

Base de capital de la economía española y mercados financieros. Análisis de las fortalezas y debilidades de nuestra economía desde el punto de vista financiero

Juan Carlos Ureta y Domingo García Coto

Capítulo primero

Resumen

Una nación es fuerte, desde un punto de vista económico y financiero, cuando las variables sobre las que se sustentan su crecimiento y su riqueza están basadas en fundamentos sólidos.

Desde un punto de vista financiero, las naciones fuertes son las que basan su crecimiento y su competitividad en una buena base de capital y en un sistema financiero que garantice que el ahorro fluye de forma eficiente hacia las alternativas de inversión disponibles. Si hay gran dependencia del ahorro exterior la posición es frágil y mucho más si esa dependencia es en forma de endeudamiento. Por ello el ahorro interno se perfila como uno de los elementos clave para que la economía española reduzca su dependencia y vulnerabilidad en los próximos años y mejore su competitividad. En una economía global es muy relevante garantizar un marco atractivo para que el ahorro interno crezca y encuentre oportunidades de inversión y al mismo tiempo, que ese marco sirva para que el ahorro exterior encuentre atractivo en España y recupere la confianza. Las políticas estructurales que impulsen el ahorro interno y aumenten el incentivo a invertir mejorando la competitividad de las empresas y del sector público serán especialmente importantes para España.

España dispone de un sector bancario y de unos mercados de capitales adecuados y capaces de cumplir su función de captar los recursos pro-

cedentes de los proveedores de financiación para la economía y canalizarlos y asignarlos de forma eficiente para garantizar el suministro de los flujos de financiación necesarios para nuestro desarrollo económico. Hay, además, iniciativas y procesos en curso, tanto en el ámbito español como en el de la Unión Europea, que persiguen mejorar y fortalecer tanto al sector bancario como a los mercados de capitales. Desde ese punto de vista podemos estar razonablemente satisfechos de la solidez financiera de nuestra economía.

Pero hay aspectos en los que no podemos sentirnos satisfechos, y son los relacionados con nuestra base de capital y ahorro interno. No disponemos de una base sólida de generación sostenida de ahorro doméstico que impulse la mejora de nuestra base de capital y dote a la economía española de la fortaleza necesaria para hacer frente a eventuales episodios de crisis financieras.

El principal lastre actual para el ahorro doméstico es el desequilibrio de las cuentas públicas. Su reducción redundaría de forma inmediata en el aumento de los recursos de ahorro disponibles para ser canalizados por el sistema financiero hacia inversiones empresariales. La reducción del desequilibrio de las cuentas públicas es una medida políticamente muy compleja en un país cuya tasa de paro supera el 24% de la población activa pero tendría el efecto inmediato de aumentar los recursos potencialmente disponibles tanto para acelerar la reducción del endeudamiento como para financiar nuevas inversiones empresariales.

Con una perspectiva más estructural, son deseables mecanismos de fomento de flujos recurrentes de ahorro a medio y largo plazo que den lugar a un sólido y permanente *stock* de ahorro y capital.

Palabras clave

Macroeconomía, ahorro e inversión, endeudamiento, sistema financiero, financiación, banca, mercado de capitales, Bolsa, activos financieros, gestión de activos, familias, sector público, inversión colectiva, fondos de inversión, fondos de pensiones.

Abstract

A nation is strong from an economic and financial point of view when growth and wealth are sustained with underlying variables based on solid foundations.

From a financial standpoint, the strong nations support their growth and competitiveness in building a good capital base and on a financial system to ensure that savings flow efficiently towards the available investment alter-

natives. If there is a heavy reliance on foreign savings, the position is weak, and far more if there's strong dependency in the form of debt. Therefore, domestic savings is emerging as a key for the Spanish economy to reduce its dependence and vulnerability in the coming years and improve its competitiveness elements. In a global economy it is very important to ensure an attractive framework to grow domestic savings and find investment opportunities and, at the same time, this framework will serve Spain to regain attractiveness and confidence for savings coming from abroad. Structural policies that boost domestic savings and increase the incentive to invest in improving competitiveness of companies and the public sector will be particularly important for Spain.

Spain has a well-developed banking sector and capital markets, capable of fulfilling its function of capturing resources from the economy, finance providers and channeling and assigning them efficiently to ensure the financial flows, a required supply for our economic development. In addition, initiatives and processes are underway in both the Spanish area as in the European Union, which aim to improve and strengthen both the banking sector and capital markets. From that point of view we can be reasonably satisfied with the financial strength of our economy.

But, there are areas we can't be satisfied in relation to our capital base and domestic savings. We still don't have a solid stand in generating sustainable domestic savings to promote and improve our capital base and provide the Spanish economy with the strength to cope with future episodes of financial crisis.

The current main drag on domestic savings is the imbalance in public finance. Its reduction would result immediately in increasing the resources available for savings, channeled through the financial system to business investments. Reducing the imbalance in public finance is a very complex political measure, in a country with an unemployment rate that exceeds 24% of the working population, but would have the immediate effect of increasing the potential available resources, both to accelerate the reduction of debt and to finance new business investment.

With a more structural perspective, building recurring mechanisms to stimulate savings flows in the medium and long term to lead to a solid and permanent stock of savings and capital are desirable.

Key Words

Macroeconomy, Savings and Investments, Indebtedness, Financial System, Funding, Banking, Capital Markets, Stock Exchange, Financial Assets, Asset Management, Families, Public Sector, Collective Investment, Investment Funds, Pension Funds.

Introducción

El objetivo de este trabajo es analizar en profundidad las causas que determinan la fortaleza de una nación especialmente desde el punto de vista de la financiación de su economía y, en consecuencia, los elementos que hacen que un país sea o no vulnerable ante situaciones adversas que puedan producirse, ya sea de forma natural o como resultado de decisiones o actuaciones de terceros. Ese análisis hay que realizarlo en un contexto como el actual, en el que la mayor parte de las economías mundiales, y la española en grado muy elevado, forman parte de una economía global que ha alcanzado un grado de integración muy importante en el que la parte financiera es, sin duda, el paradigma de esa globalización.

Una nación es fuerte, desde un punto de vista económico y financiero, cuando las variables sobre las que se sustentan su crecimiento y su riqueza están basadas en fundamentos sólidos. Si el crecimiento y la riqueza se asientan en una situación subyacente económica y financieramente sana la nación no es vulnerable, pero si el crecimiento y la riqueza se apoyan en una posición no competitiva y en una base financiera de baja calidad la nación es frágil, aunque aparentemente la economía vaya bien.¹

Vamos a analizar, dentro del contexto actual y con perspectiva histórica, cuales son las variables fundamentales que dan fortaleza a una economía desde el punto de vista financiero, y vamos a ver cómo está situada España en términos de esas variables, y por tanto el grado de vulnerabilidad financiera de la economía española y las medidas que se pueden tomar, en su caso, para mejorar la situación actual.

Este análisis no tiene un enfoque cíclico ni tampoco se centra esencialmente en la competitividad de nuestra economía. Es obvio, y así se demostró tras el estallido de la burbuja inmobiliaria y crediticia en 2008, que una economía puede estar disfrutando de un buen crecimiento cíclico a la vez que incuba desequilibrios y debilidades, que no se perciben porque quedan encubiertas por el crecimiento. A veces factores exógenos, como una entrada de financiación abundante y barata o una caída brusca del precio del petróleo u otros recursos básicos, impulsan el crecimiento económico durante un cierto periodo, pero eso no significa que la situación estructural de fondo esté mejorando. Por el contrario, puede estar empeorando sin que nadie se dé cuenta. Igualmente puede haber factores que hagan mejorar la posición competitiva

¹ EICHENGREEN, B. *Exorbitant Privilege: Oxford University Press*. 2011. Pág. 177: «The point is that it is not the exchange rate or the net foreign investment position as much as the fundamental underlying health of the economy that matters for geopolitical leverage».

de una economía, por ejemplo una depreciación de la divisa, pero no necesariamente esa mejora de la posición competitiva va asociada a una mejora de los «fundamentales». Es cierto que solo una economía con fundamentos sólidos es capaz de ser competitiva de forma sostenible, pero puede haber periodos, incluso largos, en los que convivan una mejora de la posición competitiva y un entorno subyacente de debilidad o vulnerabilidad de esa economía.

Economía y mercados financieros durante la crisis (2007–2014). España y el área euro en el contexto mundial

Buen ejemplo de lo anterior es la evolución de la economía mundial y española a partir del año 2007 marcada por la profunda crisis financiera y económica sufrida en especial por los países desarrollados y que ha afectado con gran intensidad a España y a los países de la eurozona.

El periodo que abarca desde el verano de 2007 hasta los últimos años dejará huella como uno de los más negativos, complejos y trascendentes de la historia de la economía y de los mercados financieros en todo el mundo, reflejando la estrecha interrelación entre ambos. La crisis originada en el mercado inmobiliario norteamericano y su derivación a los mercados financieros a partir de las hipotecas denominadas «*subprime*», se fue contagiando a todo tipo de activos bancarios y financieros generando una gran desconfianza entre los agentes económicos. Prácticamente todas las instituciones e instrumentos financieros, regulados y no regulados, se vieron sometidos a tensiones de liquidez y de valoración de una magnitud sin precedentes y cuyas consecuencias generaron enorme incertidumbre y agravaron la desaceleración que ya experimentaban las principales economías mundiales, convirtiéndose en un crisis global de desconfianza, con numerosísimas ramificaciones sobre diferentes ámbitos de la actividad.

Como respuesta a esa situación los gobiernos e instituciones reaccionaron con una batería de medidas y planes de rescate, algunos unilaterales y otros coordinados, dirigidos tanto al sistema bancario y financiero como a la economía general, muchos de ellos poco ortodoxos desde el punto de vista de la economía de mercado, pero necesarios para evitar colapsos y tranquilizar a los ciudadanos ante una situación de creciente inquietud y desconfianza. A pesar de que la economía mundial cerró en 2009, como puede apreciarse en el gráfico, uno de los peores ejercicios desde los años de la Gran Depresión en términos de tasas de crecimiento del PIB, la crisis bancaria y financiera se contuvo y las expectativas comenzaron a mejorar de forma importante apoyadas en políticas monetarias y fiscales fuertemente expansivas.

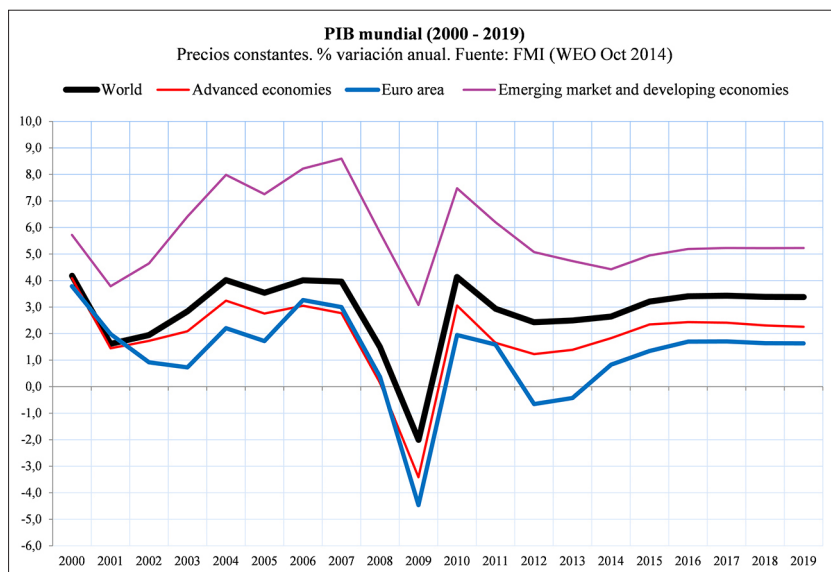


Imagen 1

Pero la salida de la crisis no está siendo fácil y los años posteriores han estado presididos por una permanente incertidumbre asociada a un crecimiento incipiente pero débil en las economías avanzadas, que deben digerir los grandes volúmenes de deuda contraídos por el sector privado en la incubación de la crisis y por el sector público para tratar de superarla.

Por su parte, el proceso de recuperación de la estabilidad financiera tampoco está siendo sencillo. Las autoridades monetarias de las principales áreas económicas mundiales han tenido que desplegar todo un arsenal adicional de medidas convencionales y no convencionales, en ocasiones controvertidas, tanto para apoyar al sector bancario como para intentar reactivar el crecimiento económico. A pesar de estas medidas y de los ingentes recursos movilizados (los grandes bancos centrales han inyectado en la economía más de siete billones de dólares en los últimos «siete» años), el sector bancario en todo el mundo ha continuado provocando tensiones y dando muestras de tener dificultades para cumplir su cometido como canalizador del crédito al sector privado, factor esencial para que este se convierta en el motor de la recuperación sustituyendo el impulso público.

A partir de 2010, el foco de máxima tensión económica y financiera se trasladó a la eurozona y con especial intensidad a países como España. La arquitectura financiera y política de la moneda única se revelaba insuficiente para afrontar momentos de enorme inestabilidad como los vividos por las economías y mercados financieros, sobre todo de deuda so-

berana. Grecia, Irlanda y Portugal perdían el acceso a los mercados de deuda pública y se acordaba su rescate por la Unión Europea y el FMI. Los mercados de deuda de España e Italia experimentaban fuertes descensos rompiendo niveles récord de la prima de riesgo desde el nacimiento de la moneda única. En un intento de poner freno a los riesgos de desintegración del área del euro, la gran mayoría de los países del área firmaban en 2011 un acuerdo marco para iniciar una nueva etapa basada en reglas fiscales muy estrictas y cesión de soberanía fiscal.

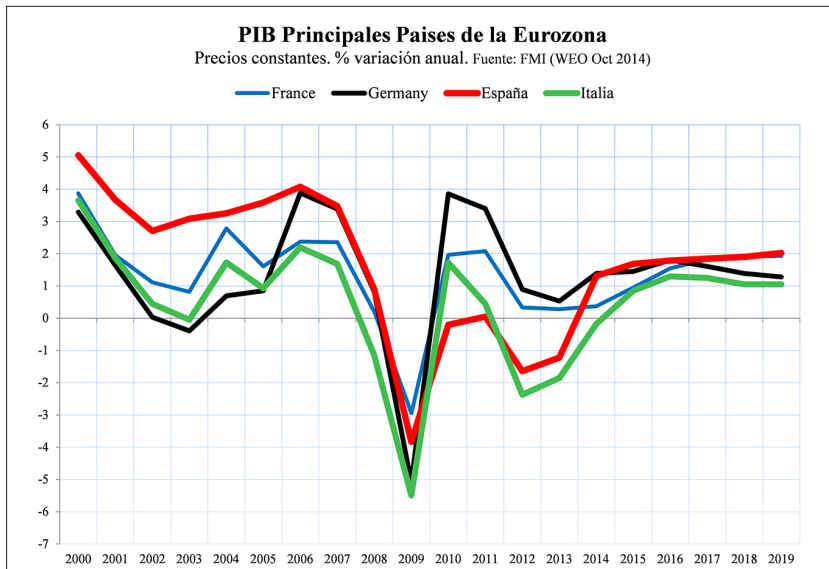


Imagen 2

En los años siguientes ha persistido la incertidumbre sobre la capacidad de las economías desarrolladas para consolidar la recuperación iniciada en 2010 y las expectativas de crecimiento, aunque han mejorado, no despejan del todo las dudas sobre la capacidad de digestión de los grandes volúmenes de deuda acumulados por el sector público y por los sectores privados, ni tampoco las dudas sobre la situación del sector bancario en los países desarrollados. El necesario desapalancamiento de los grandes volúmenes de deuda acumulados por las grandes economías, y en particular por la española, se revela como un proceso largo y difícil.

En el gráfico siguiente puede apreciarse el frenazo experimentado por el producto interior bruto de la economía española y por la inversión a partir del año 2008 tras la dilatada etapa de expansión vivida, con escasos altibajos desde 1985.

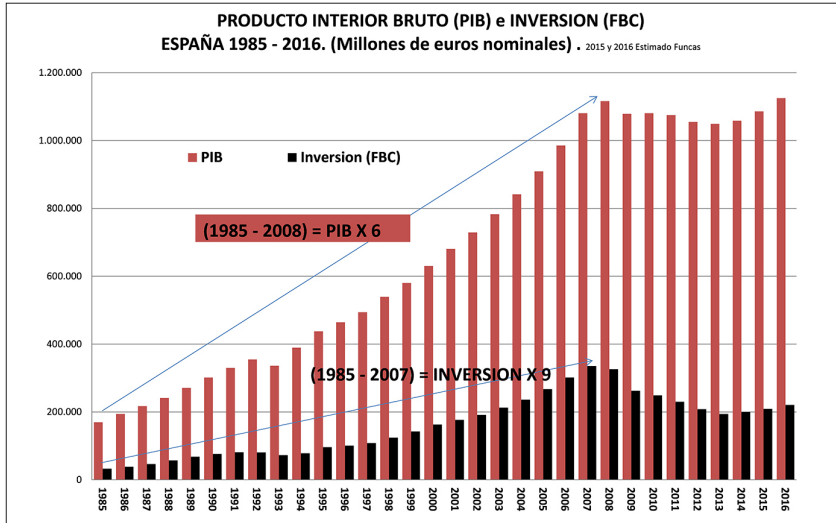


Imagen 3

Las condiciones financieras de los países periféricos han mejorado a partir de 2013 como consecuencia de una política más activa por parte del Banco Central Europeo y de la aplicación de reformas estructurales importantes y de calado, y España se ha convertido en el principal referente de esta mejora en el área euro y al cierre del año 2014 acumulaba seis trimestres consecutivos de crecimiento. Hay un cambio de escenario para la economía española que puede apreciarse en el gráfico siguiente.

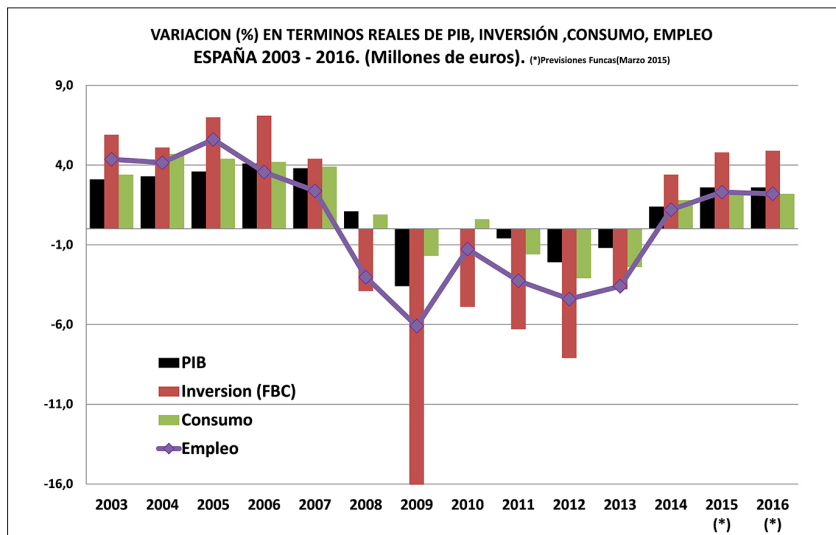


Imagen 4

Sin embargo, no hay que olvidar que persisten serios desequilibrios tanto macroeconómicos como de perfil financiero entre los que destacan el elevadísimo desempleo, el resistente déficit que arrojan las cuentas del sector público o el proceso de reducción de deuda de familias, empresas y bancos.

Y en ese contexto en el que debemos abordar nuestro análisis.

Base de capital, *stock* de ahorro, sistema bancario y flujos de financiación a través de los mercados financieros

Desde un punto de vista financiero, las naciones fuertes son las que basan su crecimiento y su competitividad en una buena base de capital y en un sistema financiero que garantice que el ahorro fluye de forma eficiente hacia las alternativas de inversión disponibles manteniendo y haciendo crecer la base de capital de la economía. La base de capital, por tanto, tiene que ver con la calidad de su sistema financiero que está formado por el sector bancario y por los mercados de capitales.

Los flujos de ahorro generados por los distintos agentes, o en terminología macroeconómica sectores institucionales, de una economía son el combustible que alimenta el sistema financiero y el que finalmente se transforma en la inversión o capital productivo necesario para el crecimiento.² Sin embargo, hay diferencias sustanciales dependiendo de la procedencia del ahorro: si es generado por sectores económicos del propio país o si es ahorro procedente del exterior.

Si hay gran dependencia del ahorro exterior la posición es frágil y mucho más si esa dependencia es en forma de endeudamiento. Si el ahorro externo llega por la vía de inversión en el capital de las empresas o en inmuebles u otros activos reales, obviamente hay una situación de vulnerabilidad, al perder la titularidad de una parte del capital o de los activos, pero esa vulnerabilidad es mayor si, además, una economía se endeuda acudiendo al ahorro exterior para financiarse. La financiación externa vía endeudamiento sitúa al país ante posibles «cortocircuitos» financieros, si en un momento determinado sufre una pérdida de confianza de los acreedores.

El papel del sistema financiero, en su doble componente de sector bancario y mercados de capitales es asignar bien el ahorro, es decir, canalizarlo de forma fluida hacia usos eficientes en términos de utilidad y productividad para el conjunto de los ciudadanos y para el progreso de la economía. Si la banca y los mercados de capitales hacen bien su trabajo la eficiencia de la

² Evidencia adicional sobre los determinantes macroeconómicos del ahorro puede encontrarse en el libro: *BOLSA DE MADRID: El ahorro y los mercados financieros*. «Situación actual y perspectivas: Bolsa de Madrid». 2000. Págs. 22-42.

economía está asegurada porque los recursos se asignan correctamente, pero cuando los mercados financieros no cumplen su función la resultante final es una mala utilización de los recursos y una economía que no es productiva. Además de esta función, los mercados de capitales tienen otra, conseguir que el ahorro exterior supla al ahorro doméstico, en el caso de que este sea insuficiente, y garantizar un flujo de financiación constante, sin «cortocircuitos», ya sea vía capital o vía deuda.³

Por ello vamos a centrar nuestro trabajo en analizar los elementos básicos del sistema financiero: los flujos de ahorro interno y externo que conforman la inversión y por tanto la base de capital de la economía española, el sector bancario que intermedia una gran parte del ahorro de los agentes económicos, y los mercados de capitales que canalizan el ahorro hacia la inversión de una forma desintermediada.

La palabra capital puede utilizarse en varios sentidos. Uno de ellos es el capital que podríamos llamar productivo, los medios de producción, ya sean tangibles o intangibles (conocimiento) que forman por decirlo así el activo estable del balance, si hablamos de una empresa, o en un sentido más amplio, la capacidad total instalada con la que cuenta una economía para su producción. En otro sentido, el capital son los recursos financieros propios, por contraposición a la deuda, que son los recursos financieros ajenos que utilizamos para financiarnos, pero que debemos a otros.

Vamos a referirnos más bien a esta segunda acepción, que conecta con el *stock* de ahorro de nuestra economía y con la posición financiera exterior.

Ahorro, inversión y flujos financieros en la economía española

Dos indicadores de mercado componente financiero, el ahorro y la inversión, son esenciales tanto para entender la evolución de la economía española durante la etapa de crisis económica y financiera mundial que comienza a manifestarse en 2007 como para evaluar su fortaleza o debilidad financiera en un escenario futuro.

Tras una larga y brillante etapa de la economía española caracterizada por crecimientos superiores a la media europea y por un intenso proceso de inversión financiado en buena medida por grandes cantidades de ahorro exterior que suplió la insuficiencia de ahorro interno, la profunda crisis financiera y económica sufrida en especial por los países desarrollados precipitó la quiebra de un modelo que, probablemente, estaba llamado a morir por estrangulamiento financiero y por simple agotamiento.

³ FERGUSON, Niall. *The Ascent of Money*. Penguin Books. 2008. Pág. 342. «...the financial system is the brain of the economy. It acts as a coordinating mechanism that allocates capital, the lifeblood of economic activity to its most productive uses. If capital goes to the wrong uses or does not flow at all, the economy will operate inefficiently and ultimately economic growth will be low».

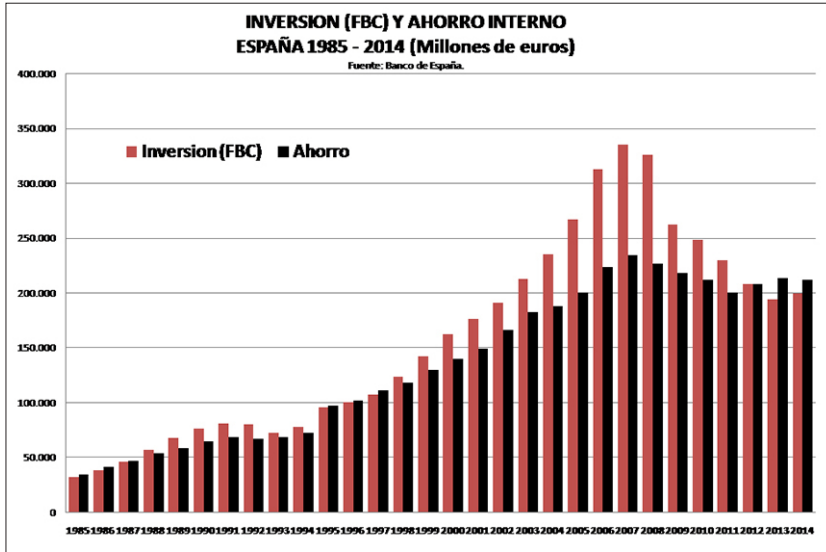


Imagen 5

Como puede apreciarse en el gráfico, una de las características de la larga etapa de crecimiento de la economía española fue la intensidad del proceso inversor (formación bruta de capital), especialmente entre 2000 y 2007, y la escasez de ahorro interno (ahorro nacional bruto) que dio lugar al principal desequilibrio financiero, su «necesidad de financiación» respecto al exterior, la otra cara de la misma moneda, su déficit exterior por cuenta corriente.

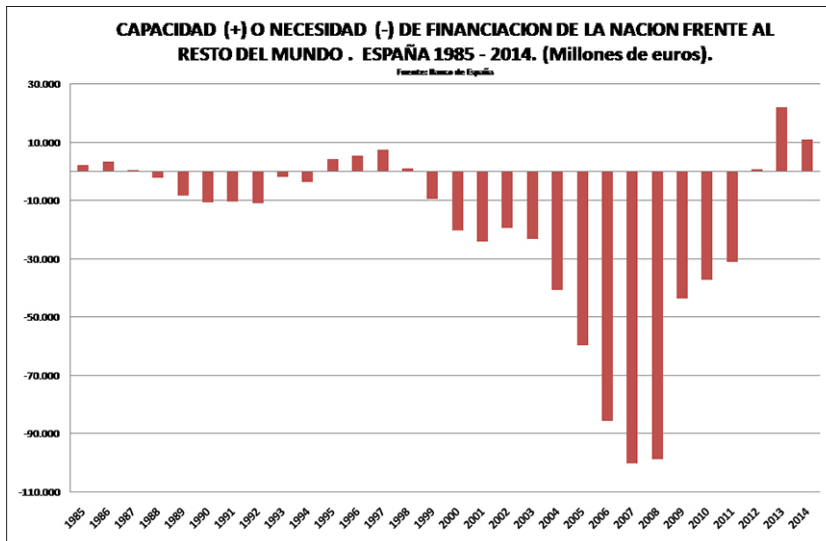


Imagen 6

El gráfico muestra muy bien la capacidad o necesidad de financiación de la economía española, durante la década que discurre entre el año 2000 y el 2010. La economía española recibió en ese periodo financiación exterior neta superior a los 550.000 millones de euros. Solo en 2007 y 2008 se produjeron entradas de financiación exterior de casi 100.000 millones de euros cada año y, aun teniendo en cuenta la fuerte corrección que se produce, en 2009 se necesitaron más de 50.000 millones de euros y en 2010 y 2011 más de 30.000 millones de euros durante cada uno de los años.

En 2012 comenzaba a producirse un vuelco histórico. La economía española lograba reducir a cero su necesidad de financiación exterior con el apoyo de los excelentes resultados de la balanza comercial y los primeros superávits de la balanza por cuenta corriente en muchos años. El ajuste de la balanza por cuenta corriente había sido de casi 100.000 millones en cinco años.

El caso de la balanza comercial es un ejemplo del esfuerzo realizado. La tasa de cobertura de las importaciones con las exportaciones se situaba en 2013 en el 94%, cifra históricamente elevada.

Volviendo a los años previos a la corrección del desequilibrio exterior, se puede deducir fácilmente que esta enorme dependencia del ahorro exterior durante un periodo largo de tiempo para financiar la creciente inversión (con fuerte componente inmobiliario) trajo consigo un gran aumento de los compromisos de pago de todos los sectores de la economía española frente a prestamistas extranjeros, es decir, un gran aumento del endeudamiento de España frente al exterior materializado en las formas habituales, bonos y préstamos. Apuntar que el problema del endeudamiento

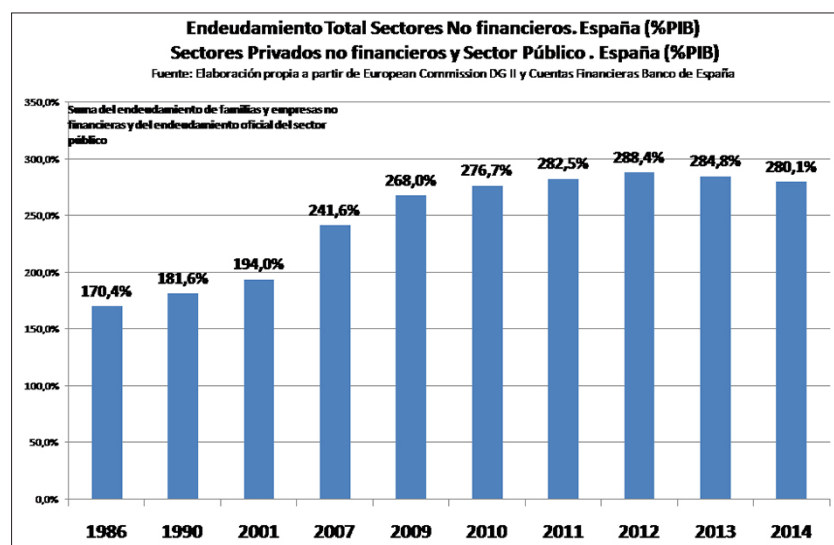


Imagen 7

damiento no se queda reducido al ámbito exterior sino que también el componente interno es muy alto.

Tomando una perspectiva larga del endeudamiento en la economía española, las cifras resultan especialmente ilustrativas: entre 1986 y 2010 el endeudamiento total del sector privado se ha multiplicado por 11,3 veces y dentro de este, el de los hogares lo ha hecho por 9,6 veces, el de las empresas no financieras por 9,9 veces y el de las instituciones financieras por 24,6 veces. Por su parte el endeudamiento del sector público se ha multiplicado por 7,5 veces. Recordar que el PIB nominal se ha multiplicado por 5,5 veces en el mismo periodo.⁴

El componente exterior de ese endeudamiento, es decir lo que los agentes económicos internos deben al resto del mundo y está materializado en préstamos bancarios y bonos pasó del 47,5% del PIB en 2001 al 100% del PIB en 2007 y tras reducirse ligeramente ha vuelto a crecer en 2013 y 2014 hasta el 106% del PIB.

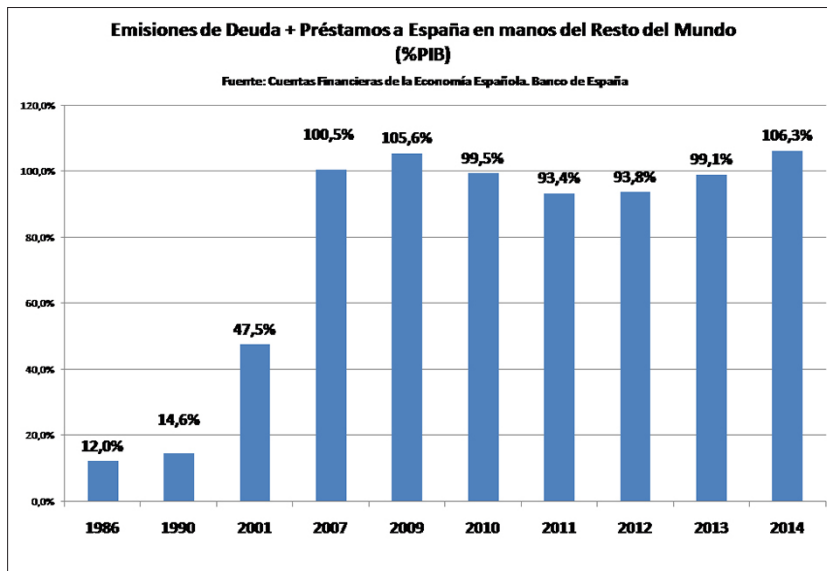


Imagen 8

Un indicador que refleja a la perfección la potencial vulnerabilidad financiera de la economía española es la denominada Posición de la Inversión Internacional (PII) de España que ha pasado del -26% del PIB en 2001 al -92% del PIB en 2014.

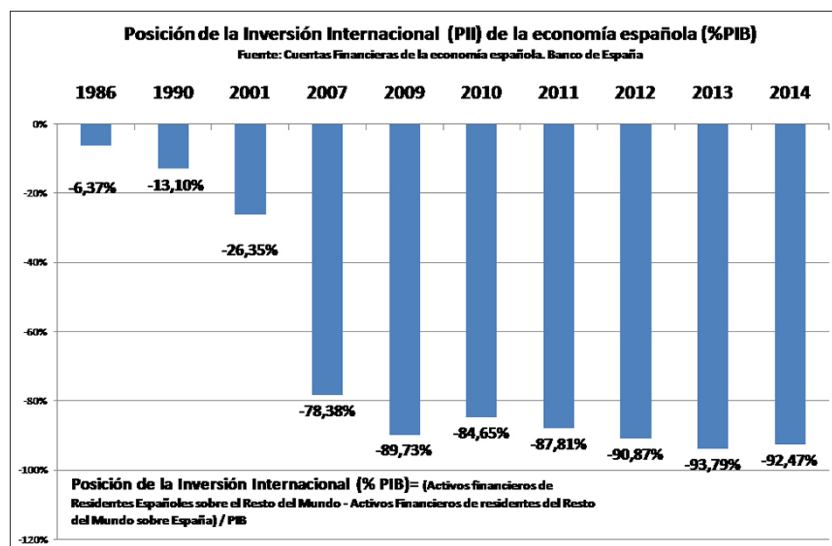
⁴ Reflexiones en profundidad de varios autores sobre el endeudamiento y necesario desapalancamiento de la economía española puede encontrarse en: GARCIA COTO, D. (dir.). «Desapalancamiento y Crecimiento en España». Fundación de Estudios Financieros, *Papeles de la Fundación* n.º 47. Madrid, 2013.

La Posición de la Inversión Internacional (PII) es la diferencia entre los activos financieros que los residentes españoles tienen en el exterior, menos los activos financieros que los no residentes tienen en España. La diferencia negativa superior al 90% del PIB indica que los activos financieros de los no residentes en España (depósitos bancarios, acciones y participaciones en sociedades, bonos, préstamos sobre empresas y administraciones públicas y otros activos), son muy superiores a los activos financieros (también depósitos bancarios en el exterior, acciones y participaciones en sociedades, bonos, préstamos sobre empresas y administraciones públicas y otros activos) que los residentes españoles tienen en el exterior.

Este desequilibrio queda encubierto en etapas de «normalidad» financiera pero hace a España potencialmente vulnerable en caso de *shocks* financieros o etapas de incertidumbre económica y financiera mundial o regional.

La corrección de la PII es compleja y exige que una economía obtenga superávits elevados y recurrentes de balanza corriente. España ha logrado en 2013 un superávit apreciable pero ya en 2014 se ha reducido toda vez que la mejora de la economía se ha traducido en un repunte importante de las importaciones.

La consolidación de superávits corrientes razonables y recurrentes exigiría a la economía española un aumento sostenido de su ahorro interno que hoy se encuentra penalizado intensamente por el déficit o desahorro de la Administraciones Públicas.



Varias conclusiones se pueden extraer de los gráficos que muestran tanto la evolución del valor de las acciones y participaciones de empresas españolas (cotizadas y no cotizadas) en manos de no residentes y también de los valores de renta fija españoles en manos de no residentes. Por una parte refleja la creciente e intensa integración de España en los circuitos internacionales de financiación y también el atractivo de la eco-



Imagen 10

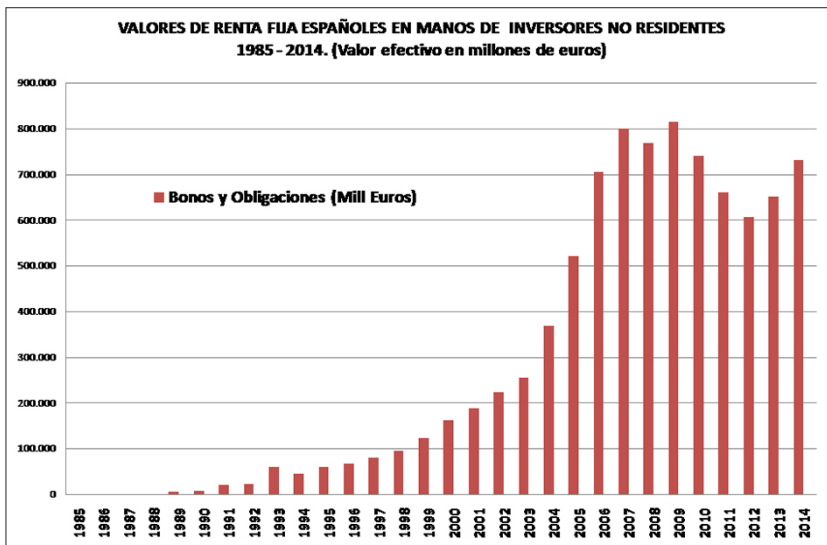


Imagen 11

nomía española para el inversor extranjero. Por otra, demuestra la enorme dependencia de España de los flujos de capital internacional y la vulnerabilidad implícita en esa gran dependencia.

Una hipotética salida apresurada de inversores extranjeros de nuestra economía o simplemente la existencia de dificultades para renovar o refinanciar de forma fluida el volumen de deuda y préstamos vivos en manos de no residentes, pondrían a la economía española en una situación muy complicada. Desde esa óptica, las políticas estructurales que aumenten el incentivo a invertir serán especialmente bienvenidas en todo el mundo. Y en España, apuntamos, serán especialmente importantes.

En resumen, el ahorro interno se perfila como uno de los elementos clave para que la economía española reduzca su dependencia y vulnerabilidad en los próximos años y además, su dinamización puede posibilitar una importante mejora de la competitividad. En una economía cada vez más abierta y global es muy relevante garantizar un marco atractivo para que el ahorro interno crezca y encuentre oportunidades de inversión y al mismo tiempo, que ese marco sirva para que el ahorro exterior encuentre, como ya lo hace, atractivos destinos y proyectos en España y recupere la confianza. Las políticas estructurales que impulsen el ahorro interno y aumenten el incentivo a invertir mejorando la competitividad de las empresas y del sector público serán especialmente importantes para España.

Familias u hogares: principales proveedores de ahorro financiero interno

El comportamiento financiero de las familias u hogares es especialmente relevante para la economía por ser este sector el principal suministrador interno de capacidad de financiación neta a la economía.⁵

El sector de los hogares o familias obtiene su ahorro bruto por diferencia entre su renta disponible y su consumo. Las economías familiares invierten (formación bruta de capital) en viviendas de nueva construcción y su ahorro bruto es generalmente superior a esa inversión.

El comportamiento financiero de los hogares españoles en los años previos al estallido de la crisis puede calificarse de anómalo. A la vez que el elevado consumo reducía su ahorro, aumentaba enormemente la inversión en vivienda nueva financiada sobre todo con un importante aumento del endeudamiento financiero. El deterioro de las expectativas de renta y empleo obliga e impulsa un cambio radical en el patrón de comporta-

⁵ La problemática del ahorro familiar en España es abordada por prestigiosos autores en el documento: GARCIA COTO, D. (dir.): «Ahorro Familiar en España». Fundación de Estudios Financieros, *Papeles de la Fundación* n.º 39. Madrid. 2011.

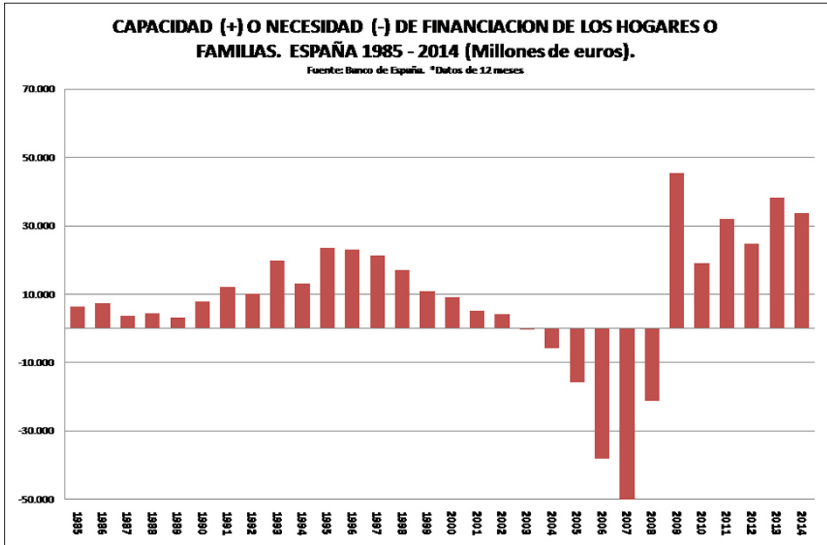


Imagen 12

miento financiero. Los hogares reducen su consumo, aumentan su ahorro y reducen la inversión en vivienda. El excedente de ahorro obtenido, visible en el gráfico de la capacidad o necesidad de financiación de los hogares a partir de 2009, se dedica a reducir el elevado endeudamiento que disminuye en 13 puntos porcentuales de PIB entre 2009 y 2014.

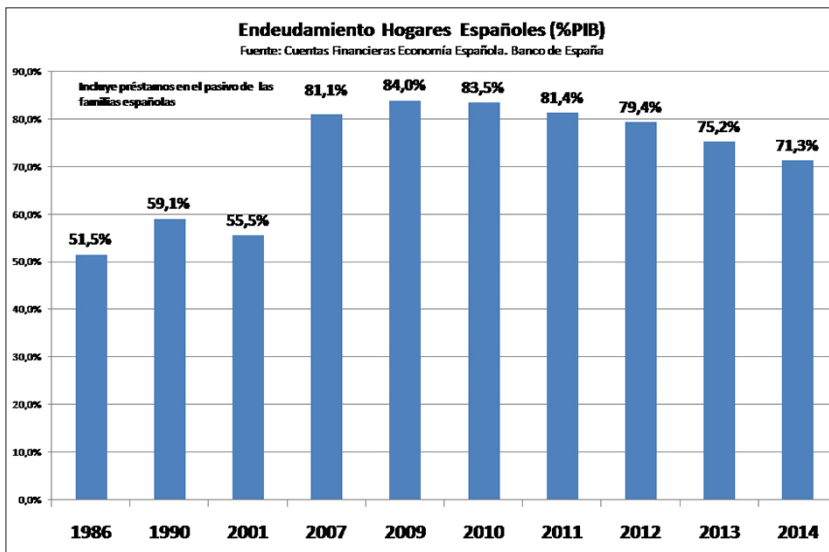


Imagen 13

La reducción del endeudamiento y el aumento del valor de su cartera de activos financieros está haciendo mejorar su *stock* de riqueza financiera neta (valor de sus activos financieros menos valor de sus pasivos financieros) y sitúa a este sector en una posición saneada para poder ejercer su papel como principal proveedor interno de ahorro financiero neto de la economía española.

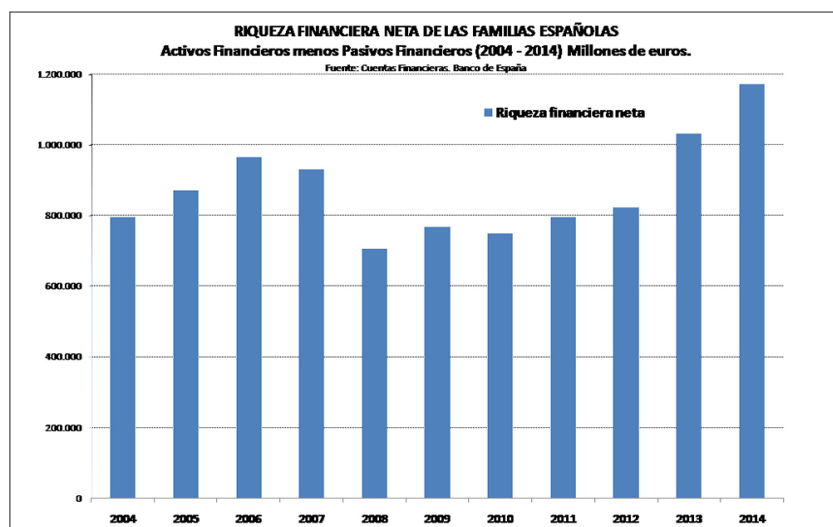


Imagen 14

Es esencial que este sector mantenga un flujo razonable y sostenido de ahorro para reducir la vulnerabilidad de la economía española en términos financieros. También lo es intentar que este flujo de ahorro, una vez que el endeudamiento se sitúe en niveles sostenibles, se canalice hacia la inversión productiva a través de los mecanismos que facilita el sistema financiero. El ahorro familiar sirve para que el tejido productivo del país pueda crecer, obtener fondos y acometer sus proyectos de inversión.

Ahorro e inversión de las Administraciones Públicas

Uno de los fenómenos financieros de mayor relevancia del periodo 2008–2014 en España es el enorme deterioro de los ingresos de las Administraciones Públicas y por tanto de su ahorro. A su vez esto se conjuga con el mantenimiento de volúmenes de gasto elevados con el objetivo de sostener tanto la actividad como los servicios sociales provistos por la Administraciones Públicas (AAPP).

El resultado, no por esperado resulta menos preocupante: las AAPP españolas acumulan en el periodo 2008–2014 una necesidad de financiación acumulada de cerca de 600.000 millones de euros.

El cambio que experimentan las finanzas públicas españolas entre el periodo 2001-2007 y el periodo 2008-2014 puede calificarse de alarmante y motivo de reflexión para presentes y futuras generaciones. Significa pasar de un excedente de financiación de unos 40.000 millones de euros a un déficit, necesidad de financiación, de 600.000 millones, es decir, una diferencia de 640.000 millones con pocos años de diferencia. Sin duda una situación que exige un replanteamiento de la actividad de este sector y, en buena medida, de la economía española en conjunto.

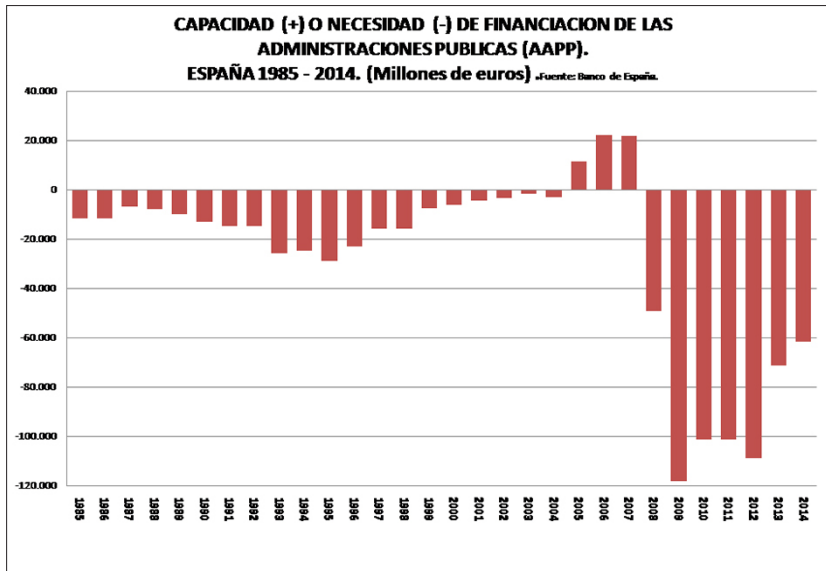


Imagen 15

El reflejo de este comportamiento en el endeudamiento del sector público es un deterioro muy acelerado de una situación de partida precrisis (35,5% del PIB) buena comparada con el resto de Europa, que aumenta rápidamente hasta rozar el 100% del PIB, a finales de 2014.

Las necesidades de financiación del sector público español son hoy el principal destino del ahorro financiero interno y externo. Es parte de su intento por sostener e impulsar una economía en crisis pero exige un proceso de corrección paulatino pero intenso que dé paso a la inversión y a la creación de empleo por parte de las empresas no financieras.

¿Cuál es hoy, en 2015, la foto de la financiación de la economía española? Todavía estamos en un escenario en el cual, en términos agregados netos, la elevada necesidad de financiación de las Administraciones Públicas absorbe buena parte del ahorro financiero de los hogares españoles, el ahorro procedente del resto del mundo y el ahorro financiero neto generado por las empresas no financieras y las instituciones financieras.

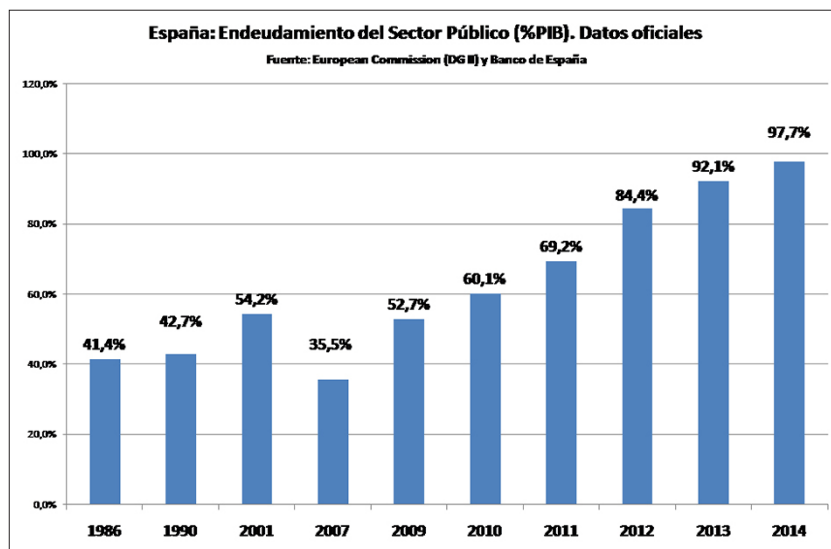


Imagen 16

La corrección de esta situación está en marcha y su evolución dependerá del entorno económico interno y global y de decisiones tomadas dentro de los distintos sectores, siendo especialmente relevantes aquellas que afecten a las AAPP.

El paso a otro escenario financiero es obligado pero será paulatino, vendrá marcado por la reducción del desequilibrio público y la recuperación de la inversión de las empresas no financieras apoyadas por la normalización de las condiciones financieras y por una creciente diversificación de sus fuentes de financiación.

Estructura del patrimonio familiar. Composición del ahorro financiero. Ratio activos financieros/riqueza financiera de las familias y comparación con estándares internacionales

Como hemos visto, la necesidad de generar mayores niveles de ahorro interno es vital para dotar de solidez financiera a la economía española. Solo así se puede asegurar una financiación fluida del crecimiento y evitar el peligroso cóctel que supone la conjugación de un crecimiento débil con una elevada carga de deuda prácticamente en todos los sectores de la economía.

Pero hay además un aspecto cualitativo importante, que es la composición de ese ahorro familiar. Desde el punto de vista de la adecuada financiación del crecimiento es relevante la estructura del patrimonio de ahorro de las familias. Desde ese punto de vista podemos afirmar que, pese

a los avances de las dos últimas décadas, la composición del patrimonio de ahorro de las familias españolas está aún lejos de los estándares de las economías avanzadas.⁶

La proporción de activos financieros (bonos, acciones, fondos de inversión, fondos de pensiones...) dentro del conjunto del patrimonio familiar está en España por debajo de los niveles de otros países europeos y muy por debajo de los niveles de la economía norteamericana. Con datos a 2012, en EE.UU. más del 70% del total de los activos de los hogares son financieros, mientras que solo un 30% son no financieros. En el polo opuesto, en España casi las tres cuartas partes del total de los activos de los hogares son no financieros (principalmente inmobiliarios).

Las familias españolas siguen teniendo un porcentaje muy elevado de su riqueza en activos inmobiliarios y esto las ha penalizado especialmente durante la crisis, ya que el deterioro de su riqueza ha sido mayor y la iliquidez propia de los inmuebles les ha conducido, en ocasiones a ventas forzadas o ejecuciones de su patrimonio para pagar deudas. Se estima que la riqueza inmobiliaria de los hogares españoles disminuyó desde el 590% del PIB en 2007 hasta el 402% del PIB en septiembre de 2014. En cambio, la riqueza financiera neta ha recuperado en su totalidad los efectos de la crisis, situándose en 1,13 billones de euros, pasando de un 96% de PIB en 2006 hasta previsiblemente el 106% de PIB a finales de 2014.

Es decir, el peso de los inmuebles dentro del patrimonio familiar es muy elevado incluso tras el ajuste.

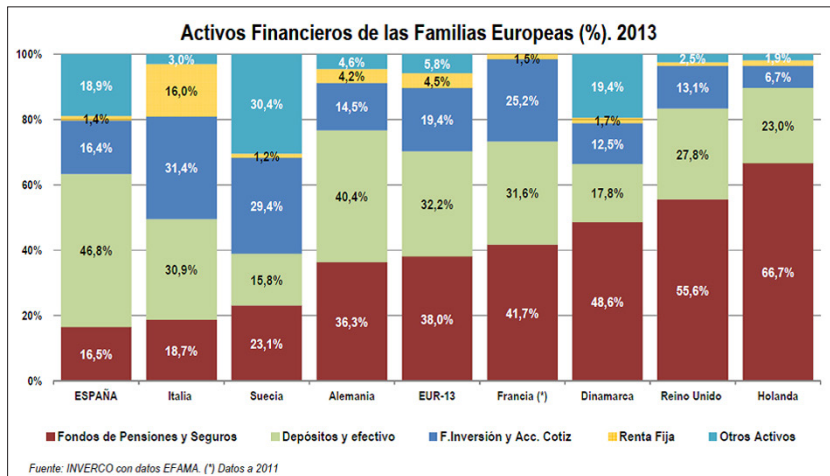


Imagen 17

⁶ Amplia información estadística sobre la composición del patrimonio familiar puede encontrarse en INVERCO: «Ahorro financiero de las familias españolas». Informe trimestral 4º trimestre 2014. Madrid. 2015.

Pero además, si miramos la composición de la parte del patrimonio que está en ahorro financiero, vemos que la estructura del ahorro de los hogares españoles continúa concentrada en los depósitos bancarios, que representan una ponderación en la cartera de las familias del entorno del 47%, un porcentaje superior al de otros países europeos y muy superior al de los países anglosajones y EE.UU. El ahorro de las familias españolas respecto a la media europea muestra una inversión muy inferior en planes de pensiones y seguros (16,5% frente al 38,0% europeo); muy superior en depósitos (46,8% frente a 33,2% de Europa) y un menor peso en fondos de inversión y acciones cotizadas (16,4% frente al 19,4% europeo).

Evolución del patrimonio financiero de las familias: 1985-2014

Inversión colectiva (IIC) y fondos de pensiones. Datos básicos. Comparaciones internacionales

La inversión colectiva (fondos de inversión, sicavs) tiene una importancia fundamental en la formación de un *stock* de ahorro estable en las economías desarrolladas. La otra gran aportación al *stock* de ahorro a medio y largo plazo proviene de los fondos de pensiones y demás instrumentos de ahorro para la jubilación.⁷

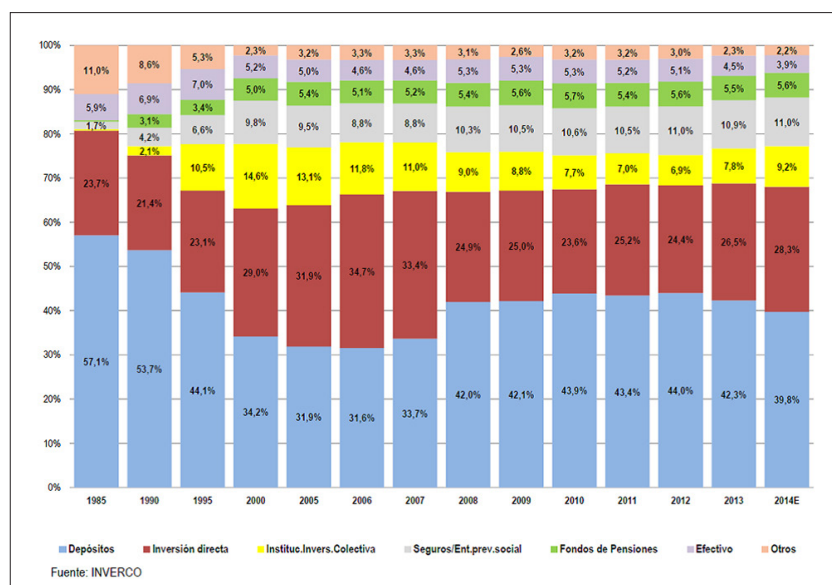


Imagen 18

⁷ La Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva, INVERCO, dispone de amplia información estadística sobre los fondos de inversión y los fondos de pensiones en España. INVERCO: «Las Instituciones de Inversión Colectiva y los Fondos de Pensiones». Informe 2014 y perspectivas 2015. Madrid. 2015.

Base de capital de la economía española y mercados...

A finales de 2014 el patrimonio estimado de fondos y sociedades de inversión, a nivel mundial, se situó en 26,1 billones de euros y el de los fondos de pensiones en 21,5 billones de euros, cifras que supondrían un incremento en 2014 del 20% del patrimonio de las IIC y del 15% en fondos de pensiones.

En total entre IIC y fondos de pensiones el patrimonio ascendería a 47,5 billones de euros, lo que supone un nuevo récord histórico.

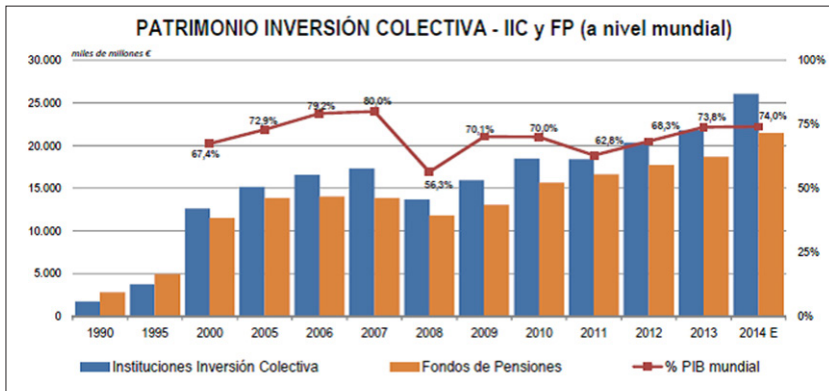


Imagen 19

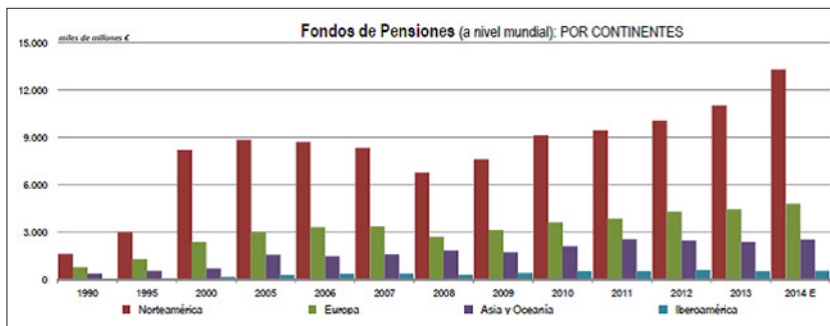


Imagen 20

La importancia de estas cifras se constata al compararlas con la capitalización bursátil de todas las empresas cotizadas en los mercados de renta variable mundiales (55,7 billones de euros a finales de 2014, según los datos de la Federación Internacional de Bolsas), y con el total de saldo vivo mundial de renta fija, pública y privada, que suponían a junio de 2014, 66,3 billones de euros, según datos del BIS.

Esto quiere decir que a nivel mundial, la inversión institucional concentrada en fondos de inversión y fondos de pensiones supone casi el 40% de la capitalización total de la renta fija y de la variable y una cifra mucho más relevante en el volumen de negociación de los mercados, confirmando su papel clave como financiador de la economía mundial y fuente de liquidez a los mercados.

Además, el volumen de activos de las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones supone el 74% del PIB mundial estimado en 2014 por el FMI en 64 billones de euros (World Economic Outlook).

Inversión colectiva y fondos de pensiones: datos de España

En España el volumen de fondos y sociedades de inversión y de fondos de pensiones ha crecido mucho en los últimos años, pero estamos aún lejos de los niveles de otras economías de nuestro entorno.

Si 2013 se caracterizó por el gran protagonismo asumido por la inversión colectiva en España, tras varios años de desplazamiento de sus activos hacia otros productos financieros (básicamente depósitos), en 2014 se consolidó la tendencia iniciada un año atrás, y la inversión colectiva en España alcanzó récords históricos. El inversor nacional volvió a depositar su confianza en productos que ofrecieron alta rentabilidad, seguridad, transparencia y óptima fiscalidad, unido a la falta de alternativas razonables con riesgo similar.

El patrimonio conjunto de la inversión colectiva en España (IIC) y de los fondos de pensiones experimentó en 2014 el mayor incremento anual de su historia (75.922 millones de euros) y superó la cifra histórica de patrimonio del año 2006, para colocarse en 419.398 millones de euros.

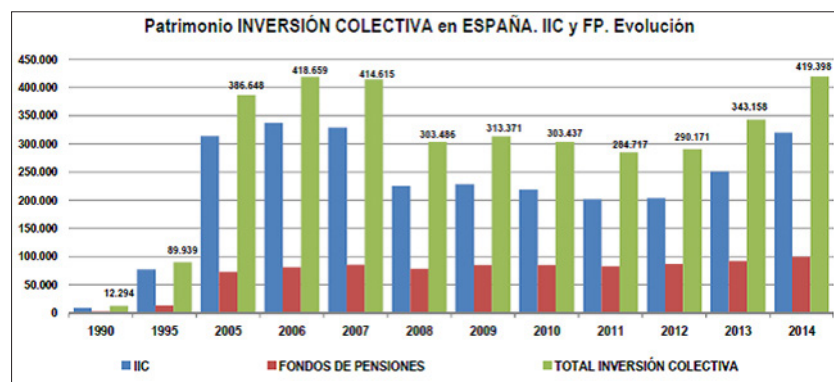


Imagen 21

A finales de 2014, el volumen de activos de los fondos de pensiones se situó en 99.429 millones de euros, la mayor cifra de su historia por tercer año consecutivo.

Fondos de pensiones/PIB

Pero si vemos el ratio Fondos de pensiones/PIB, que es uno de los indicadores clave que determinan el grado de desarrollo del sistema de pensiones de un país, al medir el volumen de activos de sus fondos de pensiones frente al tamaño de su economía, en 2013, este indicador era para la media ponderada de los países de la OCDE el 84,2% en 2013 frente al 77,1% de 2012 y en España ese ratio era solo el 9%, uno de los más bajos de la tabla. Bien es verdad que la OCDE advierte que solo trece países de la OCDE presentan porcentajes sobre PIB superiores al 20%, nivel mínimo estimado por la OCDE para considerar suficientemente desarrollado el sistema de fondos de pensiones, pero España está en menos de la mitad de ese nivel mínimo.

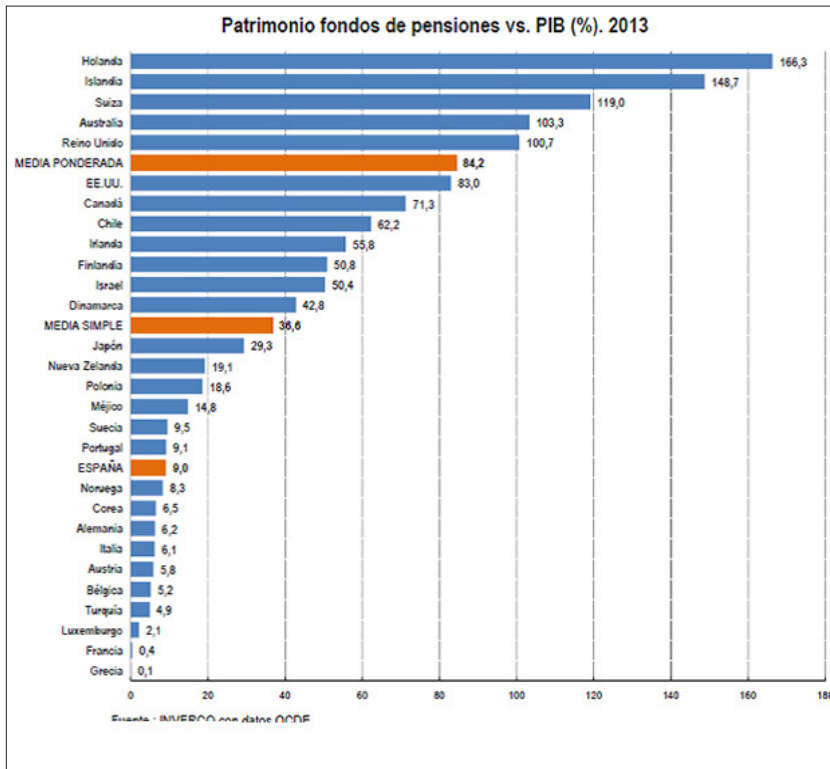


Imagen 22

Queda por tanto mucho camino por recorrer para que la inversión colectiva y los fondos de pensiones alcancen en España los niveles de otras economías desarrolladas y contribuyan en la medida que sería deseable a la formación de un *stock* de ahorro a medio y largo plazo.

El sector bancario español. La reestructuración del sistema. Situación actual. ¿Disponemos de un sector bancario preparado para cumplir su función?

La crisis financiera de 2008 ha supuesto un antes y un después en el sector bancario español.⁸ El mapa bancario actual es muy diferente al de 2007, y también son diferentes la base de capital de los bancos que hoy conforman el sector y su manera de entender el negocio. Como consecuencia de esos cambios podemos decir que hoy la economía española dispone de un sector bancario debidamente capitalizado y con un número de entidades más ajustado a la realidad del negocio. Pero también hay que decir que el sector bancario se enfrenta a retos no pequeños al continuar el proceso de desapalancamiento de la economía española en un contexto previsible de crecimiento no vigoroso en el conjunto de la zona euro, que es nuestro principal mercado.

Hasta 2007, momento de inicio de la crisis con el estallido de la burbuja inmobiliaria, la expansión del balance del sector bancario fue considerable, con tasas de crecimiento muy por encima del PIB. Sin embargo, a partir de 2008, año en el que comenzaron a notarse los efectos de la crisis con mayor intensidad, se inició un proceso de desaceleración en la expansión del balance del sector, pasando de un crecimiento medio anual del 18% en el periodo 2004-2007, al +9% en 2008 y del -12% en 2013. En el gráfico siguiente podemos ver las tasas de crecimiento en términos interanuales del crédito al sector privado de la economía, familias y empresas, lo que en terminología del sector se denomina crédito a Otros Sectores Residentes (OSR) frente a la evolución del PIB (eje derecho):

Esta evolución del balance supuso que el peso de los activos sobre el PIB se redujese desde los máximos en 2008, en 318%, hasta niveles del 288% en 2014.

Un adelgazamiento del total activo del sector que ha venido liderado por la caída del crédito a otros sectores residentes, partida que en 2013 y

⁸ Información detallada y estadísticas sobre la posición de la Banca española dentro del sistema financiero puede encontrarse en ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES: *Guía del sistema financiero español*, 6ª ed. Ediciones Empresa Global (Escuela de Finanzas Aplicadas). Madrid. 2012.

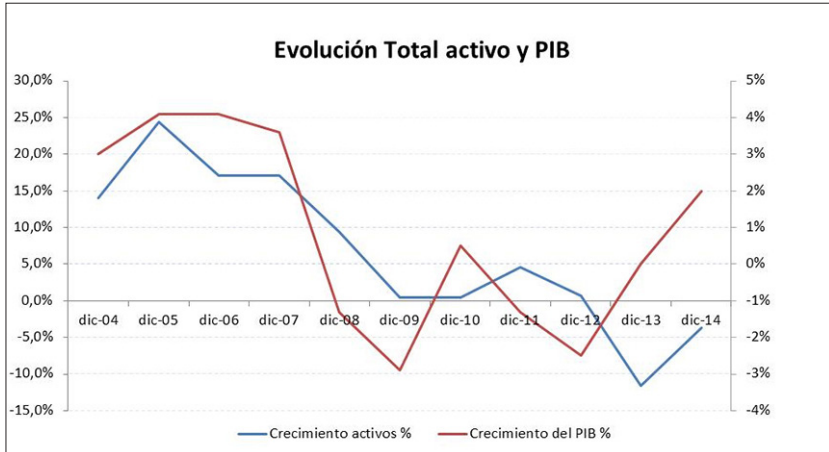


Imagen 23. Fuente: Banco de España y Bloomberg

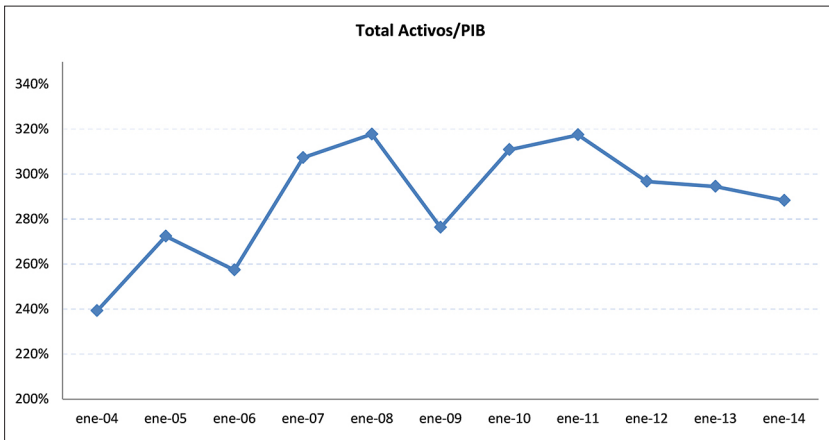


Imagen 24. Banco de España y Bloomberg

2014 recogió las mayores correcciones, -10% interanual en cada uno de los años, frente a crecimientos del +27% y +25% interanual en 2005 y 2006 respectivamente, años en los que aún no había estallado la burbuja inmobiliaria. No fue hasta 2008 cuando la concesión de crédito comenzó a dar signos de agotamiento +6%, tras aumentar +17% interanual en 2007 y hubo que esperar hasta 2009 para comenzar a ver tasas de evolución negativas (-2% interanual).

Cabe diferenciar el comportamiento por segmentos dentro del crédito, donde el crédito a hogares destinado a la adquisición de bienes de consumo duradero y el crédito para la financiación del sector constructor y las actividades inmobiliarias fueron las rúbricas que más vieron caer su saldo una vez que la crisis comenzó a reflejarse en la actividad bancaria. A diciembre de 2006, el crédito a actividades inmobiliarias marcó su mayor ritmo de crecimiento interanual en +51%, mientras que el crédito a construcción marcó su máximo en septiembre de 2006 con una tasa del +35% interanual. Por su parte, el crédito para la adquisición de bienes de consumo duradero registró en marzo de 2006 el nivel más alto en términos de crecimiento interanual, superior al +35%. Una vez que la crisis ya había comenzado a profundizarse, estas partidas registraron fuertes descensos, sobre todo el crédito a la construcción y a actividades inmobiliarias, donde a diciembre de 2014 aún acumulaban caídas de doble dígito del orden del 17% y 15% interanual, respectivamente. Sin embargo, el crédito a hogares para la adquisición de bienes de consumo duradero, a pesar de ver una caída del 58% desde los máximos en junio de 2008 hasta los mínimos en septiembre de 2014, ha registrado una recuperación durante el último trimestre de 2014 un aumento trimestral del +19%.

Por el contrario, y en lo que respecta al crédito para la adquisición de vivienda, lejos de lo que cabría esperar, los descensos en el saldo no han sido tan pronunciados. Este tipo de crédito creció a tasas por encima del +30% interanual entre el segundo trimestre de 2005 y el primer trimestre de 2006, y no fue hasta junio de 2011 cuando el saldo

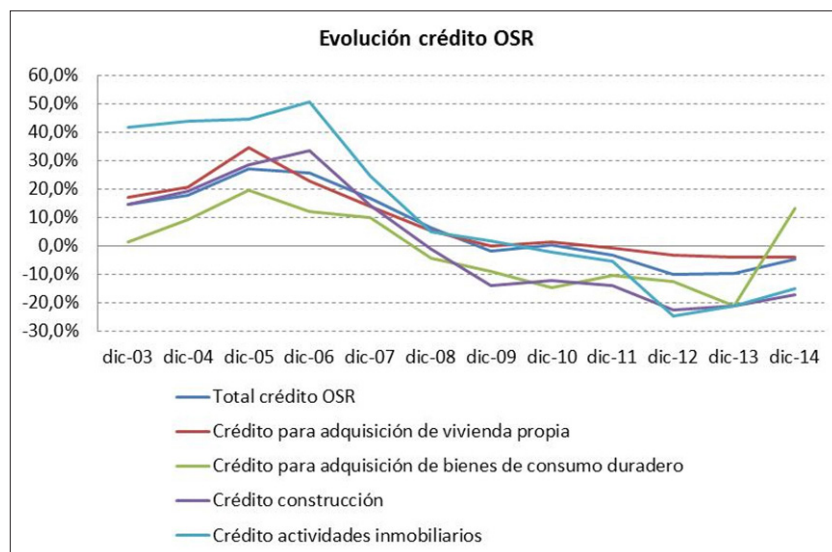


Imagen 25. Banco de España y Boletín estadístico

comenzó a reflejar caídas interanuales hasta la fecha, una tendencia a la baja que podría continuar aunque de manera más moderada.

Ahora bien, dado el peso sobre el total del crédito que tiene el destinado a la adquisición de vivienda propia, y la menor intensidad en el ritmo de caída del mismo, el crédito total no ha reflejado las correcciones tan elevadas que se han dado en el resto de segmentos comentados anteriormente. En términos de peso relativo, el crédito para compra de vivienda ha pasado del 33% en 2004 al 40% en dic.-14. Un cambio en la estructura del crédito, con un mayor peso del hipotecario que como podemos observar en el gráfico siguiente se ha dado en detrimento del crédito a actividades productivas.

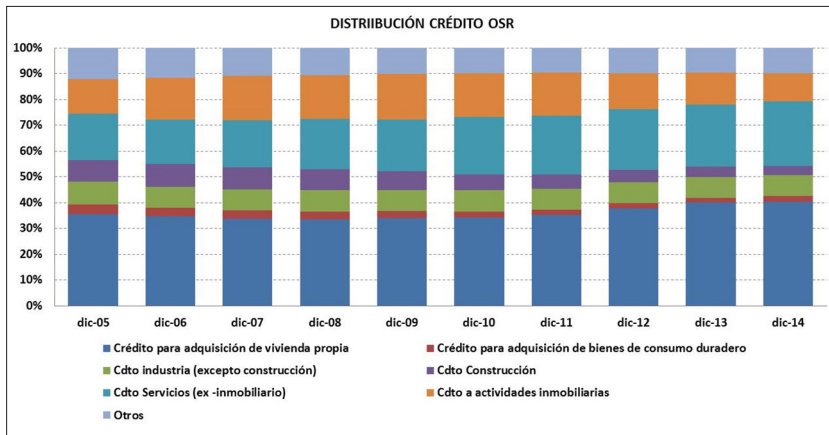


Imagen 26. Banco de España y Boletín estadístico

Esta caída del crédito responde a muchos factores, pero sobre todo de naturaleza cíclica, las menores previsiones de crecimiento económico, y la necesidad de llevar a cabo un ajuste de los niveles de apalancamiento alcanzado por los diferentes sectores de actividad (sobre todo aquellos ligados al sector inmobiliario), incluidos los hogares. Unas familias que en estos años han visto reducirse sus expectativas de ingresos (dificultando hacer frente al pago de las deudas contraídas durante la fase de expansión de la economía española) lo que ha contribuido a una reducción de la demanda de crédito.

A la caída de la demanda, ha contribuido también el endurecimiento de las condiciones de financiación, dificultando el acceso al crédito tanto de empresas como de familias. Unas condiciones de concesión más restrictivas que vinieron motivadas por la necesidad de las entidades de reducir el riesgo de crédito en un contexto de fuertes subidas de la morosidad.

Por lo que respecta al crédito concedido a las AA.PP., este muestra un comportamiento algo diferencial respecto al crédito a otros sectores residentes, con aumentos interanuales de manera ininterrumpida desde 2007 hasta dic.-12, respondiendo a las mayores necesidades de financiación de los entes públicos.

Solo en 2013 y 2014 el crédito a las AA.PP. comienza a mostrar caídas en términos interanuales llegando a ceder cerca de un -24% i.a. en dic.-2013. Un crédito que a diciembre de 2014 representó tan solo un 3,5% del total del activo del sistema financiero vs. 47,4% del crédito a otros sectores residentes. En el gráfico siguiente se puede ver como el crédito a otros sectores residentes (OSR) y a las AA.PP. representan la mitad del total activo tras reducirse desde niveles superiores al 60% en 2006:

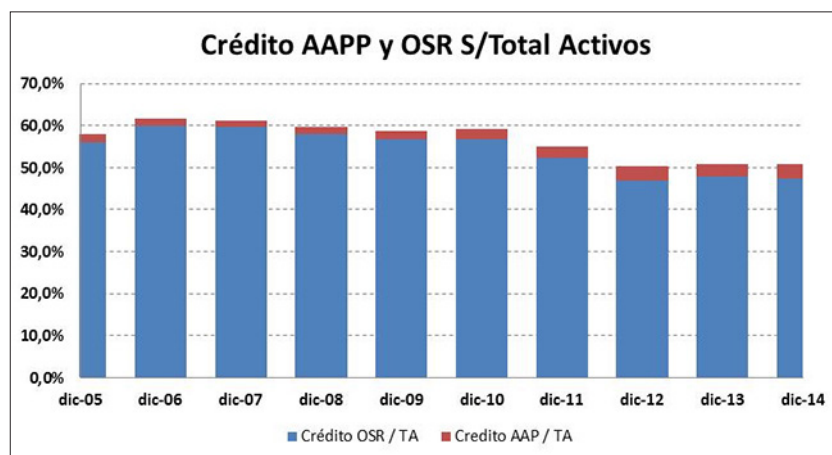


Imagen 27

Otro de los indicadores que da muestras del ajuste vivido en el sector lo hemos visto en el número de oficinas y de empleados. En junio de 2008 se alcanzó el pico en términos de número de oficinas en el sector financiero en España con cerca de 46.200. La elevada actividad del sector financiero propició la apertura de oficinas, que crecieron hasta 2008 (crecimiento medio anual en el periodo 2004-08 +3% i.a.) para comenzar con el cierre de las mismas en 2009 cuando descendieron un 2% i.a. Desde entonces, y teniendo en cuenta que 2014 fue el año de mayor ajuste con un descenso ligeramente superior al 16% i.a., el número de oficinas en el periodo 2009-14 se ha reducido a una media anual del 6%.

Por lo que respecta al número de empleados, en 2008 fue el año en el que se marcó el máximo con 278.300 empleados, tras crecer ese año +0,4% i.a., y a partir de ahí comenzar con la tendencia a la baja, como podemos ver en el gráfico siguiente:

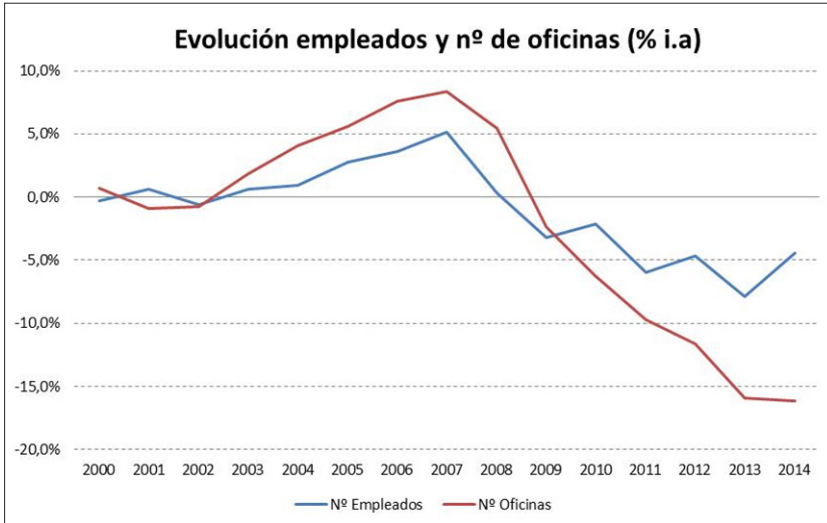


Imagen 28

En este sentido, y a pesar de que la optimización de la capacidad de la red de sucursales y plantilla ha constituido uno de los elementos clave en la recuperación de beneficios, a diciembre 2014 y en comparación con otros sistemas de nuestro sistema bancario, los bancos españoles siguen teniendo más oficinas y de un tamaño bastante menor. En el gráfico siguiente podemos ver la evolución del número de oficinas por cada 1.000 habitantes en comparación con otros países europeos:

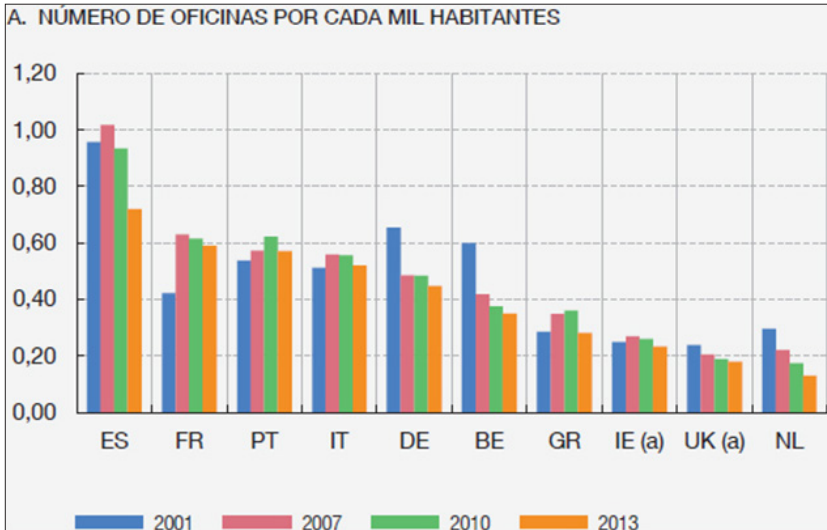


Imagen 29. Fuente: Informe Estabilidad Financiera (mayo-15). Banco de España

Estos indicadores apuntan a que aún existe margen en el caso español para reducir la estructura de costes y mejorar con ello la eficiencia.

Por lo que respecta a la financiación de las entidades, el escenario en estos últimos años también ha cambiado de forma considerable, atendiendo a las nuevas reglas de mercado y el entorno de tipos prácticamente nulos en el que nos encontramos. Una nueva estructura de financiación a la que también han contribuido unas condiciones más favorables en el mercado de deuda (costes más reducidos) y las facilidades que ha puesto a disposición de las entidades financieras el BCE con los programas denominados LTROS (2011-2012) y TLTROS (2014).

Los depósitos siguen constituyendo la principal herramienta de captación de recursos para las entidades de crédito que les permita financiar sus inversiones. Si bien es cierto que en 2004 los depósitos (incluyendo otros sectores residentes, AA.PP. y resto del mundo) sobre el total del pasivo llegaron a representar cerca del 76%, a diciembre de 2014 suponían un 69%. Del mismo modo, la emisión de valores de renta fija ha ido perdiendo peso sobre el total del pasivo, desde un 10% en 2004 hasta el 8% en 2014. Por el contrario, y como consecuencia de la necesidad de reforzar los fondos propios para atender a la nueva regulación, la aportación del patrimonio neto al pasivo se ha incrementado hasta alcanzar un peso del 13% vs. 8,5% en 2004. En la tabla siguiente podemos ver la composición del pasivo para el sector financiero, en 2004-2014 y marzo del 2015:

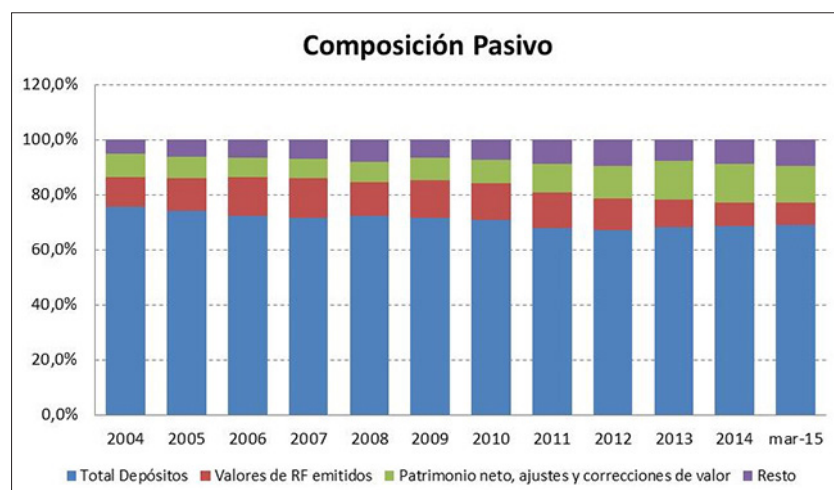


Imagen 30. Fuente: Banco de España. Boletín estadístico

Por lo que respecta al tipo de depósito, pocos cambios se han producido en el periodo 2004-2014, donde el depósito a plazo ha mantenido su posición de liderazgo en términos de peso sobre el total de depósitos OSR. Un peso que no obstante, se ha incrementado desde el 38% en 2004 has-

ta el 46% en diciembre 2014, con un promedio en el periodo del 46%, dado que en 2012 llegó a suponer el 52% del total de los depósitos OSR atendiendo a la guerra de pasivo existente en ese momento y el año de mayores tensiones de liquidez en el mercado. En 2006-07 hubo un cambio en la composición importante, donde los pasivos financieros híbridos llegaron a representar el 15% y 17% del total de los depósitos a otros sectores residentes (vs. 2,5% en 2004), porcentaje que se ha reducido hasta el 7% en dic-14.

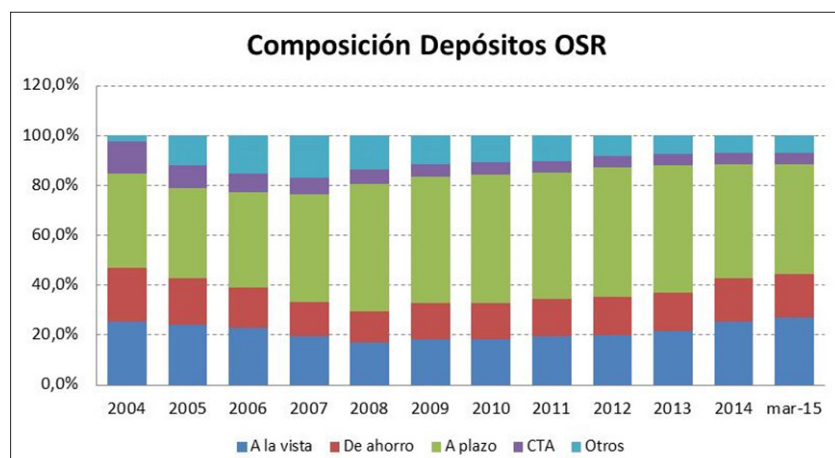


Imagen 31. Fuente: Banco de España. Boletín estadístico

Cabe comentar cómo en el punto álgido de la crisis las tensiones de liquidez existentes llevaron al BCE a realizar dos programas de ayuda bajo la denominación LTRO («long term repo operation») en diciembre 2011 y febrero 2012, que dieran como resultado una petición por importe total de 1.018.722 mln de euros del total del sector financiero europeo. Asimismo, durante 2012 pudimos comprobar como las necesidades de liquidez llevaron a un elevado nivel de apelación al BCE por parte de las entidades españolas, siendo el punto más alto en agosto de 2012, cuando la apelación alcanzó los máximos históricos en 388.736 mln de euros. No obstante, fue en mayo de 2012 cuando el porcentaje de apelación de las entidades españolas sobre el total llegó a máximos del 83%. Al mismo tiempo, la falta de alternativas y de concesión de crédito llevó a las entidades españolas a depositar en la facilidad marginal de depósito del BCE cerca de 88.000 mln de euros (máximos en marzo de 2012) que contrasta con apenas 117 mln de euros en abril de 2015.

En términos regulatorios, 2012 fue el año del gran cambio en lo que respecta al saneamiento del sector financiero, con la aprobación de 3 reformas (RD 2/2012, RD 18/2012 y RD 24/2012) orientadas todas ellas a mejorar las coberturas de los activos problemáticos, la solvencia y la

transparencia, además de la aplicación de las medidas contempladas en el Memorando de Entendimiento (MoU por sus siglas en inglés) que sirvió para llevar a cabo el rescate del sistema financiero español. Y es que el RD 24/2012 de finales de agosto supuso la entrada en vigor de parte de las medidas acordadas con la Unión Europea en el Memorando de Entendimiento que eran condiciones necesarias para recibir el rescate de 100.000 mln de euros.

En febrero 2012 se aprobó la primera reforma importante en términos de provisiones. El RD 2/2012 exigió a las entidades de crédito la constitución de nuevas provisiones para la cartera de financiaciones y activos adjudicados o recibidos en pago de deudas relacionados con el suelo para promoción inmobiliaria y con las construcciones o promociones inmobiliarias existentes a 31 de diciembre de 2011. El grueso de las provisiones adicionales requeridas correspondió a la parte de dicha cartera calificada como problemática (activos dudosos, subestándar y adjudicados). Para los activos calificados como riesgo normal las entidades debían constituir, por una sola vez, una cobertura genérica del 7% del saldo vivo a 31 de diciembre de 2011. Este último punto fue el objetivo del RD 18/2012 aprobado en el segundo trimestre de 2012, que supuso unos requerimientos adicionales para el deterioro de las financiaciones vinculadas con la actividad inmobiliaria calificados como riesgo normal, que se realizaron de una sola vez pero de manera diferenciada en función de las diversas clases de financiaciones. De este modo, para la financiación de construcción o promoción inmobiliaria con garantía hipotecaria se pasó de exigir una cobertura del 7% al 52% para el suelo, al 29% para la promoción en curso y del 14% para la promoción terminada, y hasta el 52% para la financiación de construcción y promoción inmobiliaria que no contase con garantía real. Asimismo, el RD 18/2012 contempló la constitución de sociedades de capital a las que las entidades de crédito debían aportar todos los inmuebles adjudicados o recibidos en pago de deudas relacionadas con el suelo, construcción o promoción inmobiliaria, con el objetivo de aislar y dar salida en el mercado a los activos inmobiliarios.

Como podemos observar en el gráfico siguiente, estos cambios supusieron un gran esfuerzo para el sector en términos de dotación a provisiones que más que superaron el margen neto generado por la actividad bancaria en el año 2012:

Y es que el incremento de la morosidad como consecuencia de la crisis económica e inmobiliaria fue uno de los elementos que más preocupó al mercado, dado el incremento no solo del saldo de dudosos sino de los activos no rentables, donde también se incluían los activos inmobiliarios y los dudosos subestándar (créditos al corriente de pago pero con elevadas probabilidades de entrar en mora). La morosidad alcanzó su pico en diciembre de 2013 en niveles de 13,62% con un saldo de dudosos que alcanzó los 197.200 millones de euros, y que comenzó a reducirse de forma más intensa a partir del segundo trimestre de 2014, corrección

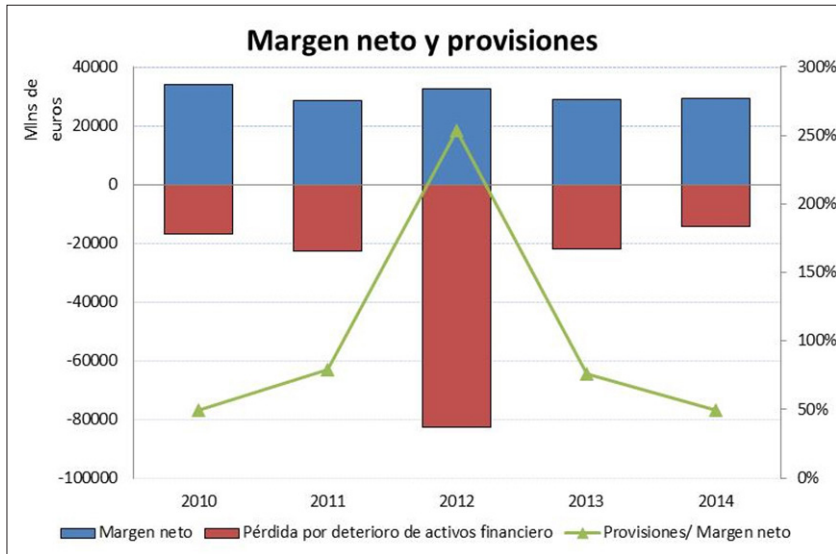


Imagen 32. Fuente: Banco de España. Boletín estadístico

que ha permitido que la morosidad en el mes de marzo de 2015 se haya situado en el 12,09%, apoyado por una reducción del saldo de dudosos del 16% sobre la cifra de 2013.

En este punto, y una vez llevado a cabo un proceso de «limpieza» importante, la tendencia de la morosidad es a la baja. Sin embargo, las dotaciones a provisiones aún siguen siendo elevadas, situándose por encima de la media europea al representar en torno al 25% del margen operativo a sept.-14 vs. 12% de la media europea.

Una vez superados los escollos en términos de saneamiento del crédito, los cambios en 2013-2014 se produjeron principalmente en el ámbito de la solvencia, con el inicio de la implantación de Basilea III y varios ejercicios de «stress» realizados a nivel europeo que tuvieron como objetivo analizar la capacidad de las entidades para hacer frente a las pérdidas en un escenario estresado. La última prueba realizada cuyo resultado se publicó en octubre 2014 junto con la revisión de la calidad de los activos (Asset Quality Review) realizada ese mismo año, dio como resultado un aprobado generalizado, salvo alguna excepción en el AQR, de las 15 entidades españolas que se sometieron a la prueba. Hay que tener en cuenta que esta prueba se realizó tomando las cifras a diciembre de 2013, y que desde entonces las entidades han continuado reforzando los ratios de capital principalmente por la reducción de los activos ponderados por riesgo (APR). A diciembre de 2014, en el conjunto del sector, se situaba el capital ordinario de nivel 1 (CET1), el de máxima calidad, en niveles del 11,8%. En el gráfico siguiente podemos ver los ratios de capital CET1 «phase in» y «fully loaded» de las principales entidades cotizadas a diciembre 2014:

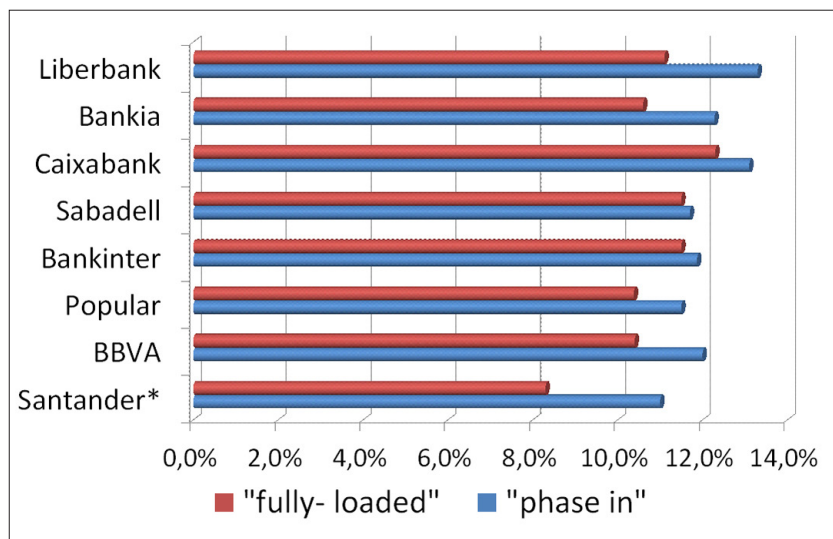


Imagen 33. Fuente: Informes compañías. *Santander: Ratios sin incluir ampliación de capital de enero. Teniéndola en cuenta CET 1 «phase in» 12,2% y CET1 «fully loaded» 9,7%

En el conjunto del sector y en términos comparativos con otros países de la Unión Europea, si bien es cierto que el CET1 de los bancos en España ha mejorado, aún se sitúa por debajo de la media de países como Alemania o Francia y de la media europea que es superior al 13%.

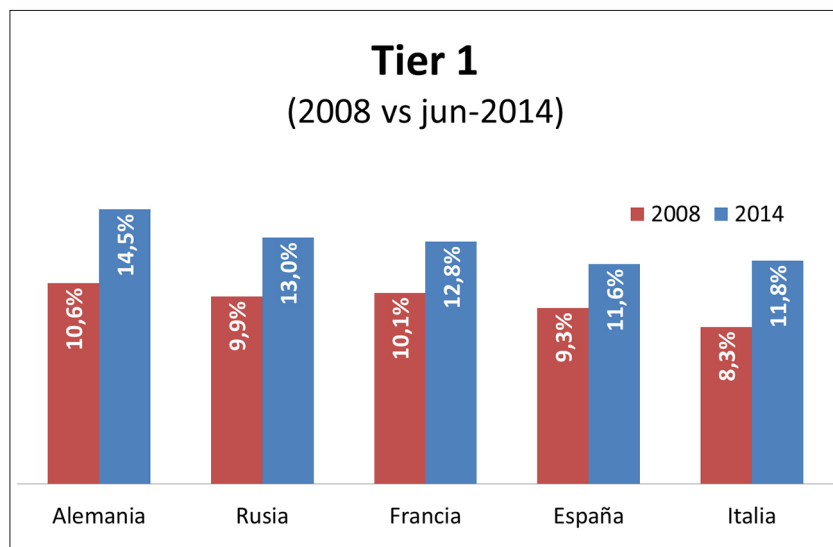


Imagen 34. Fuente: AFI., BCE «Consolidated Banking Data», SNL Finacial

A futuro, la mejora de los ratios de capital deberá venir apoyada por la generación de beneficios que se traduzca en un aumento de la base de capital en un contexto de menor contribución por el lado de los activos ponderados por riesgo. Asimismo, esta recuperación del beneficio neto debería permitir mejorar los niveles de ROE que en 2014 se situó ligeramente por encima del 5% lejos del doble dígito de 2007 como se puede ver en el gráfico siguiente:

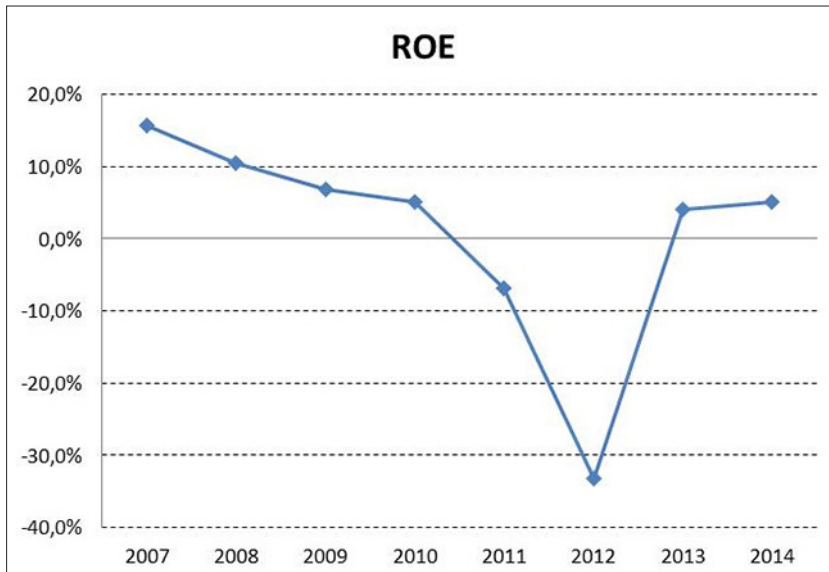


Imagen 35. Fuente: Banco de España. Boletín estadístico

Es previsible que en el 2015 la recuperación de la cuenta de resultados esperamos se siga produciendo por la mejora de la calidad crediticia (reducción de la prima de riesgo), el control de los costes recurrentes y el incremento del margen de intereses (aunque a ritmos más moderados vs. 20104/2013) gracias al ajuste del coste del pasivo tanto mayorista como minorista. Pero el reto de generar beneficios es grande y por ello la estrategia del sector se centra ahora no tanto en la solvencia sino en los movimientos corporativos que permitan una mayor diversificación ya sea geográfica o de mix de negocio. Unas operaciones que supondrán, dependiendo del tamaño de las mismas, un consumo de capital en el corto plazo y el riesgo de ampliaciones de capital.

El sector bancario sigue enfrentándose a un escenario de riesgo regulatorio que podría traducirse en impactos negativos en los ratios de capital actuales. Asimismo, el sector debe hacer frente a un entorno de tipos prácticamente nulos que hace más complicada la gestión de los márgenes.

nes, y una cuenta de resultados cuyo margen de intereses depende de la rentabilidad de la cartera de valores de renta fija que en 2014 supuso un 26% del total de los rendimientos de los productos financieros.

A pesar de estas debilidades, hay que destacar en positivo la recuperación de volúmenes que comienza a darse en el sector en línea con la mejora de perspectivas de la economía española. Asimismo, la capacidad para mejorar márgenes en un contexto de caída del coste de pasivo tanto minorista como mayorista, y el margen de actuación en términos de optimización de la estructura (número de oficinas, plantilla, venta de negocios no estratégicos, venta de participadas), permiten dar visibilidad a una cuenta de resultados cuya generación de beneficios también vendrá determinada por la mejora del coste del riesgo (menores provisiones).

En resumen, el sector bancario español, si bien no está exento de riesgos, tiene una estructura lo suficientemente sólida como para poder cumplir con su función de financiador de la economía. La capitalización bursátil del sector es adecuada y le permite afrontar los procesos de reforzamiento de sus fondos propios que sean necesarios o convenientes.

Capitalización bursátil				
mln de euros	2008	2012	2014	1T15
BBVA	31.925	37.816	48.470	57.157
Santander	55.092	62.660	88.445	93.617
Caixabank	n.d	11.737	24.911	25.340
Banco Popular	7.452	4.871	8.739	9.831
Bankia	n.d	n.d	14.199	13.660
Bankinter	2.539	1.770	6.023	6.073
Sabadell	5.820	5.827	8.874	11.862

Imagen 36

Es, además, un sector, que cuenta con el apoyo de los inversores extranjeros si atendemos a la distribución de accionistas de las principales entidades cotizadas. Como ejemplo, tanto Santander como BBVA contaban a diciembre de 2014 con más de un 50% del capital en manos de accionistas extranjeros, y a diciembre de 2013 Bankinter tenía un 59% de capital extranjero y Popular un 53%. Una señal de fortaleza del sector que también hemos podido comprobar en el interés mostrado por los inversores extranjeros en las últimas emisiones de deuda realizadas por los bancos cotizados.

Adjuntamos como final de este capítulo el Balance agregado de la banca española a fin de 2014.

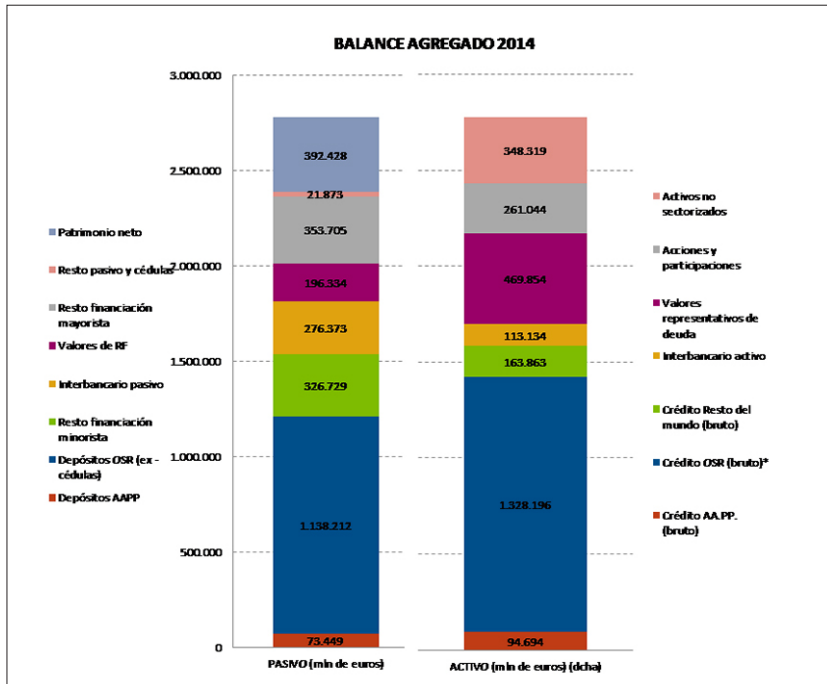


Imagen 37

Los mercados de capitales españoles. Pilares. La Bolsa. Capitalización y estructura de propiedad. ¿Disponemos de unos mercados de capitales amplios y eficientes?

Vamos ahora a analizar la otra parte del sistema financiero, los mercados de capitales.

Los mercados de capitales españoles se configuran hoy como un amplio conjunto de sistemas de negociación, instituciones, instrumentos, intermediarios, sistemas técnicos, operativos y de organización, que no pueden ya entenderse fuera de su contexto europeo y global. Sistemas y plataformas tecnológicas que han alcanzado un nivel de desarrollo y complejidad muy importante y que cumplen de manera eficiente y satisfactoria su papel en la valoración y canalización de financiación a través de instrumentos y títulos desmaterializados que mayoritariamente se negocian a través de mercados regulados.

La estructura actual de muchos de los mercados está diseñada para soportar volúmenes de transacciones crecientes y ha alcanzado un grado importante de flexibilidad que le permite adaptarse y afrontar con garantías los rápidos cambios regulatorios y tecnológicos que se producen en

los sistemas económicos y financieros mundiales sobre todo a partir de la crisis que comenzó en 2007 a la que hemos hecho mención en apartados anteriores.

La gran transformación del mercado de capitales español se produce a ritmo vertiginoso a partir de la última parte de los años 80.⁹ En un periodo relativamente corto (1987-1992) se configura una estructura completamente nueva.¹⁰ En 1987 entra en funcionamiento el mercado de deuda pública anotada, gestionado por el Banco de España. En 1988 se produce la reforma de la legislación básica de los mercados de valores que entra en vigor en 1989, año en el que comienza a funcionar el mercado electrónico. En 1989 también comienza a fraguarse el primer mercado organizado de instrumentos derivados, futuros y opciones, que comenzará a funcionar en 1992 bajo el nombre de MEFF. En 1991 es reconocido como mercado de valores el Mercado de Renta Fija privada (AIAP).

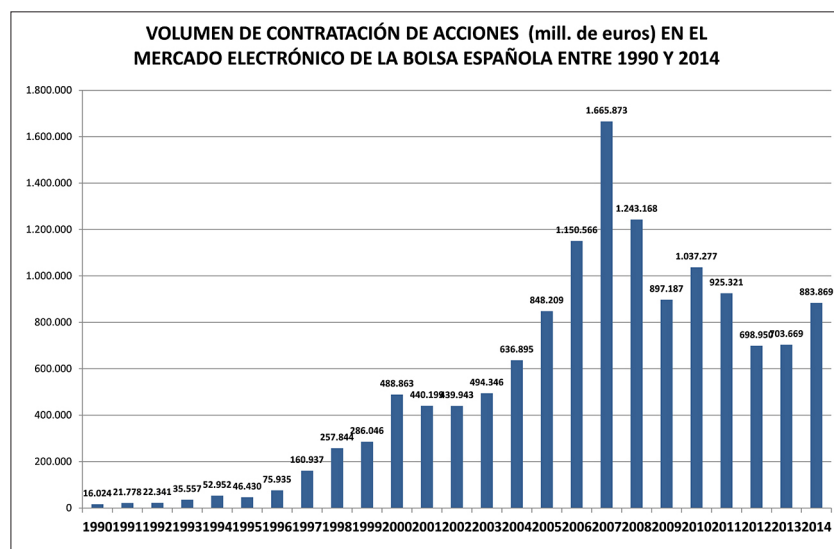


Imagen 38

⁹ Un resumen de la historia y evolución de la Bolsa y los mercados de capitales en España puede encontrarse en el artículo: «BOLSA: 175 Aniversario de la Bolsa de Madrid 1831-2006». *La historia de la Bolsa de Madrid: política, economía y Bolsa*. «El valor de la experiencia: En Bolsa», *Revista de Bolsas y Mercados Españoles*, n.º 157. Octubre 2006. págs. 3-142.

¹⁰ Información detallada del profundo cambio experimentado por los mercados de capitales españoles a finales de la década de los 80 puede encontrarse en este documento publicado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, organismo supervisor creado con motivo de la gran reforma del mercado de valores español: CNMV: «Una década de transformaciones en los mercados de valores españoles». Comisión Nacional del Mercado de Valores. Madrid. 1999.

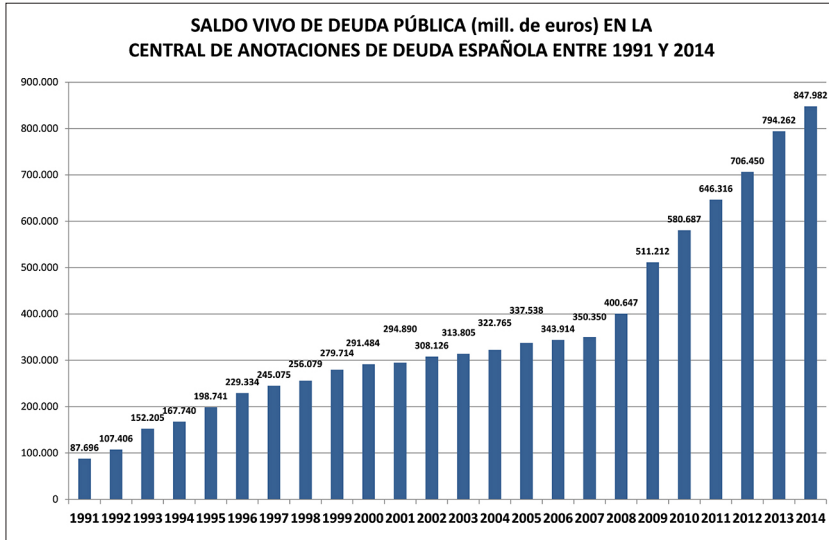


Imagen 39

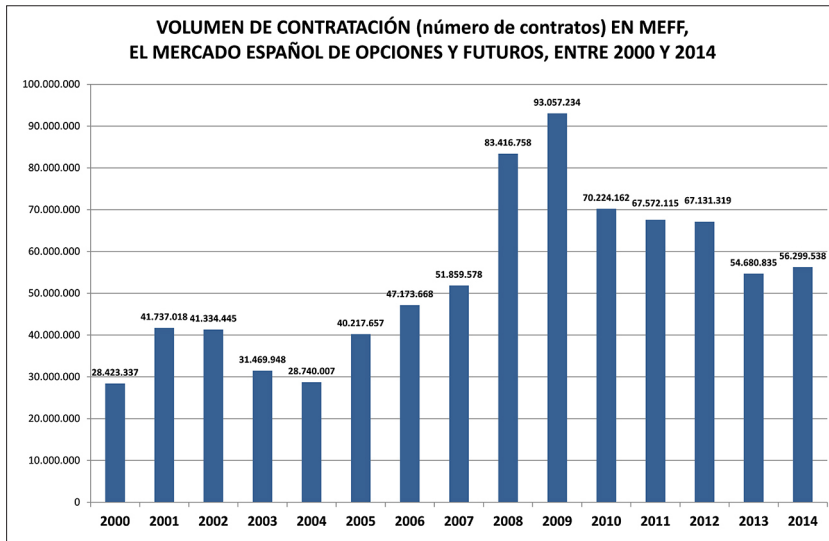


Imagen 40

La década de los 90, muy brillante en cuanto a crecimiento de la actividad en los mercados de capitales españoles finaliza con otro hito en la historia económica de España: la incorporación a la Unión Monetaria Europea (UME) y con la posterior implantación efectiva de la moneda única, el euro, que es adoptado desde el principio como moneda de negociación en los mercados de valores.

Los pilares del mercado español de capitales

Entre los factores que han apoyado el desarrollo de los mercados de capitales españoles y a la vez constituyen sólidos pilares del mismo, destacan tres a la hora de interpretar su situación actual y sus perspectivas de futuro.

En primer lugar, es relevante el papel asumido por los inversores no residentes y las familias españolas como demandantes finales de valores negociados en mercados. Ambos grupos han determinado el desarrollo del mercado de capitales español en los últimos 30 años.

En el caso de los inversores extranjeros, su protagonismo es esencial entre 1985 y 1995. La economía española se adapta a flujos de capital exterior muy intensos cuyos efectos son muy positivos en términos de modernización financiera. Los flujos de ahorro exterior hacia España se decantan progresivamente por la inversión en valores en detrimento de la financiación bancaria. Progresivamente, la financiación exterior se orienta hacia la renta fija a medio y largo plazo hasta volúmenes que alcanzan los 117.000 millones de euros al cierre de 1997 y continúan creciendo hasta los más de 730.500 millones de euros al cierre de 2014.

Dentro del ámbito de la renta fija, las crecientes necesidades de financiación del sector público han tenido una gran relevancia en los últimos treinta años. Los inversores no residentes han sido, en este sentido, grandes suministradores de financiación para cubrir el déficit público español. La existencia de un mercado de deuda activo, en el que los agentes nacionales contribuían a garantizar la adecuada liquidez, generó confianza entre los inversores no residentes y, posteriormente, ayudó a eliminar efectos adversos durante las crisis monetarias de 1992 y 1993 y a superar los efectos de la crisis de deuda soberana en Europa en los años 2012 a 2014.

Con las acciones se reproduce un fenómeno de similar intensidad: los inversores no residentes poseían en 1992 acciones de empresas españolas cotizadas por valor de 20.861 millones de euros y alcanzaban en 2014 los 278.000 millones, trece veces más.

En cuanto a las familias españolas, la modificación de sus hábitos financieros a lo largo de las últimas décadas es uno de los factores principales del impulso experimentado por los mercados de valores. Hemos asistido a un crecimiento importante del patrimonio financiero pero, fundamentalmente, a un cambio en la composición del ahorro de las familias que se abre de forma paulatina hacia nuevos instrumentos desde formas tradicionales de ahorro.

En esta tendencia destaca, sobre todo, el desplazamiento tanto hacia fórmulas de inversión colectiva, fondos de inversión, pensiones y seguros

de vida, como hacia la propiedad directa de acciones cotizadas, que suponen una fuerte demanda para los valores de renta variable cotizados en mercados.

Si el volumen de activos en manos de las familias cuyo destino final es la inversión en valores era en 1985 el 33,6% de los activos financieros totales de las familias españolas, a finales de 2014 el conjunto de instrumentos de inversión colectiva en manos de familias y la posesión directa de acciones, obligaciones y valores de renta fija a corto plazo se acercaba al 60% de los activos financieros, casi el doble.

Los nuevos hábitos financieros de las familias traen consecuencias beneficiosas para el sistema financiero en su conjunto: además de impulsar la cultura financiera, consolidan importantes volúmenes de ahorro institucional cuyo destino natural son los mercados de valores, que se ven impulsados en liquidez y eficiencia, y cambian las formas de remuneración del ahorro de las familias, que se hacen paulatinamente más sofisticadas.

En segundo lugar, hay que destacar el protagonismo de las empresas como emisores. A lo largo de las últimas tres décadas, la positiva evolución de la economía y el sistema financiero español se ha producido en paralelo a la consolidación de un grupo de empresas que se han convertido en el núcleo resistente de la economía española y que han encontrado en los mercados de valores un espacio natural de desarrollo desde donde proyectarse, en la mayoría de los casos a escala internacional. Son compañías con un accionariado amplio y diversificado, en algunos casos mayoritariamente extranjero, que han sabido aprovechar el potencial y

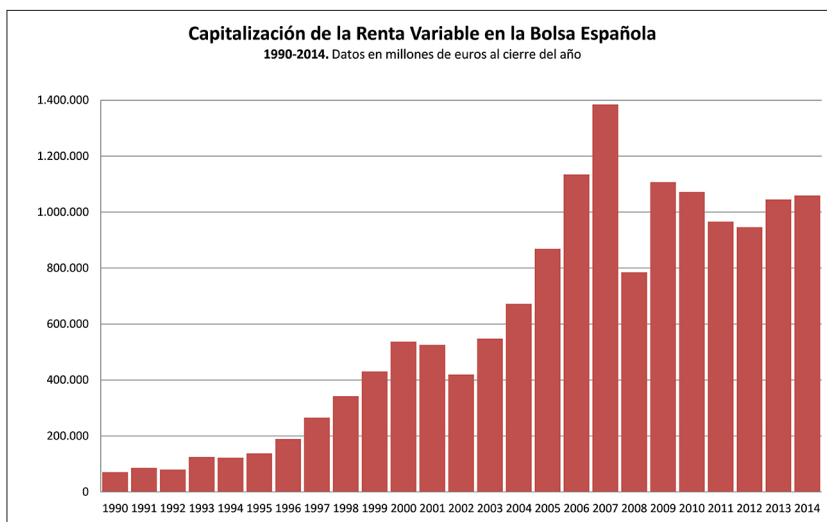


Imagen 41

las oportunidades brindadas por la creciente demanda de valores cotizados en mercados de valores para consolidar una posición competitiva y sostenible a largo plazo.

El mérito de haber atraído ahorro y accionistas no residentes es de las propias compañías con planes de expansión consistentes y una gestión bien orientada, pero también de los mercados de capitales españoles, en cuanto que su modelo de mercado se ha adaptado operativa y técnicamente para ser capaz de facilitar el proceso. En una economía como la española, solo con el ahorro interno y sin unos mecanismos eficientes de canalización de ingentes flujos de capital en busca de oportunidades de inversión, no hubiera bastado para transformar a muchas empresas en las multinacionales que hoy son.

Y, en tercer lugar, destaca la tecnología, que se ha convertido en un factor de vital importancia en el desarrollo de los mercados de valores. Con especial intensidad en los últimos veinticinco años, las Bolsas y el conjunto de mercados de capitales españoles han realizado cuantiosas inversiones en tecnología, gestión y conocimiento, con el principal objetivo de velar por la transparencia, la eficiencia, la equidad del mercado y la protección de los derechos de los inversores. La nueva regulación europea, proclive a favorecer la competencia en el sector de servicios financieros y la proliferación de plataformas electrónicas de negociación, constituye el marco donde los mercados regulados han encontrado el reconocimiento explícito a las ventajas comparativas del modelo construido.

La inversión extranjera en bonos y acciones vuelve con fuerza en 2013 y 2014

Los datos que ilustran la progresiva recuperación de la confianza de los inversores no residentes se han sucedido en los últimos meses y constituyen un factor impulsor y un importante soporte para la recuperación que está exhibiendo la economía española en términos de PIB. Son, en suma, una excelente noticia y una gran oportunidad para seguir mejorando las bases de nuestra economía.

Los mercados de capitales, y en particular la Bolsa española, están canalizando en gran medida este creciente flujo de capitales que insufla recursos para la necesaria reactivación de la inversión tanto en el sector industrial y financiero como también en el sector inmobiliario, en este último utilizando de forma intensa vehículos de mercado entre los que están teniendo un protagonismo destacado las novedosas «socimi». Las compañías españolas presentes en los mercados de capitales, en la Bolsa o en el mercado de bonos o en los mercados alternativos de acciones y renta fija, están aprovechando este retorno de la confianza para realizar ampliaciones de capital y salir a cotizar en condiciones de valoración atractivas como reflejan los elevados volúmenes de flujos de inversión

canalizados por la Bolsa española que superaron los 36.000 millones de euros en 2014.

Es cierto es que la Bolsa española, a partir de su «big-bang» de finales de los años 80 siempre ha contado con una destacada participación de los inversores no residentes pero eso no resta valor al histórico registro alcanzado al cierre de 2014 y que hemos conocido hace pocos días: algo más del 43% del valor de las empresas españolas cotizadas en Bolsa pertenece a inversores extranjeros y el porcentaje aumenta dos puntos respecto al registro del año anterior.

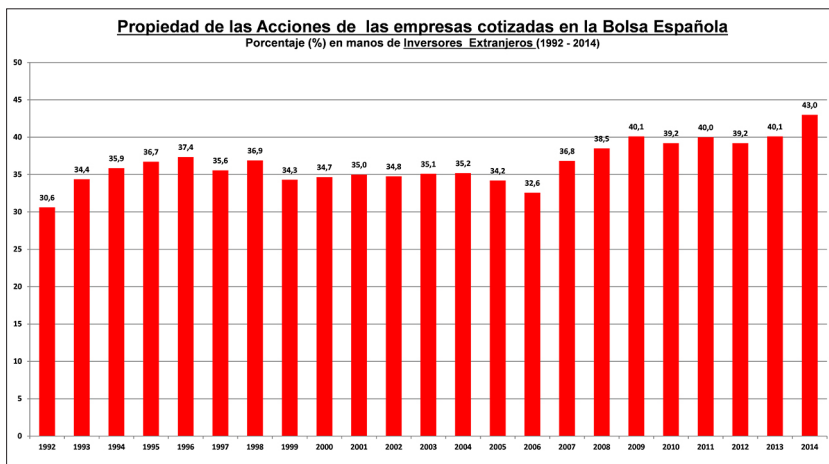


Imagen 42

Datos recientes publicados por el Banco de España también confirman un fuerte repunte en 2014 por segundo año consecutivo de la tenencia de bonos españoles, públicos y privados, por parte de inversores extranjeros. A finales de 2014 tenían en sus manos más de 730.000 millones, un 20% más que al cierre del año 2012 reafirmando el profundo cambio en la percepción exterior hacia España.

La inversión financiera extranjera en España es además un magnífico ejemplo de los cambios estructurales que se están produciendo en el ámbito de la financiación de la economía: a finales del año 2014 los inversores extranjeros tenían en sus carteras algo más de 2,3 billones de euros de activos financieros españoles, de ellos el 64%, algo más de 1,5 billones estaba materializado en acciones, bonos y derivados emitidos por empresas privadas y el sector público, mientras apenas algo más de un tercio eran depósitos y préstamos. La apuesta del capital extranjero por la desintermediación, por los instrumentos cotizados en mercados de capitales es clara, el reto que tenemos pendiente es lograr que más

empresas accedan a los mercados y puedan aprovechar esta oportunidad de diversificar sus fuentes de financiación tanto propia como ajena.

Financiación empresarial a través de los mercados de capitales. El MAB y el MARF. Otros mecanismos de financiación alternativos: *crowdfunding*

La reducción de la dependencia de las empresas españolas de la financiación bancaria exige fomentar vías de acceso a la financiación no bancaria, tanto para lograr capital como deuda, así como mecanismos de financiación directa (como el *crowdfunding* o fondos de inversión en préstamos). Para reducir el riesgo de repetir errores del pasado, es necesaria una correcta regulación para evitar una competencia desleal por parte de formas de banca paralela no regulada.

La presencia en mercados públicos de cotización tanto de renta variable como de deuda corporativa es un instrumento valioso que contribuye al crecimiento económico a través del soporte a las empresas y a la creación de riqueza y se está infravalorando a la hora de diseñar políticas y medidas para fomentar el tamaño empresarial, la creación de empleo y la riqueza. Las medidas tendentes a incentivar el tamaño de las empresas o la provisión de más y mejores canales para su financiación, deben asociarse estrechamente a prioridades declaradas como la generación de empleo o la consolidación fiscal.

Como ejemplo citar que el número de empresas que hoy cotizan en la Bolsa española es reducido en el caso de las compañías no financieras, pero muchas de ellas son empresas de tamaño grande, una de las variables que se considera clave para la competitividad futura de la economía española de acuerdo con trabajos recientes presentados por la Fundación de Estudios Financieros o por el Consejo Empresarial para la Competitividad. En términos de valor, las compañías cotizadas españolas representan un porcentaje inferior al 1% del total de compañías existentes en España pero concentran el 40% del valor de todas las empresas españolas de acuerdo con datos publicados por el Banco de España.

También la capacidad de creación de empleo de las empresas que salen a Bolsa es superior al del conjunto total de empresas españolas a lo largo del periodo 1998-2011, según una reciente investigación realizada en la Universidad de Oviedo. Los resultados coinciden con trabajos realizados sobre el mercado norteamericano para el periodo 1996-2010 que evidencian que las compañías que iniciaron su cotización bursátil mostraron un crecimiento del empleo del 45%, además de un significativo crecimiento de ingresos en la década posterior a su incorporación.

La progresiva diversificación de las fuentes de financiación de un grupo de compañías industriales y financieras españolas es un hecho. Su éxito

se ha basado en la expansión internacional y ese proceso ha tenido sus reflejos en la captación de fondos tanto nacionales como internacionales. La restricción crediticia acrecentada a partir del año 2008 a causa de la crisis financiera ha impulsado a muchas empresas más pequeñas, cotizadas o no, a debutar en los mercados de capitales de deuda.

Las reformas legislativas y otras medidas orientadas a promover la financiación de la empresa española a través de la emisión de deuda han venido principalmente por dos vías: (i) el fomento de la creación de plataformas y mercados de renta fija más eficientes (como el MARF) y el abaratamiento de costes (reducción de tasas y costes de inscripción) y (ii) la revisión del régimen de emisión de obligaciones para reducir y simplificar los requisitos aplicables.

La creación de un Mercado Alternativo de Renta Fija, el MARF, ha supuesto un revulsivo en el ámbito de la financiación a través de mercados de capitales. El Gobierno español tomó la iniciativa de explorar alternativas dirigidas al estímulo de la financiación no bancaria, con la adopción de diversas medidas de apoyo a la creación de un MARF, que facilitara a las empresas la captación de financiación por la vía de emisión de instrumentos financieros en los mercados de capitales. El Grupo Bolsas y Mercados Españoles (BME) se hizo cargo del desarrollo de este proyecto y en unos meses diseñó el nuevo mercado desde el punto de vista normativo, con la redacción de un reglamento y su correspondiente conjunto de circulares, y desde la vertiente técnica, con la creación de diferentes registros y de la plataforma de negociación. Las primeras emisiones en el mercado ya son una realidad.

Nuevas y prometedoras perspectivas se abren para las técnicas de financiación estructurada, entre las que se encuentran la titulización y los bonos protegidos (*coveredbonds*), que pueden ser utilizadas para mejorar la financiación de las Pymes.

La aparición de nuevos agentes y nuevas figuras de financiación como los Fondos de crédito es producto del nuevo escenario de la financiación empresarial. Se entiende por Fondos de Crédito (Credit Funds) aquellos fondos que invierten en créditos y préstamos directos a empresas. El horizonte de inversión de este tipo de fondos oscila entre siete y diez años, dependiendo de las características y plazos de los créditos y préstamos concedidos por el fondo a las empresas.

Una figura que cuenta ya con una larga y consolidada trayectoria y debe ser una pieza clave en la articulación de un sistema financiero español más flexible y plural es el capital riesgo, un término que hace referencia a la realización de inversiones de carácter financiero habitualmente en forma de capital y en compañías no cotizadas. Las compañías receptoras financian habitualmente el desarrollo de nuevos productos, la entrada en nuevos mercados o una reestructuración accionarial o financiera. En

función del ciclo de vida del producto o servicio que ofrece la compañía, la naturaleza de estos inversores es distinta: capital semilla (*Seed Capital*), desarrollo inicial (*Early Stage*), capital expansión (*Growth Capital*), adquisición con apalancamiento financiero (*Leveraged Buy Out*), o también las denominadas situaciones especiales.

El capital riesgo ha experimentado cambios sustanciales en las últimas décadas en las cuales se ha incrementado la competencia por las adquisiciones, llevando las valoraciones a niveles históricamente elevados y por tanto reduciendo los niveles de retorno esperado de las inversiones. Las principales compañías del sector han optado por diversificar sus actividades hacia otros segmentos con menor competencia, por ejemplo convirtiéndose en proveedores de deuda en lugar de capitales propios. Otro segmento que ha ganado en popularidad también es el de la inversión en infraestructuras.

El *crowdfunding* o financiación participativa se presenta como una oportunidad para facilitar a un número importante de empresas y de ideas innovadoras el acceso a mecanismos colectivos de financiación, con todo lo que ello lleva consigo en términos de aprendizaje, gestión y convivencia con un accionariado plural, diverso y más o menos amplio. Puede ayudar también a construir y mejorar la cultura accionarial y a ampliar el conjunto de compañías que se preparan para una Oferta Pública Inicial (OPI), sobre todo de empresas de tamaño mediano y pequeño. Es conveniente delimitar claramente el grupo de fórmulas de *crowdfunding* que canalizan financiación empresarial y ofrecen retornos a los inversores.

Hacia el mercado único de capitales en Europa

El futuro de los mercados de capitales regulados como institución de referencia de la economía de mercado se anticipa brillante en todo el mundo.¹¹ Durante los años siguientes a la crisis que comenzó en 2007, han sido instituciones que han permanecido bien ancladas y han reforzado su papel como proveedores de liquidez y de información puntual sobre los precios de los activos, incluso en las condiciones más extremas.

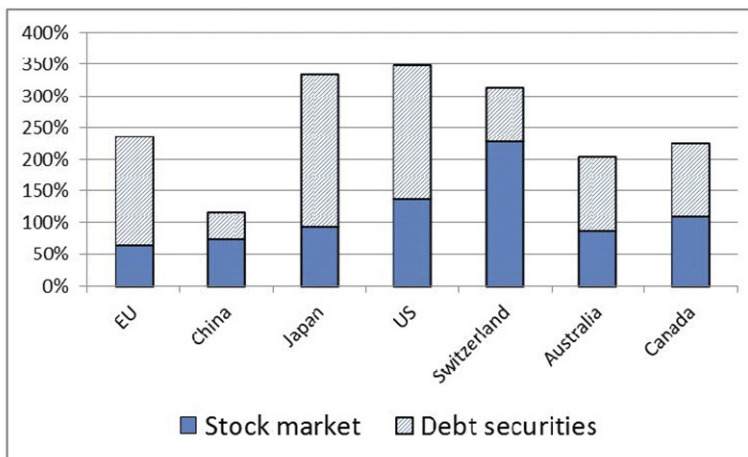
Los próximos años van a estar marcados, especialmente en Europa y en España en particular, por la necesidad de impulsar el cambio en el modelo de financiación tradicional, con más peso hacia los mercados de capitales. Es esta una tendencia que se ha generalizado a nivel mundial y también a nivel europeo. El Gobierno español va dando pasos apoyando las alternativas existentes y creando nuevos mecanismos. La agenda

¹¹ El papel que desempeñan los mercados de capitales regulados para impulsar el desarrollo es el tema de WORLD FEDERATION OF EXCHANGES, CEPS & HARRIS, L. (ed.): «Regulated Exchanges. Dynamic Agents of Economic Growth». Oxford University Press. 2010.

para el fortalecimiento del sector industrial en España de cara a 2020 propone aumentar el peso de la financiación no convencional y considera esencial el apoyo de mecanismos de mercado de capitales como el MARF y el MAB.

El actual ejecutivo de la Comisión Europea, elegido en 2014, también ha lanzado el proyecto «Capital Markets Union» para impulsar el crecimiento y el empleo en la región. Se trata de paliar las deficiencias del modelo actual y crear las condiciones necesarias para un desarrollo inteligente, sostenible e integrador y que la economía europea consiga una diversificación más amplia y efectiva de las fuentes de financiación. Las palabras del presidente Juncker resultan esclarecedoras: «Debemos complementar las nuevas reglas europeas para los bancos con una Unión de Mercados de Capitales. Para mejorar la financiación de nuestra economía debemos desarrollar e integrar los mercados de capitales. Se reducirá el coste de obtener capital, sobre todo para las pymes, y ayudará a reducir la elevada dependencia de la financiación bancaria. Aumentará así el atractivo de Europa como lugar para invertir».¹²

Chart 2: Stock market capitalisation and debt securities (% of GDP)



Source: ECMI statistical package

Imagen 43

¹² Palabras pronunciadas por el comisario europeo J. C. Juncker en el parlamento europeo en julio 2015.

Algunos datos muestran de forma muy gráfica lo que hay detrás de esas palabras del presidente Junker y, en consecuencia, la importancia de la iniciativa CMU. En la actualidad la financiación no bancaria de la empresa vía los mercados de capitales en la zona euro no llega al 30% mientras en EE.UU. es casi el 80% y en Asia supera el 50%. El porcentaje sobre el PIB de la capitalización bursátil y los mercados de deuda es un 350% en EE.UU. y en la zona euro no llega al 250% habiendo, además, importantes diferencias entre los diversos países miembros de la zona euro, en términos de porcentaje sobre el PIB de su capitalización bursátil y mercados de deuda. El tamaño de los mercados de deuda y acciones europeos es, en su conjunto, un tercio inferior a los de EE.UU. y el volumen del capital riesgo en EE.UU. es más o menos cinco veces mayor que en la zona euro. A la vista de estos datos no es de extrañar que muchos piensen que la economía norteamericana ha salido de la crisis antes y mejor que la europea gracias a disponer de unos mercados financieros más amplios, líquidos y profundos.

Conclusiones. Fortalezas y debilidades de la economía española desde el punto de vista de la base de capital y los mercados financieros. ¿Es España una nación financieramente vulnerable? ¿Cómo mejorar?

En las páginas anteriores hemos tratado de realizar un análisis, necesariamente resumido, de las condiciones financieras de nuestra economía, su base y flujos de capital y ahorro, su sistema bancario, sus mercados de capitales; en suma sus fortalezas y debilidades desde el ángulo financiero.

La conclusión básica es que, sin perjuicio de que hay aspectos mejorables y evoluciones pendientes, España dispone de un sector bancario y de unos mercados de capitales adecuados y capaces de cumplir su función de captar los recursos procedentes de los proveedores de financiación para la economía y canalizarlos y asignarlos de forma eficiente para garantizar el suministro de los flujos de financiación necesarios para nuestro desarrollo económico. Hay, además, iniciativas y procesos en curso, tanto en el ámbito español como en el de la Unión Europea, que persiguen mejorar y fortalecer tanto al sector bancario como a los mercados de capitales. Desde ese punto de vista podemos estar razonablemente satisfechos de la solidez financiera de nuestra economía.

Pero hay aspectos en los que no podemos sentirnos satisfechos, y son los relacionados con nuestra base de capital y ahorro interno. El tamaño en términos de PIB y la productividad de la economía han mejorado enormemente en las últimas décadas pero queda todavía un trecho grande para equipararnos a las principales economías del mundo. Intentar reducir esa distancia, o incluso mantener nuestra posición relativa, exigirá una inver-

sión sostenida que exige ingentes cantidades de recursos de ahorro para ser financiada. Durante la última década previa a la crisis, el esfuerzo inversor de la economía española, muy intenso, ha estado sostenido por financiación, ahorro, procedente del exterior y la consecuencia es que España es una economía excesivamente endeudada y excesivamente dependiente del ahorro exterior. Una economía, en consecuencia, vulnerable.

El ahorro interno va a tener un papel excepcionalmente relevante de cara a afrontar y resolver grandes retos de la economía española: competitividad, crecimiento, endeudamiento. No disponemos de una base sólida de generación sostenida de ahorro doméstico que impulse la mejora de nuestra base de capital y dote a la economía española de la fortaleza necesaria para hacer frente a eventuales episodios de crisis financieras.

El principal lastre actual para el ahorro doméstico es el desequilibrio de las cuentas públicas. Su reducción redundaría de forma inmediata en el aumento de los recursos de ahorro disponibles para ser canalizados por el sistema financiero hacia inversiones empresariales. La reducción del desequilibrio de las cuentas públicas es una medida políticamente muy compleja en un país cuya tasa de paro supera el 24% de la población activa pero tendría el efecto inmediato de aumentar los recursos potencialmente disponibles tanto para acelerar la reducción del endeudamiento como para financiar nuevas inversiones empresariales.

Con una perspectiva más estructural, son deseables mecanismos de fomento de flujos recurrentes de ahorro a medio y largo plazo que den lugar a un sólido y permanente *stock* de ahorro y capital.

Esos mecanismos de fomento deberían ir en las siguientes direcciones:

- La fiscalidad es un instrumento esencial con el que abordar algunos de los problemas de fondo de la economía española. Debe ser un aliado de los proveedores de ahorro de nuestra economía. Aunque algunas de las medidas fiscales que podrían ser muy favorables para mejorar la situación financiera de nuestra economía, como elevar la imposición indirecta (IVA entre ellos), reducir la directa (IRPF) o favorecer la fiscalidad del ahorro, presentan también una gran complejidad política, sería recomendable abordar su debate desde una perspectiva técnica.
- Es importante redoblar esfuerzos para impulsar iniciativas de desarrollo de fuentes alternativas al crédito bancario de forma decidida, para ir mejorando y reforzando el papel de los mercados de capitales en España como también en Europa¹³.

¹³ Un reciente trabajo colectivo de la Fundación de Estudios Financieros pone de manifiesto la necesidad de diversificar las fuentes de financiación a disposición de las empresas. REQUEIJO, J. (dir.): *Los retos de la financiación del sector empresarial*. Fundación de Estudios Financieros y Círculo de Empresarios. Madrid. 2015.

- El desarrollo permanente de las fórmulas de inversión colectiva, tanto tradicionales como adaptadas a las necesidades de distintos colectivos de empresas en función de su tamaño o riesgo, favorece la formación de un *stock* de ahorro a largo plazo y por tanto debe también impulsarse.
- Un adecuado sistema de pensiones complementarias puede favorecer mucho la formación de un *stock* de ahorro a largo plazo, además de contribuir a resolver los problemas financieros de nuestro actual sistema público de pensiones.
- La mejora del nivel de formación y cualificación financiera por parte de la sociedad española es un elemento importante a la hora de promover el ahorro y su asignación eficiente.

Bibliografía

- ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES. *Guía del sistema financiero español*, 6ª ed. Ediciones Empresa Global (Escuela de Finanzas Aplicadas). Madrid. 2008.
- BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES. *La Bolsa de Madrid cumple 175 años*. N.º monográfico. *Revista BOLSA*, n.º 157. 2006.
- BOLSA DE MADRID. *El Ahorro y los Mercados Financieros. Situación actual y perspectivas*. Bolsa de Madrid, Madrid. 2000.
- CNMV. *Una década de transformaciones en los mercados de valores españoles*. Comisión Nacional del Mercado de Valores. Madrid. 1999.
- EICHENGREEN, B. *Exorbitant Privilege*. Oxford University Press. 2011.
- FERGUSON, Niall. *The Ascent of Money*. Penguin Books. 2008.
- GARCÍA COTO, D. (dir.). *Ahorro Familiar en España*. Fundación de Estudios Financieros, *Papeles de la Fundación* n.º 39. Madrid. 2011.
- GARCÍA COTO, D. (dir.). *Desapalancamiento y Crecimiento en España*. Fundación de Estudios Financieros, *Papeles de la Fundación* n.º 47. Madrid. 2013.
- INVERCO. «Las Instituciones de Inversión Colectiva y los Fondos de Pensiones». Informe 2014 y perspectivas 2015. Madrid. 2015.
- REQUEIJO, J. (dir.). «Los retos de la financiación del sector empresarial». Fundación de Estudios Financieros y Círculo de Empresarios. Madrid. 2015.
- WORLD FEDERATION OF EXCHANGES, CEPS, HARRIS, L. (ed.). «Regulated Exchanges: Dynamic Agents of Economic Growth». *Oxford University Press*. 2010.
- ZOIDO, A. *El Mercado de Valores Español: financiación, transparencia y eficiencia*. En *Perspectivas del Sistema Financiero*. Especial n.º 100. Funcas. Madrid. 2010.