

AHORRO E INNOVACION FINANCIERA

José Luis MENDEZ LOPEZ

LA evolución del ahorro nacional en la última década se ha caracterizado por una cierta recuperación, de tal modo que su peso en el PIB se ha mantenido desde 1984 sistemáticamente por encima del 20 por 100, desde las tasas del orden del 19 por 100 en que llegó a situarse en los años siguientes al segundo *shock* petrolífero de 1979. Si bien esta recuperación no ha permitido alcanzar la tasa media de ahorro registrada en la década anterior, de un 25 por 100 del PIB, sí se situaba de nuevo por encima de la correspondiente a la media de la Comunidad Europea.

En todo caso, desde 1989 se ha observado un cierto freno a esta recuperación del ahorro nacional, asociado a un cambio en la composición del mismo. De hecho, mientras que en el período 1984-1988 la recuperación del ahorro interno vino determinada por el favorable comportamiento del ahorro de las empresas y de las administraciones públicas, en tanto que el ahorro de las familias mostraba un descenso sostenido, a partir de 1989 se produce un cambio en las tendencias del ahorro de los distintos agentes de la economía.

En efecto, mientras que desde 1986 se había observado una fuerte caída de la *tasa de ahorro de las familias*, desde un 11,6 por 100 de la renta disponible hasta un 7,9 por 100 en 1989, en un contexto de expansión de la fiscalidad directa, en 1990 el ahorro familiar experimenta una sensible recuperación (elevándose la tasa hasta un 9,6 por 100), a lo que no debieron ser ajenas las restricciones crediticias vigentes en dicho año, que afectaron negativamente al gasto en bienes duraderos. En 1991, la tasa de ahorro de las familias crece nuevamente, aunque con menor intensidad.

Por su parte, las empresas, durante los años de fuerte expansión económica, experimentaron una conside-

rable mejora de su tasa de ahorro, en paralelo a la favorable evolución de los beneficios, y registraron una caída de la misma en 1989 y 1990, en línea con lo ocurrido en otros países desarrollados. La elevación de los costes laborales y de las cargas financieras estaría detrás de la sustancial reducción de su capacidad de autofinanciación. El nuevo deterioro de los resultados de las empresas en 1991, a consecuencia, fundamentalmente, de la intensa desaceleración del volumen de ventas, provocó un adicional empeoramiento de su tasa de ahorro que, en el lado real de la economía, se tradujo en una fuerte caída de la inversión productiva.

Por último, el ahorro de las administraciones públicas, tras experimentar un considerable incremento desde 1985, como consecuencia de la elevación de la presión fiscal, reducía tanto en 1990 como en 1991 su peso en el PIB, fruto básicamente del carácter anticíclico del Presupuesto.

En cuanto al previsible comportamiento del ahorro nacional en 1992, cabe esperar que se produzca un cierto deterioro adicional, dada la desfavorable evolución del correspondiente al sector público (los resultados del déficit de caja del Estado en los primeros diez meses del año no dejan lugar a dudas acerca del considerable deterioro de las finanzas públicas) que, en nuestra opinión, y pese al efecto sustitución observado entre ahorro público y ahorro privado, no se verá compensado por este último.

Otro aspecto a destacar sobre la evolución del ahorro interno en nuestro país es el progresivo distanciamiento que ha experimentado desde 1987 respecto a la tasa de inversión, resultando a todas luces insuficiente para financiar esta última. De hecho, la brecha entre ambas magnitudes en porcentaje del PIB, que en 1987 todavía era marginalmente negativa,

se elevaba hasta situarse, en 1990, en un 3,7 del PIB (mientras que en el conjunto de la CE el diferencial era prácticamente nulo). En paralelo, la capacidad de financiación, o ahorro financiero neto, que había presentado nuestra economía desde 1984 hasta 1987 se transformaba en necesidad de financiación, o desahorro, un año más tarde, desahorro que en 1990 representaba ya un 3,2 por 100 del PIB (frente a un -0,1 por 100 en la CE).

No obstante, en 1991 la situación cambia en cierta medida, de tal modo que, si bien el ahorro interno no se potencia, se produce un ajuste vía inversión, con los consiguientes efectos negativos sobre el crecimiento económico y la generación de empleo. El resultado de esta nueva situación, que no parece la forma ideal para fundamentar un crecimiento equilibrado a largo plazo, es una ligera reducción de las necesidades de financiación externa, que pasan a representar un 3 por 100 del PIB.

Sin embargo, es de esperar en 1992, en línea con el deterioro esperado para el ahorro interno, que en el conjunto del año se registre un empeoramiento de las necesidades de financiación de la economía, que podrían elevarse por encima del 3,2 por 100. El fuerte incremento registrado por el déficit por cuenta corriente en los nueve primeros meses del año (un 77,2 por 100 respecto al mismo período de 1991) refleja claramente la escasez de ahorro en nuestro país y, al mismo tiempo, la necesidad de potenciarlo, toda vez que la transformación que está experimentando la estructura de las entradas de capital exterior (preponderancia del crédito sobre la inversión y sesgo del largo al corto plazo) cuestiona, cuando menos, el mantenimiento de unos flujos estables de financiación externa.

El déficit exterior aparece como consecuencia del comportamiento inversor, que no tiene correlación con las tasas de ahorro nacional, como hemos expuesto anteriormente, y el déficit de ahorro se financia con capital exterior al poder atraer elevadas sumas de capital debido a los altos

tipos de interés, consecuencia del elevado déficit público.

El mantenimiento de constantes y elevados déficit públicos (5 por 100 del PIB) no sólo obligó a mantener altos tipos de interés para atraer capitales extranjeros, sino que originó, al mismo tiempo, una creciente competencia del sector público con las entidades financieras en el mercado nacional, a fin de captar recursos que permitiesen financiar el déficit público.

La irrupción de la Administración en el mercado nacional no sólo se basaba en la oferta de activos financieros con retribuciones elevadas, sino que se acompañaba con exenciones fiscales, provocando un fuerte atractivo, desde la óptica de la rentabilidad, al ahorrador, que desvió gran cantidad de recursos hacia la oferta pública, al no encontrar ofertas más atractivas en las entidades financieras.

Lógicamente, la reacción del mercado iba a producir cambios que no sólo se circunscribirían al ámbito de los ahorradores, sino que alcanzarían a las estructuras de las entidades financieras.

Las ventajas fiscales que acompañan a los activos financieros públicos los harían irresistibles ante cualquier oferta de las entidades financieras, originando un proceso de innovación financiera, para competir con la Administración, que en algunos casos generó lo que podemos conceptualizar como riesgo legal, dado que la innovación consistiría en buscar activos financieros que reportasen una rentabilidad final basada, más que nada, en aspectos fiscales, circunvalándose peligrosamente el ordenamiento legal.

En cualquier caso, la competencia del sector público se vio incrementada y exacerbada al máximo con la emisión de los Fondtesoro (FIM y FIAM), que no sólo compiten con los recursos ajenos bancarios, sino que, al tiempo que se desintermedia, se registra en operaciones fuera de balance, produciéndose una minoración del negocio que obliga a las entidades financieras a plantearse la

movilización de sus activos a través de la titulización de créditos que permita equilibrar las reducciones de recursos ajenos computables que mantienen los Fondtesoro.

La innovación financiera ha sido provocada y alimentada constantemente desde la Administración financiera, pero basada fundamentalmente en las ventajas fiscales que acompañan a los distintos activos financieros. Este comportamiento ha fomentado una innovación financiera perniciosa, cuyos efectos todavía están por resolverse.

La previsión de la Administración para cubrir los déficit originando cambios en la estructura de las entidades financieras se vio reforzada por el cambio que se inicia en las familias ante la previsión del futuro. La incertidumbre de sus rentas futuras, su previsión sanitaria, etc., está cambiando la actitud altamente consumista, y se empieza a crear una atención hacia la previsión a través de fórmulas de planes de pensiones, seguros de vida, etc., o de los futuros planes de ahorro popular.

Por consiguiente, la irrupción de la Administración pública en los mercados con atractivas ofertas de activos financieros, unida al cambio del comportamiento de las familias, provoca una reducción de negocio en las entidades financieras que, con el deterioro del margen financiero, les obliga a revisar profundamente sus estructuras a fin de lograr una dimensión más adecuada y, en lo posible, lograr una dimensión óptima.

Fomentar el ahorro a través de una innovación financiera no sólo basada en las ventajas fiscales, sino en la creatividad y estructura de costes de las entidades financieras, permitirá un crecimiento del ahorro nacional privado y, al mismo tiempo, una selección de las entidades oferentes que, a través de una adecuada dimensión, puedan competir en costes y con productos rentables que satisfagan las necesidades de la clientela. Mientras existan ventajas fiscales, difícilmente pueden competir las entidades financieras con la Administración pública.