CAMBIOS EN LOS FLUJOS FINANCIEROS Y SU INCIDENCIA SOBRE LA ACTIVIDAD BANCARIA

Antoni GARRIDO TORRES

I. INTRODUCCIÓN

En los últimos quince años el sistema financiero español ha experimentado una profunda y radical transformación. A título meramente ilustrativo, cabe recordar los procesos de fusión entre grandes bancos y entre cajas de ahorros de pequeña y mediana dimensión, el espectacular crecimiento de la inversión institucional y en especial de los fondos de inversión, la expansión del mercado bursátil y la creciente apertura financiera al exterior de la economía española. En ese mismo período se ha culminado también el proceso de liberalización de la actividad bancaria iniciado a mediados de los setenta, se han eliminado las trabas a los movimientos de capital y se ha iniciado la tercera etapa de la UEM que culminará con la implantación del euro, eliminando así uno de los factores explicativos de la todavía reducida integración de los sistemas financieros europeos.

En este artículo se analizan los cambios que se han producido en los flujos financieros de la economía española en los últimos quince años, utilizando para ello las Cuentas Financieras que publica anualmente el Banco de España. El objetivo principal del artículo es, no obstante, determinar la incidencia de tales cambios sobre las entidades bancarias y, más concretamente, si dicho proceso ha condicionado los flujos de crédito. No en vano, una de las cuestiones relacionadas con la actividad bancaria que ha sido objeto de discusión en los últimos años ha sido la del declive de la banca tradicional, entendiendo como tal la pérdida de peso de las entidades bancarias —bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito— tanto en la captación de fondos como en la financiación de la economía.

II. CAMBIOS EN LOS FLUJOS FINANCIEROS 1985-1998

Lo primero que llama la atención cuando se analizan los flujos financieros de la economía española en los últimos tres lustros es, precisamente, el significativo crecimiento de la actividad financiera en dicho período. Baste señalar en este sentido que los activos financieros han pasado de suponer un 424 por 100 del PIB en 1985 a estar por encima del 600 por 100 en 1998 (ver gráfico 1)

El crecimiento de la actividad financiera ha sido, además, una constante a lo largo del período objeto de estudio. De hecho, únicamente en los años 1986 y 1994 tuvo lugar un retroceso en la participación de los flujos financieros en el PIB, imputable en ambos casos básicamente al comportamiento del sector exterior. Así, en 1986, y en un claro contexto de depreciación del tipo de cambio de la peseta, los agentes económicos cancelaron de forma generalizada sus niveles de endeudamiento frente al exterior, provocando la consiguiente disminución en el grado de profundidad financiera. La crisis que registró el mercado de deuda pública español en 1994 y la salida del mismo de buena parte de los inversores extranjeros puede considerarse, a su vez, el principal factor explicativo de la caída en cerca de seis puntos porcentuales del PIB de la actividad financiera en dicho año.

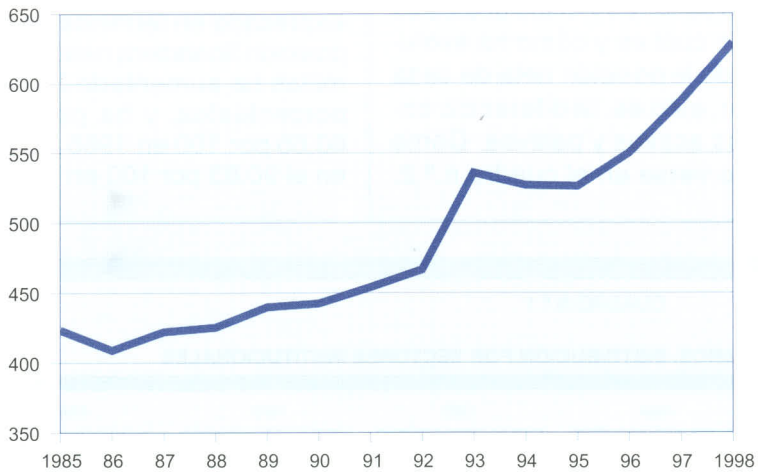
La creciente profundidad financiera de la economía española no hace sino reflejar factores tales como la apertura al exterior, el desarrollo de nuevos mercados (como el de deuda pública) y la reforma y modernización de algunos de los mercados ya existentes (como el bursátil). En última instancia, el mayor peso de lo financiero pone de manifiesto el mayor grado de desarrollo económico alcanzado por la economía española en las últimas décadas.

1. Los sectores institucionales

El peso de los diferentes sectores institucionales en los flujos financieros ha experimentado también cambios significativos desde 1985 (cuadro n.º 1). En sintonía con la progresiva apertura al exterior de la economía española, la participación del sector exterior ha experimentado un fuerte crecimiento, suponiendo en la actualidad el 14 por 100 de los activos y el 11 por 100 de los pasivos financieros, prácticamente el doble de su peso en 1985. No ha de sorprender además que el mayor ritmo de aumento tuviera lugar en los primeros años noventa, coincidiendo con la eliminación de los obstáculos a la libre circulación de capitales y la incorporación de España a la disciplina del Sistema Monetario Europeo.

El sector de las empresas de seguros, que incluye los fondos de pensiones, ha incrementado

GRÁFICO 1
ACTIVOS FINANCIEROS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN PORCENTAJE DEL PIB (1985-1998)



Fuente: BANCO DE ESPAÑA, *Cuentas financieras de la economía española.*

también sensiblemente su participación en los flujos financieros de la economía española, si bien su importancia relativa sigue siendo muy reducida, en torno al 4 por 100 de los activos y pasivos financieros. Esta ganancia se explica fundamentalmente por el desarrollo de los fondos de pensiones a medida que ha ido aumentando el nivel de formación de los ahorradores españoles en un contexto caracterizado por la existencia de dudas respecto a la capacidad de los sistemas públicos de previsión social para asegurar los actuales niveles de cobertura de las pensiones.

La importancia relativa de las administraciones públicas muestra un comportamiento muy dispar según cual sea el lado del balance que se analice. Así, su peso en los activos financieros ha experimentado una sensible y, tan o más importante, continuada disminución hasta situarse en 1998 en el 3,8 por 100 del total, dos puntos menos que en 1985. Su participación en los pasivos en la actualidad (12,09 por 100) es, en cambio, prácticamente idéntica a la que ostentaba en 1985 (12,03) si bien su perfil temporal dista de ser uniforme. De hecho, las necesidades financieras de las administraciones públicas y, con ello, su peso en los pasivos financieros, registraron un continuo crecimiento en la primera mitad de los noventa, llegando a suponer el 14 por 100 del total de pasivos. Únicamente, pues, en los años más recientes y en un contexto de clara reducción del déficit público, el peso financiero del sector público ha tendido a disminuir.

El resto de sectores institucionales de la economía española ha perdido peso relativo en los flujos financieros. Merece la pena destacar el retroceso del sector de las instituciones de crédito (casi cinco puntos porcentuales en los activos y dos puntos en los pasivos) si bien continúa siendo el sector más importante en términos relativos, absorbiendo en torno al 40 por 100 de los activos y pasivos financieros de la economía española. Este ligero avance de la desintermediación financiera es más evidente si se tiene en cuenta que el grupo de instituciones de crédito engloba a las instituciones de inversión colectiva, las cuales han tenido un crecimiento espectacular en los últimos años. Volveremos sobre esta cuestión más adelante.

Las empresas no financieras han perdido también importancia relativa, muy especialmente desde la perspectiva de los pasivos, en donde su participación se sitúa en la actualidad en el 23 por 100, cuatro puntos menos que la que ostentaba en 1985. Este retroceso se explica fundamentalmente por el comportamiento de las administraciones públicas que, como ya se ha señalado, han mostrado hasta fechas recientes unas elevadas necesidades de financiación. La relevancia de las empresas en los activos es lógicamente inferior —el 15 por 100 del total— dado el carácter netamente demandante de recursos que caracteriza a las empresas. Su participación muestra, además, un claro perfil cíclico, aumentando en los períodos de crecimiento económico —y, por tanto, de recuperación de los beneficios empresariales— y empeorando en las etapas de recesión y crisis económica.

Las familias han experimentado una ligera pérdida —en torno a los dos puntos porcentuales— a medida que se ha intensificado la apertura al exterior de la economía española. Esta relativa estabilidad esconde una radical transformación en la composición de su cartera de activos,

siendo uno de los cambios más significativos, si bien no el único, la pérdida de importancia de los activos financieros frente a las entidades de depósito. No se alterado, por otra parte, el diferencial de cerca de casi 14 puntos porcentuales existente entre su peso en los activos (24 por 100) y su participación, mucho menor, en el pasivo (10 por 100).

2. Cambios en la posición neta

Otra forma de analizar la importancia financiera de los diferentes sectores institucionales es viendo cuál es y cómo ha evolucionado la posición neta de cada sector, esto es, la diferencia entre sus activos y pasivos. Como puede verse en el cuadro n.º 2, los dos grandes sectores ahorradores de la economía española —las familias y el sector exterior— han incrementado considerablemente su grado de protagonismo en los últimos años. Expresado en términos de PIB, la posición financiera neta de las familias ha aumentado 30 puntos porcentuales, y ha pasado del 60,65 por 100 en 1985 a situarse en el 90,83 por 100 en 1998. Es-

CUADRO N.º 1

ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS. DISTRIBUCIÓN POR SECTORES INSTITUCIONALES

	1985	*1990*	*1995*	*1998*
ACTIVOS				
Instituciones de crédito	43,03	41,58	41,42	38,79
Empresas de seguros	1,00	2,13	3,24	3,77
Administraciones públicas	5,75	4,10	3,96	3,77
Empresas no financieras	15,69	17,01	14,07	14,88
Familias e ipsfl	26,86	26,68	24,79	24,63
Sector exterior	7,67	8,49	12,53	14,15
TOTAL	100,00	100,00	100,00	100,00
PASIVOS				
Instituciones de crédito	41,97	40,68	40,70	39,82
Empresas de seguros	1,06	2,38	3,43	3,89
Administraciones públicas	12,13	11,55	13,95	12,09
Empresas no financieras	26,73	26,04	22,06	23,09
Familias e ipsfl	12,53	13,52	10,92	10,20
Sector exterior	5,58	5,83	8,94	10,91
TOTAL	100,00	100,00	100,00	100,00

Fuente: Banco de España, *Cuentas financieras de la economía española.*

CUADRO N.º 2

POSICIÓN FINANCIERA NETA DE LOS SECTORES INSTITUCIONALES
(En porcentaje del PIB)

	1985	*1990*	*1995*	*1998*
Instituciones de crédito	4,48	3,96	3,76	–6,50
Empresas de seguros	–0,23	–1,11	–0,99	–0,71
Administraciones públicas	–26,99	–32,94	–52,58	–52,35
Empresas no financieras	–46,77	–39,91	–42,04	–51,65
Familias e ipsfl	60,65	58,21	72,98	90,83
Sector exterior	8,87	11,79	18,87	20,39

Fuente: Banco de España, *Cuentas financieras de la economía española.*

ta mayor capacidad de ahorro de las familias debe imputarse principalmente al crecimiento de la renta per cápita, pero ha sido impulsada también por el propio desarrollo del sistema financiero y la creciente disponiblidad de alternativas de colocación del ahorro más atractivas y variadas.

El sector exterior, el otro sector financiador de la economía española, ha experimentado también un fuerte aumento en su posición financiera neta, que prácticamente se ha triplicado en los últimos quince años (del 8,9 por 100 del PIB en 1985 al 20,39 en 1998). Esta creciente presencia del sector exterior, ya detectada en el apartado anterior, refleja el mayor atractivo que la economía española ofrece a los inversores extranjeros en un contexto de creciente integración económica, estabilización cambiaria y modernización de los mercados financieros organizados. Nótese en este sentido que la mayor parte de la financiación recibida del exterior se ha instrumentado en títulos de renta fija y variable, si bien la concesión de créditos sigue ostentando una posición dominante.

Las administraciones públicas y las empresas no financieras han sido, lógicamente, los destinatarios de los recursos generados por las familias y el sector exterior. Merece la pena destacar la creciente absorción de recursos por parte de las administraciones públicas, cuya importancia relativa se ha duplicado en los últimos quince años (del 27 por 100 del PIB al 52 por 100). Más aún, desde 1994 el sector público se ha convertido en el principal demandante de recursos financieros de la economía española superando incluso a las empresas no financieras. Estas últimas han registrado una evolución más regular y su posición financiera representa en la actualidad el 51,65 del PIB, cinco puntos tan solo superior a la que ostentaba en 1985. No parece, pues, exagerado hablar de la existencia de un efecto desplazamiento del sector privado por el público a causa de las crecientes necesidades de financiación que han mostrado las administraciones públicas hasta fechas recientes.

Los sectores propiamente financieros, esto es, instituciones de crédito y empresas de seguros, tienen una importancia muy reducida en términos de posición financiera dada precisamente su función de intermediarios entre los demás sectores de la economía. Hay que destacar con todo el cambio registrado en el sector de instituciones de crédito, que ha pasado de tener un signo positivo (4,48 puntos sobre el PIB en 1985) a presentar uno negativo en 1998 (–6,5 por 100 puntos del PIB).

3. Cambios en la composición por instrumentos

La información contenida en el cuadro n.º 3 permite completar el análisis de los flujos financieros realizado en los apartados anteriores. Tres son en este sentido los cambios fundamentales que han tenido lugar desde la perspectiva de los instrumentos financieros. El primero de ellos es el fuerte retroceso del crédito, hasta el punto de que ha dejado de ser el principal instrumento de financiación de la economía española. De hecho, los créditos suponen en la actualidad únicamente el 25,1 por cien de los activos financieros de la economía española, quince puntos porcentuales por debajo de la posición que ostentaban en 1985. Como contrapartida, los activos financieros instrumentados en forma

CUADRO N.º 3

ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS. COMPOSICIÓN POR INSTRUMENTOS

	1985	*1990*	*1995*	*1998*
Oro y posición organismos internacionales	0,37	0,49	0,37	0,25
Efectivo y depósitos transferibles	10,51	10,74	7,43	7,83
Otros depósitos	25,30	26,36	30,95	25,02
Valores a corto plazo	4,72	6,45	3,65	2,25
Obligaciones	4,39	4,68	8,63	10,27
Valores de renta variable	7,26	10,34	12,81	20,98
Créditos	39,85	32,18	28,00	25,11
Reservas técnicas de seguros	0,94	2,57	3,39	3,74
Otros	6,7	6,2	4,8	4,5

Fuente: Banco de España, *Cuentas financieras de la economía española.*

de valores negociables han pasado de representar el 16,37 por cien del total de activos a suponer el 33,30 por cien en 1998, una ganancia, pues, de 17 puntos porcentuales que coincide prácticamente con el retroceso que ha registrado el crédito.

La mayor parte del avance de los valores negociables se explica por el comportamiento de los títulos de renta variable, que han triplicado su importancia relativa en los últimos quince años (del 7,26 por 100 en 1985 al 20,98 en 1998) gracias tanto a la ganancia de peso de las acciones —debido no tanto a una mayor presencia del capital social de las empresas como a la revalorización de las cotizaciones— como a la ya comentada espectacular expansión de los fondos de inversión. Recuérdese que éstos últimos, al no tener garantizada de antemano ninguna rentabilidad, son considerados valores de renta variable en las cuentas financieras. Las obligaciones han registrado asimismo una significativa y progresiva expansión impulsadas por los cambios en la fiscalidad introducidos a principios de los noventa que hicieron mucho más atractivos tales títulos a los inversores no residentes. Los títulos a corto plazo, por el contrario, y tras registrar un crecimiento sostenido en la segunda mitad de los años ochenta, han experimentado un sensible retroceso en la década de los noventa, en un contexto de caída de los tipos de interés y dada la necesidad de situar los tipos españoles en niveles semejantes a los vigentes en los principales países europeos.

El efectivo y los depósitos, el tercer gran instrumento financiero de la economía española, ha mostrado una tendencia ligeramente alcista hasta 1995, gracias básicamente al aumento de los denominados otros depósitos —depósitos de ahorro, depósitos a plazo y cesiones temporales de activos— y pese a la caída que experimentan los depósitos más líquidos, los transferibles. En los últimos años, la ya comentada tendencia a la baja de los tipos de interés disminuyó el atractivo de los depósitos a plazo e incentivó el trasvase masivo de recursos hacia las participaciones en los fondos de inversión dados su mayor rentabilidad y mejor trato fiscal.

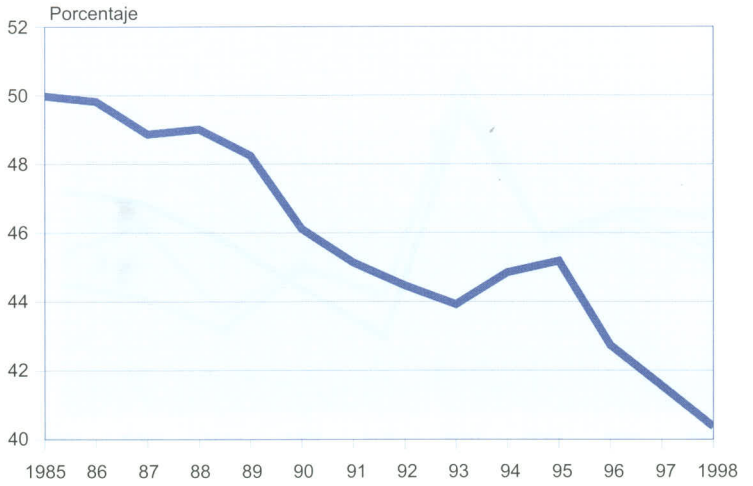
III. EL IMPACTO DE LA DESINTERMEDIACIÓN SOBRE LA ACTIVIDAD BANCARIA

El fuerte retroceso del crédito y el correlativo avance de los valores negociables permiten hablar de la existencia de un claro proceso de desintermediación financiera, entendiendo como tal el proceso por el cual los demandantes de financiación tienden a sustituir la financiación crediticia por el recurso directo a los ahorradores últimos de la economía mediante la emisión de títulos en los mercados. Cabe, pues, preguntarse qué efectos ha generado la desintermediación sobre las entidades bancarias. Uno de ellos es que las ha obligado a vincular la remuneración de los depósitos a las ofrecidas por los mercados en un intento de evitar la pérdida de clientes. Esta situación no sólo ha encarecido el coste de los recursos sino que ha aumentado el grado de complejidad de la gestión del pasivo bancario en la medida en que incrementa significativamente el riesgo de tipos de interés soportado por las entidades bancarias. Nos interesa más, sin embargo, determinar si se ha traducido también en una perdida de importancia de las entidades bancarias en los flujos financieros de la economía española.

Una forma de intentar responder a esta cuestión la proporciona el gráfico 2, en el cual se muestra la evolución a lo largo del tiempo de los activos de los sectores institucionales frente al sistema bancario. Otra forma alternativa es comparar las tasas de crecimiento de los activos/pasivos financieros con las alcanzadas por los activos y pasivos bancarios (gráfico 3). Ambos indicadores muestran un retroceso en el volumen de recursos intermediado por las entidades bancarias, si bien dicha pérdida es sensiblemente menor que la observada en términos de instrumentos financieros. Así, la *ratio* pasivos bancarios/activos ha caído 10 puntos porcentuales en los últimos quince años frente a los 18 en que ha disminuido el peso de los depósitos y del crédito en los instrumentos financieros. La comparación de las tasas de variación de los activos y pasivos financieros con las de los activos y pasivos bancarios muestra la existencia de un claro paralelismo entre ambas tasas hasta el año 1995, momento a partir del cual la tasa de variación de los activos de la economía española supera ampliamente a la de los activos y pasivos bancarios. Todo parece indicar, pues, que las entidades bancarias han perdido ciertamente peso específico, pero han mantenido pese a todo un notable ritmo de crecimiento.

Uno de los principales factores explicativos de la pérdida de importancia de las entidades bancarias ha sido el espectacular cambio en la composición de la cartera de activos de las familias que ha tenido lugar en los últimos quince años. Así, y como puede observarse en el cuadro número 4, los depósitos han pasado de suponer el 65,43 por 100 del total de los activos de las familias en 1985 a representar el 40,91 por 100 en 1998. Una caí-

GRÁFICO 2
INTERMEDIACIÓN BANCARIA (PASIVOS DEL SISTEMA BANCARIO/ACTIVOS RESTO SECTORES RESIDENTES)



Fuente: BANCO DE ESPAÑA, *Cuentas financieras de la economía española.*

da de casi 25 puntos que justifica que pueda hablarse de cambio estructural.

El principal causante de esta pérdida de importancia de los activos bancarios ha sido el crecimiento espectacular que han experimentado los fondos de inversión. Baste señalar que a mediados de 1999 el patrimonio de los fondos de inversión ascendía a 31 billones de pesetas, cifra equivalente al 35 por 100 del PIB, cuando a finales de 1990 apenas alcanzaba el billón de pesetas. El número de partícipes ha crecido también de forma significativa y supera ya los 6 millones de titulares. Los fondos de pensiones, que gestionan en la actualidad un patrimonio cercano a los 3 billones de pesetas, y la inversión bursátil, han sido otros de los focos de atracción del ahorro de las familias españolas en los últimos años.

El crecimiento de los fondos de inversión se explica por un conjunto de factores de muy distinta índole. Cabe señalar, en primer lugar, las ventajas fiscales otorgadas a principios de los noventa por el legislador a dichos instrumentos financieros. De hecho, España puede considerarse un ejemplo paradigmático de la discriminación fiscal que sufren los productos de pasivo emitidos por las entidades bancarias. La Administración justificó la concesión de tales ventajas fiscales por la necesidad, en un contexto de libertad de movimientos de capital, de evitar una deslocalización geográfica de los recursos financieros, con lo que ello implicaría de mayores dificultades para el control monetario. No es menos cierto que la propia Administración fue la primera interesada en la potenciación de los fondos, ya que ello le ha permitido contar con un demandante

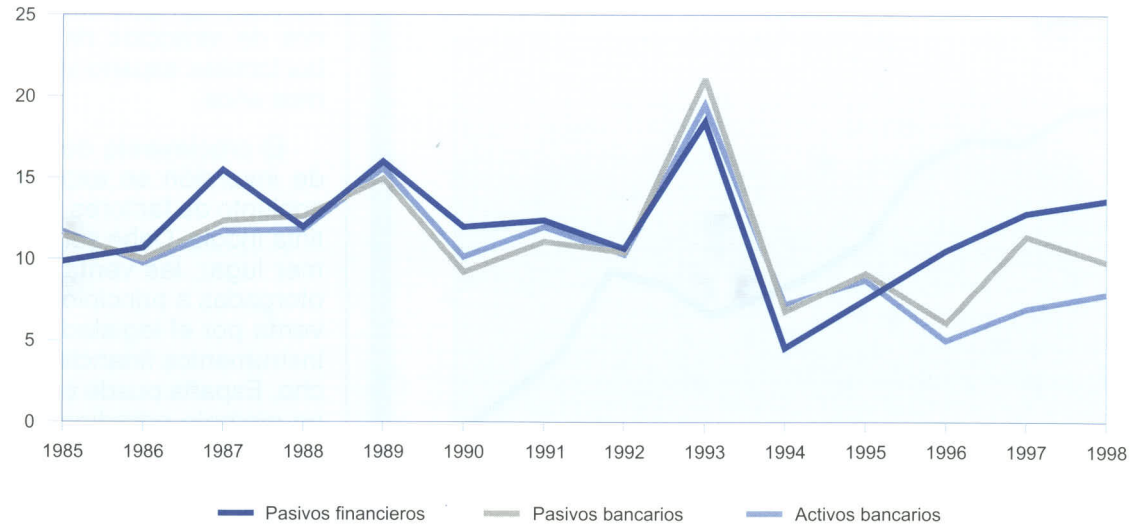
CUADRO N.º 4

ACTIVOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS E IPSFL. COMPOSICIÓN POR INSTRUMENTOS

	1985	*1990*	*1995*	*1998*
Efectivo y depósitos transferibles	13,41	15,89	13,95	11,59
Otros depósitos	52,02	45,36	43,21	29,32
Valores a corto plazo	1,86	4,20	1,78	0,40
Obligaciones	6,54	2,97	2,55	1,22
Valores de renta variable	12,35	14,61	19,97	40,47
Acciones	12,00	12,95	8,25	18,09
Participaciones en fondos de inversión	0,36	1,66	11,72	22,38
Créditos	9,23	6,28	5,12	1,95
Reservas técnicas de seguros	2,13	7,68	11,50	13,34
Otros	2,48	3,02	1,91	1,71

Fuente: Banco de España, *Cuentas financieras de la economía española.*

GRÁFICO 3
PASIVOS FINANCIEROS Y BANCARIOS. TASA DE CRECIMIENTO ANUAL



Fuente: BANCO DE ESPAÑA, *Cuentas financieras de la economía española.*

natural de títulos de deuda pública que le facilitaba la cobertura de sus crecientes necesidades de financiación.

La caída en los tipos de interés y la consiguiente menor rentabilidad de los depósitos bancarios tradicionales puede considerarse otro de los factores que han impulsado el auge de los fondos de inversión. A título de ejemplo, cabe recordar que mientras que en 1993 el tipo de interés de un depósito a plazo de un año estaba en torno al 7,5 por 100, a finales de 1998 su retribución era de poco más del 3 por 100. No ha de extrañar, pues, la existencia de una clara correlación entre la evolución de los tipos de interés y la expansión de los fondos, y que haya sido precisamente en los últimos años, en los que el descenso de los tipos de interés ha sido más pronunciado, cuando las participaciones en fondos de inversión han registrado los mayores ritmos de avance.

Al margen de los factores citados, la evolución señalada refleja una tendencia común a los países más desarrollados, cual es la creciente importancia de la inversión institucional —de la cual seguros, fondos de pensiones y fondos de inversión constituyen sus manifestaciones más conocidas. La universalidad de esta tendencia no significa, sin embargo, que el comportamiento de los ahorradores sea homogéneo en todos los países. Así, y a tenor del volumen de recursos gestionados por tales instituciones, es posible diferenciar tres grupos de países claramente definidos. En primer lugar, el formado por Estados Unidos, Reino Unido, Holanda y Suiza, en donde su nivel se acerca o supera al del PIB respectivo. Un segundo grupo incluiría países tales como Japón y Suecia, en los que los fondos se sitúan en torno al 50 por 100 del PIB. Finalmente, se encontrarían los países europeos continentales, en donde la importancia y el desarrollo de la inversión colectiva es todavía reducida, si bien, como ya se ha dicho, ha experimentado un crecimiento significativo en los últimos años.

Interesa, asimismo, resaltar que las entidades bancarias, tradicionalmente poco dispuestas a colaborar en el desarrollo de productos que implicaran una competencia para sus propios pasivos, han contribuido también al éxito de los fondos al comercializarlos de forma masiva a través de su amplia red de sucursales. Estaríamos, pues, ante lo que algunos autores han denominado «desintermediación vinculada», esto es, promovida por las propias instituciones bancarias. Con esta política, bancos y cajas de ahorros han intentado, en primer

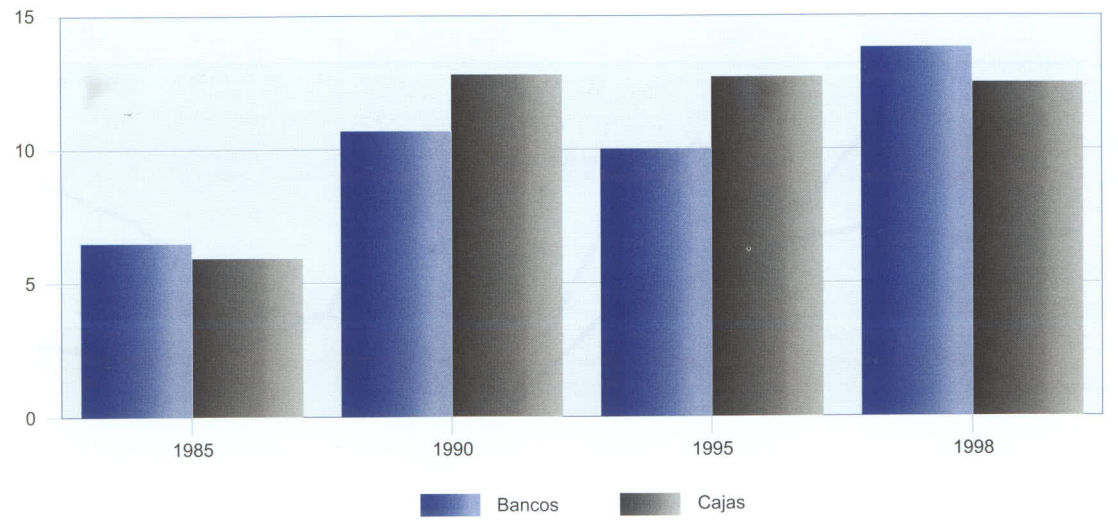
lugar, evitar una pérdida significativa de sus recursos. En otras palabras, ante la competencia ejercida por los productos de inversión colectiva y dados los pocos instrumentos fiscales y de tipos de interés para competir de que disponen, las entidades bancarias han optado por ofrecer a su clientela productos desintermediados para poder así captar los recursos necesarios con los que financiar la actividad crediticia. Esta estrategia garantiza además a las instituciones bancarias unos crecientes ingresos a través de las comisiones cobradas por la gestión y comercialización de los fondos de inversión, con el consiguiente efecto positivo sobre el margen ordinario. Nótese, por último, que las ventajas fiscales antes mencionadas, y en especial las aprobadas en 1991, que vinculan la reducción de la tributación al número de años de permanencia, incentivan la fidelidad de la clientela y suponen, por tanto, una especie de mercado cautivo para las entidades bancarias. Se comprende así que las gestoras vinculadas a bancos y cajas de ahorros controlen el 92 por 100 del patrimonio de los fondos de inversión.

La estrategia de «intermediar la desintermediación» ha modificado sustancialmente la estructura del pasivo bancario y explica el peso creciente que en el mismo han adquirido las cesiones temporales de activos, esto es, la colocación entre el público y, especialmente en los propios fondos de inversión, de una parte de su cartera de activos, fundamentalmente, títulos de deuda pública. Como puede verse en el gráfico 4, el peso de esta partida en el pasivo de las entidades bancarias casi se ha triplicado en el período 1985-1998, suponiendo en la actualidad el 13 por 100 del total. Nótese además que en la actualidad, y pese a que las cajas de ahorros han sido las entidades que hasta fechas recientes más han utilizado esta vía de captación de recursos, el peso de esta partida en el balance de los bancos es superior al que ostenta en el de las cajas de ahorros.

IV. DESINTERMEDIACIÓN Y FLUJOS CREDITICIOS

Al potenciar la sustitución de sus propios depósitos por participaciones en fondos de inversión, las entidades han desplazado fuera del balance un volumen importante del pasivo bancario tradicional, lo cual puede generar problemas de falta de recursos para financiar la actividad crediticia. Esto, se ha argumentado, sería especialmente grave en un país en el que la mayoría de empresas no tienen el tamaño suficiente para poderse plantear

GRÁFICO 4
CESIONES TEMPORALES SOBRE PASIVOS



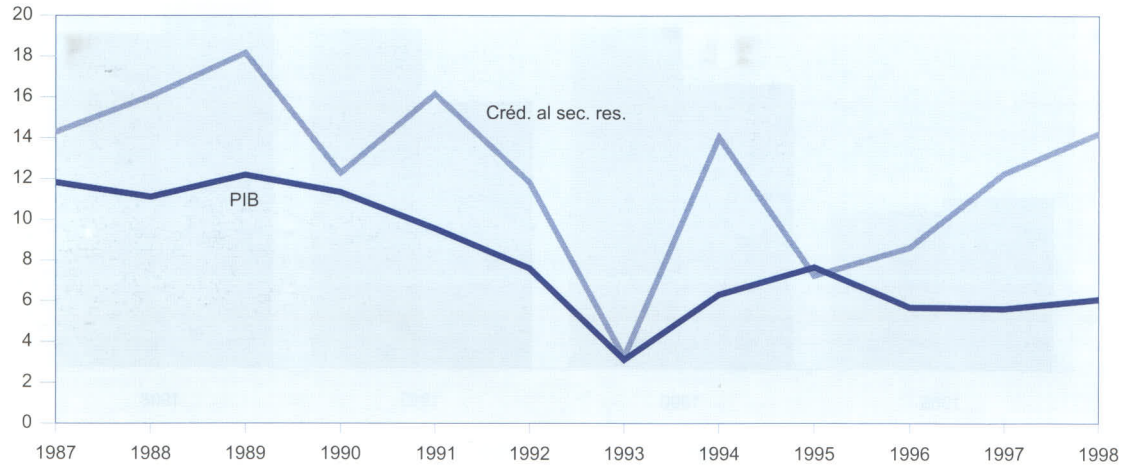
Fuente: BANCO DE ESPAÑA, *Boletín estadístico.*

alternativas de obtención de recursos distintas al crédito. Más aún, si como ha ocurrido hasta fechas recientes los títulos emitidos por el sector público han sido el destino principal de los recursos captados por los fondos de inversión. Ciertamente, y como ya se ha comentado, una parte de los recursos canalizados hacia los fondos de inversión vuelve a los balances bancarios a través de las cesiones temporales de activos que dichas entidades ceden a las propias instituciones de inversión colectiva. No es menos cierto que el auge espectacular de los fondos de inversión está provocando una disminución del pasivo invertible de las entidades de depósito.

Una forma de intentar aproximar el impacto de los fondos de inversión sobre los flujos crediticios es, como se hace en el gráfico 5, observar el comportamiento de las tasas de variación del crédito en anteriores ciclos expansivos y comparar sus registros con los alcanzados en la actual fase expansiva. Dos hechos merecen ser destacados en este sentido. El primero de ellos es la caída del ritmo de crecimiento del crédito en 1989, que cabe atribuir no tanto a un retroceso sustancial de la actividad económica como a los límites a la expansión del crédito impuestos por las autoridades para frenar la demanda interna y evitar así el recalentamiento de la economía española, y dada la elevada insensibilidad al precio que mostraban los demandantes de financiación españoles. El segundo, es el elevado ritmo de crecimiento que el crédito ha mostrado en la segunda mitad de los noventa, favorecido por la caída de los tipos de interés y el mantenimiento de notables tasas de crecimiento del PIB. Ciertamente, la tasa de variación promedio del crédito en los últimos años ha sido inferior a la registrada en el anterior ciclo expansivo, lo cual, y dado el marcado comportamiento procíclico de la actividad crediticia, cabe imputar a la menor intensidad del crecimiento económico. En definitiva, no parece que el auge de los fondos de inversión haya afectado sustancialmente a la actividad crediticia.

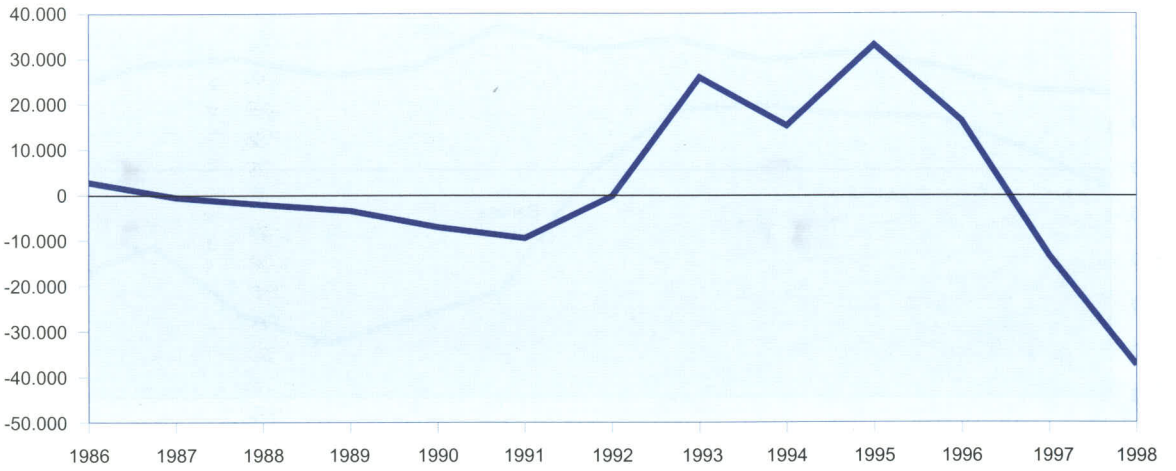
Esta constatación no permite, sin embargo, descartar que las entidades financieras hayan experimentado tensiones de liquidez y, por lo tanto, dificultades para satisfacer la pujanza de la demanda de crédito. De hecho, y según la información suministrada por el Banco de España, en los últimos quince años la *ratio* crédito/depósitos de clientes se ha mantenido en valores próximos a la unidad. Más aún, a partir de 1996 el volumen de crédito concedido por las entidades de depósito ha superado el volumen de recursos captados mediante depósitos, de tal forma que a finales de 1998 existe una brecha

GRÁFICO 5
PIB Y CRÉDITOS DEL SISTEMA BANCARIO AL SECTOR PRIVADO (TASA DE CRECIMIENTO ANUAL)



Fuente: BANCO DE ESPAÑA, *Boletín estadístico*.

GRÁFICO 6
POSICIÓN NETA DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO ESPAÑOLAS CON ENTIDADES DE CRÉDITO NO RESIDENTES
(Millones euros)



Fuente: BANCO DE ESPAÑA, *Boletín estadístico*.

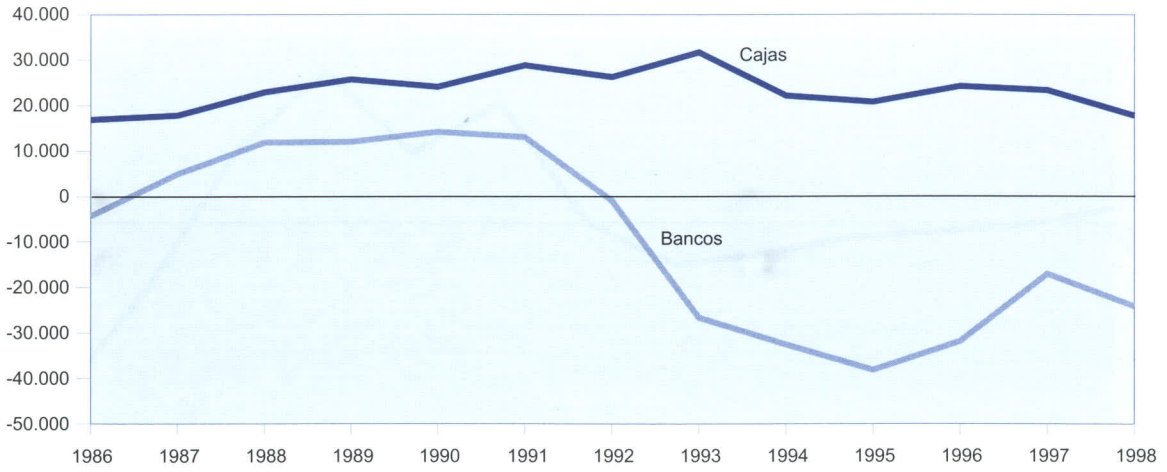
entre la inversión crediticia y los depósitos de clientes de cerca de 40.000 millones de euros.

Esta situación ha obligado a las entidades de depósito a buscar nuevas fuentes de financiación, siendo una de ellas el recurso a la financiación exterior. En este sentido, el gráfico 6 refleja la evolución del grado de endeudamiento de las entidades de depósito españolas en los últimos quince años. Dos son las conclusiones principales que se derivan del citado gráfico. La primera es que en los dos últimos períodos expansivos de la economía española —1985 a 1990 y 1995 en adelante— las entidades de depósito españolas han tenido que recurrir al crédito exterior para hacer frente al crecimiento de la demanda de crédito. La segunda, tan o más importante, es la mayor intensidad del proceso en los últimos años. Nótese que en tan sólo tres años las entidades bancarias españolas han pasado a tener una posición acreedora neta frente a las entidades de crédito no residentes cercana los 30.000 millones de euros a presentar un saldo deudor por encima de los 40.000 millones de euros. No ha de sorprender, pues, que el Banco de España haya explicitado públicamente su preocupación por los, a su juicio, excesivos niveles de endeudamiento frente al exterior que están asumiendo las entidades de depósito españolas.

El recurso al mercado interbancario interior ha sido otra de las vías de generación de liquidez utilizadas en los últimos años. Esta fórmula, como puede verse en el gráfico 7, ha sido especialmente utilizada por los bancos. Las cajas, por el contrario, han mantenido una posición acreedora en todo el período objeto de estudio, si bien se constata una ligera disminución de sus saldos en los últimos años, en los que, como ya se ha comentado, se han producido simultáneamente un claro estancamiento de los depósitos y una intensificación de la demanda de crédito por parte del sector privado.

Todo parece indicar, pues, que las entidades bancarias españolas se enfrentan a un claro dilema. Ante la competencia ejercida por los productos desintermediados, y dadas las escasas fórmulas para competir de que disponen, han optado por fomentar tales productos trasvasando parte de su pasivo tradicional a las instituciones de inversión colectiva. Hasta la fecha no parece que esta política haya provocado un retroceso sustancial de la actividad crediticia ya que las entidades bancarias han podido recurrir a fuentes alternativas de generación de liquidez. Cabe cuestionarse si esta política se puede mantener a medio plazo.

GRÁFICO 7
POSICIÓN NETA DE BANCOS Y CAJAS FRENTE AL SISTEMA CREDITICIO
(Millones euros)



Fuente: BANCO DE ESPAÑA, *Boletín estadístico*.

En todo caso, y si se acepta que el desarrollo de la inversión colectiva es ya un proceso irreversible, cabe plantearse si tiene sentido mantener las diferencias en el trato fiscal de los diferentes productos de colocación del ahorro y si no sería más racional que la elección entre unas y otras alternativas se basara exclusivamente en el binomio riesgo/rentabilidad.

V. CONCLUSIONES

En los últimos quince años, los flujos financieros de la economía española han experimentado sensibles cambios, siendo precisamente el primero de ellos el intenso crecimiento de la actividad financiera, impulsado, entre otros factores, por el propio proceso de desarrollo económico y la liberalización de la actividad financiera. La progresiva apertura al exterior y la eliminación de las trabas a los movimientos de capital explican, a su vez, el cada vez mayor protagonismo del sector exterior en los flujos financieros de la economía española. Merece la pena destacar también la creciente, al menos hasta fechas recientes, importancia de las administraciones públicas, que se han convertido en el principal demandante de recursos de la economía española, por encima incluso de las empresas no financieras.

El cambio más significativo acaecido en los últimos tres lustros ha sido, sin embargo, la existencia de un claro proceso de desintermediación financiera, entendiendo como tal el proceso por el cual los demandantes de financiación tienden a apelar directamente a los ahorradores últimos de la economía mediante la emisión de títulos en los mercados financieros. De la intensidad del proceso da una idea el hecho de que el crédito ha dejado de ser el principal instrumento de financiación de la economía española, lugar éste que ha pasado a ser ocupado por los valores negociables.

El proceso de desintermediación ha modificado radicalmente la composición de la cartera de activos de las familias y, más concretamente, ha impulsado una caída sustancial de los activos de éstas frente al sistema bancario. Baste señalar que los depósitos bancarios han perdido 25 puntos porcentuales de importancia relativa, prácticamente los mismos que han ganado las participaciones en fondos de inversión en la cartera de activos de las familias españolas.

En sintonía con lo que se acaba de comentar, la desintermediación ha provocado también una pérdida de importancia de las entidades de depósito en los flujos financieros de la economía española, si bien de una cuantía

menor a la que cabría esperar a la vista del auge espectacular de la inversión colectiva. De hecho, y de forma aparentemente paradójica, las entidades bancarias han contribuido decisivamente al éxito de los fondos de inversión, distribuyéndolos de forma masiva a través de su red de sucursales. Con esta política, que ha alterado sensiblemente la estructura de su pasivo, las instituciones bancarias no han hecho sino intentar evitar una pérdida masiva de sus recursos al tiempo que se aseguraban una fuente de ingresos con la que compensar la caída de sus márgenes de intermediación.

La principal cuestión de política económica que plantea el desarrollo de la inversión colectiva y su potenciación por las entidades bancarias no es otra que su posible incidencia sobre la actividad crediticia. Esta cuestión es aún más relevante si se recuerda que, al menos hasta fechas recientes, la mayor parte del patrimonio de los fondos de inversión está formado por títulos de deuda pública, y no cabe hablar, por tanto, de un mero proceso de sustitución de financiación bancaria por el recurso al mercado por parte de las empresas.

Es difícil, sin embargo, precisar la influencia sobre la inversión crediticia ejercida por el desarrollo de los fondos de inversión. El elevado ritmo de expansión que el crédito al sector privado ha mostrado en la segunda mitad de los noventa sugiere que las entidades bancarias han sido capaces de satisfacer la demanda creciente de financiación recurriendo a fuentes de generación de liquidez alternativas a los depósitos, tales como la financiación exterior y el mercado interbancario.

Es más discutible que esta política se pueda mantener a medio plazo, entre otras razones por su elevado coste. Ciertamente, la reducción de las necesidades de financiación del sector público impulsará —ya lo está haciendo— una mayor presencia de títulos de renta variable en la cartera de activos de los fondos de inversión, aumentando así los flujos de financiación disponibles para las empresas. Cabe recordar, no obstante que la mayor parte del tejido productivo de la economía española no dispone del tamaño suficiente para poder plantear la financiación vía mercado. En última instancia, no parece que las entidades bancarias dispongan de muchas alternativas si se mantienen las diferencias en la fiscalidad de los productos financieros. En este contexto cabe enmarcar la reciente reforma y la mejora del trato fiscal de los depósitos a plazo.

BIBLIOGRAFÍA

CONTRERAS, Carlos (1993), «Un balance de la guerra de los fondos de inversión», *Papeles de Economía Española*, n.º 54.

EDWARDS, Franklin, y MISHKIN, Frederic (1995), «El declive de la banca tradicional: implicaciones para la estabilidad financiera y la política de regulación», *Moneda y Crédito*, n.º 200.

FREIXAS, Xavier (1996), *Los límites de la competencia en la banca española*, Fundación BBV.

GARCÍA VAQUERO, Víctor (1999), «El auge de los fondos de inversión: causas, implicaciones y perspectivas», Banco de España, *Boletín Económico*, julio-agosto

— (2000), «La nueva fiscalidad de los instrumentos financieros: efectos iniciales sobre el ahorro y los mercados financieros», Banco de España, *Boletín Económico*, febrero.

GONZÁLEZ MOSQUERA, Luis (1995), «Los fondos de inversión y sus implicaciones para las entidades de crédito», Banco de España, *Boletín Económico*, julio-agosto.

GUAL, Jordi (1994), *La racionalización del sector bancario en España*, Fundación BBV.

ONTIVEROS, Emilio, y VALERO, Francisco (1999), «Sistema financiero: cambios estructurales e institucionales» en GARCÍA DELGADO, José Luis (director), *España, economía: ante el siglo XXI*, Ed. Espasa Calpe, Madrid.

RODRÍGUEZ, Francisco, y CARBÓ, Santiago (1999), «La actividad crediticia en España (1992-1998). El papel de las cajas de ahorros», *Cuadernos de Información Económica*, n.º 144/145

SERVICIO DE ESTUDIOS DE LA CAIXA (1998), «Repercusiones para el sistema financiero del diferente trato fiscal dado al ahorro», *Informe Mensual*, mayo.

TORRERO, Antonio (1994), «Balance de la desregulación del sistema financiero», *Jornadas de Alicante sobre economía española.*

Resumen

En este artículo se analizan los cambios acaecidos en los flujos financieros de la economía española en los últimos quince años, utilizando para ello las Cuentas Financieras que publica el Banco de España. El objetivo principal es determinar el impacto de tales cambios sobre las entidades bancarias y, más concretamente, su incidencia sobre la actividad crediticia. La evidencia aportada pone de manifiesto que el proceso de desintermediación no se ha traducido en una reducción sustancial del crédito concedido al sector privado, si bien ha obligado a las entidades bancarias a buscar fuentes alternativas de generación de liquidez, que pueden resultar insuficientes a medio plazo.

Palabras clave: España, flujos financieros, entidades de depósito, desintermediación.

Abstract

This article analyzes the changes that have taken place in the financial flows of the Spanish economy in the last fifteen years, using for this purpose the Financial Accounts published by the Bank of Spain. The main aim is to determine the impact of such changes on the banking institutions and, more specifically, their effect on credit activity. The evidence supplied reveals that the process of disintermediation has not been reflected in a substantial reduction in the credit granted of the private sector, although it has forced the banking institutions to seek alternative sources of liquidity generation, which may prove inadequate in the medium term.

Key words: Spain, financial flows, deposit institutions, disintermediation.

JEL classification: G21, G23.