financiación exterior generada por las operaciones no financieras de la economía española se situó en el 9,1% del PIB (99.193 millones de euros),³ cuando diez años antes existía equilibrio en el nivel de ahorro e inversión nacional. Este elevado aumento en nuestro desequilibrio exterior se debió exclusivamente al crecimiento que experimentaron las necesidades de financiación del sector privado no financiero y respondió fundamentalmente a un aumento en la inversión nacional y en menor medida a una disminución del ahorro.

Como indicamos, esta evolución del déficit exterior español en la recientemente acabada fase expansiva tampoco puede entenderse si no se enmarca en el nuevo régimen macroeconómico que representa nuestra pertenencia a la UME, en el cual la creación de la moneda única y, en consecuencia, la supresión del riesgo de cambio, supuso un cambio sustancial en la naturaleza y en los efectos del desequilibrio externo. En este nuevo marco que representa la pertenencia a la UME, y en el que es posible financiarse en el exterior en nuestra propia moneda, la restricción financiera externa no actúa con la misma intensidad que en períodos anteriores y eso ha permitido que la necesidad de financiación de la economía española alcance niveles hasta ahora desconocidos.

En cambio, antes de la pertenencia a la UME, la necesidad de financiación de la economía española nunca llegó a superar el 4% del PIB, ya que cuando se situaba en el entorno del 3% del PIB, el

3) La anterior cifra se refiere al acumulado de cuatro trimestres. Y este será el criterio que aplicaremos a lo largo de todo el artículo.

sector exterior actuaba como una restricción al crecimiento económico doméstico, al registrarse dificultades para la obtención de financiación externa, que al final obligaba a nuestras autoridades a llevar a cabo devaluaciones y/o programas de ajuste, con sus correspondientes costes en términos de crecimiento económico y de empleo. Así, por ejemplo, en 1992, con una necesidad de financiación de la economía española del 3% del PIB, las presiones sufridas por la peseta en el seno del mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo obligaron a las autoridades monetarias españolas a realizar dos devaluaciones de la peseta, del 5% y 6%, respectivamente, completadas con otra en 1993, que contribuyeron a una corrección de nuestro desequilibrio exterior en 2,5 puntos del PIB en 1993 (Paúl, 2006).

Sin embargo, la pertenencia a la UME ha aumentado el umbral de desequilibrio exterior sostenible de la economía española, como consecuencia de la mayor facilidad de acceso a la financiación externa. En efecto, en el marco de una unión monetaria la capacidad de una economía para captar recursos externos no depende tanto de los equilibrios macroeconómicos del país, sino que depende de la calidad crediticia de los prestatarios que demandan la financiación exterior y del atractivo de los instrumentos financieros a través de los que se canaliza el ahorro externo.

Hasta que se iniciara la crisis financiera internacional en agosto de 2007, la solvencia de los prestatarios y el atractivo de los activos financieros españoles no fue puesta en duda. De hecho, el diferencial de rentabilidad entre la deuda pública española y la alemana se encontraba en mínimos y la financiación externa captada por los prestatarios nacionales era más que suficiente para cubrir nuestras necesidades de financiación.⁴ Sin embargo, las prolongadas tensiones en los mercados financieros internacionales en los meses siguientes han dificultado la captación de recursos en el exterior, y si bien este hecho está afectando de forma generalizada a todos los países, las economías más afectadas son aquellas, como es el caso de la española, que tienen un déficit exterior muy elevado.

Para evaluar los problemas de financiación a los que se está enfrentando nuestra economía en el actual marco de inestabilidad

4) Vid. Banco de España, *Mercado de deuda pública 2007*, Madrid, 2008, pág.16.

financiera internacional, vamos a utilizar la información estadística que el Banco de España facilita trimestralmente a través de las *Cuentas Financieras de la Economía Española*. En el momento de escribir este artículo, la última información disponible es la referente al cuarto trimestre de 2008 y, por tanto, ya recoge buena parte del impacto de los importantes brotes de inestabilidad financiera internacional que se iniciaron en septiembre de 2008 con la quiebra de Lehman-Brothers.

El resto del artículo se estructura de la forma siguiente: en el apartado dos se analiza la financiación de los distintos sectores institucionales residentes durante el período de expansión económica y la forma en que se han canalizado los recursos financieros desde el exterior; el apartado siguiente analiza la incidencia que la crisis financiera internacional está teniendo tanto desde la perspectiva de los flujos que se han de financiar como de sus contrapartidas financieras; y, finalmente, el último apartado evalúa brevemente las consecuencias que se derivan para la economía española del ajuste ocasionado por los problemas para la financiación del déficit exterior.

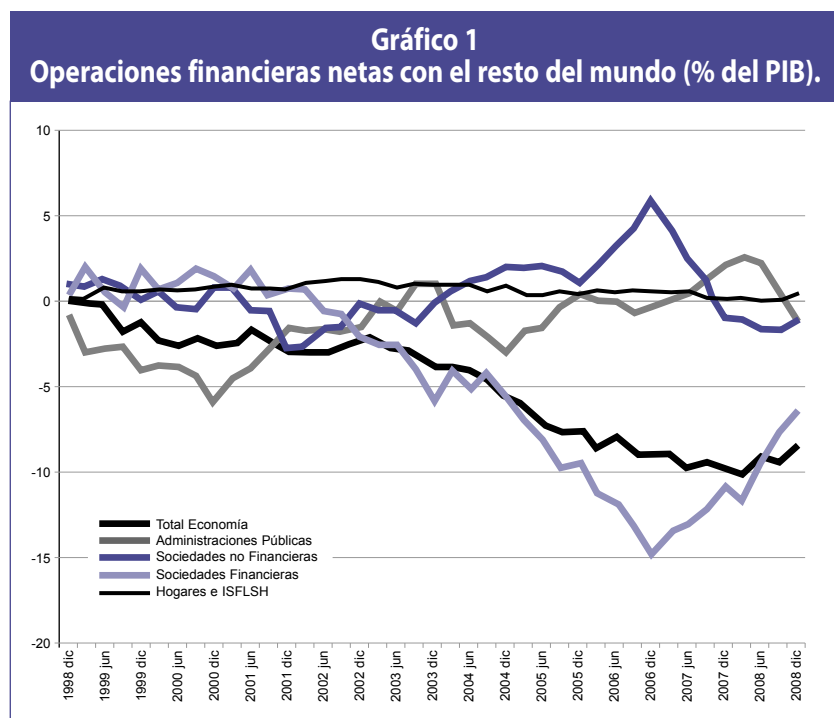
2.- La financiación del déficit exterior durante el período de expansión: ¿cómo se han cubierto nuestras crecientes e ingentes necesidades de financiación?

La importante y además creciente necesidad de financiación de las empresas no financieras y, en menor medida de los hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH), condujo a la economía española a un déficit de una cuantía no conocida,⁵ ni desde el punto de vista histórico ni en comparación internacional respecto al conjunto de los países más desarrollados.⁶

5) En junio de 2008 las necesidades de financiación de la economía española, en términos acumulados de 12 meses, se situaron en su máximo 107.965 millones de euros (10% del PIB).

6) Tan solo Grecia y Portugal, los otros dos países convergentes de la Unión Monetaria, han registrado déficits exteriores de la cuantía y duración de la registrada en la economía española.

El hecho de que haya sido el sector privado no financiero el causante del incremento de las necesidades de financiación de nuestra economía ha condicionado la captación de recursos financieros en el exterior (Maza y del Rio, 2006, p.76). Las empresas no financieras españolas, con diferencia el agente institucional con mayores necesidades de financiación, generalmente tienen un tamaño demasiado pequeño para obtener de forma directa financiación en los mercados financieros internacionales, lo que unido a la pérdida en importancia de la entrada de fondos en forma de inversión directa, hizo que sus necesidades de financiación fueran cubiertas principalmente por los fondos canalizados a través de las entidades financieras nacionales. Igualmente, los hogares, ante la escasa integración internacional de los servicios bancarios, se financiaron de manera casi exclusiva de la forma tradicional, es decir a través de los créditos obtenidos de las entidades bancarias nacionales. Por tanto, tal y como podemos observar en el Gráfico 1, las instituciones financieras nacionales han sido el demandante fundamental de financiación en los mercados financieros

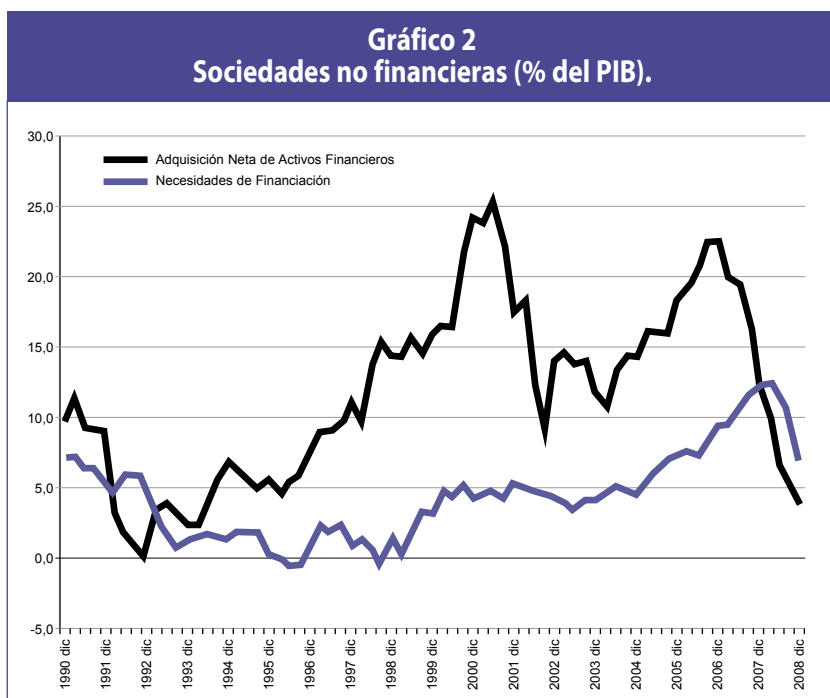


internacionales, canalizando posteriormente estos fondos hacia el sector privado no financiero.⁷

a) La financiación de las sociedades no financieras

Durante el período de expansión de la economía española, las sociedades no financieras no sólo precisaron de abundantes recursos financieros ajenos para cubrir sus crecientes necesidades de financiación, consecuencia del diferencial entre su formación bruta de capital y su ahorro bruto, sino también para llevar a cabo la importantísima adquisición de activos financieros realizada desde 1997 (Véase Gráfico 2).

A medida que se fueron registrando avances en el proceso de convergencia con los países centrales de la Unión Europea y las perspectivas de nuestra pertenencia a la UEM se fueron consolidando, las adquisiciones netas de activos financieros por parte de las sociedades no financieras se fueron incrementando progresivamente, hasta alcanzar su máximo al inicio de la UEM. En concreto, en el año



Fuente: elaboración propia a partir de Banco de España.

7) Esta situación contrasta con la situación previa a 1995, cuando era el sector público el que registraba unas elevadas necesidades de financiación y, a su vez, era el principal demandante de financiación en los mercados financieros exteriores (Cabrero *et al.*, 2007, p.3).

2000 las empresas no financieras realizaron unas adquisiciones netas de activos financieros equivalentes al 24,2% del PIB.

Estas adquisiciones, por un lado, fueron consecuencia del importantísimo proceso de internacionalización que desde 1997 llevaron a cabo las grandes empresas españolas. Así, mientras que en el período 1990-1996, la adquisición neta de activos financieros frente al resto del mundo de las empresas no financieras tan solo representó un importe medio anual del 1,5% del PIB, desde 1997 hasta que se iniciara la crisis financiera internacional en el tercer trimestre de 2007 supuso el equivalente al 6% del PIB de media anual (Cuadro 1), lo que significa que en un período de poco más de 11 años, la inversión acumulada de las sociedades no financieras españolas en el resto del mundo superó el 60% del PIB.

Pero, por otro lado, las empresas no financieras también llevaron a cabo importantes tomas de capital de instituciones financieras, así como abordaron procesos de fusiones y adquisiciones de otras empresas no financieras, lo que desde el punto de vista financiero se materializó en una importantísima adquisición neta de activos financieros nacionales (como también pone de manifiesto el Cuadro 1).

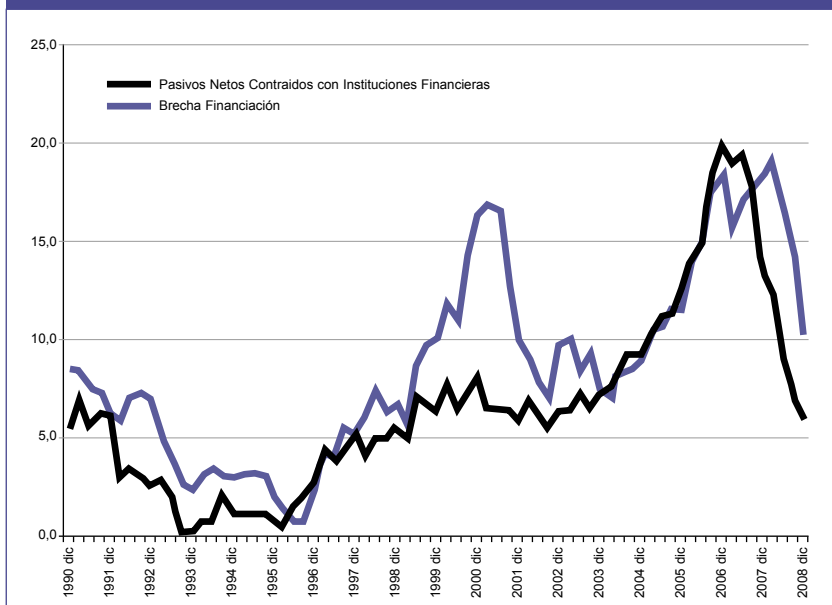
Por su parte, el Gráfico 3 recoge la brecha de financiación de las sociedades no financieras, constituyendo ésta un indicador que aproxima los recursos financieros precisos para cubrir sus necesidades de financiación (diferencia entre la formación bruta de capital y el ahorro bruto) y la inversión en el exterior de carácter permanente. Si comparamos esa brecha de financiación y los recursos que las sociedades no financieras han captado de las instituciones financieras nacionales, observamos como antes de la crisis internacional, con la excepción del período 1999-2002, en el que las entradas de inversión extranjera en las empresas no

Cuadro 1
Adquisición neta de activos financieros realizadas por las sociedades no financieras (% del PIB).

Promedio Período	Total	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Resto del mundo
1990-1996	5,2	2,5	0,7	1,5
1997-2007 ⁽¹⁾	16,0	6,7	3,1	6,0

(1) Segundo trimestre de 2007.
Fuente: elaboración propia a partir de Banco de España.

Gráfico 3
Sociedades no financieras (% del PIB).



Fuente: elaboración propia a partir de Banco de España.

financieras alcanzó un promedio anual del 8% del PIB, los ingentes y crecientes recursos que han precisado las sociedades no financieras españolas han procedido de las instituciones financieras nacionales.

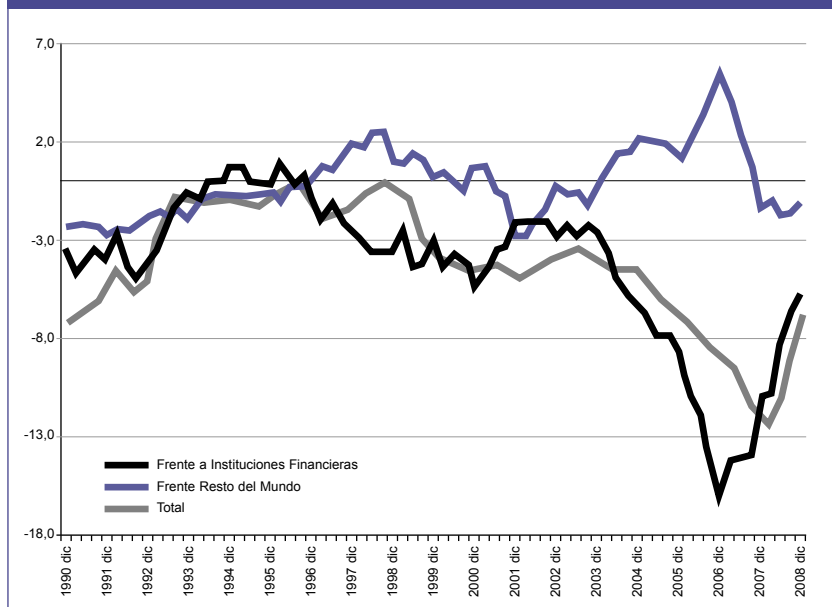
A diferencia de lo ocurrido entre 1990 y 1996, período en el que las operaciones financieras netas de las sociedades no financieras frente al resto del mundo presentaban un saldo deudor, a partir de 1997, pero en especial a partir de 2004 y hasta que se iniciará la crisis financiera internacional, el sector empresarial español comenzó a exportar capital en términos netos, alcanzando su máximo en 2006 con una cuantía equivalente al 5,5% del PIB (Gráfico 4).⁸

b) La financiación de los hogares y de las Instituciones sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares (ISFLSH)

La progresiva reducción de la capacidad de financiación de los hogares e ISFLSH que se fue produciendo a lo largo del pasado

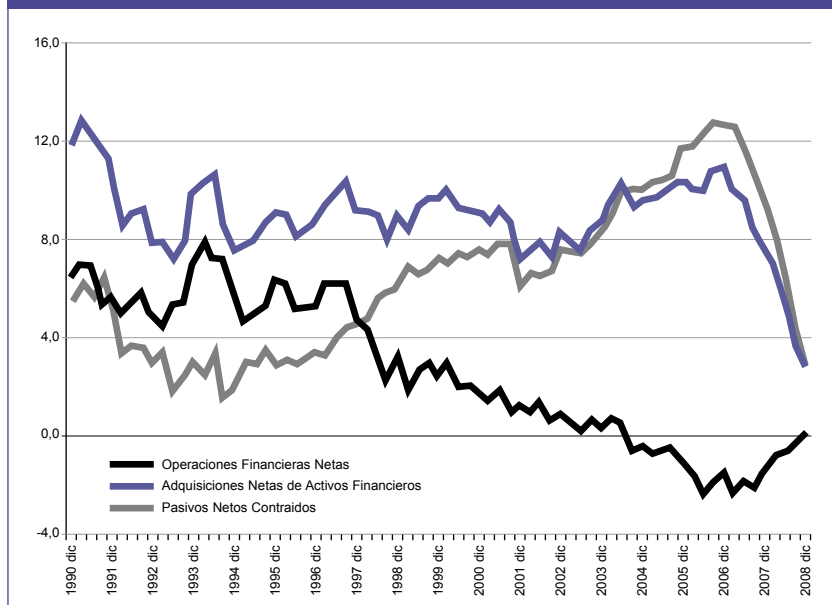
8) El saldo de las operaciones financieras netas se obtiene deduciendo de las adquisiciones netas de activos financieros de cada agrupación institucional los pasivos netos que han contraído y constituye la contrapartida financiera del saldo de la cuenta de capital de la Contabilidad Nacional, que determina la capacidad o necesidad de financiación.

Gráfico 4
Operaciones financieras netas de las sociedades no financieras (% del PIB).



Fuente: elaboración propia a partir de Banco de España.

Gráfico 5
Operaciones financieras netas de los hogares e ISFLSH (% del PIB).

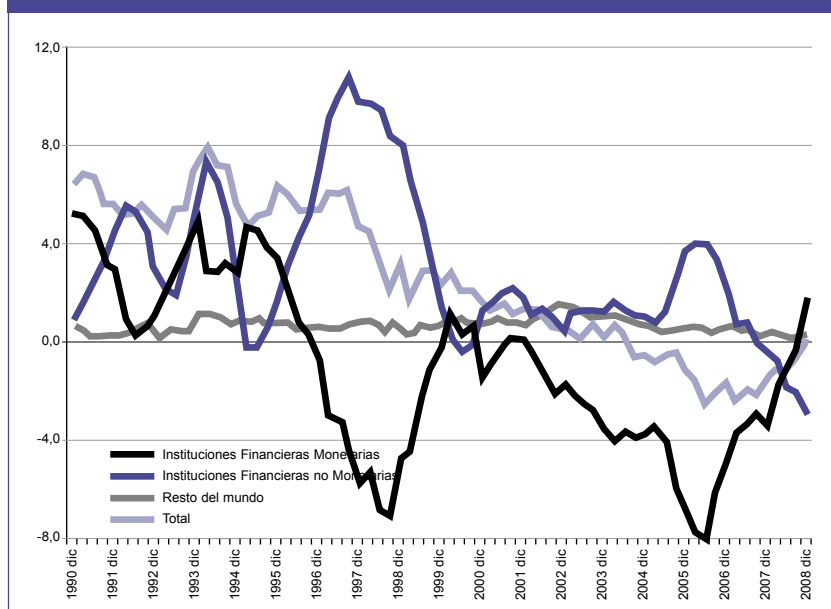


Fuente: elaboración propia a partir de Banco de España.

período de expansión económica tuvo lógicamente su plasmación financiera en un deterioro en el saldo de las operaciones financieras netas del sector, que pasaron de un saldo acreedor del 6,3% del PIB en 1995, a registrar en marzo de 2007 un saldo deudor del 2,5% del PIB (véase Gráfico 5). No obstante, el hecho de que los hogares pasaran de ser un agente oferente de fondos a ser un demandante neto de recursos financieros, no modificó sustancialmente su nivel de inversión financiera, situándose en el período 1994-2º Trimestre de 2007 en un promedio anual en torno al 9% del PIB, lo cual condujo a un continuo crecimiento de los pasivos netos contraídos, que en el período 2003-2007 alcanzaron un promedio anual del 10,5% del PIB.

La fuente de recursos financieros de los hogares ha sido en exclusiva las instituciones financieras monetarias y, por el contrario, han sido oferentes de recursos financieros de las instituciones financieras no monetarias, aunque en una cuantía que ha sufrido fuertes oscilaciones relacionadas con el atractivo de los activos financieros por éstas emitidos y por la relación de éstos con los activos reales (Gráfico 6). Por su parte, los hogares españoles han

Gráfico 6
Operaciones financieras netas de los hogares e ISFLSH
(% del PIB).



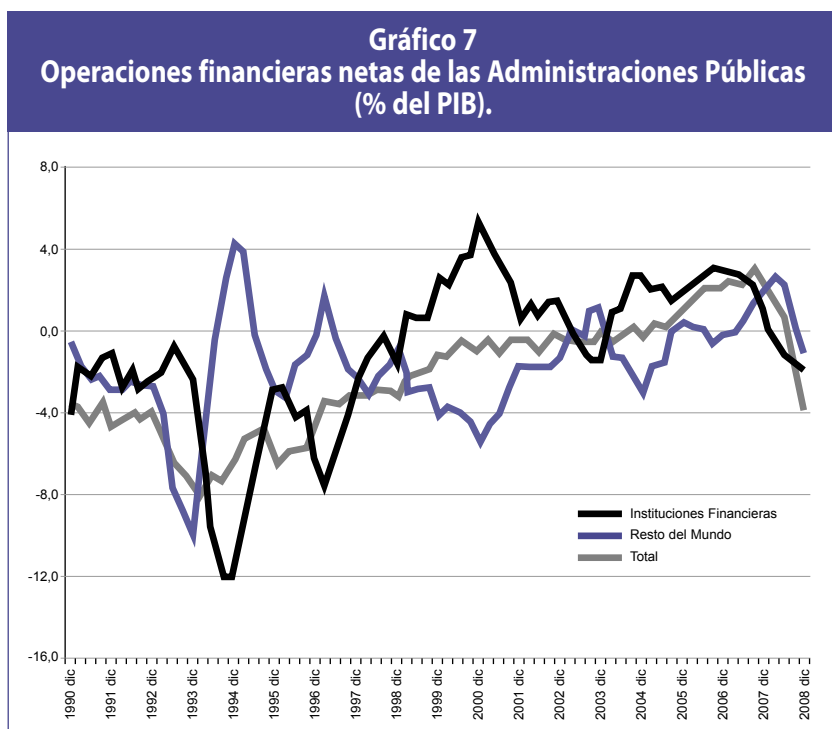
Fuente: elaboración propia a partir de Banco de España.

sido tradicionalmente inversores netos en el exterior, aunque por un volumen, en términos del PIB, relativamente pequeño, por debajo del 1% del PIB, siendo los depósitos el principal instrumento en el que se han materializado las salidas de capital.

c) La financiación de las Administraciones Públicas

Las Administraciones Públicas españolas han registrado tradicionalmente unas importantes necesidades de financiación que, con la excepción del período de fuerte inestabilidad cambiaria de 1992-1995, han sido cubiertas acudiendo directamente a la financiación exterior, mediante la colocación de una parte importante de la deuda pública a largo plazo en los mercados internacionales.

La consolidación fiscal que se inició a mediados de los noventa y que se intensificó con nuestra incorporación a la UME, no significó inicialmente una reducción de la captación de financiación exterior por parte de las Administraciones Públicas nacionales, pues el atractivo de la deuda pública española, tanto, por su rendimiento,



Fuente: elaboración propia a partir de Banco de España.

como por el proceso de diversificación geográfica de las carteras de los inversores europeos, permitió que se mantuviera su demanda. No obstante, desde 2001 los recursos financieros captados del exterior por este sector fueron muy reducidos, e incluso en los años previos al inicio de la crisis financiera internacional se produjo una reducción en sus pasivos netos contraídos, que, sin embargo, se ha modificado desde la aparición de ésta, con un crecimiento importante de esos pasivos a lo largo de 2008 (Gráfico 7).

d) La financiación de las Instituciones Financieras

Las instituciones financieras tienen una moderada capacidad de financiación (el promedio anual en el período 1990-2008 ha sido del 1% del PIB) y su papel fundamental es la intermediación y canalización de financiación entre agentes.

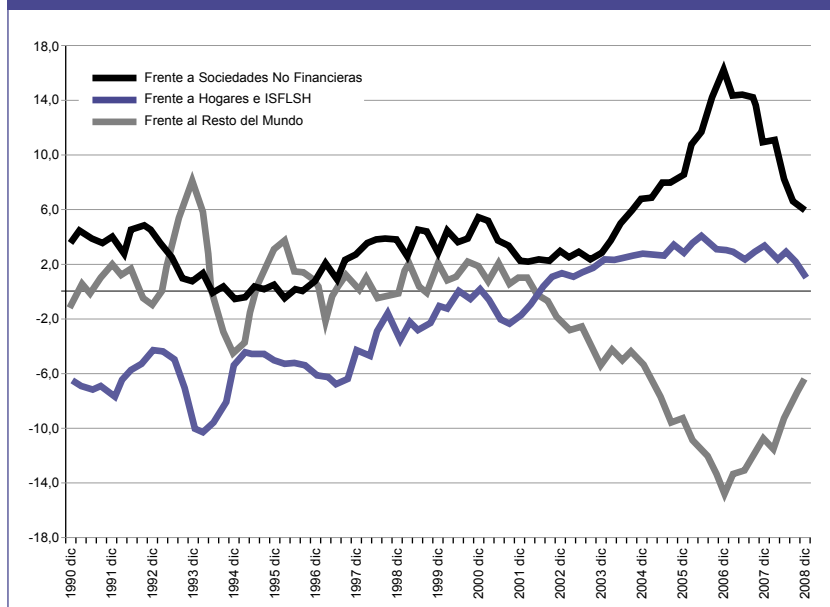
Tradicionalmente, las instituciones financieras españolas han llevado a cabo una canalización de recursos financieros entre agentes económicos nacionales, captando el grueso de su financiación de los hogares y dirigiéndola a las sociedades no financieras y las administraciones públicas. Sus operaciones financieras netas con el resto del mundo tenían un carácter que podríamos calificar como marginal, ya que acudían a la financiación exterior en aquellos años en que se registraba una mayor demanda de financiación por parte de los agentes económicos nacionales o, por el contrario, se financiaba al exterior cuando disponían de un exceso de financiación (Gráfico 8).

En 2002, sin embargo, se produjo un cambio radical en la forma de intermediación de los recursos financieros que realiza este sector.⁹ En efecto, a partir de ese año, los recursos ya no se dirigieron desde los hogares hacia el resto de los sectores prestatarios de la economía española, sino que es el resto del mundo el que se convirtió en el oferente de la financiación que intermedian las instituciones financieras hacia empresas no financieras y hogares españoles, agentes que mostraron una demanda creciente y que hizo que el saldo deudor de las operaciones financieras netas de las instituciones financieras con el resto del mundo alcanzase el 15% del PIB en 2006.

En el protagonismo que han tenido las instituciones financieras en la canalización del ahorro externo hacia los sectores prestatarios

9) Para un análisis de los cambios en la estructura de la financiación de las entidades de crédito españolas véase Fuentes (2008).

Gráfico 8 Operaciones financieras netas de las Instituciones Financieras (% del PIB).



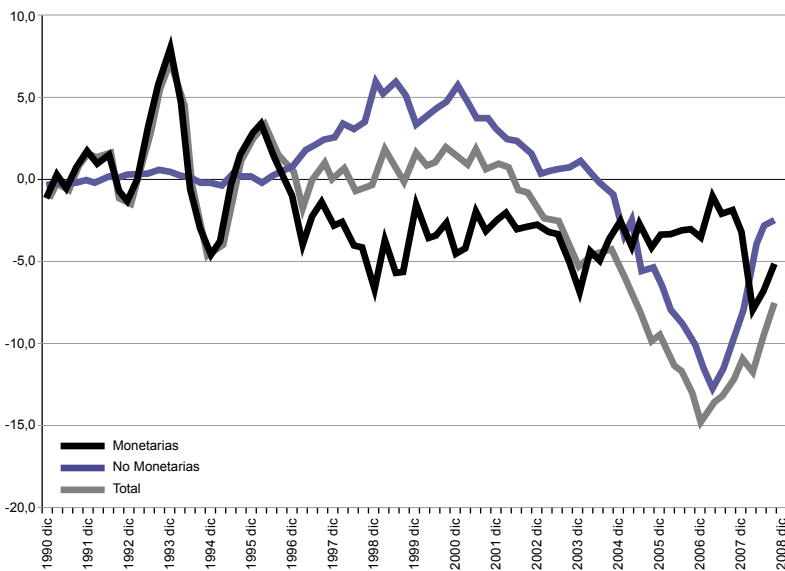
Fuente: elaboración propia a partir de Banco de España.

nacionales, debemos distinguir entre el papel jugado por las instituciones financieras monetarias y las no monetarias, habiendo sido estas últimas las que, desde 2004 y hasta que se iniciara la crisis financiera internacional, canalizaron la mayor parte de las entradas de capital exterior (Gráfico 9). Por su parte, las entidades de crédito, aunque desde 1997 han acudido de forma continuada a la financiación exterior, no han cubierto la mayor demanda de recursos financieros por parte de empresas y familias incrementando de forma directa el volumen de ahorro externo, sino que éstas han dependido de la financiación exterior intermediada por las instituciones financieras no monetarias.

El instrumento que desde 2003 han utilizado de forma predominante las instituciones financieras para captar financiación exterior han sido los valores distintos de acciones (véase Gráfico 10),¹⁰ en los cuales se incluyen tanto valores a corto como a largo plazo emitidos por las instituciones financieras bajo cualquier denominación: obligaciones, bonos, notas, titulización, ordinarias,

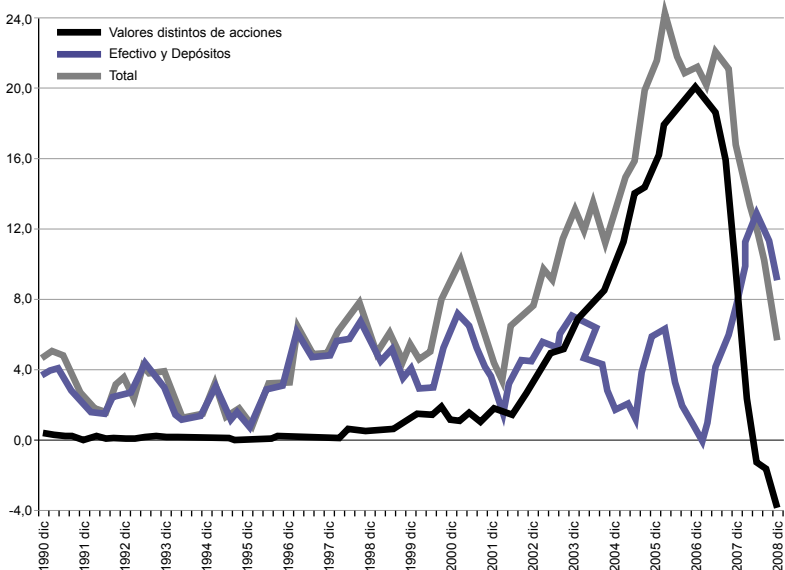
10) Esta situación contrasta con la registrada en la primera mitad de los noventa cuando las operaciones financieras netas de las instituciones financieras con el resto del mundo consistían fundamentalmente flujos a corto plazo. Además, estuvieron determinadas en gran medida por la actividad de los no residentes en el mercado de deuda pública nacional.

Gráfico 9
Operaciones financieras netas con el resto del mundo
Instituciones Financieras (% del PIB).



Fuente: elaboración propia a partir de Banco de España.

Gráfico 10
Pasivos netos contraídos con el exterior por
las Instituciones Financieras (% del PIB).



Fuente: elaboración propia a partir de Banco de España.

subordinadas e hipotecarias. Sin embargo, y aunque las Cuentas Financieras del Banco de España no ofrecen información al respecto, una parte muy significativa de los valores distintos de acciones eran emisiones a largo plazo relacionadas con el mercado hipotecario, bien sea a través de cédulas hipotecarias o de bonos de titulización.¹¹ Por tanto, tal y como resaltaron Maza y del Río (2006), cabe deducir que de forma significativa y creciente la canalización de recursos financieros externos que llevaron a cabo las instituciones financieras españolas estuvo estrechamente ligada a instrumentos que dependían en alguna medida del riesgo hipotecario y, por lo tanto, de la evolución del mercado inmobiliario nacional.

3.- ¿Cómo ha afectado la crisis financiera internacional a la financiación de la economía española?

Tras producirse la “crisis subprime” en agosto de 2007 inicialmente no se registró ninguna reducción en la necesidad de financiación de la economía española, sino que por el contrario se produjo una ampliación en el diferencial entre ahorro e inversión, hasta alcanzar el 10% del PIB en los dos primeros trimestres de 2008. No obstante, en el tercer trimestre de 2008, con el agravamiento de las tensiones en los mercados financieros internacionales tras la quiebra de Lehman-Brothers, se inició un cambio de tendencia y por primera vez desde 2003 se redujo la necesidad de financiación de nuestra economía, hasta situarse en el 9,1% del PIB en el cuarto trimestre de 2008, el mismo nivel que existía antes de que se iniciara la crisis financiera.

Sin embargo, aunque la diferencia entre ahorro e inversión nacional a finales de 2008 sea similar a la existente antes de iniciarse la crisis financiera, la necesidad de financiación de los distintos agentes ha experimentado notables cambios (Véase Cuadro 2). Por un lado, se ha producido un rápido deterioro de las cuentas públicas, como consecuencia del acusado descenso en la actividad

11) Véase Banco de España, *Memoria de Supervisión Bancaria*, últimos años.

Cuadro 2
Ahorro, inversión y capacidad o necesidad de financiación
Variación del 2º trimestre del 2007 al 4º trimestre del 2008.
(sobre datos acumulados de cuarto trimestre) (% del PIB).

	Ahorro bruto	FBCF	Capacidad financiación
Sociedades No Financieras	1,42	-0,64	2,88
Instituciones Financieras	0,89	0,29	0,84
Administraciones Públicas	-5,34	0,09	-6,10
Hogares e ISFLSH	1,59	-1,32	2,75
Economía Nacional	-1,53	-1,57	-0,16

Fuente: elaboración propia a partir de Banco de España.

económica y de las medidas anticrisis adoptadas por el gobierno. Por otro lado, tanto empresas no financieras como familias han reducido sus necesidades de financiación, como consecuencia tanto del aumento en el ahorro como del descenso en su inversión.

A pesar de la elevada necesidad de financiación de la economía española y el creciente endeudamiento del sector privado no financiero que se registró a lo largo del período de expansión de la economía española, la solvencia de los prestatarios nacionales no fue puesta en duda antes de la crisis financiera internacional y, por tanto, el recurso al ahorro externo no trajo presiones sobre la economía real. Sin embargo, esta situación cambió de forma radical una vez que la “crisis subprime” se transformó en una crisis financiera global.

De hecho, la financiación exterior canalizada a través de las instituciones financieras nacionales ha registrado un importante descenso. Así, si en el segundo trimestre de 2007, justo antes de que se desatara la crisis financiera internacional, el saldo deudor de las operaciones financieras netas de las instituciones financieras frente al resto del mundo representaba el 13,2% del PIB, un año más tarde se había reducido hasta el 9,7% (Cuadro 3).

Sin embargo, este descenso que muestran los datos agregados no refleja realmente la gravedad de los problemas a los que se están enfrentando las instituciones financieras para captar financiación en los mercados financieros internacionales. Una evaluación más aproximada de estas dificultades la alcanzamos si desagregamos por tipos de instituciones y por los instrumentos utilizados para captar esta financiación exterior.

Cuadro 3

Operaciones financieras netas de las Instituciones Financieras con el resto del mundo (*). (% del PIB).

	Total	Banco de España	Otras Instituciones financieras monetarias	Instituciones financieras no monetarias
2º. Trim. 2007	-13,2	+2,9	-5,0	-11,0
4º. Trim. 2008	-6,5	-2,7	-3,4	-0,4

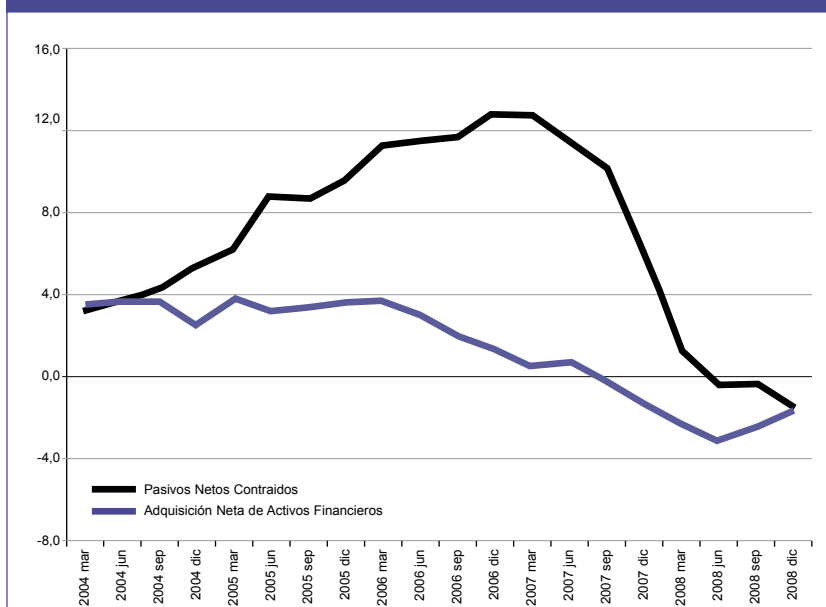
(*) Datos acumulados de cuatro trimestres.
Fuente: elaboración propia a partir de Banco de España.

Tal y como podemos observar en el Cuadro 3 se ha producido un cambio fundamental en las instituciones financieras que canalizan el ahorro externo:

- Las instituciones financieras no monetarias, que hasta la crisis financiera internacional eran el principal canal de captación de financiación externa como hemos visto, captaron en el cuarto trimestre de 2008 recursos externos por un importe equivalente al 0,4% del PIB, y, además, este saldo deudor en sus operaciones financieras netas, se logró mediante la venta de activos financieros (como puede verse en el Gráfico 11).

Gráfico 11

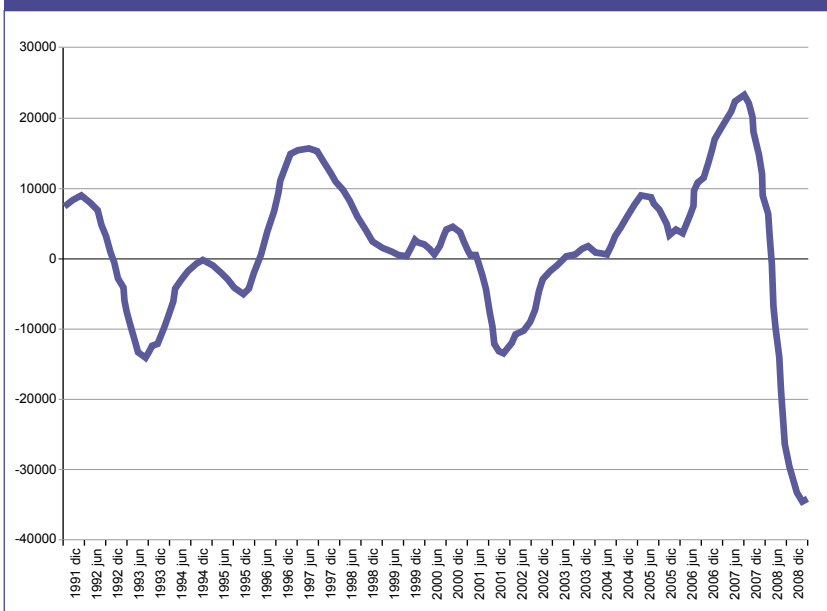
Operaciones financieras netas de las Instituciones financieras no monetarias frente al resto del mundo (% del PIB).



Fuente: elaboración propia a partir de Banco de España.

- Las otras instituciones financieras monetarias también redujeron notablemente su captación de financiación exterior y, lo que es especialmente relevante, una parte significativa de los recursos financieros externos provienen de las facilidades de liquidez instauradas por el Banco Central Europeo.¹²
- Dada la insuficiencia de la financiación exterior canalizada por el resto de instituciones financieras nacionales, el Banco de España está registrando un rápido deterioro en su Posición de Inversión Internacional (PII) y, en concreto, en sus activos netos frente al Eurosistema, que se han convertido en la principal fuente de financiación para cubrir las necesidades de financiación de la nación (Gráfico 12).

Gráfico 12
Variación de la posición internacional neta del Banco de España
(promedio del acumulado de 12 meses) (mill. euros).



Fuente: elaboración propia a partir de Banco de España.

12) Lo que se viene produciendo desde octubre de 2008. En todo este período y hasta mayo de 2009, el Banco Central Europeo, entre otras actuaciones, ha reducido significativamente los tipos de interés de sus operaciones principales de financiación, hasta situarlos en el 1%; viene ofreciendo toda la liquidez demandada por las entidades bancarias a esos tipos; ha ampliado los colaterales aceptados para sus operaciones de política monetaria; ha incrementado los plazos para la devolución de la financiación concedida, además de destinar 60.000 millones de euros a la compra de deuda emitida por las entidades con el respaldo de hipotecas y créditos a instituciones públicas y de la posibilidad de adquirir bonos denominados en euros y emitidos en la eurozona, todo ello con la finalidad de facilitar la financiación de las economías europeas.

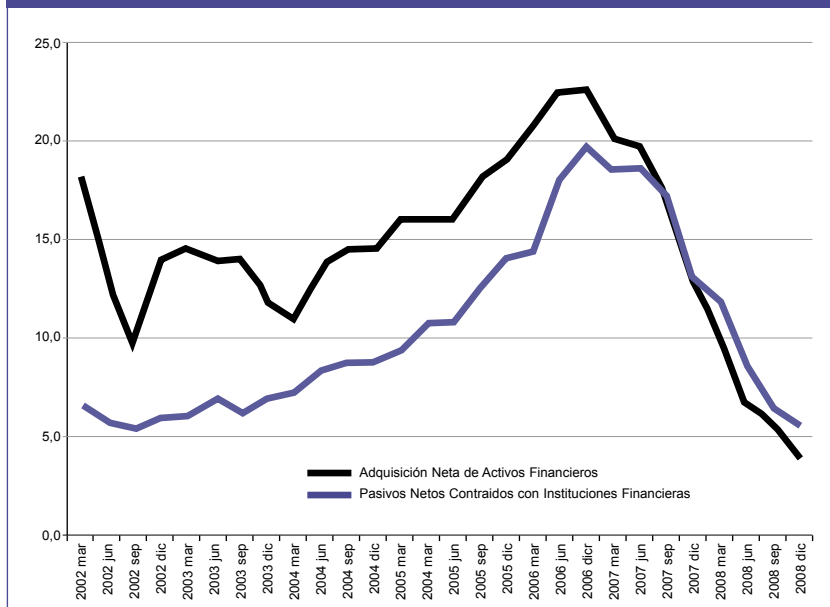
En efecto, en el cuarto trimestre de 2008 la Posición de Inversión Internacional del Banco de España se situó en 50.800 millones de euros, lo que significa que, desde que se inició la crisis financiera internacional, los activos netos frente al exterior de nuestro banco central se han reducido más de la mitad, desde los 112.146 millones de euros del segundo trimestre de 2007. Si tenemos en cuenta que desde que se agravaron las tensiones en los mercados financieros internacionales en septiembre de 2008 se ha producido un deterioro medio mensual de la PII del Banco de España en torno a los 3.000 millones de euros, de mantenerse la actual situación en cuanto a las necesidades de financiación de la nación y las dificultades para captar financiación exterior de las instituciones financieras, el saldo acreedor de la PII de nuestro banco central desaparecería en menos de dos años (Gráfico 13).

Lógicamente, las dificultades a las que se enfrentan las instituciones financieras nacionales a la hora de captar financiación exterior se han trasladado a los prestatarios nacionales, es decir, a las empresas no financieras y los hogares.



Fuente: elaboración propia a partir de Banco de España.

Gráfico 14
Operaciones financieras de las sociedades no financieras
(% del PIB).

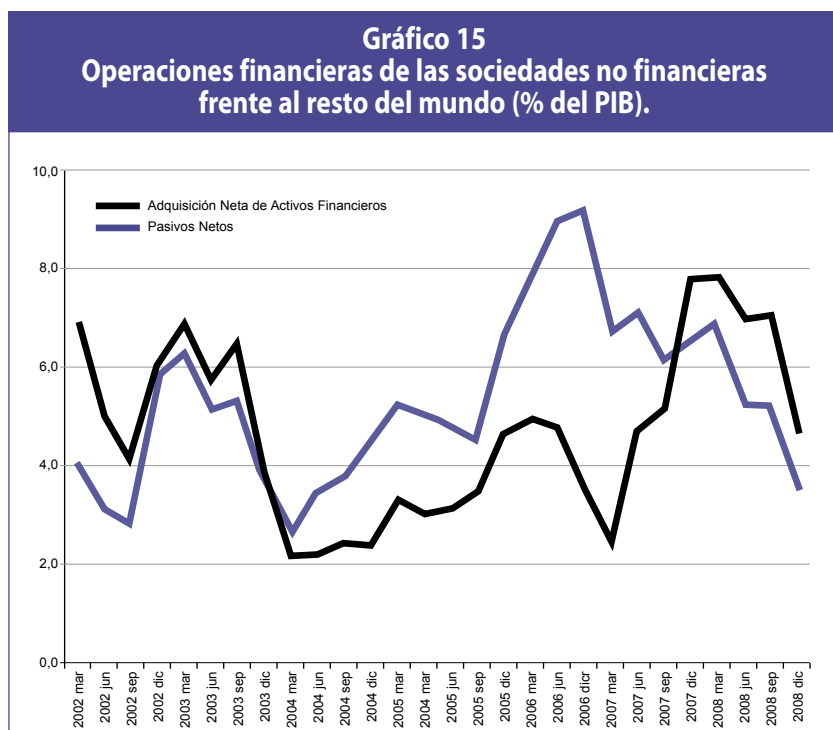


Fuente: elaboración propia a partir de Banco de España.

Las sociedades no financieras, por una parte, han visto como la financiación concedida por las instituciones financieras se frenaba bruscamente, pasando de captar una financiación anual de éstas en torno al 20% del PIB antes del credit crunch, a un 5,9% en el cuarto trimestre de 2008 (véase Gráfico 14).

Ante este endurecimiento de las condiciones financieras, las sociedades no financieras han frenado bruscamente el proceso de adquisición neta de activos financieros que venían llevando a cabo en los últimos años. Antes de que se iniciara la crisis financiera internacional, la compra neta anual de activos financieros por parte de las empresas españolas se situaba en torno al 20% del PIB, mientras que en el cuarto trimestre de 2008 tan solo representaron el 3,6%.

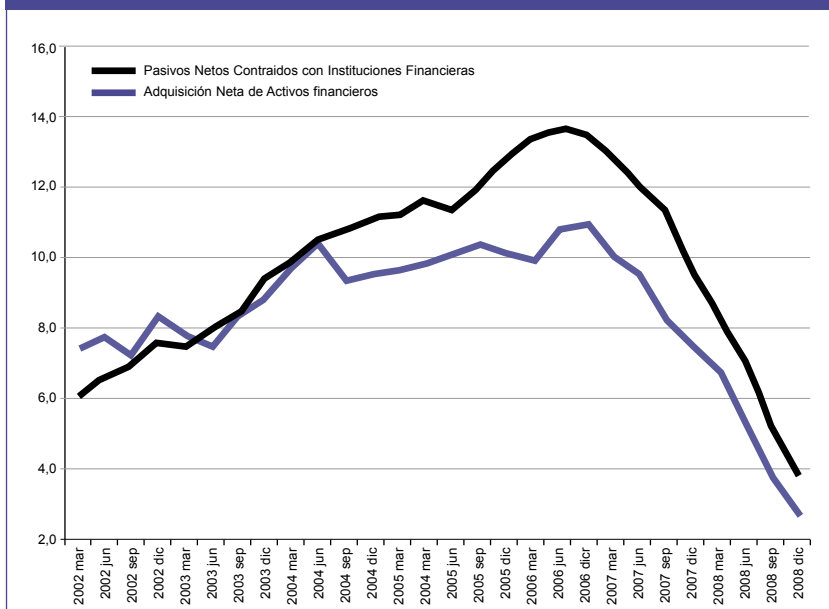
A su vez, las sociedades no financieras están tratando de buscar formas alternativas de financiación. Así, mientras que desde 2004 canalizaban recursos financieros al exterior, resultado principalmente del proceso de internacionalización de las grandes empresas españolas, en los últimos trimestres se ha producido el



fenómeno contrario, han pasado a financiarse del exterior (Gráfico 15). Como resultado, la adquisición de acciones y otras participaciones en el resto del mundo por las sociedades no financieras españolas se ha frenado y, simultáneamente y de forma más acusada, se acompaña de un aumento de la venta de acciones y otras participaciones de empresas no financieras españolas al capital extranjero.

Por otra parte, el efecto que se ha producido en las operaciones financieras de los Hogares e ISFLSH es similar al de las empresas, con un importante descenso tanto en la financiación que captan de las instituciones financieras, como en el proceso de inversión financiera, que en el momento presente se encuentra en el nivel más bajo desde 1990 (Gráfico 16).

Gráfico 16
Operaciones financieras de los hogares e ISFLSH
(% del PIB).



Fuente: elaboración propia a partir de Banco de España.

4.- A modo de conclusión.

Si bien la pertenencia a la UME supuso una modificación sustancial en la cuantía de lo que se puede considerar un déficit exterior sostenible,¹³ la evolución registrada por las necesidades de financiación de la economía española, y el consiguiente crecimiento en el nivel de endeudamiento de los agentes económicos privados, especialmente en los últimos años, era evidente que resultaba insostenible a medio plazo. Aunque hasta que se inició la crisis financiera internacional no se hubieran producido problemas para su financiación, no había duda de que el desequilibrio entre ahorro e inversión nacionales se tendría que corregir tarde o temprano, quedando la duda de cuándo se iba a iniciar el necesario ajuste, el carácter más o menos abrupto de su corrección y los mayores o menores efectos reales que se podrían derivar de él.

13) Para un análisis de la relevancia de los desequilibrios en cuenta corriente en el contexto de una unión monetaria, véase P. Catte (1998).

El mayor margen de financiación externa de que dispuso la economía española como consecuencia de su participación en la UME constituyó una ventaja, ya que contribuyó a que se registrara una prolongada fase de expansión económica y a la financiación de un desequilibrio exterior que de otra forma habría sido imposible. Ahora bien, este mayor margen de financiación externa también tenía el inconveniente de que podía conducir a un excesivo déficit exterior, ya que las propias autoridades económicas tenían un incentivo mucho menor a corregir sus desequilibrios externos, dado que no existía el temor de que los mercados pudieran forzar la devaluación de la moneda nacional. Y este riesgo de incurrir en un déficit exterior excesivo se materializó en la economía española, al registrar unas necesidades de financiación del 10% del PIB, que a todas luces resulta un nivel insostenible.¹⁴

La crisis financiera internacional iniciada en agosto de 2007 y el agravamiento que se registró en septiembre de 2008, con la quiebra de Lehman Brothers y los acontecimientos económico-financieros posteriores, eliminaron cualquier duda respecto al ajuste del desequilibrio exterior de la economía española. En el actual marco de profunda inestabilidad en los mercados financieros internacionales, resulta imposible mantener el que había venido siendo el patrón de la financiación exterior durante el período de expansión de la economía española, y, en particular, en los últimos años, lo cual está provocando una brusca e intensa corrección en nuestro desequilibrio exterior, que está teniendo importantes efectos sobre la economía real, a través del impacto negativo sobre el consumo y la inversión.

14) Al igual que en Portugal y Grecia

Bibliografía.

BANCO DE ESPAÑA (2006): "El déficit exterior de la economía española desde una perspectiva histórica", Informe Anual 2005, págs. 30-31.

BANCO DE ESPAÑA (2008): Mercado de Deuda Pública 2007, Madrid.

BANCO DE ESPAÑA (varios años): Memoria de Supervisión Bancaria, Madrid.

BLANCO, R. Y CABRERO, A. (2005): "Las condiciones monetarias y financieras", en El análisis de la economía española, Servicio de Estudios del Banco de España, Alianza Editorial.

CABRERO, A., MAZA, L.A. y YAÑIZ, J. (2007), "Spain external deficit: how is it financed?", ECOFIN Country Focus, Vol. IV, Issue 7.

CATTE, P. (1998): "Current accounts: are still relevant for and within a Monetary Union", en "Current Account Imbalances in East and West: Do they matter?", Oesterreichische Nationalbank.

DE LA DEHESA, G. (2003): "Balance de la economía española en los últimos veinticinco años", Información Comercial Española, Nº. 811, págs. 53-79.

FUENTES, I. (2008): "Evolución de la brecha créditos-depositos y de su financiación durante la década actual", Boletín Económico del Banco de España, diciembre, págs. 61-68.

L'HOTELLERIE-FALLOIS, P. y SASTRE, T. (2005): "Las decisiones de demanda de hogares y empresas", en El análisis de la economía española, Servicio de Estudios del Banco de España, Alianza Editorial.

MALO DE MOLINA, J. L. (2005): "Una larga fase de expansión de la economía española", Banco de España, Documentos Ocasionales Nº. 0505.

MAZA, L.A. y DEL RIO, A. (2006): "La financiación del déficit exterior de la economía española", Boletín Económico del Banco de España, Marzo.

PAÚL, J. (2006): "El déficit exterior en perspectiva interna", Boletín de Información Comercial Española, Nº. 2892, 23 al 29 de octubre, págs. 29-43.

PEÑALOSA, J. y RESTOY, F. (2005): "Implicaciones de la integración en la UEM y en el nuevo contexto internacional", en El análisis de la economía española, Servicio de Estudios del Banco de España, Alianza Editorial.