

## **«Aspectos Financieros de una Década de Crisis: la Internacionalización»**

*La insuficiencia del Ahorro interno de la Economía Española y los déficits de la Balanza de Pagos se han financiado a través de un intenso proceso de internacionalización con una entrada masiva de capital exterior, cuyas manifestaciones han sido un fuerte incremento de la presencia exterior en el capital de las empresas y el traslado de los centros de decisión fuera de las fronteras, todo ello en un entorno de mayor libertad de movimiento de capitales. La mayor fragilidad financiera de la economía y la dependencia exterior hacen necesario potenciar el ahorro interno como fuente estable de financiación de la economía.*

Espainiako Ekonomiaren barne-Aurrezkiaren eskasiak eta Pagu-Balantzaren defizitak, beroriek internazionalizatzeko prozesu bizi baten bidez finantziatu dira kanpoko kapital-sarrera masibo batekin. Eta horren seinalerik nabariena izan dira, kanpoko kapitalaren presentzia asko gehitzea enpresen kapitaletan eta erabakiak hartzeko zentruak mugaz bestaldera pasatzea, guzti hori kapital-mugimenduen askatasun handiagoko giro batean. Eta horregatik, ekonomiaren finantzatzeko oraindik ahulera handiagoak eta kanpoarekiko menpekotasunak ezinbesteko egiten dute barne-aurrezkiak sustatu beharra ekonomiaren finantzaketa-iturri egonkor bezala.

*The insufficiency of internal savings in the Spanish economy and the deficit of the balance of payments have been financed by means of a massive internationalization process with a massive influx of foreign capital, which is revealed by a sharp increase in foreign presence in corporate capital and the transfer abroad of decision-making centres, all of which takes place within a context of greater freedom in the movement of capitals. The increased financial fragility of the economy and foreign dependency make it necessary to boost internal savings as a stable source of finance for the economy.*

1. La Insuficiencia del Ahorro Interno.
2. El Recurso del Ahorro Externo: la Balanza de Capitales.
3. Las Consecuencias Financieras de un Modelo de Financiación.
4. Síntesis y Conclusiones.

#### Bibliografía

Palabras clave: Internacionalización, ahorro interno, balanza de capitales.  
Nº de clasificación JEL: E21, F21, O16

#### 1. LA INSUFICIENCIA DEL AHORRO INTERNO

La crisis económica ha puesto al descubierto un problema financiero de primer orden: la insuficiencia del ahorro interno para financiar las necesidades de inversión de la economía española. En efecto, este hecho, que se manifiesta en una creciente necesidad de financiación, se debe a la caída de la tasa de ahorro interno muy superior al descenso registrado también en la tasa de inversión.

El análisis sectorial de los flujos financieros que determinan las necesidades financieras globales pone de manifiesto que el conjunto de las Administraciones públicas presenta un Ahorro bruto del 1.1% en términos de PIB para 1992, claramente por debajo de las necesidades de formación bruta de capital. La persistencia de la crisis económica, junto con la evolución de las variables demográficas, se traduce en

unas mayores necesidades sociales (protección al desempleo, pensiones, ...) y en unos menores ingresos fiscales, que se materializan en el notable deterioro de la posición financiera del Sector Público. Como consecuencia de este deterioro, el ejercicio de 1993 se saldará con un incremento espectacular del déficit hasta alcanzar un 7.3% del PIB, según estimaciones gubernamentales. Estas estimaciones, además de poner de relieve un problema financiero de la Administración de indudable importancia, se oponen a los límites establecidos en los Acuerdos de Maastricht para la convergencia hacia la UEM.

Por su parte, la evolución del ahorro familiar presenta un perfil dispar y, en general, anticíclico: en 1992 las familias han situado su tasa de Ahorro en el 6.9% del PIB, un punto menos que el año anterior y por debajo del 8% que registraban los años 1985-86. Sin embargo, esta tasa de ahorro es algo superior a la registrada

en los años de la recuperación 87-90. Las necesidades de inversión familiares se han mantenido con altibajos en torno al 5% del PIB, de manera que el sector de familias presenta un balance positivo en términos financieros: su capacidad de financiación se sitúa al término de 1992 en el 2.3% del PIB.

Sin duda, son muchos los factores que influyen en el comportamiento del ahorro familiar: la propensión al consumo, las facilidades crediticias, el equipamiento de bienes duraderos, la fiscalidad que incentiva o penaliza el ahorro y su materialización en diferentes productos financieros, entre otros. Cabe destacar, por la novedad que incorpora en el

comportamiento financiero familiar durante el último ejercicio, el motivo precaución frente a la crisis.

En efecto, aunque no se disponen de datos fiables, todo parece indicar que el comportamiento del sector familiar en 1993 ha venido en buena parte motivado por la importancia del motivo precaución. Ante la prolongación de la crisis y las peores expectativas económicas, las familias han respondido restringiendo el consumo en mayor medida que la renta disponible, de manera que el ahorro bruto familiar se ha podido incrementar sustancialmente mejorando paralelamente la posición financiera del sector y reduciendo simultáneamente su endeudamiento.

**Cuadro n.º 1. Necesidades financieras de la economía española. Detalle por sectores**

(En % del PIB)

	1985	1988	1990	1991	1992
Ahorro nacional bruto	20,6	22,6	21,8	21,3	19,4
Administraciones Públicas	-1,4	1,8	2,1	1,0	1,1
Familias	8,1	7,1	6,9	7,9	6,9
Instituciones Financieras	2,0	1,9	2,4	2,2	2,3
Empresas no financieras	11,9	11,8	10,4	10,2	9,0
Transferencias netas de capital	0,0	0,2	0,3	0,6	0,6
Formación bruta de capital	19,2	23,7	25,5	25,1	23,3
Administraciones Públicas	3,5	3,7	5,0	5,1	4,8
Familias	4,5	5,4	5,4	5,2	4,8
Instituciones Financieras	0,5	0,5	0,8	0,8	0,7
Empresas no financieras	10,7	14,1	14,3	14,0	12,9
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación	1,4	-0,9	-3,4	-3,2	-3,3
Administraciones Públicas	-6,9	-3,3	-3,9	-4,9	-4,4
Familias	3,7	1,8	1,7	3,0	2,3
Instituciones Financieras	1,5	1,5	1,6	1,2	1,5
Empresas no financieras	3,1	-0,9	-2,8	-2,5	-2,7

Fuente: Banco de España, Informe anual 1992.

Quizá el subsector que mejor exprese, dentro del sector privado, la negativa evolución de su posición financiera ha sido el sector empresarial. En efecto, los últimos años contemplan una reducción importante de su capacidad de ahorro y, de forma paralela, un incremento sustancial de sus actividades inversoras, de manera que sus necesidades financieras netas han pasado desde una posición de práctico equilibrio en 1987 hasta un -2.7% en términos de PIB al cierre de 1992. Las causas básicas del deterioro de la posición empresarial se deben al descenso de los márgenes de negocio y a la menor actividad como consecuencia de la recesión de la demanda, por un lado, y a la rigidez de la estructura de costes, por otro. A juzgar

por los últimos datos disponibles, el deterioro de los beneficios empresariales se está desacelerando gracias a la reducción de plantillas que actúa como variable de ajuste frente a la contracción de los márgenes.

## 2. EL RECURSO AL AHORRO EXTERNO: LA BALANZA DE CAPITALES

EL conjunto de la economía española presenta un balance negativo en términos de ahorro que se expresa en unas necesidades financieras en torno al 3% del PIB durante los últimos años. Hablar

Cuadro n.º 2. Operaciones financieras con el exterior de la economía española

(En % del PIB)

Entidades	1983	1986	1989	1990	1991	1992
INSTITUC. DE CRÉDITO	-0,32	0,78	-0,08	-1,12	2,29	-0,40
Activos financieros	1,13	2,03	2,05	3,27	4,05	2,62
Pasivos financieros	1,45	1,25	2,13	4,39	1,76	3,03
EMPRESAS DE SEGURO	0,03	-0,06	0,05	-0,15	0,13	0,02
Activos financieros	0,08	0,06	0,16	0,08	0,19	0,14
Pasivos financieros	0,04	0,13	0,11	0,22	0,06	0,12
ADMINISTR. PUBLICAS	-0,55	0,62	-0,82	-0,81	-3,22	-0,47
Activos financieros	0,02	0,09	0,01	-0,03	0,02	0,01
Pasivos financieros	0,57	-0,53	0,83	0,78	3,24	0,48
EMPRESAS Y FAMILIAS	-0,67	0,39	-2,08	-1,33	-2,41	-2,44
Activos financieros	0,83	0,26	1,63	1,92	1,30	2,21
Pasivos financieros	1,50	-0,13	3,70	3,25	3,71	4,65
FINANC. EXT. RECIBIDA	1,51	-1,73	2,93	3,41	3,22	3,30
Variación neta activos	2,06	2,44	3,85	5,24	5,56	4,98
Variación neta pasivos	3,57	0,71	6,78	8,64	8,77	8,28

Fuente: Banco de España, Cuentas Financieras de la Economía Española 1983-1992. Elaboración propia.

de la insuficiencia del ahorro interno, o del déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente, equivale a decir, en términos más gráficos, que un país vive sistemáticamente por encima de sus posibilidades y que tiene que buscar en el exterior lo que no encuentra en el interior: recursos financieros para satisfacer sus demandas de gastos y de inversión.

Efectivamente, es un hecho conocido que la insuficiencia de ahorro interior de la economía española se cubre recurriendo al ahorro externo que, a través de una balanza de capitales superavitaria, ha conseguido durante los últimos años (hasta el estallido de la crisis del SME) mantener, e incluso incrementar, las Reservas centrales de divisas en poder del Banco de España. Sin embargo, esta situación no es sostenible a largo plazo: el mantenimiento del déficit por cuenta corriente durante los últimos años revela un serio problema de competitividad de la economía española y cuestiona su sostenibilidad a largo plazo. Tan solo las devaluaciones de la peseta registradas entre setiembre 92 y mayo 93 han devuelto la competitividad nominal de la economía española contribuyendo así a reducir el déficit exterior.

Este modelo de balanza de pagos (déficits corrientes financiados con superávits en la cuenta de capital) ha producido efectos importantes en la economía española: acumulación de reservas, fortalecimiento del tipo de cambio de la peseta y elevados tipos de interés internos que han ocasionado una entrada de capitales fluida y abundante. Hay que recordar que la evolución de la balanza de pagos española en los años 1986-90 ha estado marcada por el desarrollo de las condiciones económicas y financieras de este período: fuertes crecimientos reales junto con políticas monetarias restrictivas, de manera que se ha mantenido elevado el diferencial

de tipos de interés entre la peseta y otras divisas europeas.

En este período, las entradas de capitales se materializaron a través de una amplia gama de instrumentos y plazos, generando importantes dificultades a la instrumentación de la política monetaria, lo que exigió medidas de control de la entrada de capitales: desde 1988 los préstamos a menos de 3 años quedaron sometidos a autorización administrativa previa, y desde 1989 hasta marzo de 1991, quedaron sujetos a un depósito previo no remunerado del 30% de su contravalor en pesetas.

La década de los 90 comenzó con un cambio del ciclo económico hacia crecimientos muy inferiores (cuando no recesivos) de la economía real. Desde 1991, la balanza de pagos española presenta algunos cambios importantes: tras la eliminación de las trabas anteriores (depósito previo), se produjo una fuerte expansión del crédito externo, tendencia agudizada en 1992, después de la total liberalización de movimientos de capital, y un crecimiento importantísimo de la adquisición de Deuda Pública por parte del sector no residente, basado en un tratamiento fiscal más favorable y en los diferenciales de tipos de interés.

El comportamiento de la Balanza de Capitales durante los últimos años permite deducir que la economía española necesita mantener elevados los tipos de interés en términos diferenciales para seguir manteniendo un importante flujo de capitales exteriores que financie el déficit corriente (Cuadro n.º 3). Habida cuenta de los efectos perversos de una estructura de elevados tipos de interés, se hace necesario potenciar la formación de ahorro interior en España, como medida que reduzca la dependencia externa y aproxime los tipos de interés internos a los de los países centrales de la CEE.

**Cuadro n.º 3. Balanza de capitales de economía española.**

(Miles de Millones de pts.)

	1989	1990	1991	1992
SALDO BALANZA CAPITALES (1)	1.320	1.707	1.762	1.937
1.Capital a largo plazo	2.008	1.927	3.500	2.218
+ Del exterior en España	2.222	2.439	4.026	2.634
- De España en el exterior	-216	-512	-526	-416
2.Capital a corto plazo	-545	-377	-263	-422
3.Movtos. sistema crediticio	-235	2.202	-1.360	690
(Variación reservas centrales) (2)	-594	-765	-1.466	1.739
4.Partidas no clasificadas	92	134	-115	-549

(1) Un signo positivo indica déficit por cuenta corriente.

(2) Un signo negativo significa acumulación de reservas.

Fuente: Banco de España, Informe anual 1992.

En esta línea, el comportamiento de las cuentas exteriores en 1992 ofrece alguna característica digna de ser mencionada: a lo largo del último año se ha empeorado la calidad de la entrada de capitales, al haber aumentado el peso de los préstamos en detrimento de las inversiones, y haber crecido el peso de la financiación a corto plazo sobre otros instrumentos a más largo plazo. Además, la desinversión de las posiciones de Deuda a vencimiento realizada por no residentes a raíz de las turbulencias monetarias del último trimestre de 1992, se añade a lo anterior, incrementando el riesgo de la no sostenibilidad de la financiación del déficit corriente a través de la balanza de capitales a largo plazo.

### 3. LAS CONSECUENCIAS FINANCIERAS DE UN MODELO DE FINANCIACIÓN

La combinación y persistencia de los elementos descritos anteriormente, déficit crónico de la balanza por cuenta corriente, apertura internacional de la

economía, liberalización total de los flujos de capital, junto con la propia crisis del SME y la recesión que atraviesa el conjunto de la economía europea han tenido indudables consecuencias financieras. Entre ellas, destacan las siguientes:

- Incremento sustancial del endeudamiento exterior y deterioro de la solvencia global de la economía española.
- Aumento de la fragilidad financiera de las familias y de las empresas, trasladada en parte al Sistema financiero a través del incremento de la tasa de morosidad.
- Ampliación importante del grado de internacionalización de la economía española.

#### 3.1. La posición exterior de la economía española

En el período 1983-1992 la posición neta deudora con el exterior ha pasado de 3,2 a 10,9 billones de pesetas, un 18.5% del PIB, y tanto los activos como los

pasivos frente al exterior se han multiplicado casi por cuatro, cifras que ilustran y ponen de manifiesto el intensísimo proceso de internacionalización financiera experimentado por la economía española en este período. Por otra parte, esta internacionalización ha recibido un importante impulso adicional en 1992 con la liberalización de movimientos de capitales.

Prácticamente, todos los sectores,

públicos y privados, han aumentado de forma relevante su endeudamiento en el exterior: tanto el Sector Público, en el que ha ido adquiriendo notable importancia la financiación exterior de las Comunidades Autónomas, como el Sector Privado han multiplicado por tres su endeudamiento externo entre los años 1985 y 1992. El análisis detallado de los prestatarios del Sector Privado indica que son el conjunto de las empresas españolas (y no precisamente los tradicionales sectores prestatarios en divisas, INI, INH,

**Cuadro n.º 4. Activos y pasivos financieros exteriores de la economía española. Análisis por productos**

(Miles de Millones de pesetas)

Instrumentos	1983	1986	1989	1990	1991	1992
<b>ACTIVOS FINANCIEROS</b>	5.081,1	7.101,9	11.271,2	13.136,2	15.788,4	19.267,6
Reservas centrales	1.230,7	1.948,2	4.931,1	5.329,7	6.714,6	5.584,8
Efec.y dep. en m. extr.	529,5	622,4	1.250,5	1.348,5	1.469,1	2.048,5
Otros depos. pesetas	12,3	30,7	122,5	116,0	216,6	1.397,7
Otros depos. m. extr.	1.544,1	2.003,6	1.754,6	2.350,8	2.615,4	4.403,3
Obligaciones	58,1	266,5	284,5	400,1	655,1	993,1
Renta variable	546,7	851,4	1.375,4	1.705,9	2.054,8	2.239,9
Créditos en pesetas	255,8	476,2	581,0	800,6	818,2	989,1
Créditos en m. extranj.	800,1	785,7	777,1	860,4	999,1	1.347,6
Reservas téc. seguros	103,8	117,2	194,5	224,2	245,5	263,6
<b>PASIVOS FINANCIEROS</b>	8.291,4	9.162,6	15.289,2	19.680,9	24.536,1	30.149,2
Oro y posic. org. intern.	35,3	47,5	43,1	40,9	41,3	47,2
Efec.y depos. en ptas.	40,6	247,4	427,9	466,9	502,9	474,8
Efec. y dep. en m. extr.	53,2	70,9	110,2	74,1	93,5	156,8
Otros depos. pesetas	480,0	659,7	901,3	1.382,5	1.512,2	1.447,2
Otros depos. m. extr.	2.515,7	2.441,2	3.450,9	4.341,2	5.063,0	6.961,4
Valores a corto plazo	—	—	179,2	109,6	108,3	70,8
Obligaciones	3,4	20,2	420,6	720,9	2.481,3	2.103,9
Renta variable	860,5	1.802,7	4.628,6	5.969,5	7.133,8	8.364,6
Invers. en inmuebles	544,1	1.032,0	1.823,9	2.068,3	2.228,6	2.437,5
Créditos en m. extranj.	3.758,6	2.841,0	3.303,5	4.507,0	5.371,2	8.085,0
<b>POSICIÓN EXT. ESPAÑ.</b>	-3.210,3	-2.060,7	-4.018,0	-6.544,7	-8.747,7	-10.881,6
PIB precios mercado	22.531,8	32.324,0	45.006,0	50.125,3	54.791,1	58.677,2

Fuente: Banco de España, Cuentas Financieras de la Economía Española 1983-1992. Elaboración propia.

Autopistas, Eléctricas) las que más han crecido en su apelación a los mercados externos para financiar sus inversiones.

Las causas de este crecimiento han sido de dos tipos: por un lado, la transformación legislativa que ha ido levantando cualquier restricción a la libre circulación de capitales, y, por otro, los diferenciales en tipos de interés a favor del endeudamiento en divisas. A este factor había que añadir las perspectivas de un tipo de cambio que durante los años de pertenencia de la peseta al SME y antes de la crisis del SME presentaba una continua apreciación dentro de su banda de fluctuación.

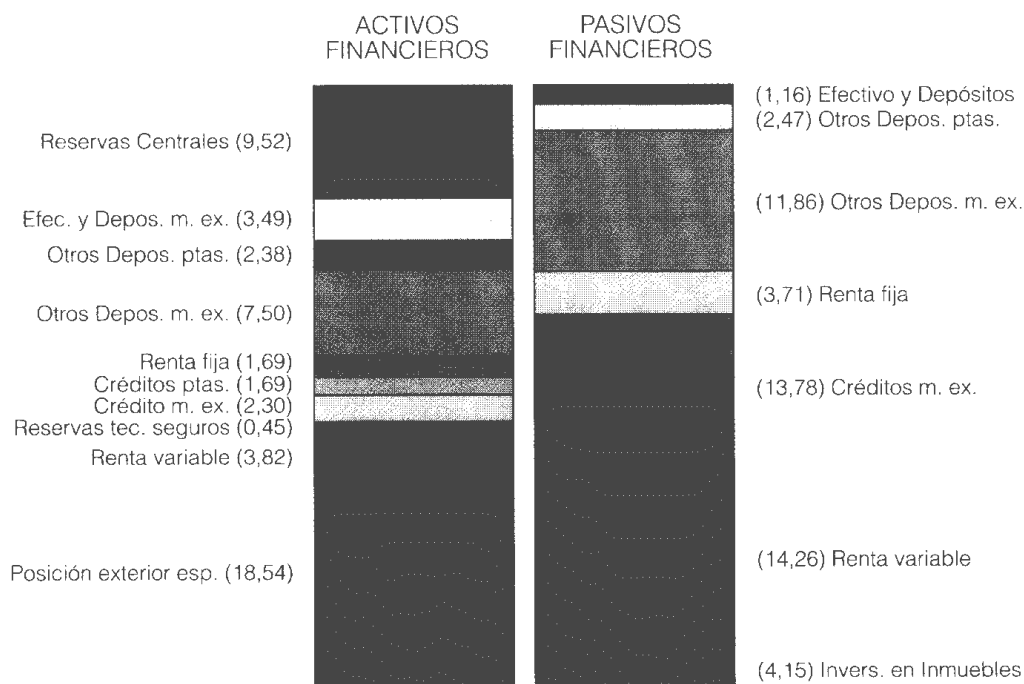
El análisis de la deuda exterior española pone de relieve el siguiente perfil según prestamistas y monedas de referencia: más del 40% procede de la financiación otorgada por entidades

financieras, tanto residentes como no residentes, mientras que durante los últimos siete años han crecido de forma espectacular dos vías alternativas de financiación: la facilitada por el Banco Europeo de Inversiones (15% del endeudamiento global) y la financiación interempresarial a través de las relaciones matriz-filial establecidas por las empresas multinacionales (17% del total).

Si se analiza el endeudamiento externo por productos (Cuadro n.º 4), hay que subrayar que la deuda neta con el exterior ha ido sufriendo importantes variaciones en su composición: han ganado peso los créditos en moneda extranjera y de menor plazo, frente a otro tipo de inversiones más permanentes como son la renta variable y las inversiones en inmuebles.

El volumen total de la posición deudora de la economía española con el exterior

Gráfico n.º 1: Posición exterior de la economía española. 1992 (% sobre PIB)





es en 1992 de 10,88 billones de ptas., cifra similar a la suma de las inversiones extranjeras en renta variable más inmuebles, que totalizan 10,80 billones de ptas., de lo cual podría deducirse que se ha cubierto vendiendo en parte el país: activos reales y capacidad de gestión. Además de descender durante los últimos años la relación entre las inversiones permanentes y la posición deudora neta de la economía española, hay que señalar que la renta variable puede generar unos pagos crecientes de dividendos a no residentes, que se pueden transformar en salidas importantes de divisas.

Paralelamente a este incremento del endeudamiento exterior, y como consecuencia de una balanza de capitales superavitaria, ha tenido lugar también un crecimiento continuo de los activos exteriores en divisas hasta setiembre de 1992, fecha en la que se rompe la tendencia creciente a la acumulación de reservas.

En esta fecha, tras el no danés a Maastricht, estalla la crisis del Sistema

Monetario Europeo, crisis que no se cierra, aunque de manera "provisional", hasta la ampliación de las bandas de fluctuación de las monedas hasta un 15% por encima o por debajo de su paridad central un año más tarde. En medio de estas turbulencias monetarias, y como consecuencia de los acuerdos cambiarios que obligaban a mantener la moneda dentro de determinadas bandas de fluctuación en el SME, la defensa de los tipos de cambio implicó un fuerte consumo de las reservas centrales de divisas acumuladas en poder del Banco de España (1,8 billones de pesetas entre junio y diciembre de 1992).

La combinación de ambos elementos, pérdida de divisas y creciente endeudamiento externo, tiene como efecto el deterioro de la liquidez de la economía española en términos de ratio Reservas/Deuda externa como expresión de la posición financiera de la economía española frente al exterior (Cuadro n.º 5).

**Cuadro n.º 5. Las reservas de divisas y la deuda exterior de la economía española.**

(Miles de Millones de \$)			
Año	Reservas	Endeudamiento Exterior	Reservas % Endeud.
1985	13.301	28.165	47,23
1986	16.001	24.063	66,50
1987	30.172	30.116	100,19
1988	39.875	32.748	121,76
1989	44.422	34.764	127,78
1990	53.104	44.973	118,08
1991	66.283	58.011	114,26
1992	50.484	79.784	63,28
1993	45.272	—	—

Fuente: B.E., Boletín Estadístico.

Cuadro n.º 6. **Indicadores de endeudamiento de las familias y empresas no financieras**

	1983	1986	1989	1990	1991	1992
<b>EMPRESAS NO FINANCIERAS</b>						
Pasivos financ. (% s/Activos financ.)	181,74	167,19	154,80	154,36	157,76	160,14
Pasivos financ. (% PIB)	124,80	107,20	113,55	116,27	117,25	119,01
<b>FAMILIAS</b>						
Pasivos financ. (% s/Activos financ.)	49,02	44,65	49,39	51,08	51,30	50,95
Pasivos financ. (% PIB)	54,76	51,74	59,21	59,72	60,03	60,08
<b>EMPR. NO FINANCIERAS Y FAMILIAS</b>						
Pasivos financ. (% s/Activos financ.)	99,55	88,30	89,41	91,55	92,65	93,16
Pasivos financ. (% PIB)	179,56	158,94	172,75	175,99	177,28	179,09

Fuente: Banco de España, Cuentas Financieras de la Economía Española 1983-1992. Elaboración propia.

### 3.2. La fragilidad financiera de las familias y de las empresas

Entre las transformaciones financieras más notables de la última década, cabe destacar el comportamiento de familias y empresas, que constituyen el llamado sector real de la economía.

En cuanto a las familias, todos los indicadores financieros apuntan hacia un incremento de los pasivos financieros y, consiguientemente, de la "fragilidad" financiera familiar (Cuadro n.º 6).

Las causas que subyacen en el incremento de las deudas financieras de las familias están relacionadas con la prolongación de la crisis y la consiguiente disminución de la renta disponible, el descenso del ahorro y el incremento de la oferta crediticia vinculada al aumento de la competitividad y apertura del Sistema financiero.

Hay que destacar que este aumento de la "fragilidad" financiera es extensible a

todos los países occidentales como lo demuestra la evolución de la relación entre la Deuda familiar y el PIB anual. En efecto, este ratio ha pasado en USA de un 65% en 1986 al 75% en 1991. Otros países como Reino Unido y Japón han registrado incrementos aún más espectaculares, de manera que el endeudamiento familiar en España, que alcanza el 60% del PIB, es significativamente menor que el 75% de los Estados Unidos, que el 82% del Reino Unido o que el 77% de Japón.

En el sector de empresas no financieras, y según los datos contenidos en los estudios de la Central de Balances del Banco de España, los beneficios empresariales han seguido una trayectoria descendente que se traduce en unas tasas negativas de crecimiento de los resultados netos desde 1989 hasta 1992, aunque el último año parece haberse ralentizado la caída de los beneficios empresariales, gracias al ajuste de plantillas realizados por las empresas.

Esta trayectoria negativa de los beneficios de las empresas ha tenido lógicamente implicaciones financieras importantes: descenso de su tasas de ahorro bruto y aumento paralelo de sus necesidades de financiación. La propia estructura de sus balances refleja parcialmente este deterioro financiero en la disminución de la importancia relativa de los recursos propios en el conjunto del balance del sector. En efecto, entre 1989 y 1992, el peso relativo de los Recursos Propios en relación al total del balance empresarial, según los datos de la Central de Balances del Banco de España, ha descendido desde el 42.3% hasta el 37.8%, creciendo paralelamente la financiación ajena entre el 56.2% y el 60.2%. A similar conclusión se llega a través del análisis financiero del endeudamiento como ratio que relaciona los recursos ajenos onerosos y el pasivo remunerado, que ha pasado del 44.7% en 1989 al 49.1% en 1992.

Sin duda, este endeudamiento del

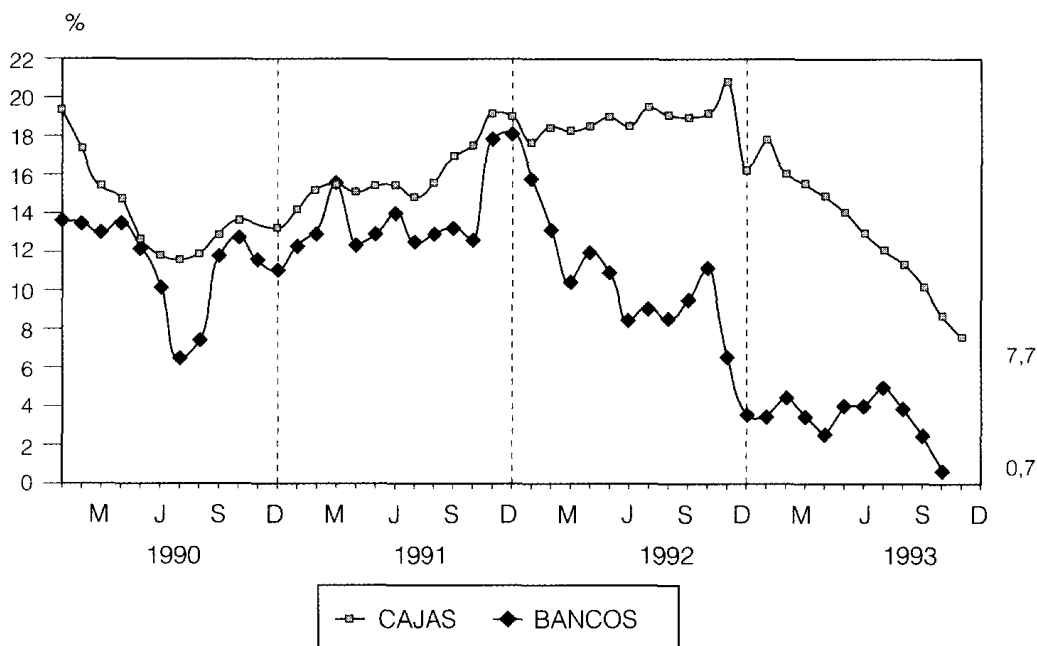
sector real de la economía (familias y empresas) constituye un condicionante para la salida de la crisis y se ha trasladado en parte al Sistema financiero a través del incremento de la morosidad (Cuadro n.º7).

La gravedad de la crisis económica y su incidencia sobre el sector real se manifiesta en un incremento espectacular del grado de siniestralidad (quiebras, suspensiones de pagos) de las empresas y familias que ha tenido su correspondencia en el descenso de la calidad crediticia del sistema y el paralelo aumento de la morosidad de las entidades financieras que ha superado el 8.5% al cierre de 1993 y seguirá creciendo previsiblemente durante 1994. El incremento de la morosidad de las entidades financieras es uno de los principales problemas a los que se enfrentan bancos y cajas de ahorros durante los próximos ejercicios y su cobertura supondrá un lastre importante en sus resultados anuales. Además de la

**Cuadro n.º 7. Morosidad y siniestralidad de las empresas y familias**

	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Tasa morosidad Ent. Depósito (%)	3.22	2.90	3.66	4.47	6.39	8.52
Bancos	2.58	2.33	3.07	4.06	6.42	9.21
Cajas de ahorro	4.19	3.71	4.55	5.19	6.38	7.56
Suspensiones de pagos (n.º)	154	167	351	798	1135	1.081
Pasivo (MMM. ptas.)	38	36	101	395	1015	659
Quiebras (n.º)	78	97	132	352	507	456
Pasivo (MMM. ptas.)	22	4	23	48	83	61

Fuente: Banco de España e IME.

Gráfico n.º 2: **Créditos a clientes. Crecimiento interanual. Años 90-91-92-93**

repercusión en las cuentas de resultados, ha tenido otro efecto paralelo: la disminución de los ritmos de crecimiento de la inversión crediticia por parte de las entidades, aunque aquí cabe apreciar alguna diferencia de ritmo entre el comportamiento de bancos y cajas de ahorro (Gráfico n.º2).

El año de 1993 es importante desde un punto de vista financiero porque incorpora importantes cambios en los flujos financieros. En efecto, la crisis del SME (setiembre 92 - agosto 93) y la prolongación de la recesión económica han provocado comportamientos diferentes por parte de los agentes económicos, aunque todavía no han sido recogidos suficientemente en las estadísticas oficiales manejadas.

En primer lugar, las sucesivas

devaluaciones de la peseta han conseguido restablecer la pérdida de competitividad de la economía española como lo pone de manifiesto la evolución del tipo de cambio efectivo real de la peseta, mejorando, en consecuencia, la balanza comercial de manera que el déficit por cuenta corriente de la economía española se ha reducido hasta el 1% del PIB en 1993 y continuará reduciéndose en 1994.

Por otra parte, la persistencia de la crisis ha hecho incrementar el ahorro familiar por motivo precaución, lo cual habrá permitido sanear parcialmente la posición financiera de las familias en 1993 reduciendo la tasa de endeudamiento familiar.

En cuanto a las empresas, además del sustancial recorte de la inversión, el

proceso de ajuste de plantillas parece un proceso agotado que ha dado paso a la disminución y flexibilización de los costes salariales, lo cual tendrá como consecuencia una mejora de la situación financiera y de beneficios del sector empresarial.

Todo ello parece apuntar hacia una importante recuperación del Ahorro del Sector Privado que se contrapone con un creciente déficit del Sector Público de manera que el balance del ejercicio desde un punto de vista financiero se puede sintetizar en el comportamiento dispar de los sectores público y exterior: mientras se ha reducido el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente, ha aumentado sustancialmente el déficit del Sector Público hasta situarse en un nivel muy alejado de los requisitos de convergencia y poner en peligro el cumplimiento de la única condición que la economía española cumplía en relación con los acuerdos de Maastricht: la proporción mantenida entre la Deuda Pública acumulada y el PIB.

### 3.3. La irresistible internacionalización de la economía española

Un aspecto especialmente relevante es la internacionalización de la economía española que, desde el punto de vista financiero, se plasma en tres aspectos fundamentales:

La importancia creciente de los Activos y Pasivos financieros frente al exterior que suponen en 1992 el 32,84% y el 51,38% del PIB respectivamente, porcentajes que suponen un incremento sustancial en relación a los años anteriores.

Este volumen creciente de activos y pasivos exteriores tiene consecuencias importantes sobre la economía española: mayor dependencia de la evolución de los

tipos de interés y de cambio, mayor fragilidad financiera como consecuencia tanto del volumen como de la composición del endeudamiento exterior, y mayor servicio financiero de la Deuda Exterior en su apartado correspondiente a intereses (en 1992 los pagos de intereses correspondientes a la Deuda Exterior alcanzaron los 5.219 millones de dólares con un incremento del 49,4% respecto al año anterior, lo que puede verse agravado por las sucesivas devaluaciones de la peseta y requiere una pronta corrección del desequilibrio exterior).

La mayor presencia del capital exterior en la propiedad de las empresas españolas, sin un comportamiento equivalente en lo que se refiere a la presencia española en el capital de entidades exteriores, representa una mayor dependencia de decisiones económicas tomadas en el exterior.

#### 3.3.1. Los tipos de cambio y la posición exterior española

Lógicamente, esta mayor internacionalización de la economía española la hace más vulnerable y dependiente de la evolución de los tipos de interés internacionales y de los tipos de cambio. Si analizamos la posición global exterior española frente a los tipos de cambio y la posición particular de los diversos sectores, obtenemos las siguientes conclusiones (Cuadro n.º 8):

- Las Instituciones de Crédito, excluyendo al Banco de España, presentan en 1992 una posición deudora neta de 2,5 billones de pesetas con el Sector Exterior, inferior a los 3,9 billones registrados en 1991, lo que refleja el cambio en el posicionamiento de este sector ante expectativas de devaluación de la peseta.

**Cuadro n.º 8. Activos y pasivos financieros exteriores de la economía española.**  
**Análisis por sectores**

(Miles de Millones de pesetas)

	1983	1986	1989	1990	1991	1992
<b>BANCO DE ESPAÑA</b>	1.199,6	1.885,0	4.850,3	5.296,9	6.684,6	5.551,7
Activos financieros	1.236,1	1.940,4	4.937,9	5.347,6	6.731,3	5.604,1
Pasivos financieros	36,5	55,4	87,6	50,7	46,7	52,4
<b>RESTO INST. DE CRÉD.</b>	-813,9	-421,2	-2.427,0	-3.710,3	-3.947,0	-2.523,5
Activos financieros	2.576,8	3.296,8	3.208,8	4.038,2	4.811,4	8.405,0
Pasivos financieros	3.390,7	3.718,0	5.635,8	7.748,5	8.758,4	10.928,5
<b>EMPRESAS DE SEGURO</b>	66,8	52,9	105,9	31,8	100,5	109,4
Activos financieros	122,4	176,6	343,4	381,7	484,6	564,6
Pasivos financieros	55,6	123,7	237,5	349,9	384,1	455,2
<b>ADMINISTRAC. PUBLIC.</b>	-570,9	-423,7	-841,9	-1.192,2	-2.962,3	-3.451,3
Activos financieros	20,5	68,5	117,9	106,4	119,7	127,9
Pasivos financieros	591,4	492,2	959,8	1.298,6	3.082,0	3.579,2
<b>EMP. NO FINANCIERAS</b>	-3.135,8	-2.862,1	-5.418,0	-6.649,9	-8.361,0	-10.224,9
Activos financieros	537,3	879,2	1.126,6	1.515,0	1.675,3	2.471,5
Pasivos financieros	3.673,1	3.741,3	6.544,6	8.164,9	10.036,3	12.696,4
<b>FAMILIAS</b>	43,9	-291,6	-287,3	-321,0	-262,5	-343,0
Activos financieros	588,0	740,4	1.536,6	1.747,3	1.966,1	2.094,5
Pasivos financieros	544,1	1.032,0	1.823,9	2.068,3	2.228,6	2.437,5
<b>POSICIÓN EXTE. ESPAÑ.</b>	-3.210,3	-2.060,7	-4.018,0	-6.544,7	-8.747,7	-10.881,6
Activos financieros	5.081,1	7.101,9	11.271,2	13.136,2	15.788,4	19.267,6
Pasivos financieros	8.291,4	9.162,6	15.289,2	19.680,9	24.536,1	30.149,2
<b>PIB Precios Mercado</b>	22.531,8	32.324,0	45.006,0	50.125,3	54.791,1	58.677,2
<b>Ptmos. en Divisas de las Instituciones de Crédito a Residentes:</b>						
• Instituciones de Crédito	940,3	540,1	1.092,0	1.144,4	1.544,3	2.088,3
• Administraciones Public.	95,5	97,4	103,1	82,0	79,4	77,5
• Empresas no Financ.	89,7	22,9	40,5	79,9	86,0	150,2
	755,1	419,8	948,4	982,5	1.378,9	1.860,6

Fuente: Banco de España, Cuentas Financieras de la Economía Española 1983-1992. Elaboración propia.

Ahora bien, esta posición deudora con el Sector Exterior no debe interpretarse como una posición corta en divisas ya que incluye operaciones en pesetas, y,

entre ellas, la participación de los no residentes en sus Recursos Propios. Por el contrario, estas entidades han mantenido una posición larga

en divisas, dentro de la cual cabe destacar la financiación otorgada al sector de empresas por un importe total de 1,86 billones de ptas.

Se puede concluir, por tanto, que las entidades financieras, además de incrementar su negocio de intermediación en divisas coincidiendo con la liberalización de los movimientos de capitales, se han situado mejor frente a la depreciación de la peseta.

- Las Administraciones Públicas, por su parte, mantienen al cierre de 1992 una posición deudora neta de 3,45 billones de ptas. que ha crecido fuertemente en los últimos cuatro años como consecuencia de la expansión del déficit público, dentro del cual cada vez tienen más peso los créditos en moneda extranjera y, consecuentemente, los impactos negativos por la devaluación del tipo de cambio.
- Las empresas no financieras obtienen en 1992 una financiación neta de 10,2 billones de ptas. procedente del Sector Exterior, a la que habría que agregar la financiación en divisas obtenida de las instituciones de crédito dentro del proceso de intermediación, lo que daría un total de más de 12 billones de ptas.

Los créditos en moneda extranjera obtenidos suponen 7,34 billones de ptas. (directos del sector exterior, 5,48 e intermediados por entidades de crédito, 1,86), lo cual representa un aumento de 2,2 billones de ptas. respecto al año anterior y refleja un peor posicionamiento frente a las sucesivas devaluaciones de la peseta.

Por su parte, las familias mantienen una posición deudora neta reducida de 0,34

billones de ptas. con unos activos exteriores de 2,09 billones, de los que 1,53 son depósitos en moneda extranjera, y unos pasivos de 2,44 billones, que son las inversiones extranjeras en inmuebles.

Del análisis anterior cabe concluir que, mientras las Instituciones de Crédito mantienen una posición larga en divisas, tanto el Sector Público como el sector de empresas no financieras mantienen una posición corta, la cual, además, se ha ampliado sustancialmente en 1993. La completa libertad de movimientos de capitales ha tenido lugar en un momento en que se ha demostrado a posteriori que endeudarse en divisas no era la mejor estrategia. Las entidades financieras no solo han sabido aprovecharse de las expectativas de devaluación de la peseta, sino que, a la vez, han incrementado sustancialmente su negocio de intermediación en divisas.

A pesar de que la economía española mantiene un elevado grado de liquidez a juzgar por el nivel de sus Reservas Centrales en relación con los Pasivos Exteriores o la Deuda Exterior, se están produciendo dos hechos que elevan sustancialmente la vulnerabilidad financiera global de la economía española: han aumentado notablemente los pagos por rentas de la inversión (que ascienden a 1,7 billones en los primeros meses de 1993), y la financiación exterior de la economía se ha vuelto más dependiente de la coyuntura debido al mayor peso de la deuda a más corto plazo y consiguiente pérdida de importancia relativa de las inversiones extranjeras permanentes.

### 3.3.2. *La entrada del Sector Exterior en el capital de las Empresas*

En la última década (1983-1992) se ha producido una importante entrada de

inversores extranjeros en el capital representado en acciones de la Banca, Empresas de Seguros y Empresas no Financieras hasta alcanzar unos porcentajes de participación muy elevados. En 1992 un 27,48% de la Banca, un 47,06% de las Empresas de Seguros y un 40,34% de las Empresas no financieras, estaba en manos de inversores extranjeros, mientras que en 1983 estos porcentajes eran 7,02%, 18,28% y 14,14% respectivamente.

Esta entrada del sector exterior en el capital empresarial ha sido la consecuencia tanto de nuevas

inversiones como de compra de negocios ya existentes como lo demuestra el hecho de que, en los cuatro últimos años, la cartera del sector exterior ha aumentado por encima de las emisiones de nuevas acciones de las empresas consideradas.

De esta situación se deducen importantes consecuencias: en primer lugar, las decisiones empresariales se sitúan cada vez más fuera de las fronteras y obligan a competir con otros países para ofrecer un entorno legal, laboral, fiscal, financiero, etc., más aceptable para los gestores y decisores de las empresas. Se produce, en

#### Cuadro n.º 9. Evolución de la estructura de la propiedad de las empresas españolas

Entidades	1983	1986	1989	1990	1991	1992
% PARTICIP. EN BANCA	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
• Instituciones de crédito	16,59	12,28	9,53	9,87	15,12	16,59
• Empresas de seguros	0,82	1,26	1,42	1,50	1,09	0,93
• Administraciones púb.	1,06	0,68	0,61	0,62	8,34	8,55
• Empresas y familias	74,50	74,15	73,61	65,52	52,41	46,44
• Sector exterior	7,02	11,63	14,84	22,48	23,04	27,48
% PART. EN SEGUROS	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
• Instituciones de crédito	3,45	14,18	16,29	9,05	9,80	9,95
• Empresas de seguros	5,17	3,34	4,21	6,02	5,52	5,44
• Administraciones púb.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
• Empresas no financ.	43,79	28,54	19,50	15,73	9,50	7,73
• Familias	29,31	20,68	27,35	32,67	36,61	29,81
• Sector exterior	18,28	33,25	32,65	36,53	38,57	47,06
% PART. EN EMPRESAS						
NO FINANCIERAS	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
• Instituciones de crédito	14,40	9,91	8,87	9,80	11,12	10,56
• Empresas de seguros	0,79	1,06	1,68	2,07	1,90	1,74
• Administraciones públ.	2,77	3,38	2,44	2,88	3,23	3,67
• Empresas no financ.	18,81	17,74	21,33	18,36	15,60	17,99
• Familias	49,09	49,71	38,93	35,16	30,98	25,71
• Sector exterior	14,14	18,20	26,76	31,73	37,16	40,34

Fuente: Banco de España, Cuentas Financieras de la Economía Española 1983-1992. Elaboración propia.



segundo lugar, una incógnita sobre el destino final de los dividendos y posibles plusvalías del sector exterior que puede llegar a afectar a los propios apoyos que se ofrecen a las inversiones empresariales. Sin duda, la presencia exterior en el capital de las empresas españolas es una variable que condiciona y va a condicionar cada vez más la política económica.

La estructura de la propiedad de las empresas españolas puede ser analizada a través la evolución de los saldos vivos de las acciones de determinado sector en poder de los diferentes agentes y sectores económicos. Este análisis, realizado para el período 1983-1992, pone de manifiesto importantes cambios en la estructura de la propiedad de las empresas (Cuadro n.º 9):

- Las familias y empresas, que poseían en 1983 más de un 74% de las acciones de la Banca, han pasado a tener un 46% en 1992. Por el contrario, el sector exterior ha pasado de tener el 7% a poseer el 27%. Cabe deducir, por tanto, que el sector privado ha vendido una parte importante del capital de la banca que ha ido a parar fundamentalmente a manos de inversores extranjeros.
- En seguros, donde ha habido un importantísimo proceso de internacionalización, han sido las empresas no financieras quienes han vendido sus participaciones en el capital a favor del Sector Exterior.
- Por lo que se refiere a las empresas del sector real, el incremento de la presencia exterior en su capital se ha realizado con cargo a la posición patrimonial del sector familias. En efecto, éstas han disminuido su participación en el capital de las empresas desde el 49% de 1983 hasta el 26% de 1992, mientras que

el sector exterior ha aumentado su participación desde un 14% hasta el 40% al cierre de 1992.

#### 4. SÍNTESIS Y CONCLUSIONES

La insuficiencia de ahorro interno da lugar a un modelo de financiación de la economía española que tiene importantes consecuencias económicas. En efecto, los déficits de la balanza de pagos por cuenta corriente han sido financiados, hasta la crisis del SME, a través de una balanza de capitales superavitaria, de manera que la entrada de capitales exteriores ha dado lugar a un intensísimo proceso de internacionalización que ha afectado tanto al Sector Público como al Sector Privado.

Esta internacionalización ha provocado un deterioro de la posición financiera española expresada a través de la relación Reservas Centrales/Endeudamiento Exterior sobre la cual han influido dos factores contrapuestos: por un lado, la pérdida de Reservas debida a las turbulencias monetarias del período setiembre 92-agosto 93 y, por otro, el incremento espectacular de la posición exterior neta de la economía española, producto a su vez de un aumento de los activos y pasivos exteriores que se han multiplicado por cuatro durante la última década.

La apertura internacional de la economía española ha venido acompañada por una mayor liberalización del sistema financiero lo cual ha producido unas mayores facilidades crediticias y un mayor acercamiento de las entidades de crédito a los clientes particulares, tanto familias como empresas. La consecuencia de ambos procesos es un incremento sustancial de los ratios de endeudamiento familiar y empresarial y consecuentemente, un aumento de la

"fragilidad financiera" del sector real de la economía española.

Naturalmente, el incremento de la posición exterior de la economía española y la mayor dependencia de las fuentes de financiación por parte del sector de empresas y de familias constituyen un condicionante importante para la salida de la crisis en la que las variaciones en los tipos de interés tanto internos como externos y en los tipos de cambio son particularmente relevantes para los agentes económicos y sociales. En consecuencia, las variables-precio financieras, tipos de interés y tipos de cambio, adquieren una importancia creciente para la estructura económica española.

El proceso de internacionalización de la economía española ha tenido como consecuencia la entrada masiva del capital exterior en las empresas españolas y por consiguiente en la capacidad de gestión de las mismas, trasladando los centros de decisión fuera de las fronteras.

Las consecuencias de este modelo, fragilidad financiera y dependencia del exterior, ponen de relieve la insuficiencia del ahorro interior como parte del conjunto

de puntos débiles de la economía española, ya que el ahorro interno es la condición necesaria para financiar la inversión de una manera estable y, a su vez, la inversión es necesaria para la mejora del aparato productivo y consecuentemente de la competitividad de la economía española, base imprescindible para la creación de empleo.

Consecuentemente, resulta necesario poner en marcha todas aquellas reformas estructurales que garanticen un mayor ahorro interior y un mejor equilibrio financiero sectorial, empezando por el Sector Público cuya situación financiera requiere una inmediata corrección del déficit público actuando en la vertiente de los ingresos y, sobre todo, en la de los gastos, y continuando por el Sector Privado: las empresas tienen que corregir sus desequilibrios financieros en base a la moderación de los costes, las entidades financieras deben mejorar su eficiencia en base al control de los gastos de explotación y reducción de márgenes, mientras que el comportamiento financiero del sector de familias depende en buena medida del tratamiento fiscal del ahorro y del consumo.

#### BIBLIOGRAFÍA

BANCO DE ESPAÑA. Cuentas financieras de la economía española 1983-1992.  
BANCO DE ESPAÑA. Central de Balances, varios años.

BANCO DE ESPAÑA. Boletín estadístico.  
BANCO DE ESPAÑA. Informes anuales, varios años.