

IV.3. AHORRO E INVERSIÓN Y CAP(+)/NEC(-) DE FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

La economía española ha corregido con gran intensidad el elevado desequilibrio exterior acumulado en la última etapa expansiva previa al inicio de la crisis económica y que se había iniciado en el segundo lustro de los noventa. Uno de los efectos más inmediatos y visibles del ajuste provocado por la crisis sobre el sector exterior ha sido la corrección del déficit por Cuenta Corriente y de la correspondiente necesidad de financiación, que ha sido mucho más rápida e intensa que la de otras economías de la Euro Área que también acumularon elevados déficits externos en la etapa expansiva previa la crisis. Desde el punto de vista de los Sectores Institucionales se observa que tanto las familias como las empresas recondujeron su posición financiera deudora que habían acumulado en la mencionada etapa alcista y consiguieron pronto superávit. En cambio, el Sector Público ha mostrado la trayectoria contraria y en los primeros años de crisis generó un elevado y preocupante déficit, que con dificultad lo está reduciendo muy lentamente hasta niveles tolerables.

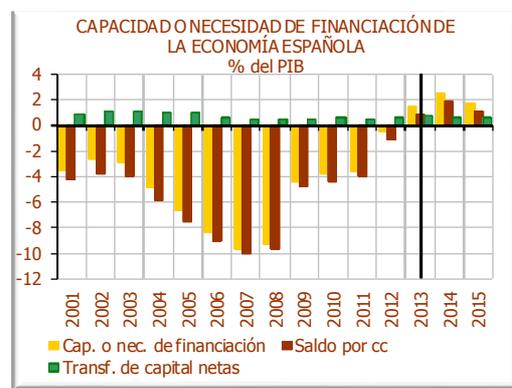
devaluación interna, que ha conllevado un fuerte ajuste salarial y del empleo con las consiguientes ganancias de competitividad respecto a la Euro Área. Ello ha restaurado gran parte de la competitividad perdida por la economía española desde que entró en ese área, como ocurrió con las aludidas devaluaciones de la peseta, aunque este ajuste ha sido mucho más doloroso en términos de empleo y paro y finalmente de rentas.

Desde la entrada en el euro, la necesidad de financiación de la economía española experimentó una senda fuertemente alcista, de tal forma que pasó de representar el 3.5% del PIB en 2001 hasta el 9.6% en 2007, ratio no conocido previamente y que constituyó un máximo histórico (véase Gráfico IV.3.1.1). En 2008, con el inicio de la crisis económica, comenzó una etapa de intensa reducción, descendiendo ya cuatro décimas en ese ejercicio y más de cuatro puntos en 2009, prosiguiendo con intensidad en los años subsiguientes, gracias al fuerte ajuste realizado por los Sectores Institucionales.

IV.3.1. Introducción

La economía española ha mostrado tradicionalmente una elevada necesidad de financiación frente al exterior, entendiendo la capacidad o necesidad de financiación como el resultado de sumar al saldo de la balanza por Cuenta Corriente, las transferencias netas de capital. Los años en los que la economía española no ha necesitado apelar a la financiación exterior (puesto que presentó capacidad de financiación) han sido muy pocos en las últimas décadas. De hecho, 2013 fue el primer año del presente siglo en el que la economía española presentó capacidad de financiación y una situación similar se produjo en los tres primeros años del segundo lustro de los noventa (1995-1997), años en los que también la economía española financió al exterior y que estuvieron precedidos de dos devaluaciones de la peseta. En 2013 el marco de la política monetaria para España era diferente, por la pertenencia al euro y la imposibilidad de devaluar, pero finalmente se ha producido la denominada

Gráfico IV.3.1.1



Fuente: INE & BIAM(UC3M)

Fecha: 25 de junio de 2014

Ese proceso de ajuste hizo que la necesidad de financiación frente al exterior fuese ya muy baja en 2012 (del 0.6% del PIB, 6,658 millones de euros) y, como ya se ha mencionado antes, en 2013 la economía española cambió la posición tradicionalmente deudora frente al resto del mundo por acreedora, al registrar una capacidad de financiación del 1.5% del PIB (véase Gráfico IV.3.1.1). Las previsiones publicadas en el BIAM del pasado mayo

La mejora en la capacidad de financiación en los últimos años ha respondido fundamentalmente, al comportamiento de las familias y empresas que mostraron ya capacidad de financiación en 2013.



apuntan a que en 2014 y 2015 la economía española seguirá mostrando capacidad de financiación, del 2.4% del PIB y del 1.7% del PIB, respectivamente.

La mejora en la capacidad de financiación en los últimos años ha respondido fundamentalmente, al comportamiento de las familias y empresas que mostraron ya capacidad de financiación en 2013. No obstante, en los dos últimos años también se ha sumado a esa mejora la reducción de la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas.

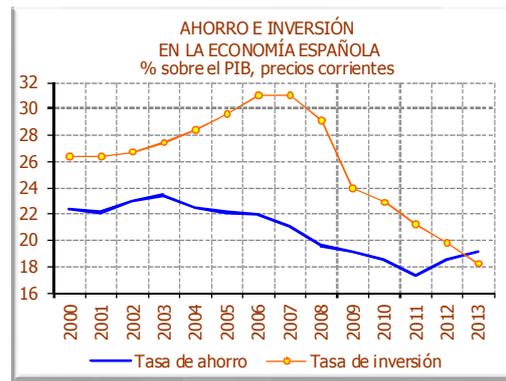
IV.3.2. El déficit exterior desde la versión del ahorro y la inversión

Como es de sobra conocido, el déficit por C/C y, por ende, la necesidad de financiación responde a un exceso de la demanda nacional sobre la producción interior, aunque desde otra óptica también puede interpretarse como la diferencia entre el ahorro y la inversión nacional. La necesidad de financiación de una economía significa que el ahorro interno es insuficiente para financiar la inversión y se necesita apelar a la financiación exterior, en definitiva al ahorro externo. En el caso de presentar capacidad de financiación se produciría la situación contraria, un exceso de ahorro sobre la inversión realizada iría a financiar las inversiones del exterior.

En el Gráfico IV.3.2.1 se muestra la evolución del ahorro y de la inversión en términos de la proporción sobre PIB, es decir, las correspondientes tasas de ahorro e inversión. La diferencia entre ambas tasas en cada año nos proporciona la capacidad o necesidad de financiación de la economía española. Desde la entrada en el euro en 1999 la tasa de inversión superó de forma continuada a la del ahorro, indicando que la economía española tenía necesidad de apelar a la financiación externa de forma creciente. Esa brecha se fue ampliando, debido, en gran medida, a unas mayores facilidades de financiación que ese nuevo marco macroeconómico comportaba, alcanzando un máximo al final de la etapa expansiva (2007).

Ese gráfico también pone de relieve que esa creciente necesidad de financiación se fue produciendo, fundamentalmente, por el fuerte dinamismo inversor, que fue

Gráfico IV.3.2.1



Fuente: INE & BIAM(UC3M)

Fecha: 25 de junio de 2014

ganando peso en relación al PIB, tal y como muestra la evolución fuertemente alcista de dicha ratio, si bien a partir de 2003 también contribuyó el cambio de tendencia a la baja de la tasa de ahorro. De hecho en 2006 y 2007 la tasa de inversión alcanzó cotas del 31% del PIB, cuando en 1995 apenas alcanzaba el 22%. Esta evolución alcista respondió, en gran medida, al boom inmobiliario, no obstante, si se excluye la inversión en vivienda la tasa de inversión también mostró en esa etapa una tendencia alcista, aunque de menor intensidad. Con la llegada de la crisis, la tasa global de inversión inició una tendencia fuertemente descendente que todavía no ha terminado, en 2008 disminuyó 1.9 puntos (29.1% del PIB), en 2009 cayó 5 puntos (23.9% del PIB) y en 2013 alcanzó una proporción respecto al PIB del 18.2%, lo que supone una caída respecto al inicio de la crisis de casi 13 puntos.

Aunque a la reducción de la inversión en la etapa de crisis han contribuido todos sus componentes, el que lo ha hecho con más intensidad y relevancia ha sido el de la construcción, especialmente el segmento inmobiliario. La inversión en construcción todavía sigue cayendo a tasas de dos dígitos mientras que la inversión en bienes de equipo muestra ya tasas positivas.

Por su parte, la tasa de ahorro mostró una tendencia suavemente alcista hasta 2004 (la cual se había iniciado en 1995) en dicho año alcanzó el 23.4% del PIB. A partir de ese ejercicio inició una tendencia suavemente descendente que se interrumpió en 2012 al alcanzar el 18.5%, 1.2 puntos más que en 2011, evolución alcista que se mantuvo en 2013. Por lo

La mejora de la necesidad de financiación que se aprecia tras la crisis económica respondió principalmente al desplome de la inversión.



tanto, la tendencia descendente de tasa de ahorro también contribuyó hasta 2011 al aumento de la necesidad de financiación en la etapa 2004-2011, aunque en mucha menor medida que la tasa de inversión. Por lo tanto, la mejora de la necesidad de financiación que se aprecia tras la crisis económica respondió principalmente al desplome de la inversión. A dicha mejora se sumó el ahorro desde el año 2012, ejercicio en el que inició una incipiente tendencia alcista que alcanzó en 2013 el 19% del PIB, casi 2 puntos por encima de la ratio que registraba en 2011.

IV.3.3. El análisis de Cap (+)/ Nec(-) de financiación por Sectores Institucionales.

El análisis de la necesidad de financiación de la economía española que se acaba de realizar, según la vertiente del ahorro y la inversión para el total de la economía, se puede ampliar a los Sectores Institucionales: familias, empresas no financieras, empresas financieras y Sector Público. La información proporcionada por estos sectores pone de relieve que las empresas y familias al poco tiempo de iniciada la crisis empezaron a corregir su posición deudora, las primeras alcanzaron superávit (capacidad de financiación) ya en 2008 y las segundas en 2010 mientras que el Sector Público tuvo el comportamiento contrario y pasó de un superávit del 2% en 2007 a un elevado y preocupante déficit en 2009 (11.1% del PIB).

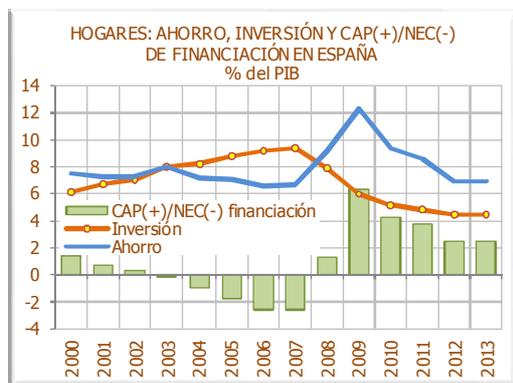
El sector familias tradicionalmente ha mostrado capacidad de financiación puesto que su ahorro solía ser significativamente

mayor que su única inversión, la de vivienda, y el ahorro restante se canalizaba a financiar al resto de sectores o a reducir endeudamiento si lo tenían. No obstante, desde mediados de la década de los noventa su capacidad de financiación comenzó a reducirse y a partir de 2004 su ahorro fue inferior a su inversión y empezó a necesitar financiación exterior, lo que llevó a un déficit del 1.8% del PIB en 2006 y del 2.7% en 2007 (véase Gráfico IV.3.3.1). Este cambio de la posición financiera de las familias se debió principalmente al aumento de la intensidad inversora, derivada del boom inmobiliario que se inició a finales de los noventa y que se prolongó hasta 2007, estimulado por unos tipos de interés hipotecarios bajos y unas condiciones financieras muy favorables. En menor medida, también contribuyó a dicho cambio la ligera moderación de la tasa de ahorro.

Cuando la burbuja de la construcción estalló en 2007, la tasa de inversión de las familias comenzó a disminuir de forma progresiva y la del ahorro repuntó con fuerza en los dos primeros años de la crisis para posteriormente moderarse, pero manteniéndose significativamente por encima de la tasa de inversión. Tras este comportamiento, las familias retornaron a su papel tradicional de mostrar capacidad de financiación, que en parte pudo utilizarse para reducir su endeudamiento y el resto a prestar a otros sectores, en 2008 ese superávit fue del 1.2% del PIB y en 2009 subió de manera espectacular hasta el 6.3% para retornar posteriormente a niveles más moderados, del 2.5% de 2013. La tasa de inversión sobre el PIB en la etapa de crisis se ha moderado con fuerza desde el 9.3% de 2007 hasta el 4.4% en 2013, poniendo de relieve la fuerte crisis del sector de la vivienda. La tasa de ahorro de las familias sobre el PIB repuntó con fuerza en los dos primeros años de crisis al pasar del 6.6% del PIB en 2007 al 12.3% en 2009, para retornar posteriormente al 6.9% en los años 2012 y 2013, nivel similar al de los años anteriores a la crisis. El fuerte repunte inicial del ahorro familiar respondió al motivo precaución, ante el adverso comportamiento del mercado de trabajo, la elevada tasa de paro y el aumento del riesgo de pérdida del puesto de trabajo.

Cuando la burbuja de la construcción estalló en 2007, la tasa de inversión de las familias comenzó a disminuir de forma progresiva y la del ahorro repuntó con fuerza en los dos primeros años de la crisis para posteriormente moderarse.

Gráfico IV.3.3.1

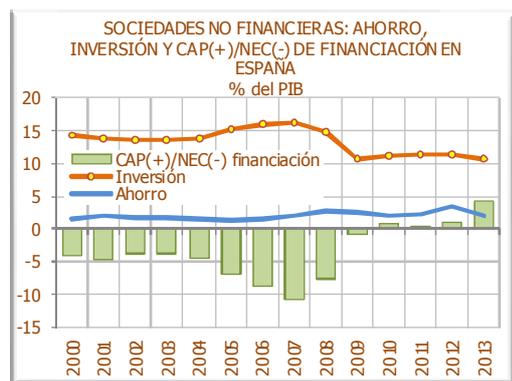


Fuente: INE & BIAM(UC3M)
Fecha: 25 de junio de 2014

Las empresas no financieras suele ser el gran sector inversor y, por tanto,



Gráfico IV.3.3.2



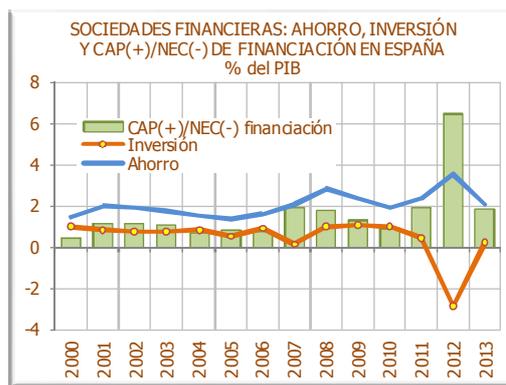
Fuente: INE & BIAM(UC3M)

Fecha: 25 de junio de 2014

habitualmente absorben grandes recursos del ahorro tanto interno como externo. Hasta 2007 el sector empresas no financieras acaparaba la mayor parte de los requerimientos de fondos exteriores, en 2006 suponían el 8.8 % del PIB y en 2007 llegaron al 10.8%. A partir de 2007 las empresas empezaron a corregir su elevada posición deudora y en 2008 habían recortado esa ratio en más de tres puntos, en 2009 bajó al 0.9% del PIB y en 2010 mostró ya un ligero superávit (0.7% del PIB); en los siguientes años ha continuado exhibiendo capacidad de financiación, alcanzando en 2013 el 4.3% del PIB. El cambio brusco en la posición financiera de las empresas no financieras, tras el inicio de la crisis, respondió al hundimiento de la inversión y a la ligera recuperación del ahorro (que en este caso lo constituye principalmente los beneficios no distribuidos después de impuestos), posteriormente los flujos de ahorro e inversión en relación al PIB mostraron un tono de estabilización, con excepción de 2013 en el que la tasa de ahorro se moderó de forma significativa. Es obvio, que esta posición de capacidad de financiación de las empresas no financieras desde 2009 está permitiendo reducir su elevado endeudamiento y encarar de forma más cómoda la restricción crediticia.

Las sociedades financieras, cuya labor principal sigue siendo la intermediación financiera entre los agentes económico, muestran habitualmente una moderada capacidad de financiación como resultado de que su flujo de ahorro supera sistemáticamente al de inversión, la diferencia entre ambos se suele mantener entre el 1 y sin llegar a superar 2% del PIB en la banda alta (véase Gráfico IV.3.3.3).

Gráfico IV.3.3.3



Fuente: INE & BIAM(UC3M)

Fecha: 25 de junio de 2014

Sin embargo, en 2012 su capacidad de financiación aumentó de forma significativa, al 6.4% del PIB, superando las del resto de los años. Este repunte respondió a las ayudas públicas concedidas a la banca que en dicho año ascendieron a 38.3 mil millones de euros y que la Contabilidad Nacional da por pérdidas y las considera, por tanto, como transferencias de capital, con anterioridad las consideraba operaciones financieras.

El Sector Público español tradicionalmente ha sido deficitario y para cubrir esas necesidades de financiación ha acudido habitualmente a los mercados exteriores. En 2001 su necesidad de financiación se situaba cerca del 0.6% del PIB. A partir de ese año continuó el proceso de reducción que había iniciado con antelación, al principio del segundo lustro de los noventa para cumplir los requisitos de entrada en el euro, y que llevó a que este sector presentara capacidad de financiación en 2005 y en los dos años subsiguientes; de hecho, en 2006 ese superávit alcanzó el 2.4% del PIB y en 2007 del 2%. El Sector Público, en 2008 con la llegada de crisis pasó a un significativo déficit (del 4.5% del PIB) y en 2009 alcanzó un preocupante 11.1% del PIB, manteniéndose en el 9.6% en 2010 y 2011 y repuntando al -10.6% en 2012 para reducirse al -7.1% en 2013 (véase Gráfico IV.3.3.4). Cabe recordar que este déficit incluye las ayudas públicas a la banca, sin estas ayudas el déficit de este sector en ese año hubiera sido del 6.6%.

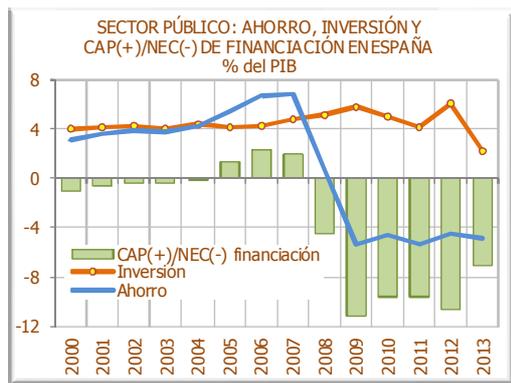
Este brusco repunte del déficit público se debió tanto a caída de los ingresos, debido a la fuerte debilidad de la actividad económica, como al fuerte aumento de los

El cambio brusco en la posición financiera de las empresas no financieras, tras el inicio de la crisis, respondió al hundimiento de la inversión y a la ligera recuperación del ahorro.



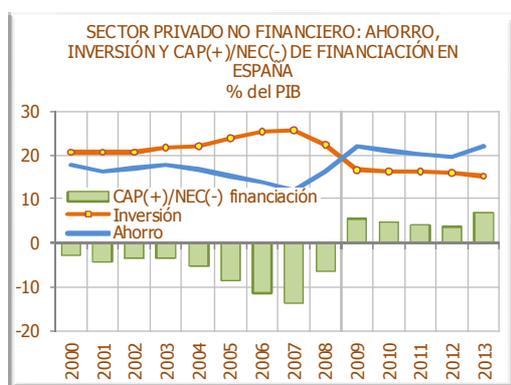
El sector público, en 2008 con la llegada de crisis pasó a un significativo déficit (del 4.5% del PIB) y en 2009 alcanzó un preocupante 11.1% del PIB, manteniéndose en el 9.6% en 2010 y 2011 y repuntando al -10.6% en 2012 para reducirse al -7.1% en 2013.

Gráfico IV.3.3.4



Fuente: INE & BIAM(UC3M)
Fecha: 25 de junio de 2014

Gráfico IV.3.3.5



Fuente: INE & BIAM(UC3M)
Fecha: 25 de junio de 2014

gastos por la entrada en funcionamiento de los estabilizadores automáticos y las medidas discrecionales tomadas por el Gobierno para intentar frenar los efectos de la crisis. Esto se tradujo en una fuerte caída del ahorro debido al aumento del gasto y a una ligera caída de la inversión. Las ayudas públicas al sector financiero están impidiendo que el déficit público se reduzca con más intensidad puesto que esas ayudas en la Contabilidad Nacional se consideran ahora como transferencias de capital (puesto que en la Contabilidad Nacional se dan por pérdidas) cuando antes trataban como operaciones financieras.

Comparando los Gráficos IV.3.3.4 y IV.3.3.5 se aprecia con claridad que la reducción de la necesidad de financiación de la economía española y el superávit de 2013 se ha debido íntegramente al sector privado no financiero. El esfuerzo realizado por el sector privado no financiero en relación al Sector Público se agranda sobre todo si se tiene en cuenta que en el año

previo a la crisis el sector privado partía de una situación deficitaria y el público mostraba superávit.

IV.3.4. Consideraciones finales

La economía española, tras seis años de crisis, ha corregido el abultado déficit por C/C y la elevada necesidad de financiación generados en la etapa expansiva previa, alcanzando en 2013 superávit, que previsiblemente lo mantendrá en 2014 y 2015. Sin embargo, el mantenimiento de esta posición financiera frente al exterior no está garantizado más allá de 2015, sobre todo si se tiene en cuenta el fuerte crecimiento reciente de nuestras importaciones como respuesta al más mínimo atisbo de recuperación económica. El mantenimiento del equilibrio de nuestras cuentas exteriores de forma más permanente necesitaría de un cambio de modelo de crecimiento de la economía española hacia una economía más competitiva y en la que la dinámica exportadora de nuestras empresas se mantenga y/o aumente en las distintas fases cíclicas.

La descomposición de la capacidad (+)/necesidad (-) de financiación según Sectores Institucionales pone de relieve que las familias y las empresas, tras el inicio de la crisis, corrigieron su fuerte desequilibrio con el exterior que acumularon en la etapa alcista previa y que fueron los responsables de la elevada necesidad de financiación del total nacional en esos años. En estos momentos, estos sectores presentan superávit en su posición financiera, con lo que las familias han vuelto a su papel tradicional de suministrador de financiación al resto de sectores una vez que han abandonado su única inversión, la de vivienda, y las empresas también han retomado su actividad inversora. En cambio el Sector Público esta aumentando su déficit con intensidad, debido tanto a una caída de sus ingresos como a un aumento de sus gastos como consecuencia de los estabilizadores automáticos y de los planes de ayudas públicas.

El fuerte crecimiento de la economía española en los últimos años de la fase alcista previa a la actual crisis económica se vio facilitada por unas grandes

Se aprecia con claridad que la reducción de la necesidad de financiación de la economía española y el superávit de 2013 se ha debido íntegramente al sector privado no financiero.



facilidades de disponibilidad de recursos financieros externos, a bajo coste. Ello permitió financiar sin problemas un elevado déficit por cuenta corriente próximo al 10% del PIB, caso de los años 2006 y 2007. No obstante, las dificultades de financiación internacional tras la crisis económica y financiera supusieron restricciones al crédito y un freno al crecimiento y a la salida de la crisis, que ha afectado en mayor medida a aquellas economías como la española que tenían un déficit exterior elevado.

La capacidad de financiación que en estos momentos presenta la economía española descansa en el sector privado pero su continuidad no está garantizada más allá de 2015. Por ello, dado que el problema de la necesidad de financiación de la economía española se ubica en estos momentos en el Sector Público se hace obligatorio seguir reduciendo su todavía abultado déficit, del 6.6% del PIB en 2013 y que sube al 7.1% si se incluyen las ayudas a la banca.

