

El sector bancario español en el contexto internacional

Evolución reciente y retos futuros

Joaquín Maudos Villarroya y Juan Fernández de Guevara Radoselovics

Separata del capítulo

**EL DESARROLLO Y LA ESTRUCTURA FINANCIEROS DE LA ECONOMÍA
ESPAÑOLA: LA IMPORTANCIA DEL SECTOR BANCARIO**

© Joaquín Maudos Villarroya y Juan Fernández de Guevara Radoselovics, 2008

© Fundación BBVA, 2008

www.fbbva.es

ISBN: 978-84-96515-73-4

1. El desarrollo y la estructura financieros de la economía española: la importancia del sector bancario

1.1. Introducción

La UE está compuesta por un conjunto amplio de países con grados de desarrollo financiero muy distintos entre sí. En el contexto del mercado único de servicios financieros al que se aspira, conviven países como el Reino Unido o Luxemburgo, con niveles de desarrollo financiero muy por encima de la media, y otros como los nuevos países miembros de la UE de los veinticinco (UE-25), que están caracterizados por bajos niveles de desarrollo financiero. Las diferencias en el grado de desarrollo financiero son relevantes dada la importancia del sistema financiero en la economía. Así, el sector financiero es el encargado de canalizar los fondos prestables entre ahorradores e inversores en un entorno de riesgo e incertidumbre, por lo que la existencia de un sistema financiero desarrollado, que realice esta función de forma eficiente, es fundamental para el crecimiento económico. Por tanto, para un país, es importante que el sector financiero sea capaz de realizar de forma eficiente la labor de asignación de recursos entre las distintas alternativas de inversión. Esto implica que se han de generar los mecanismos necesarios para que el riesgo sea transmitido adecuadamente en las transacciones financieras, y también los incentivos que solucionen los problemas de información asimétrica y de riesgo moral característicos de la intermediación financiera. La UE siempre ha tenido muy presente la importancia del desarrollo financiero, y las iniciativas de las instituciones con competencias financieras se han encaminado a armonizar la normativa para lograr un sector financiero eficiente, competitivo y plenamente

integrado, y lograr así que realice su máxima contribución al crecimiento económico.

Pero, además de diversidad en el grado de desarrollo, también existen diferencias importantes en la estructura de los sistemas financieros de la UE. Generalmente, un indicador de la importancia de estas diferencias se ha aproximado mediante la comparación del peso relativo de los mercados y los intermediarios en la economía. Esta dualidad entre mercados *versus* bancos está muy presente en la literatura financiera, pues, tradicionalmente, la razón de ser de los intermediarios financieros se ha fundamentado en las imperfecciones existentes en los mercados de fondos prestables. De no existir los bancos, los demandantes de financiación y los ahorradores habrían de encontrarse directamente en los mercados, sin poder acudir a un agente especializado en la intermediación. Pero debido a la existencia de imperfecciones, entre las que cabe citar la diferente información existente entre los participantes, los costes de transacción, los problemas de riesgo moral y selección adversa, o la falta de competencia, es posible que los mercados no funcionen adecuadamente. Generalmente se asumía que a medida que un país se desarrolla y los mercados financieros se hacen más completos y capaces de superar estas imperfecciones, irán ganando terreno progresivamente a los intermediarios.

En este contexto, a lo largo de las últimas décadas se ha venido observando cómo, efectivamente, el peso de los mercados frente a los intermediarios ha crecido de forma sustancial, dando lugar a lo que se conoce como el proceso de desintermediación financiera. Mediante este proceso, la labor tradicional de intermediación entre depósitos y créditos ha perdido relevancia. En su lugar y gracias en parte a la innovación financiera, se han desarrollado productos que han aprovechado las ventajas que ofrecen unos mercados financieros cada vez más globalizados.

Sin embargo, como se muestra en este capítulo, si en lugar de comparar a los intermediarios financieros con los mercados, analizamos su relevancia en el conjunto de la economía, también los intermediarios han seguido ganando peso. Además, no se observa convergencia en la estructura financiera de los distintos países europeos analizados, y cada vez es más difícil delimitar los activos

financieros típicos de los intermediarios de los de los mercados. Así, las entidades bancarias han aumentado la gama de productos y servicios ofrecidos, realizando lo que ha venido en llamarse, actividad no tradicional (actividades fuera de balance).

En este punto cabe preguntarse por qué interesa analizar, además de las diferencias en el grado de desarrollo financiero de los países europeos, la distinta estructura financiera de sus economías, así como la transformación que se ha producido en los últimos años en los sistemas financieros. Como se ha comentado, en principio, para un país lo importante es que el sector financiero canalice de forma eficiente los fondos prestables de los ahorradores hacia las distintas alternativas de inversión, independientemente de que sea mediante intermediarios o mercados. Además de la eficiente asignación de recursos entre distintas inversiones, la existencia de diferentes estructuras financieras tiene implicaciones en dos aspectos que son también muy relevantes. El primero, en cuanto a la estabilidad del propio sistema financiero; la cuestión que se plantea es si las diferentes estructuras financieras son neutrales a la hora de determinar la estabilidad del sector. Este es un aspecto que en la segunda mitad del siglo pasado reclamó mucha atención de las autoridades públicas, e incluso guió buena parte de la normativa que regía los sistemas financieros (por ejemplo, limitando el tipo de actividades que podían realizar las entidades bancarias en seguros, actividades con valores, etc.). El segundo aspecto para el que la estructura financiera tiene importancia, especialmente en el caso de la unión monetaria que se ha formado en Europa, guarda relación con los efectos de la política monetaria. En un entorno como el de la eurozona esta cuestión es importante, ya que si la estructura financiera es relevante en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, los efectos de ésta pueden ser asimétricos en los distintos países de la eurozona.

En este contexto, el objetivo de este capítulo es analizar el grado de desarrollo financiero y las diferencias en la estructura financiera de las economías de la UE-25, comprobando si existe un patrón común en la configuración de los mismos. En este análisis se pone el énfasis en el caso español, comparándolo con los países europeos. Se analiza también la importancia e intensidad del fenómeno de la desintermediación financiera en Europa y en

España, y se dedica especial atención a valorar la importancia del sector bancario dentro del conjunto del sistema financiero.

Para ello, el capítulo se estructura de la siguiente manera. En el apartado 1.2, además de revisarse las diferencias en el contexto económico general de los distintos países de la UE, se estudia la importancia del sector financiero en los mismos. En el apartado 1.3, se presenta la posición financiera neta de las economías y de los agentes que en ella intervienen, para contrastar si existen pautas diferenciales en cuanto a la capacidad o necesidad de financiación en el seno de la UE. En el apartado 1.4, se analiza el grado de desarrollo y las diferentes configuraciones (importancia relativa de los intermediarios o los mercados) de los sectores financieros europeos. En el apartado 1.5, se profundiza en las estructuras financieras, analizando las distintas alternativas de financiación y de inversión de los agentes, y comprobando la extensión del proceso de desintermediación. Por último, en el apartado 1.6, se presta especial atención a la importancia del sector bancario en el conjunto del sistema financiero en cada uno de los países de la UE.

1.2. La importancia del sistema financiero en los países europeos

Como se ha comentado anteriormente, el objetivo básico del capítulo es analizar las diferencias, tanto en el desarrollo como en la estructura financieros, entre los países de la UE-25. Hay que tener presente que, en buena medida, la UE-25 (especialmente después de la última gran ampliación) está formada por un conjunto heterogéneo de países. Estas diferencias en el tamaño del país, en la estructura de la población, en el nivel de desarrollo económico, en los niveles de renta per cápita, en los niveles de inflación, en la historia, en el tipo de instituciones (formales o informales) que existen en cada país, etc., condicionan la forma en la que los distintos agentes se financian e invierten. En consecuencia, son variables relevantes para explicar las diferencias en el desarrollo y configuración de sus sistemas financieros. No obstante, pese a estas diferencias, la evolución de la UE desde que comenzó su proceso embrionario a mediados del siglo pasado ha sido un ca-

mino continuo, aunque no exento de altibajos, hacia la consecución de un mercado interior único que favoreciese el bienestar de sus ciudadanos. En este proceso se han ido adhiriendo distintos países con el tiempo, pasando de los seis países que firmaron en 1957 los Tratados de Roma (por el que se creaban la Comunidad Económica Europea y la Comunidad Europea de la Energía Atómica), hasta alcanzar los 25, que tras la ampliación que se realizó en 2004, constituían la UE en 2006.¹

La UE-25 está integrada por 463 millones de personas en un área geográfica con un producto interior bruto de más de once billones de euros,² como muestra el gráfico 1.1. La mayor parte de esta población se concentra en los países que constituían la UE de los quince (UE-15), con 388 millones de habitantes. Los diez nuevos estados miembros (NEM), que se incorporaron a la Unión en 2004 representan un porcentaje reducido de la población europea, con 74 millones de personas (el 16% del total). Por países, se puede comprobar que las diferencias de tamaño son notables, ya que seis países (Alemania, Francia, Reino Unido, Italia, España y Polonia) representan el 75% de la población total. España es uno de los países grandes de la UE-25, si bien tiene la mitad de población que Alemania. La producción también se concentra fundamentalmente en la UE-15 (91% del total de la UE-25), y se observan, entre países de similar tamaño, diferencias en el PIB mayores a las que se observan en población.

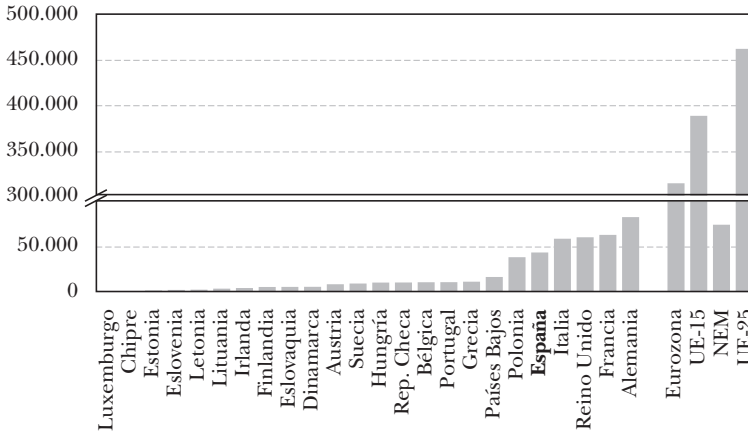
Pero los contrastes entre los países de la UE-25 no se refieren únicamente a la dimensión de los mismos, ya que las diferencias económicas también son notables. En el gráfico 1.2 se utiliza el nivel de renta per cápita (en euros constantes PPS de 2005) como indicador del grado de desarrollo económico de las distintas economías en el año 2006, y se comprueba la gran dispersión existente en el seno de la UE-25. Así, el país con mayor renta por habitante (Luxemburgo) tiene una renta per cápita 5,25 veces superior a la del país con menor nivel de PIB per cápita (Polonia). Cabe destacar que los NEM son los que ocupan

¹ Un año más tarde, a fecha de 1 de enero de 2007, dos países más, Rumania y Bulgaria, se incorporaron a la UE.

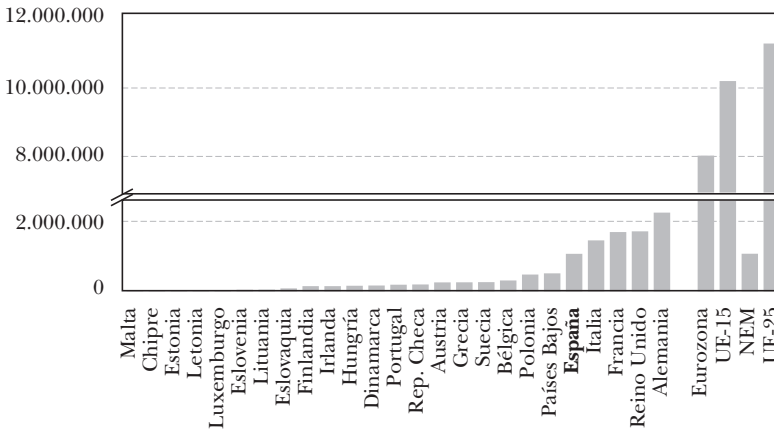
² A precios y PPS (*purchasing power standard* 'paridad de poder de compra') de 2005.

GRÁFICO 1.1: Dimensión relativa de los países de la UE-25, 2006

a) Población (miles de personas)



b) PIB (millones de euros, a precios y PPS de 2005)

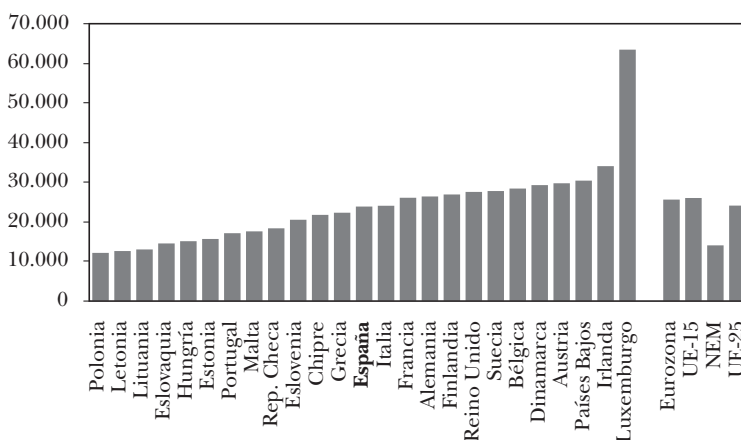


Fuente: Eurostat.

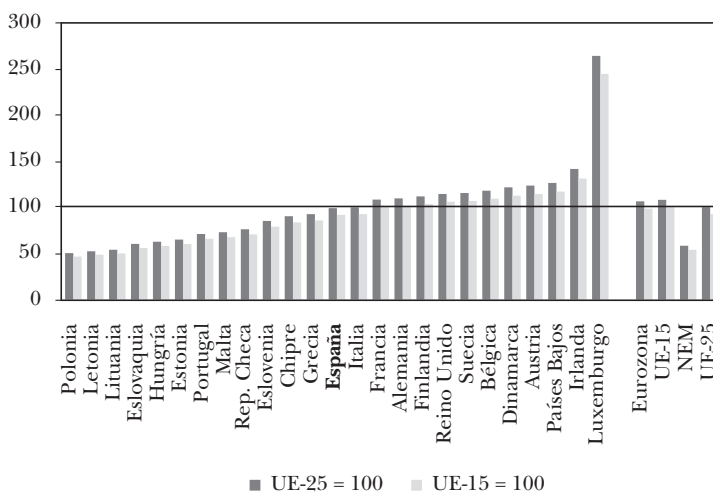
las últimas posiciones en renta per cápita, con bajos niveles de desarrollo en comparación con el conjunto de países de la UE-15. Sin embargo, a lo largo de todo el periodo y especialmente desde el año 2001, presentan un vigoroso crecimiento económico, muy por encima del conjunto de la economía europea. Por ejemplo, la tasa de crecimiento media real anual acumulativa del PIB en 2006 para estos países fue del 6%, frente al más modesto crecimiento del 2,8% de los países de la UE-15 (gráfico 1.3).

GRÁFICO 1.2: PIB per cápita en los países de la UE-25, 2006

a) Euros por habitante (euros constantes y PPS de 2005)



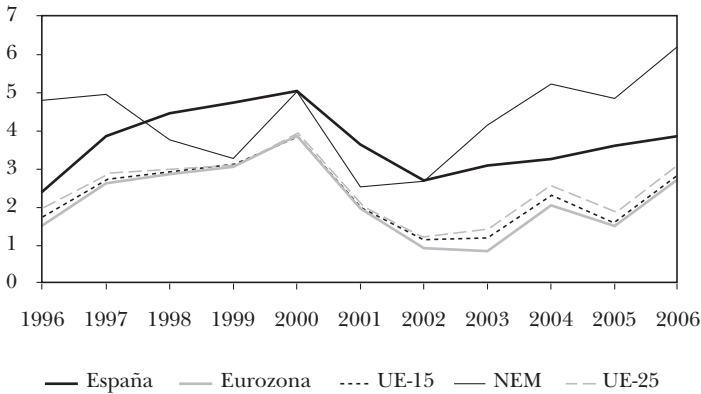
b) Unión Europea = 100



Fuente: Eurostat.

En este contexto, España se encuentra entre los países con un nivel de renta per cápita intermedio en el conjunto de la UE-25, aunque a la cola de los países que integran la UE-15. En 2006, la renta per cápita en España era equivalente al 99% y al 92% de la renta de la UE-25 y de la UE-15, respectivamente. A lo largo de la última década, la economía española ha estado convergiendo a los niveles de renta per cápita medios de la UE, ya que, a media-

GRÁFICO 1.3: Crecimiento del PIB en España y la UE-25. Tasas de variación anual acumulativas. PIB a precios y PPS de 2005 (porcentaje)



Fuente: Eurostat.

dos de los noventa, el PIB per cápita español representaba el 83% de la media de la UE-15 y el 92% de la media de la UE-25.

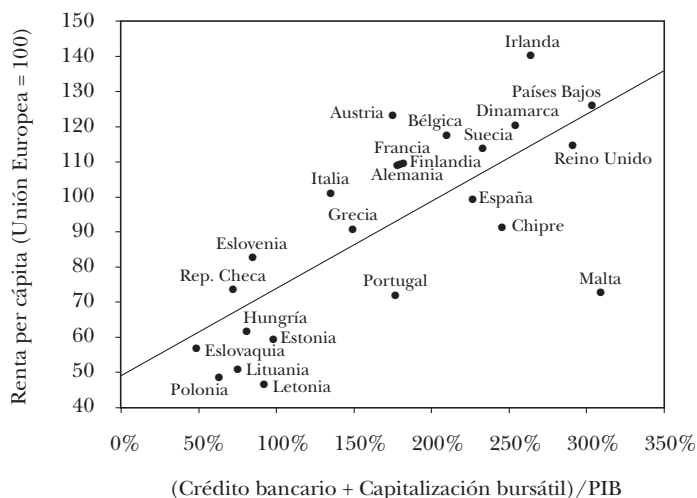
Como se refleja en el gráfico 1.3, el proceso de convergencia se ha sustentado en un diferencial positivo en la tasa de crecimiento del PIB de España con respecto a sus socios europeos. En el caso español, el periodo 1995-2006 ha estado caracterizado por un crecimiento sostenido, con tasas de crecimiento real del PIB por encima del 3% prácticamente durante todo el periodo.

En el proceso de creación de la UE, la importancia de los aspectos financieros siempre ha estado muy presente. Así, en 1977 se promulgó la Primera Directiva Bancaria como el paso inicial para armonizar las normativas financieras de los países. A esta Primera Directiva Bancaria le siguieron otras normas que profundizaban en el objetivo de lograr un sistema financiero integrado, sin barreras y abierto a la competencia externa. Entre estas medidas cabe destacar la Segunda Directiva Bancaria, el establecimiento de la libertad de movimiento de capitales, el establecimiento del euro, y el Plan de Acción de Servicios Financieros.³

³ En el capítulo 2 se detalla el contenido de cada una de estas medidas y en qué medida contribuyeron al establecimiento de un mercado único de servicios financieros.

La atención por los aspectos financieros en la creación de la UE se deriva de la estrecha relación que existe entre el grado de desarrollo financiero, el crecimiento económico y el nivel de bienestar. En el gráfico 1.4 se muestra que existe una clara asociación positiva entre el nivel de renta per cápita y el desarrollo financiero de los países de la UE, aproximándose el desarrollo financiero (como suele ser habitual) por la suma del crédito bancario y la capitalización bursátil como porcentaje del PIB. Se comprueba que los países con mayores niveles de renta per cápita son también los que muestran los mayores niveles de desarrollo financiero. Así, los Países Bajos, el Reino Unido, Irlanda, Dinamarca o Suecia combinan niveles de renta per cápita por encima del 110% de la media de la UE-25 y altos niveles de desarrollo financiero, con un sector financiero de una magnitud superior a 2,3 veces el PIB. En cambio, los NEM (con la excepción de Malta y Chipre) presentan un desarrollo financiero reducido en relación al tamaño de la economía, en consonancia con su menor nivel de renta per cápita.

GRÁFICO 1.4: Renta per cápita y desarrollo financiero, 2005



Nota: Luxemburgo no se muestra en el gráfico debido a su elevado grado de desarrollo financiero.

Fuente: OCDE, BCE, BIS, Banco Mundial, Eurostat y elaboración propia.

De acuerdo con el indicador utilizado, España presenta una posición intermedia, aunque su grado de desarrollo financiero

es superior al que le correspondería según su nivel de renta per cápita al estar por debajo de la línea de tendencia. Así, si su nivel de renta per cápita se sitúa en el 99% de la media de la UE-25 en 2005, el grado de desarrollo financiero es del 226% del PIB, por encima del que corresponde al conjunto de la UE-25 (202% del PIB).

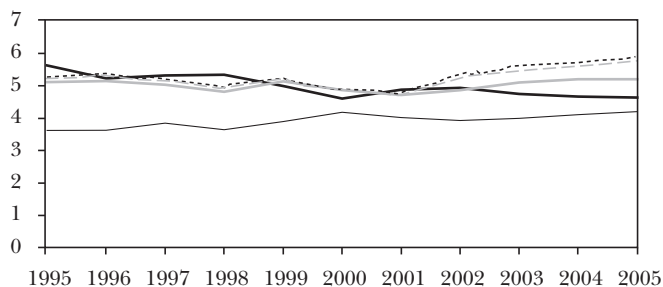
Para valorar de forma más precisa la importancia del sector financiero en la economía se puede analizar la contribución del sector de intermediación financiera a la generación de valor añadido del conjunto de la economía. En el panel *a* del gráfico 1.5 se muestra esta relación, y se comprueba que en Europa el sector de la intermediación financiera⁴ representa un porcentaje algo superior al 5% del valor añadido. En los NEM la aportación del sector financiero al valor añadido ha presentado una tendencia continuamente creciente, aunque partían de un nivel comparativamente bajo. Por países, (gráfico 1.6) destaca sobre todo Luxemburgo, donde el sector financiero representa prácticamente la cuarta parte de la economía, aunque también destacan Irlanda y el Reino Unido, con valores por encima del 8%. Los países con menor peso del sector financiero son Finlandia, Lituania, la República Checa y Estonia, donde el VAB del sector financiero se sitúa por debajo del 3% del VAB total.

En el caso español, la importancia del sector de intermediación financiera se ha situado en valores similares a la media europea hasta 2001, de acuerdo con la información ofrecida por Eurostat. A lo largo del periodo analizado, este sector ha presentado una reducción en su contribución a la generación de VAB, pasando de estar al comienzo del periodo por encima de la media de la UE-25 (con un 5,63%), a situarse por debajo de ésta (4,64%) en 2005, perdiendo un punto porcentual con respecto al conjunto de rentas de la economía española.

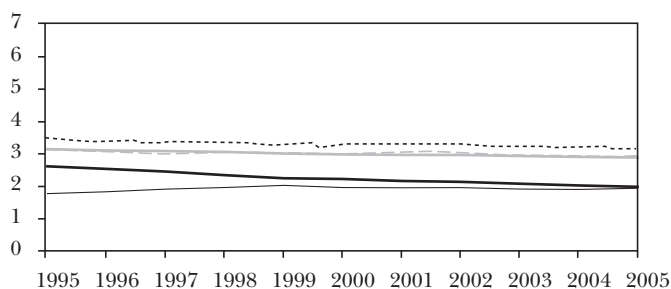
⁴ El sector de intermediación financiera que recoge la Contabilidad Nacional incluye tanto a la intermediación monetaria (Banco Central, bancos, cajas de ahorros, cooperativas de crédito), como a las empresas de arrendamiento financiero, el Instituto de Crédito Oficial, los establecimientos financieros de crédito, los fondos de capital riesgo, los fondos del mercado monetario, seguros y planes de pensiones (excepto seguridad social obligatoria) y las actividades auxiliares a la intermediación financiera (agencias de valores, sociedades de tasación, etc.).

GRÁFICO 1.5: Valor añadido, empleo y productividad del trabajo del sector de intermediación financiera en relación al total de la economía (porcentaje)

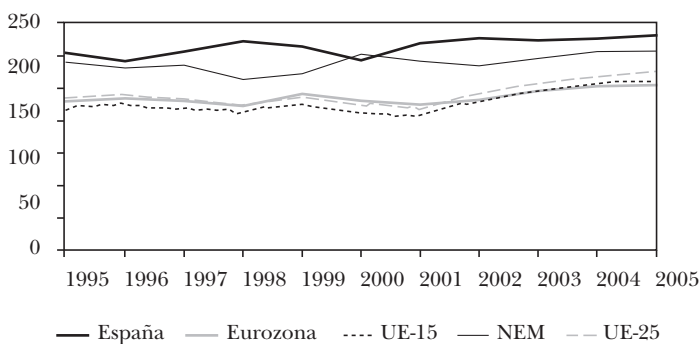
a) Valor añadido en el sector de intermediación financiera/valor añadido total



b) Empleo en el sector de intermediación financiera/empleo total



c) Productividad del trabajo del sector de intermediación financiera/productividad del trabajo del total de ramas de actividad

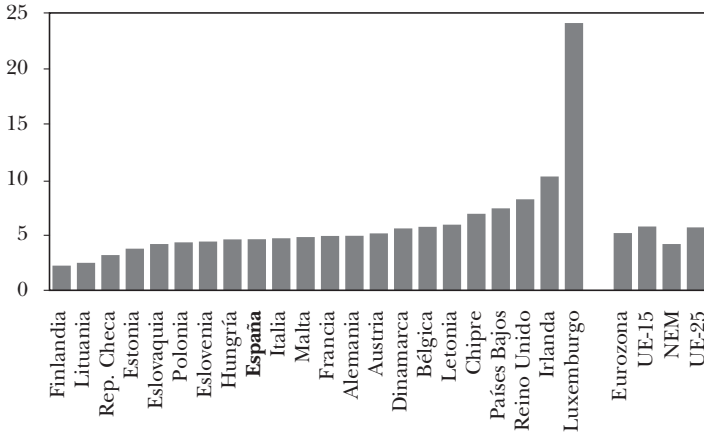


Nota: El valor añadido del sector de intermediación financiera para España en 1999 ha sido estimado por interpolación. Las medias para la UE no incluyen a Austria, Grecia, Malta, Portugal y Suecia.

Fuente: Eurostat.

GRÁFICO 1.6: Peso relativo del VAB del sector intermediación financiera en la economía, 2005

(porcentaje del sector de intermediación financiera sobre el valor añadido total)



Nota: Las medias para la UE no incluyen a Grecia, Portugal y Suecia.

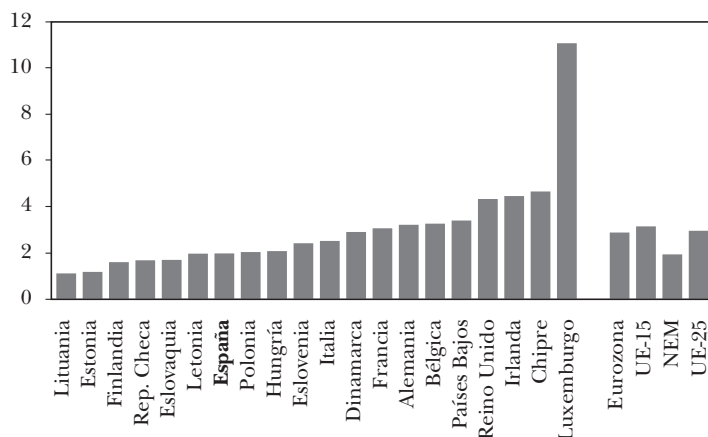
Fuente: Eurostat.

Además del valor añadido, la importancia del sector financiero en el conjunto de la economía también puede valorarse por su capacidad de generar empleo. En el panel *b* del gráfico 1.5 se muestra que, en general, la contribución del sector de intermediación financiera al empleo en el conjunto de la economía, ha presentado una tendencia estable a lo largo del periodo 1995-2005, representando en torno al 3% en la UE-25. En el gráfico 1.7 se muestran los valores del peso del empleo en el sector financiero sobre el total de empleo para el año 2005 en todos los países. De nuevo, Luxemburgo destaca por la relevancia de su sector financiero, con una ratio por encima del 10%. Los demás países muestran valores más moderados, en el entorno de la media europea. Únicamente destacan Chipre, Irlanda y el Reino Unido, con valores por encima del 4%, y Lituania y Estonia, con valores bajos, próximos al 1%.

Al igual que en el caso del valor añadido, la importancia del empleo generado por el sistema financiero español, en relación al empleo total de la economía, es inferior a la media de países de la UE. Así, si el empleo generado en el sector financiero español representaba en 1995 el 2,6% del total de empleo

GRÁFICO 1.7: Peso relativo del empleo en el sector de intermediación financiera en la economía, 2005

(porcentaje del sector financiero sobre el total de empleo)



Nota: Las medias para la UE no incluyen a Grecia, Portugal y Suecia.

Fuente: Eurostat.

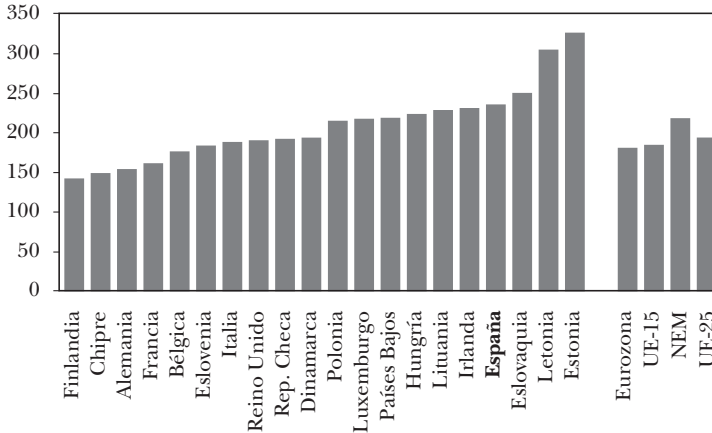
de España, una década después, este porcentaje era del 1,96%, lejos de la media de la UE-25 que se situó en 2005 en el 2,94%.

En el panel *c* del gráfico 1.5 se muestra un índice de productividad relativa del sector financiero. Se comprueba que, en el conjunto de la UE-25, el sector financiero presenta niveles de productividad del trabajo notablemente superiores (1,7 veces mayor en promedio a lo largo del periodo) a los de la media de la economía. Es de destacar la productividad del trabajo del sector financiero español, ya que en 2005 era prácticamente 2,3 veces superior a la del conjunto de la economía. Esta ratio lo sitúa entre los más productivos con respecto al conjunto de su economía, únicamente superado por Eslovaquia, Letonia y Estonia (gráfico 1.8).

El caso del sistema financiero español es especialmente significativo en lo que respecta a la productividad, pues la productividad absoluta del trabajo del sistema financiero español también es elevada en el contexto de los sistemas financieros de la UE-25. En el gráfico 1.9 se muestran los niveles de valor añadido por ocupado en la UE-25 para el conjunto de la economía y para el sector de intermediación financiera. Se comprueba (panel *a* que para el

GRÁFICO 1.8: Productividad relativa del sector financiero con respecto al conjunto de la economía, 2005

(VAB por empleado del sector de intermediación financiera/
VAB por empleado del total de la economía * 100)



Nota: Las medias para la UE no incluyen a Grecia, Portugal y Suecia.

Fuente: Eurostat.

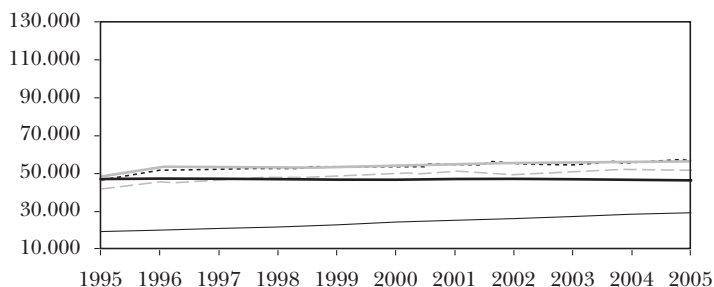
conjunto de sectores, la productividad del trabajo de la economía española es inferior a la media de la UE-25 y, lo que es más preocupante, el diferencial se está ampliando en los últimos años. Así, si en 1995 la economía española se situaba en unos niveles de productividad un 12% superiores a los de la UE-25 y un 2% inferiores a los de la UE-15, en 2005 el deterioro de la productividad en España ha implicado que ésta se sitúe por debajo de los niveles europeos, hasta representar el 88% de la media de la UE-25 y el 82% de la UE-15.⁵ Por el contrario, el sector financiero español presenta niveles de productividad superiores a los del conjunto de la economía española y a los del conjunto de sistemas financieros de la UE-25, si bien los diferenciales con Europa se han recortado a lo largo del tiempo. En concreto, la productividad del sector financiero español ha pasado de ser un 46% superior a la media de la UE-25 (29% de la UE-15) en 1995 a ser

⁵ Este es un problema estructural de la economía española, que ha recibido enorme atención en los últimos años (Pérez García et al. 2006).

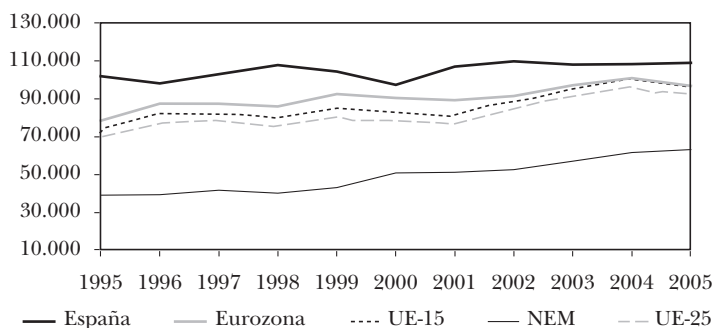
GRÁFICO 1.9: Productividad del trabajo en el sector de la intermediación financiera y en el total de la economía

(euros, constantes y PPS de 2005, por ocupado)

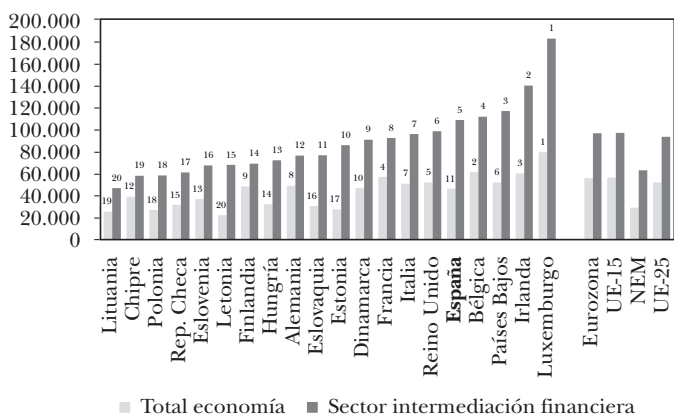
a) Total economía



b) Sector intermediación financiera



c) Total economía y sector intermediación financiera, 2005¹



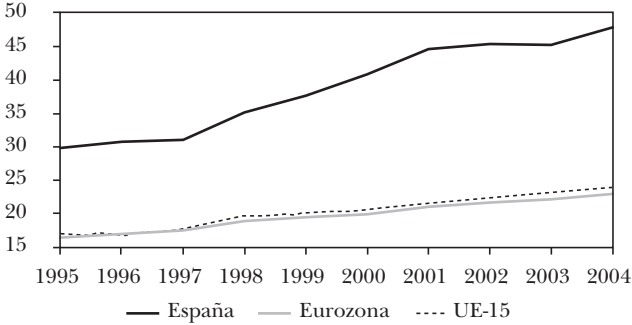
¹ Los números junto a cada barra representan la posición en el ranking.

Nota: El valor añadido del sector de intermediación financiera para España en 1999 ha sido estimado por interpolación. Las medias para la UE no incluyen a Austria, Grecia, Malta, Portugal y Suecia. Los valores en términos corrientes se han transformado en constantes utilizando el deflactor del PIB.

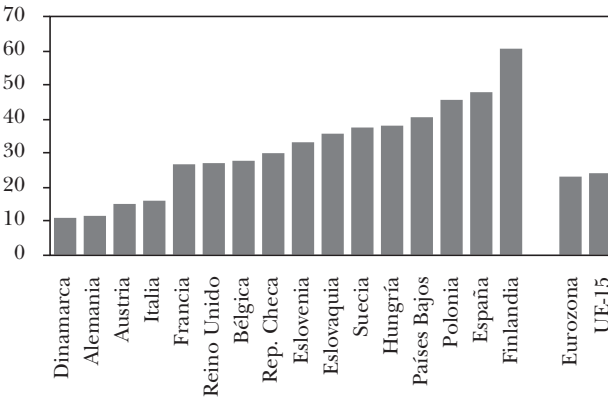
Fuente: Eurostat.

GRÁFICO 1.10: Capital humano en el sector de la intermediación financiera
 (porcentaje de horas trabajadas por universitarios
 respecto del total de horas trabajadas)

a) Evolución temporal



b) 2004



Fuente: EU KLEMS.

un 16% (12%) superior en 2005. Sin embargo, la reducción de parte del diferencial de productividad favorable al sector financiero español no se debe a una reducción en su productividad (que ha aumentado en el periodo analizado, como se comprueba en el panel *b* del gráfico 1.9), sino al más intenso ritmo de crecimiento de la productividad del trabajo de los demás sistemas financieros europeos.

La evolución en el tiempo de la productividad ha significado que en 2005 el sector financiero español sea el quinto más productivo de Europa, tan solo por detrás de Luxemburgo, Irlanda, los Países Bajos y Bélgica (panel *c* del gráfico 1.9). Esta situación

es destacable, si tenemos en cuenta que la economía española ocupa la posición undécima en el *ranking* de productividad del trabajo en Europa. Que el sector financiero español destaque en productividad, apunta a una de las fortalezas de nuestro sistema financiero en general, y del bancario en particular. Como también se puede comprobar, los países con menores ratios de productividad se corresponden, fundamentalmente, con los NEM. Dentro de la UE-15, Alemania y Finlandia destacan por su bajo nivel de productividad.

La elevada productividad del sector financiero español puede explicarse, en parte, por los elevados niveles de capital humano y por el uso intensivo de nuevas tecnologías de información y telecomunicaciones (TIC). Como muestra de ello, el gráfico 1.10 representa el porcentaje de horas trabajadas por trabajadores que poseen estudios universitarios como porcentaje del total de horas trabajadas. La última información disponible para diversos países de la UE, referida a 2004, indica que España posee uno de los niveles de capital humano más elevados, con un porcentaje de horas trabajadas por universitarios cercano al 50%, frente al 24% de media en los países de la UE-15.

La aportación del capital humano y tecnológico al crecimiento de la productividad se puede medir de forma más precisa utilizando las técnicas de contabilidad del crecimiento. Mediante esta técnica se descompone el crecimiento de la productividad del trabajo en las contribuciones correspondientes a la utilización de distintas cantidades de cada uno de los factores productivos (teniendo en cuenta el valor atribuido a sus aportaciones). La idea básica es que, bajo supuestos como la existencia de competencia perfecta y rendimientos constantes a escala, la contribución de cada factor a la producción es estimada por su propia tasa de crecimiento real multiplicada por la participación de las rentas de ese factor en la renta total. Esto implica suponer que cada factor está siendo retribuido de acuerdo a su productividad marginal. Además, la parte del crecimiento de la producción no explicada por la contribución de cada uno de los factores, el residuo de Solow, también denominada crecimiento de la *productividad total de los factores* (PTF), es atribuida al progreso técnico.

CUADRO 1.1: Contabilidad del crecimiento. Descomposición de la productividad del trabajo. Sector privado, 1995-2005. Tasas anuales de variación
(porcentaje)

	España		UE-15	
	Sector de intermediación financiera	Total economía	Sector de intermediación financiera	Total economía
Productividad del trabajo (1) = (2) + (6) + (9)	4,57	0,42	2,81	1,51
Contribución de los cambios en la composición del trabajo (2) = (3) + (4) + (5)	-0,03	0,55	0,29	0,21
Nivel cualificación alto (3)	1,18	0,68	-	-
Nivel cualificación medio (4)	-0,31	0,81	-	-
Nivel cualificación bajo (5)	-0,91	-0,93	-	-
Contribución del capital total por hora trabajada (6) = (7) + (8)	0,84	0,78	1,37	0,96
Contribución del capital TIC por hora trabajada (7)	1,09	0,32	1,21	0,52
Contribución del capital no TIC por hora trabajada (8)	-0,26	0,46	0,16	0,43
PTF (9)	3,77	-0,91	1,15	0,35

Fuente: Mas y Robledo (2008) a partir de datos de EU KLEMS.

En el cuadro 1.1 se muestra el crecimiento de la productividad del trabajo en España y la UE-15 entre 1995 y 2005 y la contribución a este crecimiento de cada uno de los factores productivos (trabajo según su nivel de cualificación, capital físico TIC y capital físico no TIC), así como de la PTF.⁶ En la tabla se aprecia que el crecimiento de la productividad del trabajo del sector de intermediación financiera en España y en la UE es más intenso que en el conjunto de la economía.⁷ España destaca

⁶ La información procede de Mas y Robledo (2008).

⁷ Se puede comprobar que el crecimiento de la productividad del trabajo del cuadro 1.1 es superior al que se desprende del gráfico 1.9. La discrepancia se debe a las distintas fuentes estadísticas utilizadas y a la diferente forma de medir el factor trabajo (puestos de trabajo en el gráfico 1.9, frente a horas trabajadas en el cuadro 1.1).

por su fuerte crecimiento de la productividad, diez veces más intenso que el conjunto del sector privado y 1,6 veces mayor que el sector financiero de la UE-15. Estas diferencias se asientan fundamentalmente en la PTF (que en España explica el 82% del crecimiento de la productividad del trabajo frente al 40% en la UE-15), aunque también en el trabajo cualificado y en el empleo de capital TIC por hora trabajada. La contribución de los distintos niveles de cualificación a la hora de explicar la productividad del trabajo en España llama la atención. Por un lado, el trabajo cualificado ha aportado más de un punto porcentual al crecimiento de la productividad del trabajo, mientras que el resto de niveles de cualificación del trabajo han contribuido negativamente a la productividad. Este hecho es debido a la dinámica de las entidades financieras españolas que han incrementado la plantilla con elevado capital humano (personal con estudios universitarios).

1.3. La posición financiera neta de las economías europeas

1.3.1. Capacidad neta de financiación

En la sección anterior se han utilizado distintos indicadores generales de la importancia del sector financiero en la economía. Pero su relevancia va más allá de su contribución a la generación de valor añadido y empleo, ya que la función principal del sector financiero es canalizar el ahorro hacia la inversión. Sin embargo, esta canalización no está exenta de fricciones en la medida que existen costes asociados a la elaboración, establecimiento, seguimiento y cumplimiento de los contratos. Además, la adquisición de la información necesaria para esta labor es costosa y en muchos casos existen asimetrías entre los distintos agentes. Por ello, tanto los mercados financieros organizados como los intermediarios surgen como una forma de reducir los costes de transacción y de información. En la medida en la que el crecimiento económico y las mejoras en los niveles de bienestar dependen fundamentalmente de las ganancias de productividad, del progreso técnico y de la acumulación de capital, el sector financiero juega un papel

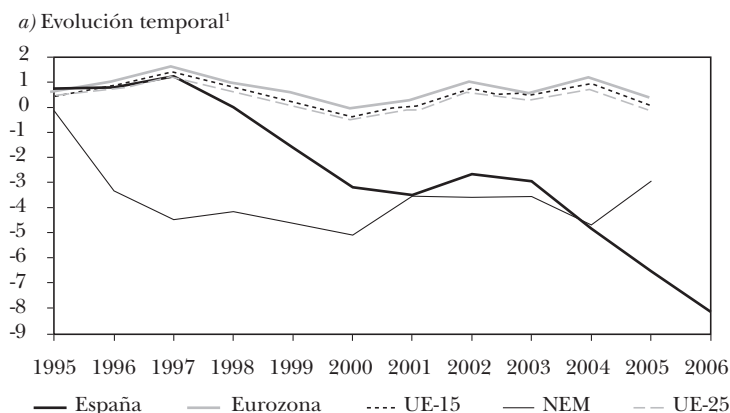
clave, ya que aquella depende de la eficiencia con la que los fondos disponibles de los ahorradores se canalizan hacia la inversión.⁸

En este sentido, el sector financiero ha de adaptarse a la estructura cambiante del ahorro y de las necesidades de financiación de la economía que, lejos de ser estables, se han modificando de forma notable en los últimos años. A partir de los datos de Contabilidad Nacional publicados por Eurostat para los países miembros de la UE-25 que recoge el gráfico 1.11, se pueden valorar las diferencias entre países en las necesidades netas de fondos prestables del conjunto de la economía. Se comprueba que en la UE existe, en general, capacidad de financiación ya que el ahorro de los agentes es mayor que la inversión. A lo largo de la última década, la capacidad de financiación ha representado un porcentaje estable con respecto al PIB de aproximadamente el 0,4% en la UE-25, el 0,5% en la UE-15 y el 0,8% en la eurozona. Por el contrario, los NEM presentan necesidad de financiación, situada en término medio en el 3,7% del PIB en la década analizada. En estos países es de destacar que aunque han crecido durante toda la década de forma sostenida (con elevadas tasas de inversión), el déficit en cuanto a sus necesidades de financiación no se ha incrementado, sino que desde 2004 se está reduciendo.

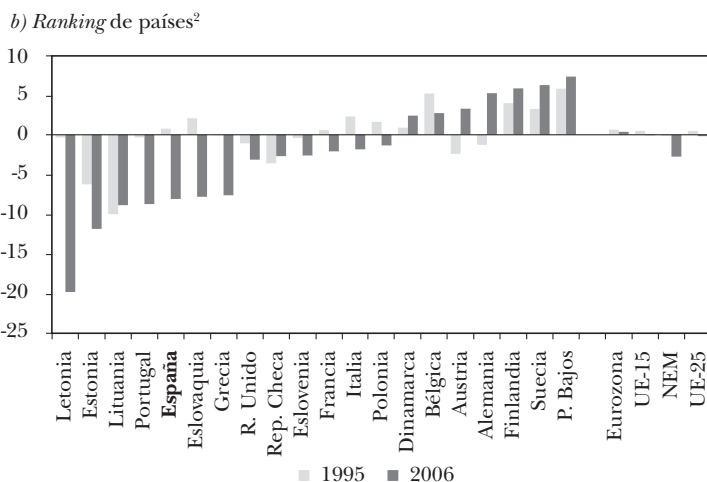
El caso español es especialmente llamativo ya que en los años 1995-1997 existía una capacidad neta de financiación de una cuantía similar a la media de la UE-25 (en el entorno del 1% del PIB). A partir de ese año la tasa de crecimiento de la inversión ha sido superior a la del ahorro, con la consiguiente reducción en la capacidad neta de financiación. De hecho, en el año 1999 ya existía una necesidad de financiación del 1,6% del PIB, incrementándose posteriormente (salvo en 2002) hasta terminar en 2006 en un porcentaje del 8,1% del PIB. A pesar del elevado valor, existen algunos países en la UE donde las necesidades de financiación son mayores en relación al PIB. Destaca en 2006 el caso de Leto-

⁸ A partir del trabajo pionero de Goldsmith (1969), multitud de trabajos han analizado distintos aspectos de la relación entre el crecimiento económico y el sistema financiero (Levine 1997; King y Levine 1993a y 1993b; Levine y Zervos 1998; Levine, Loayza y Beck 2000; Beck, Levin y Loayza 2000; Beck y Demirgüç-Kunt 2006; La Porta et al. 1998; entre otros). Véase Papaioannou (2007) para una revisión reciente de la literatura sobre desarrollo financiero y crecimiento.

GRÁFICO 1.11: Capacidad o necesidad de financiación en España y la UE-25
(porcentaje del PIB)



¹ Las medias para la UE no incluyen a Irlanda, Luxemburgo, Chipre, Hungría y Malta.

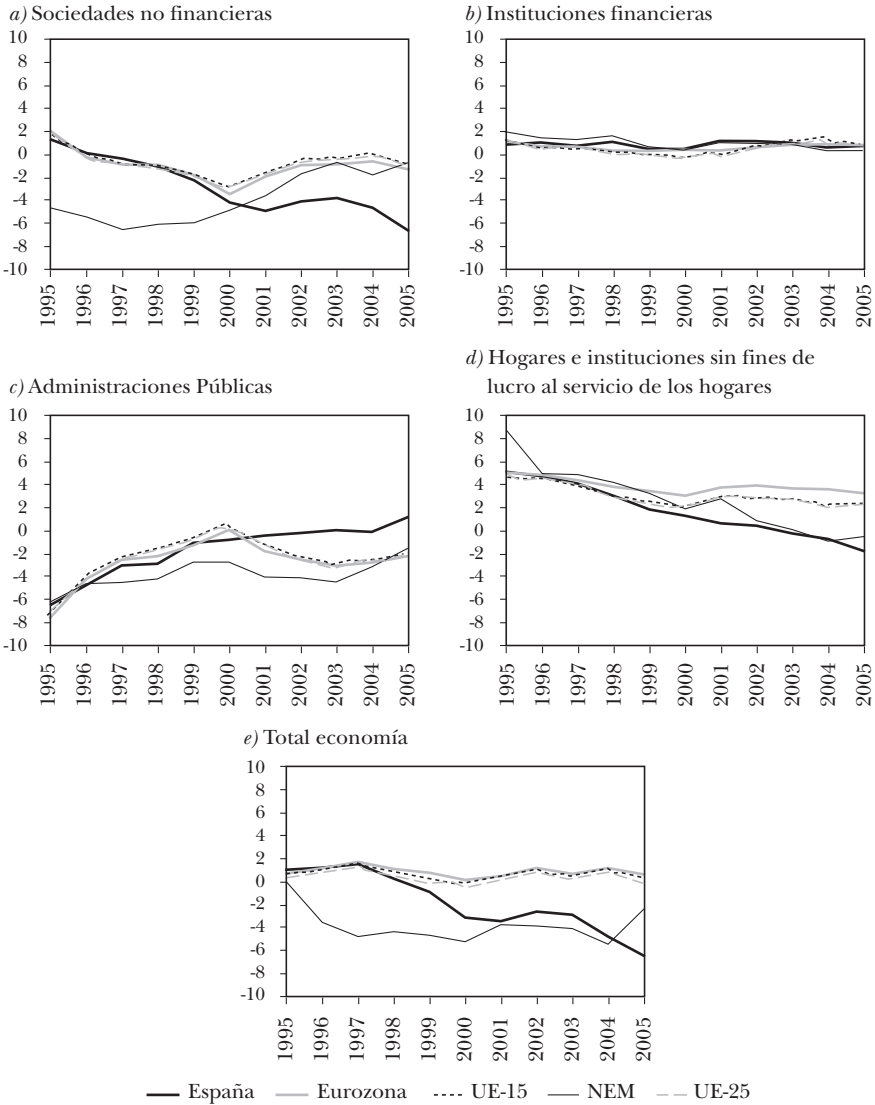


² Las medias para la UE no incluyen a Irlanda, Luxemburgo, Chipre, Hungría y Malta. Los datos de Grecia y Polonia corresponden a 2005.

Fuente: Eurostat.

nia y Estonia con valores del 20% y 12%, respectivamente, y el de Lituania, con un 9%. De entre los países de la UE-15, únicamente Portugal (9%) supera a España en necesidad de financiación. En el extremo opuesto, Holanda, Suecia, Finlandia, Alemania, Austria, Bélgica y Dinamarca presentan una capacidad neta de financiación (gráfico 1.12).

GRÁFICO 1.12: Capacidad o necesidad de financiación.
Evolución temporal por agentes
 (porcentaje del PIB)



Nota: Las medias para la UE no incluyen a Irlanda, Luxemburgo, Chipre, Hungría, Malta, Eslovenia y Portugal.

Fuente: Eurostat.

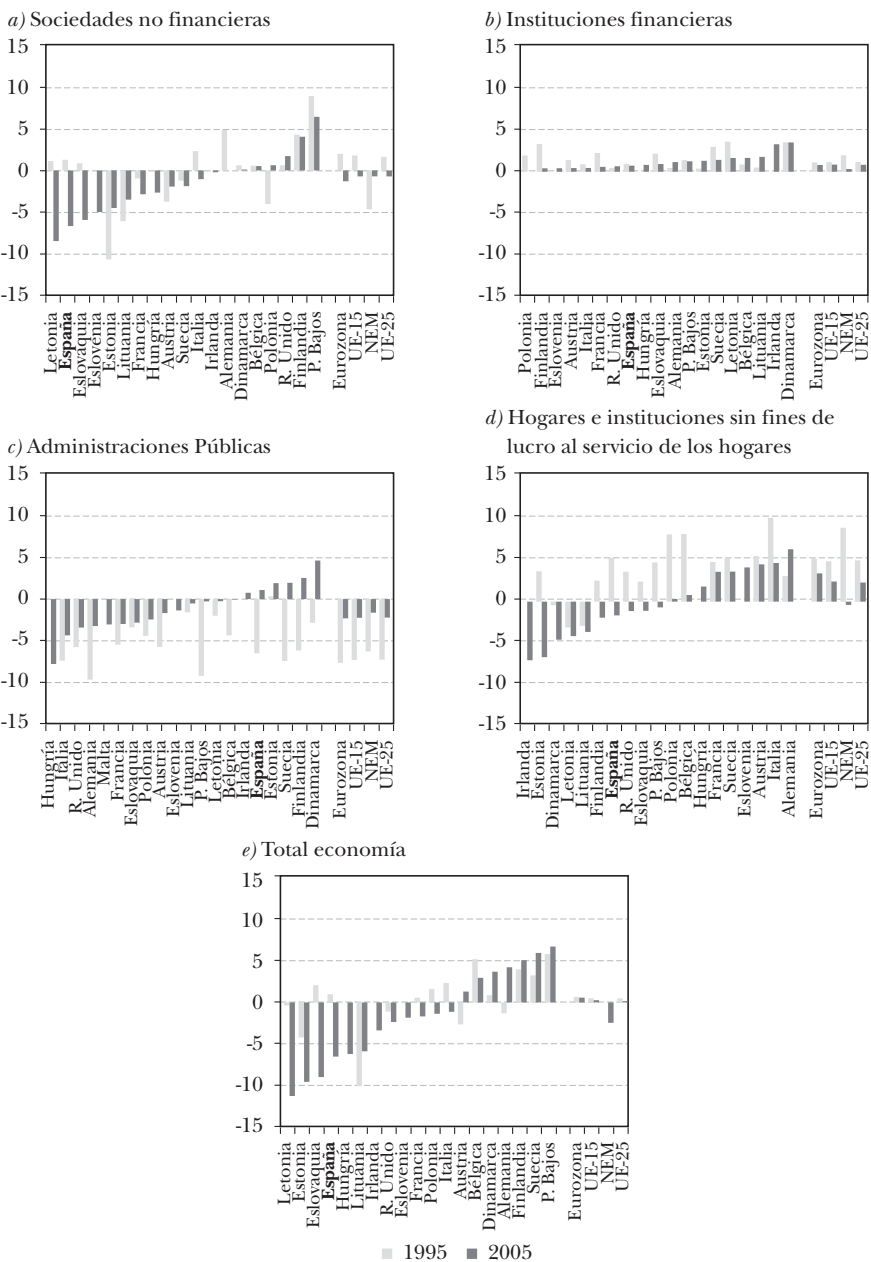
La información sobre la capacidad y necesidad de financiación también está disponible para los cuatro grandes grupos de

agentes: sociedades no financieras, instituciones financieras, Administraciones Públicas y hogares (que incluyen a las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares). El gráfico 1.12 presenta esta información para el periodo 1995-2005 y en él se puede comprobar que el acusado incremento de la necesidad de financiación de la economía española viene explicado por el comportamiento de las sociedades no financieras y de los hogares. En ambos casos, han pasado de una situación de capacidad de financiación en 1995 a tener necesidad de financiación en los últimos años. Las empresas no financieras han pasado de ser oferentes de fondos prestables al comienzo del periodo, en una magnitud equivalente al 1,3% del PIB, a una necesidad de financiación de casi el 7% del PIB en 2005. Por países, las empresas españolas son las que mayor necesidad de financiación presentan en comparación con el resto de países europeos, con la única excepción de Letonia (gráfico 1.13).

En los hogares, el diferencial entre la capacidad y necesidad de financiación también se ha reducido a lo largo del periodo analizado, pasándose de una capacidad de financiación de más del 5% del PIB en 1995 a una necesidad de financiación del 1,64% en 2005. La magnitud de la necesidad de financiación de la economía española es muy elevada y plantea interrogantes de futuro. En la medida en la que la insuficiencia del ahorro de la economía nacional para financiar la inversión obliga a acudir al ahorro exterior, cabe preguntarse si este continuo endeudamiento de la economía española con el resto del mundo es sostenible a medio y largo plazo, especialmente en un contexto en el que pueden surgir crisis de confianza en los agentes sobre el futuro de la economía española, o de algún sector productivo en concreto.

Este empeoramiento tan acusado en la posición financiera neta de las empresas y hogares no se da en el conjunto de la UE. Así, tanto en la UE-25 como en la UE-15, las empresas no financieras comenzaron a disminuir su capacidad de financiación hasta 2000, año en el que incluso mostraron necesidad de financiación. A partir de ese año, el saldo de la cuenta de capital (o la cuenta de adquisición de activos no financieros, según el término utilizado en el Sistema Europeo de Cuentas (SEC-95) comenzó a recuperarse, hasta situarse en el entorno del 0,8% del PIB. Eso sí, en

GRÁFICO 1.13: Capacidad o necesidad de financiación por agentes, 1995 y 2005
(porcentaje del PIB)



Nota: Las medias para la UE no incluyen a Irlanda, Luxemburgo, Chipre, Hungría, Malta, Eslovenia y Portugal.

Fuente: Eurostat.

algún otro país europeo también se ha dado este incremento en la necesidad de financiación de las economías domésticas, incluso en una cuantía superior a la del caso español, como en Eslovaquia, Letonia, Alemania o Suecia (gráfico 1.13).⁹ En el conjunto de los hogares de la UE-25, la evolución de la capacidad de financiación es similar a la de las sociedades no financieras, pero con un perfil mucho más estable y siempre con capacidad neta de financiación. En el periodo 1995-2000 se produjo una reducción en la capacidad de financiación, siendo desde entonces más o menos estable en el entorno del 2,5% del PIB.

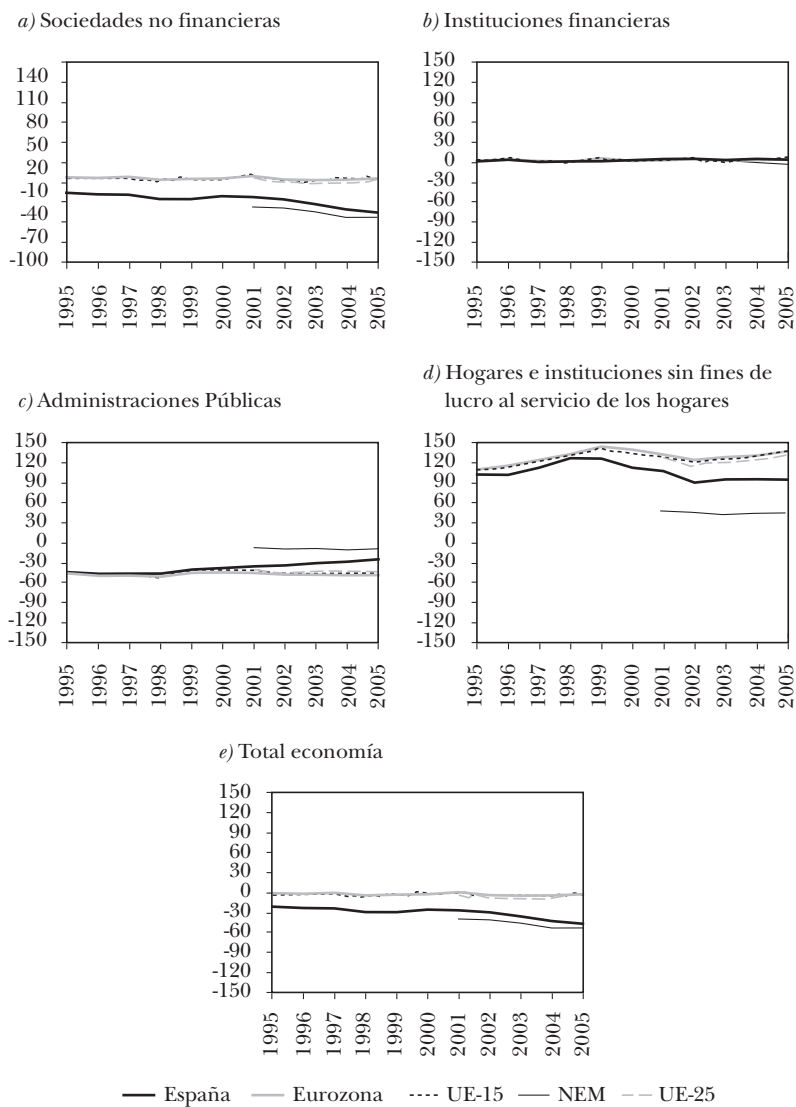
1.3.2. Posición financiera neta

En cada periodo, los agentes con necesidad de financiación emiten pasivos que compran los ahorradores o agentes con capacidad de financiación y pasan a formar parte de su cartera de activos. Estos pasivos pueden ser bancarios, como los depósitos o los préstamos que solicitan las empresas o los hogares, o no bancarios como los títulos de renta fija o variable. La diferencia del *stock* de activos y pasivos financieros indica la posición neta de los distintos agentes o del conjunto de la economía en calidad de ahorradores o inversores.

En los gráficos 1.14 y 1.15 se muestra este indicador construido a partir de las Cuentas Financieras publicadas por Eurostat. En el primer gráfico se compara la evolución de la economía española con la media de la UE-15, la UE-25, la eurozona y los NEM, mientras que en el gráfico 1.15 aparecen los niveles de todos los países para los que está disponible la información en 2005. Conviene destacar varios hechos. En primer lugar, que las instituciones financieras, dada su labor de intermediación, presentan una posición neta cercana a cero. Las Administraciones Públicas y las sociedades no financieras presentan saldos negativos, ya que son en última instancia las que reciben fondos prestables de los hogares, que presentan una posición neta claramente positiva. Eso sí, en los últimos años, particularmente en

⁹ Bélgica ha reducido también de forma sustancial su capacidad de financiación en casi cinco puntos porcentuales del PIB, presentando un valor cercano a cero en 2005.

GRÁFICO 1.14: Posición financiera neta (activos menos pasivos financieros). Evolución temporal por agentes (porcentaje del PIB)

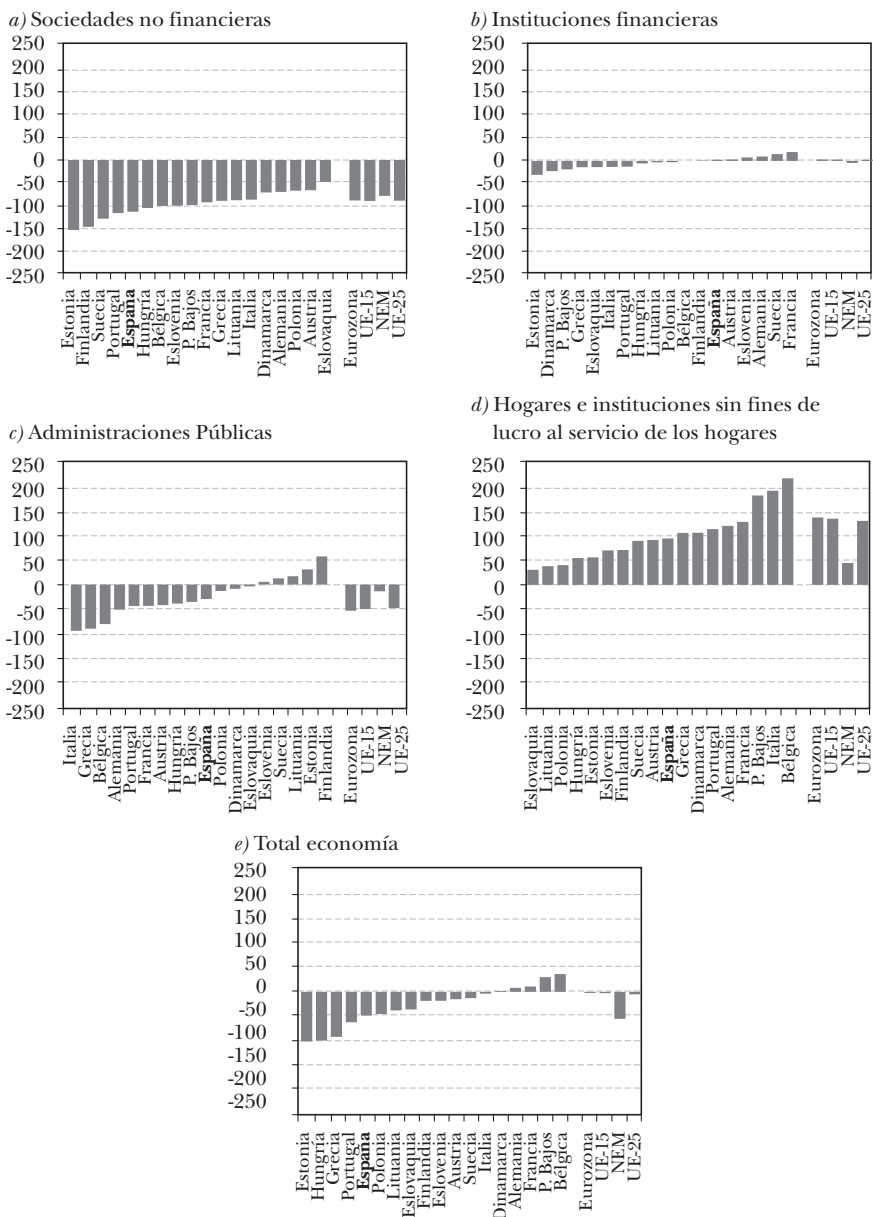


Nota: Las medias para la UE no incluyen República Checa, Irlanda, Chipre, Letonia, Luxemburgo, Malta y Reino Unido.

Fuente: Eurostat.

GRÁFICO 1.15: Posición financiera neta (activos menos pasivos financieros) por agentes y país, 2005

(porcentaje del PIB)



Nota: En los agregados no se incluye la República Checa, Irlanda, Chipre, Letonia, Luxemburgo, Malta y Reino Unido.

Fuente: Eurostat.

España, esa posición neta ha disminuido y está alejándose de la de la media de países europeos, ya que la creciente necesidad de financiación de los hogares se ha traducido, en un incremento del endeudamiento (incremento de los pasivos financieros de los hogares), o en una disminución de sus activos financieros.

Si se compara la situación de los hogares de la economía española con la de los países de la UE-15 se comprueba que en 2005 España ocupaba un lugar intermedio, incluso con una posición neta superior a la de otros países como Austria, Suecia, Finlandia y los NEM. Las sociedades no financieras muestran una posición neta negativa, como es de esperar de su papel como agentes que llevan a cabo la inversión mayoritariamente. En España, la posición neta con respecto a la media de países europeos no es especialmente llamativa, aunque se está incrementando la diferencia en los últimos años. De hecho, en 2005 la posición neta de las sociedades no financieras españolas es la quinta menor de todos los países de la UE-25, tan solo por delante de Estonia, Finlandia, Suecia y Portugal. Por su parte, el sector de las Administraciones Públicas presenta en Europa un volumen de pasivos financieros netos que ronda el 50% del PIB. En España, el nivel en los años 1995-1999 fue similar al del resto de países de la UE-25, pero a partir de ese año ha comenzado a disminuir su saldo neto. Este hecho está en consonancia con el cambio de saldo de la capacidad/necesidad de financiación del sector público, que le ha permitido reducir sustancialmente el volumen de pasivos financieros que tenía en el mercado. Con todo ello, la posición neta del total de la economía española muestra un saldo negativo muy superior y crecientemente divergente en relación a los países de la UE-25. Este saldo negativo implica un endeudamiento con el exterior. En este sentido, es de destacar que únicamente cuatro países europeos (Estonia, Hungría, Grecia y Portugal) muestran en 2005 un saldo negativo superior al español.

1.4. Desarrollo y estructura financieros de los países europeos

En el apartado anterior se ha insistido en el papel del sistema financiero como canalizador de fondos entre los agentes con capacidad y los que tienen necesidad de financiación. Pero, ¿cómo se realiza la labor de intermediación entre ahorradores e inversores?, ¿cómo se configura el sistema financiero para canalizar el ahorro a la inversión?

El sistema financiero está formado por un conjunto de instituciones (mercados e intermediarios) y la importancia relativa de cada uno de ellos en la composición del sistema financiero define la estructura financiera de la economía. Conviene analizar las particularidades del caso español, así como si las diferentes configuraciones del sector financiero tienen consecuencias sobre su funcionamiento.

La configuración de los sectores financieros depende de aspectos tan diversos como el marco legal e institucional, la historia del país o el grado del desarrollo económico. En este sentido, suele decirse que los sistemas financieros basados en los mercados (sistemas anglosajones) están más desarrollados que los que pivotan sobre los intermediarios (sistemas continentales). Esta concepción se fundamenta en que, en general, en las economías poco desarrolladas los intermediarios tienen más importancia que los mercados. Además, esta idea también se basa en la visión de los mercados como el mejor mecanismo de asignación de los recursos. Sin embargo, la actividad financiera está caracterizada por una serie de factores que hacen que la asignación derivada del funcionamiento de los mercados no sea siempre la más eficiente debido a varios factores (Allen y Gale 2000). En primer lugar, en los mercados financieros existen problemas de incentivos entre los distintos participantes (accionistas y gestores, entidades financieras y sus clientes tanto en las operaciones activas como en las pasivas, etc.). En segundo lugar, en los sistemas financieros también se producen asimetrías de información entre los agentes. Por ejemplo, los inversores en una compañía no siempre saben o pueden verificar el valor esperado de una inversión, o a las entidades bancarias les es costoso conocer la verdadera naturaleza

del proyecto de inversión que se les propone financiar. Además, existen importantes costes de transacción y problemas de riesgo moral que, en ausencia de intermediarios, harían que los intercambios no se llevaran a cabo. En la medida que todos estos fallos de mercado existan y sean importantes, los intermediarios jugarán un papel relevante. En este contexto, ¿cuál es la mejor forma de organizar el sistema financiero: dando más importancia a los intermediarios o a los mercados?

Para responder a esta pregunta, hay que analizar la forma en la que los sistemas financieros realizan la labor de canalización del ahorro a la inversión y valorar si las distintas configuraciones afectan a la eficiencia con la que los sistemas financieros realizan sus funciones.

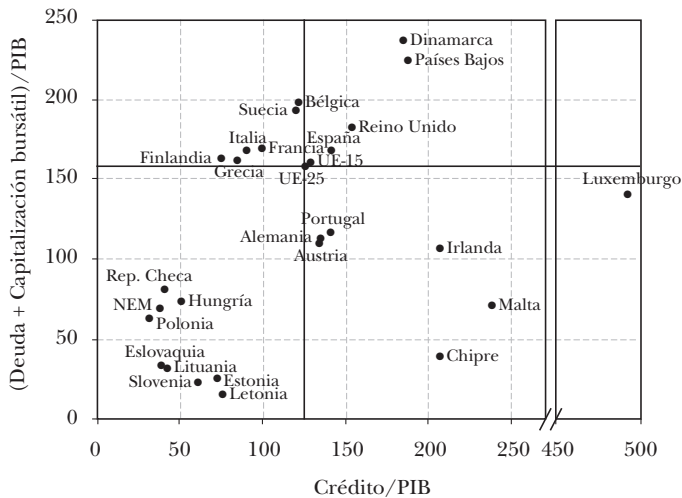
Merton (1995) agrupa en seis las subfunciones que realizan los sistemas financieros para intermediar entre ahorradores e inversores. Establece que el sistema financiero es el encargado de: 1) gestionar el sistema de pagos de la economía de forma que las transacciones económicas se puedan realizar de forma eficiente; 2) hacer posible la agrupación de fondos prestables dispersos en manos de los ahorradores para llevar a cabo grandes inversiones indivisibles; 3) transferir recursos espacial y temporalmente; 4) suministrar un sistema para gestionar la incertidumbre y el riesgo; 5) proporcionar información de precios (tipos de interés y rentabilidades) que ayudan a coordinar decisiones descentralizadas; y 6) permitir superar los problemas de información asimétrica y de incentivos existentes entre los agentes.

Estas funciones de los sistemas financieros son estables a lo largo del tiempo y entre países, aunque las instituciones que forman el sistema financiero y que las llevan a cabo cambien debido entre otros factores a la competencia entre agentes, la innovación financiera y características institucionales o regulatorias. Por ejemplo, la existencia en algunos países de sistemas de pensiones públicos asentados y generosos puede hacer que no se desarrolle con intensidad el mercado de fondos de pensiones, en comparación con otros países en los que no existan esquemas de planes de pensiones públicos. Por tanto, pueden existir distintas configuraciones del sector financiero que den respuesta a las necesidades. Lo importante es que sus funciones se realicen de forma eficiente.

La realidad observada en los sistemas financieros, como se comprueba a continuación, demuestra que, en general, se suele producir una mezcla entre las dos formas de organizar los sistemas financieros. De hecho, la relación entre los mercados e intermediarios no es estática, sino que se complementan entre sí, influyéndose mutuamente a lo largo del tiempo.

Para mostrar la diversidad de estructuras financieras existentes en los países europeos, en el cuadro 1.2 se presenta el peso de los préstamos bancarios, de la deuda (renta fija) y de la capitalización bursátil en el PIB de las economías. Las ratios nos indican la importancia relativa de los mercados (de renta fija o de renta variable) frente a los intermediarios bancarios. El gráfico 1.16 muestra la misma información para el último año disponible (2005), agregando la actividad de los mercados (la renta fija más la variable). Se comprueba que entre los países de la UE-25 no domina un tipo concreto de configuración del sistema financiero, sino que existe una variedad de estructuras financieras.

GRÁFICO 1.16: Estructura financiera en Europa.
Mercados versus intermediarios, 2005
 (porcentaje del PIB)



Nota: En los agregados no se incluyen Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Eslovenia y Eslovaquia. Además, en Chipre, Estonia, Eslovenia, Letonia, Lituania, Luxemburgo y Malta no está disponible el volumen de deuda (renta fija), por lo que únicamente se muestra la capitalización bursátil.

Fuente: OCDE, BCE, BIS, Banco Mundial, Eurostat y elaboración propia.

CUADRO 1.2: Estructura financiera en los países de la UE
(porcentaje del PIB)

	2002		
	Préstamos bancarios	Deuda renta fija	Capitalización bursátil
Bélgica	104,27	148,97	50,57
Rep. Checa	36,89	57,85	21,08
Dinamarca	148,84	178,60	44,10
Alemania	141,00	87,02	34,22
Estonia	41,18	–	33,24
Irlanda	153,01	31,08	49,31
Grecia	66,27	95,85	50,83
España	104,18	70,88	67,66
Francia	88,49	96,16	66,26
Italia	82,29	135,74	39,37
Chipre	193,17	–	47,48
Letonia	35,01	–	7,65
Lituania	17,13	–	10,33
Luxemburgo	548,10	–	108,98
Hungría	37,28	46,13	19,64
Malta	167,28	–	33,07
Países Bajos	151,43	102,16	91,57
Austria	123,65	80,28	15,33
Polonia	29,13	28,03	14,57
Portugal	135,28	75,04	33,57
Eslovenia	39,31	–	20,62
Eslovaquia	–	32,18	7,76
Finlandia	59,73	59,74	102,32
Suecia	109,86	84,72	73,50
Reino Unido	131,58	48,62	118,61
Eurozona	111,28	97,55	51,06
UE-15	115,61	90,06	63,61
NEM	32,45	38,21	17,01
UE-25	112,52	88,13	61,88

CUADRO 1.2 (cont.): Estructura financiera en los países de la UE
(porcentaje del PIB)

	2004		
	Préstamos bancarios	Deuda renta fija	Capitalización bursátil
Bélgica	105,04	134,62	213,62
Rep. Checa	38,48	59,50	28,48
Dinamarca	170,39	191,51	62,10
Alemania	136,34	81,92	43,56
Estonia	63,10	–	53,25
Irlanda	177,41	49,60	62,22
Grecia	75,79	105,85	59,85
España	120,28	84,51	90,12
Francia	92,31	102,11	90,10
Italia	85,50	136,58	45,70
Chipre	195,03	–	30,93
Letonia	55,72	–	11,92
Lituania	30,02	–	28,70
Luxemburgo	444,21	–	149,50
Hungría	47,60	51,71	28,08
Malta	193,92	–	51,83
Países Bajos	173,64	113,72	102,24
Austria	125,32	77,22	29,29
Polonia	33,30	37,86	28,06
Portugal	135,02	84,41	40,95
Eslovenia	47,16	–	29,69
Eslovaquia	–	34,13	10,48
Finlandia	68,23	64,94	97,09
Suecia	113,47	89,25	107,87
Reino Unido	140,59	48,32	130,73
Eurozona	114,94	99,84	70,38
UE-15	120,47	92,36	81,81
NEM	37,66	45,97	28,16
UE-25	117,47	90,68	79,87

CUADRO 1.2 (cont.): Estructura financiera en los países de la UE
(porcentaje del PIB)

	2005		
	Préstamos bancarios	Deuda renta fija	Capitalización bursátil
Bélgica	121,51	109,59	88,15
Rep. Checa	41,07	50,17	30,94
Dinamarca	184,79	167,84	68,78
Alemania	134,90	69,29	43,85
Estonia	72,51	–	25,43
Irlanda	206,86	49,51	56,98
Grecia	84,36	97,16	64,43
España	141,14	82,03	85,31
Francia	99,45	88,76	80,46
Italia	89,97	122,19	45,13
Chipre	206,64	–	38,87
Letonia	76,09	–	15,63
Lituania	42,68	–	31,93
Luxemburgo	492,86	–	140,29
Hungría	51,26	43,90	29,52
Malta	237,86	–	71,21
Países Bajos	187,55	108,25	115,77
Austria	133,66	67,94	41,47
Polonia	31,86	31,57	30,99
Portugal	140,41	80,39	36,17
Eslovenia	61,11	–	23,00
Eslovaquia	38,72	24,60	9,27
Finlandia	74,63	55,47	107,26
Suecia	120,04	79,88	112,97
Reino Unido	153,60	45,03	137,32
Eurozona	122,01	88,45	64,61
UE-15	128,75	82,24	78,75
NEM	37,97	38,40	30,67
UE-25	125,08	80,47	76,80

Nota: En los agregados no se incluyen Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Eslovenia y Eslovaquia.

Fuente: OCDE, BCE, BIS, Banco Mundial, Eurostat y elaboración propia.

A la vista de la información, se constata que los nuevos estados miembros de la UE-25 muestran reducidos niveles de desarrollo financiero (tanto de los mercados como de los intermediarios), en consonancia con sus reducidos niveles de renta per cápita. En el extremo opuesto, Dinamarca, Luxemburgo, Holanda y el Reino Unido poseen sectores financieros muy desarrollados, con un peso, tanto del sector bancario como de los mercados, superior al de la media de la UE-25, aunque los mercados parecen tener una importancia relativa superior a los intermediarios. Luxemburgo es un caso a destacar en esta categoría, con un peso del sector bancario muy superior al resto de países, ya que el crédito bancario es prácticamente cinco veces mayor que el tamaño de la economía (PIB).

Otro grupo de países (Bélgica, Suecia, Francia,¹⁰ Italia, Grecia y Finlandia) está caracterizado por un grado de desarrollo de los mercados financieros por encima del conjunto de la UE-25 y por un sistema bancario inferior a la media. Finalmente, existe un cuarto grupo de países que presentan una configuración financiera en la que dominan los intermediarios frente a los mercados. En estos países, la importancia del crédito bancario (como porcentaje del PIB) es superior a la media de la UE-25, mientras el grado de desarrollo de los mercados financieros es inferior. Entre estos países destacan Alemania, Austria, Portugal, Irlanda, Chipre y Malta.

En este contexto de diversidad de estructuras financieras en Europa, España está caracterizada por un mayor peso de los mercados de valores (si se consideran conjuntamente los mercados de renta fija y variable) que del sector bancario. Sin embargo, el peso de los créditos bancarios en el total de la economía es también destacable, e incluso superior al de muchos países que generalmente son catalogados como basados en los intermediarios (Austria, Alemania o Portugal). De hecho, únicamente siete países de la UE-25

¹⁰ El sector financiero francés tradicionalmente ha estado basado en los intermediarios bancarios. Sin embargo, como documentan Allen y Gale (2000), las autoridades económicas realizaron un esfuerzo para reformar el sistema financiero y potenciar el desarrollo de los mercados. Desde entonces, los mercados financieros, tanto de renta fija, como de renta variable, han crecido de forma notable.

(el Reino Unido, Dinamarca, los Países Bajos, Chipre, Irlanda, Malta y Luxemburgo) superan la ratio créditos/PIB de España.

Los indicadores de la importancia relativa de los mercados y de los intermediarios financieros del cuadro 1.2 y del gráfico 1.16 muestran que el sistema financiero español está más desarrollado que la media de la UE-15 y de la UE-25, dado que presenta una actividad superior de los mercados y de los intermediarios. Sin embargo, hay que tener presente que el gráfico recoge únicamente una parte del total de activos financieros de la economía, ya que excluye, por ejemplo, los fondos de pensiones, de inversión, los activos de las compañías de seguros, etc. Si se consideran todos los activos financieros de la economía, incluyendo la totalidad de los agentes y el resto del mundo, se comprueba que el grado de desarrollo financiero español es inferior al de la media europea (gráfico 1.17), con un diferencial que se mantiene estable a lo largo de todo el periodo analizado. En la parte inferior del gráfico se muestra esta misma información para todos los países en el año 2005, y en él se comprueba que España ocupa una posición intermedia, con un peso de los activos financieros totales 7 veces superior al PIB. España presenta, por tanto, un valor de los activos financieros con respecto al PIB que es equivalente al 90% de la media de la UE-25 (88% de la UE-15). En relación a su nivel económico, el desarrollo financiero español es inferior al que le correspondería por su nivel de renta per cápita, ya que como en su momento tuvimos ocasión de comprobar, el PIB per cápita en España representa en 2005 el 99% y el 92% de la renta per cápita de la UE-25 y UE-15, respectivamente. No obstante, el tamaño del sector financiero en España es similar o superior al de algunos países que le superan en renta per cápita, como Dinamarca, Finlandia o Austria.

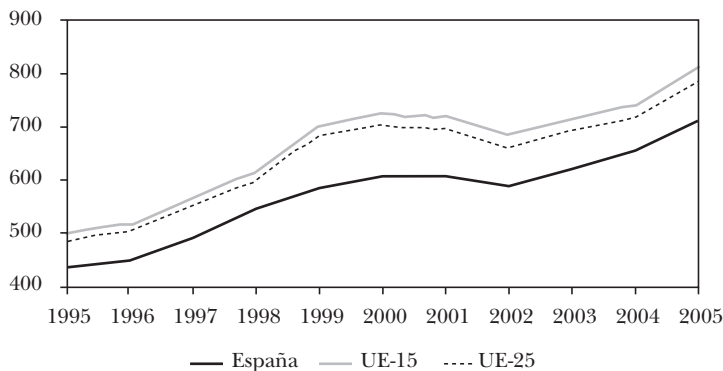
En el gráfico 1.17 se ha comprobado el intenso crecimiento de los sectores financieros europeos a lo largo de la última década, muy por encima de lo que lo ha hecho la economía en su conjunto. Así, para la media de la UE-25, el sector financiero ha multiplicado por 1,6 su peso con respecto al PIB, y en países como Italia, Grecia y Dinamarca el sector financiero ha duplicado su tamaño en relación al PIB. Entre los países con menor crecimiento financiero se encuentran Eslovaquia (con un crecimiento del 8%), Polonia, Hungría, Bélgica, Suecia y Lituania, en los que el sector

GRÁFICO 1.17: Activos financieros totales en la UE y España.

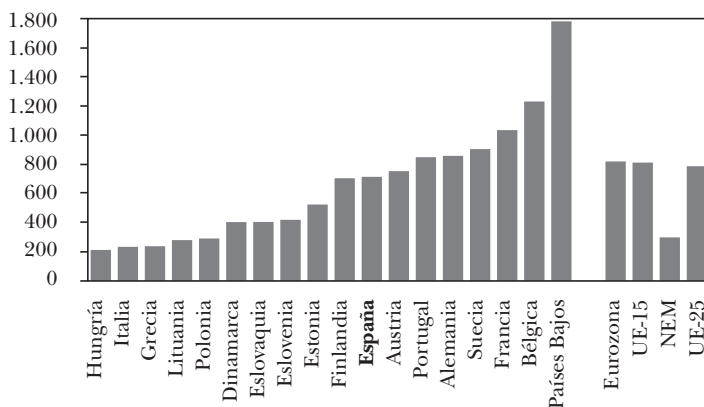
Economía nacional y resto del mundo

(porcentaje del PIB)

a) Evolución temporal



b) Ranking de países, 2005



Nota: Las medias para la UE no incluyen Irlanda, Chipre, Letonia, Luxemburgo, Malta, Reino Unido y República Checa.

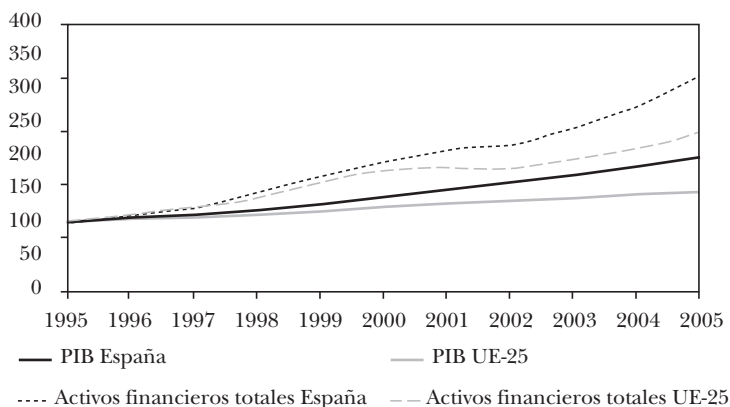
Fuente: Eurostat.

financiero ha crecido un 50% o menos. España ha mostrado un crecimiento del sector financiero, en relación a la economía, similar al de la media de la UE-25 (63%). Por tanto, pese al proceso de convergencia real en renta per cápita con la UE-25, España no ha convergido a los niveles medios de desarrollo financiero europeos.

El crecimiento similar de los activos financieros con respecto al PIB en España y en la UE-25 esconde trayectorias muy distintas en la evolución de los activos financieros totales. En el gráfico 1.18 se

**GRÁFICO 1.18: Evolución de los activos financieros totales y el PIB.
Economía nacional y resto del mundo**

(1995 = 100)



Nota: Las medias para la UE no incluyen Chipre, Irlanda, Letonia, Luxemburgo, Malta, Reino Unido y República Checa.

Fuente: Eurostat.

muestra el crecimiento del PIB nominal y de los activos financieros totales, mediante un índice que toma el valor 100 en el año inicial, 1995. Por construcción, la diferencia entre el crecimiento de los activos totales y del PIB es la variación de la ratio entre las dos variables. A la vista del gráfico, se constata que el crecimiento económico español ha sido más intenso en la última década que en el promedio de nuestros socios comunitarios, como ya se comentó. Lo que resulta más significativo es que los activos financieros en España también han aumentado a un ritmo notablemente superior. Así, mientras que en 2005 los activos financieros en la UE-25 habían más que duplicado su valor inicial en términos absolutos (2,38 veces), en España se habían más que triplicado (3,24 veces).

1.5. El proceso de desintermediación financiera: inversión y financiación de los agentes

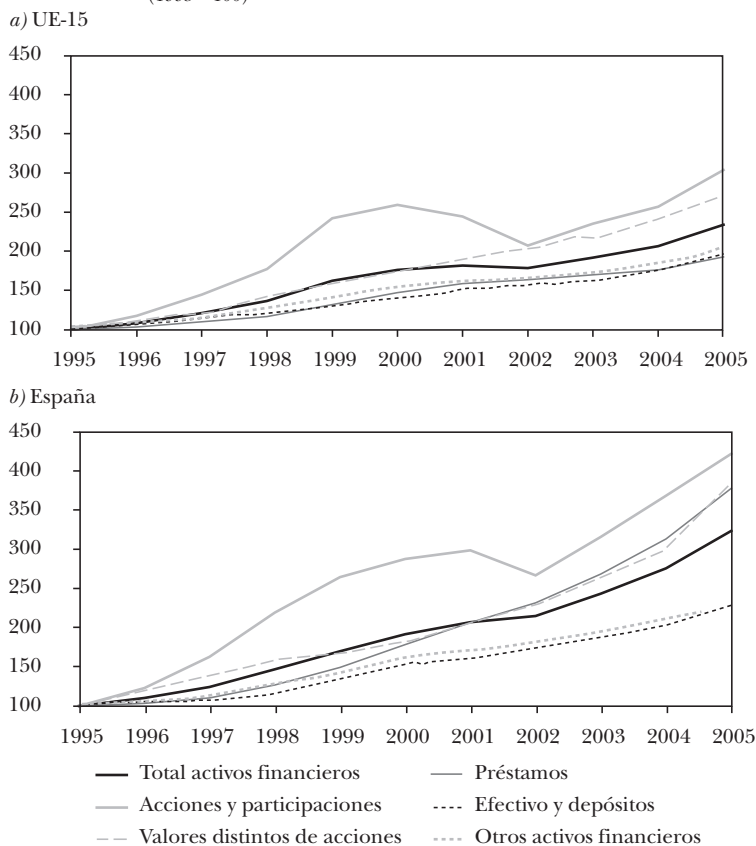
El término desintermediación financiera se refiere a la reducción del peso de los intermediarios financieros dentro del conjunto del sistema financiero en beneficio de los mercados. En las últimas décadas, los mercados financieros se han desarrollado de forma

notable, no solo en cuanto al volumen de títulos negociados, sino también en la variedad de instrumentos financieros. En este sentido, la continua innovación ha generado instrumentos nuevos que permiten a los agentes incrementar las posibilidades de diversificación aumentar la rentabilidad de las carteras y adoptar las estrategias de cobertura de riesgo más adecuadas. Pero además de incrementarse el volumen y variedad de instrumentos negociados, también han aparecido o se han potenciado mercados, intermediarios o instituciones nuevas dentro de los sistemas financieros, como los fondos de pensiones o de inversión. Los principales motores de estas transformaciones son los cambios demográficos y la tendencia a la liberalización de los sistemas financieros generalizada en prácticamente todo el mundo y, en particular, en Europa. Por ello, resulta interesante analizar la evolución de la importancia de la desintermediación en el conjunto de la economía, así como en cada uno de los grupos de agentes.

1.5.1. Desintermediación financiera: total economía

Para valorar la intensidad del proceso de desintermediación se ha de analizar la importancia relativa de los mercados frente a los bancos. La labor de intermediación tradicional de los bancos se lleva a cabo fundamentalmente mediante la captación de depósitos de clientes dispersos, transformándolos en créditos. Sin embargo, en los mercados, los agentes con necesidad de financiación reciben los fondos prestables directamente de los ahorradores mediante la emisión de pasivos financieros que éstos últimos adquieren. Desde esta perspectiva, los créditos y depósitos son los activos que tradicionalmente se han asociado a la actividad bancaria, mientras que los mercados de renta fija, renta variable, fondos de inversión y de pensiones, futuros y derivados financieros, etc., son los que están generando el proceso de desintermediación, creciendo por encima de lo que lo hacen los intermediarios. Este hecho se evidencia claramente en el gráfico 1.19, en el que se muestra el crecimiento de los activos financieros totales desagregados según el instrumento utilizado, de acuerdo con la información suministrada por las Cuentas Financieras publicadas por Eurostat. Se distinguen cinco tipos de activos: los préstamos, el efectivo y los depósitos, las acciones y participaciones (que incluyen las acciones

GRÁFICO 1.19: Crecimiento de los activos financieros por instrumento. Activos financieros totales. Economía nacional y resto del mundo
(1995 = 100)



Nota: La UE-15 no incluye a Irlanda, Luxemburgo y el Reino Unido por falta de información.
Fuente: Eurostat.

que cotizan, las que no cotizan en mercados organizados y los fondos de inversión), los valores distintos de las acciones (renta fija a corto y largo plazo y derivados financieros)¹¹ y el resto de activos financieros (como el oro monetario, reservas técnicas de seguro, el crédito comercial, fondos de pensiones y otros). La información se

¹¹ Para abreviar, a lo largo del capítulo nos referiremos en ocasiones a las acciones y participaciones como títulos de renta variable y a los valores distintos de acciones como renta fija.

muestra para la UE-15, ya que no está disponible la desagregación completa de activos financieros para la mayor parte de los nuevos países miembros de la UE-25. Asimismo, de la UE-15, tampoco se encuentran disponibles Irlanda, Luxemburgo y el Reino Unido.

Para el conjunto de la UE-15 se comprueba que los activos financieros que no son los típicos de la actividad de intermediación bancaria (valores de renta fija y, especialmente, los de renta variable) han crecido por encima del total de activos financieros, mientras que los instrumentos financieros bancarios (créditos y depósitos) lo han hecho por debajo. Sin embargo, en España la evolución de los distintos instrumentos financieros es algo distinta. El primer rasgo que llama la atención es que, como ya se comentó, el crecimiento del conjunto de activos financieros es superior al del conjunto de la UE. Además, con la desagregación del total de activos financieros por tipo de instrumento se puede comprobar que todos ellos han crecido por encima de la media de la UE-15. Por tanto, el mayor crecimiento del sistema financiero español a lo largo de la última década ha sido general en todas las dimensiones del mismo, tanto en los intermediarios como en los mercados. Según los distintos tipos de instrumentos financieros, el mayor crecimiento corresponde a los valores de renta variable y a las participaciones, al igual que sucedía en la UE-15. Además, el perfil seguido por los títulos de renta variable es similar en España y en la UE-15, aunque con mayor crecimiento en España y con una aceleración en los ritmos de crecimiento desde 1996. También se aprecia la caída en los niveles de actividad de renta variable, como consecuencia de la crisis financiera de principios del siglo XXI, y una intensa recuperación desde el año 2003.

En España, al igual que en la UE-15, los valores de renta fija han crecido de forma sustancial, aunque en menor medida que los de renta variable. Sin embargo, el hecho que más destaca en España es el patrón seguido por el crédito bancario. Así, si en la UE-15 el crédito creció por debajo de la media de activos financieros y en valores similares a los depósitos (representando en 2005 el 193% del volumen de 1995), en cambio, en España el volumen de crédito se ha multiplicado por 3,7. Los depósitos, el otro activo típicamente bancario, crecieron por debajo del conjunto de activos financieros en España, aunque su crecimiento fue superior al

observado en Europa, si bien la diferencia es notablemente menor que en otros tipos de activos.

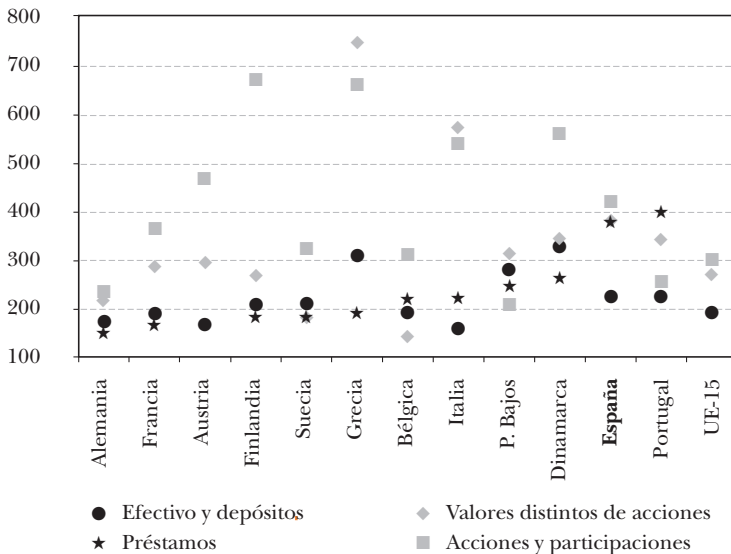
El destacable crecimiento de los créditos de España no se observa ni para la media de la UE-15 ni para los distintos países que la forman, con la excepción de Portugal, tal y como se muestra en el gráfico 1.20. En el gráfico se observa, además, que la tónica general es el mayor crecimiento de los activos financieros no intermediados frente a los intermediados. Esto se puede comprobar en el gráfico 1.21, en el que se presenta la distribución porcentual de los distintos activos financieros sobre el total de activos financieros en la UE-15 y en España. Además de haber crecido por encima de los activos bancarios, los instrumentos asociados a los mercados (valores de renta fija, de renta variable y las participaciones) representan conjuntamente en 2005 más del 50% del total de activos financieros. Esta importancia ha ido creciendo en los once años analizados: han ganado diez puntos porcentuales en la distribución de

GRÁFICO 1.20: Crecimiento de los activos financieros, 2006.

Activos financieros totales.

Economía nacional y resto del mundo

(1995 = 100)

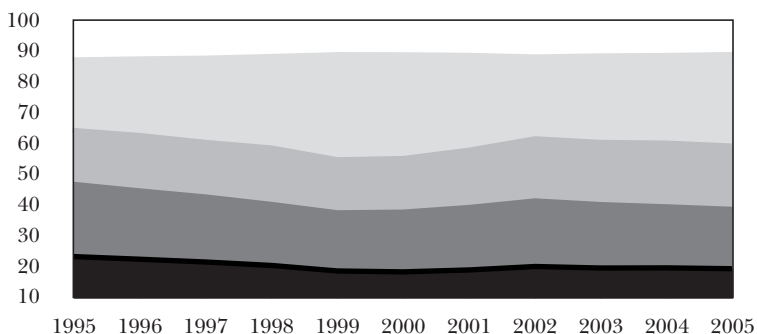


Nota: La UE-15 no incluye a Irlanda, Luxemburgo y el Reino Unido por falta de información.

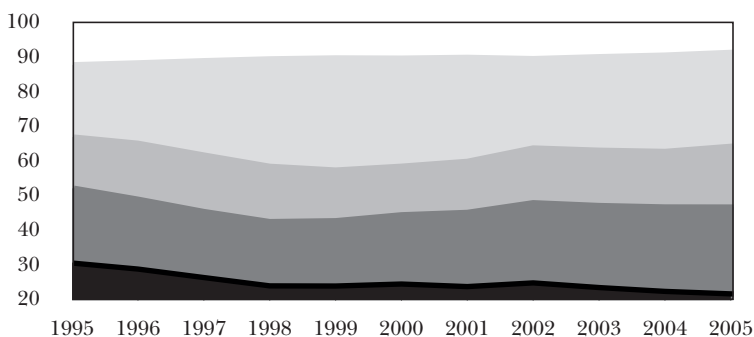
Fuente: Eurostat.

GRÁFICO 1.21: Distribución porcentual de los activos financieros totales por tipo de instrumento. Economía nacional y resto del mundo
(porcentaje sobre los activos financieros totales)

a) UE-15



b) España



■ Efectivo y depósitos ■ Valores distintos de acciones □ Otros activos financieros
■ Préstamos ■ Acciones y participaciones

Nota: La UE-15 no incluye a Irlanda, Luxemburgo y el Reino Unido por falta de información.
Fuente: Eurostat.

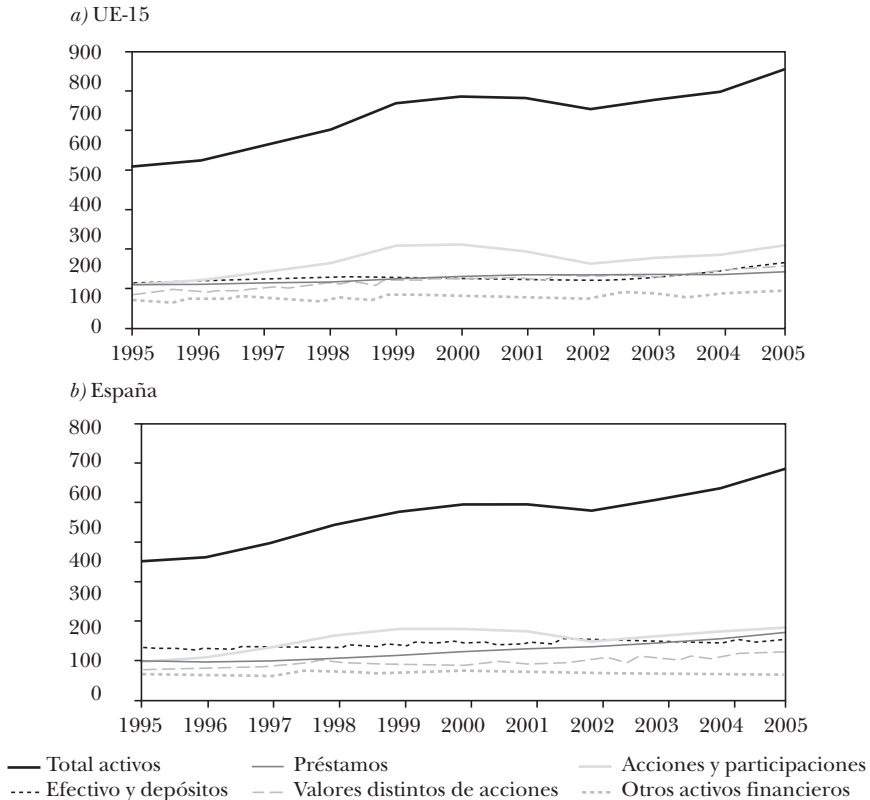
activos financieros a costa de los créditos y los depósitos (perdiendo una cuota del 4% cada uno), y el resto de activos financieros.

En España, las variaciones en el peso relativo de cada tipo de activos financieros han sido distintas. Mientras que los activos no bancarios han ganado una proporción similar a la de Europa (diez puntos porcentuales), los activos bancarios perdían únicamente cinco puntos porcentuales. Pero esta pérdida de peso de los activos bancarios no es simétrica entre el crédito y los depósitos. Así, los primeros ganaban peso dentro de los activos totales a lo largo

del periodo 1995-2005, pasando de representar el 21,5% del total al 25,1%. En cambio, los depósitos perdieron aproximadamente nueve puntos porcentuales, ya que en 1995 representaban el 30,1% del total, frente al 21,8% en 2005.

En resumen, la evidencia muestra que el proceso de desintermediación financiera se está produciendo con intensidad en Europa, ya que los mercados financieros se están desarrollando de forma más rápida que los intermediarios bancarios. España es una excepción en lo que respecta fundamentalmente al mercado crediticio, ya que está compartiendo el fuerte desarrollo de los mercados. Sin embargo, que los mercados crezcan a un ritmo superior a

GRÁFICO 1.22: Evolución de los instrumentos financieros en la UE-15 y España. Economía nacional y resto del mundo
(porcentaje del PIB)



Nota: Datos no disponibles para Irlanda, Luxemburgo y Reino Unido.

Fuente: Eurostat y elaboración propia.

los intermediarios no quiere decir que éstos estén en declive, tal y como apunta una parte de la literatura (véase, por ejemplo, Bossonne 2001; Edwards y Mishkin 1995; o Boyd y Gertler 1994). Esto se puede comprobar fácilmente en el gráfico 1.22, donde se muestra la ratio de los distintos instrumentos financieros con respecto al PIB. Se puede apreciar nítidamente que los activos bancarios crecen con respecto al conjunto de la economía, tanto en Europa, como especialmente en España, comportándose como un sector de demanda fuerte. Sin embargo, sí que parece que el proceso de desintermediación ha sido más intenso en lo que se refiere a los depósitos, ya que éstos han sufrido la competencia intensa de otras formas de ahorro, como por ejemplo, los fondos de inversión.

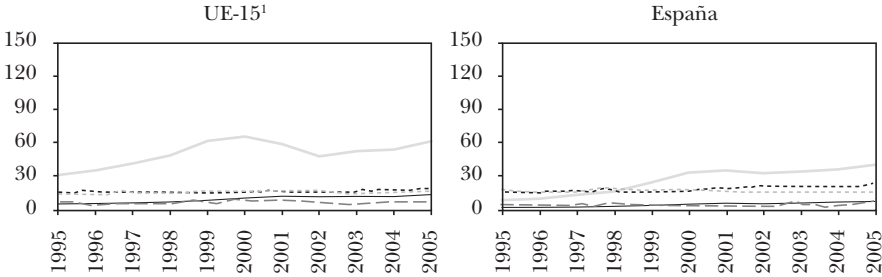
1.5.2. Desintermediación financiera: análisis por agentes

Cabe preguntarse si el crecimiento de los activos no bancarios frente a los bancarios es un hecho que se da uniformemente en todos los agentes que intervienen en la economía, o si algunos siguen muy vinculados a los intermediarios bancarios. Para ello, en los gráficos siguientes, se analiza el balance financiero de las empresas no financieras, las entidades financieras, las Administraciones Públicas y los hogares. Para España y la UE-15 se analizan por separado las inversiones (los activos de cada grupo) y las fuentes de financiación (los pasivos).

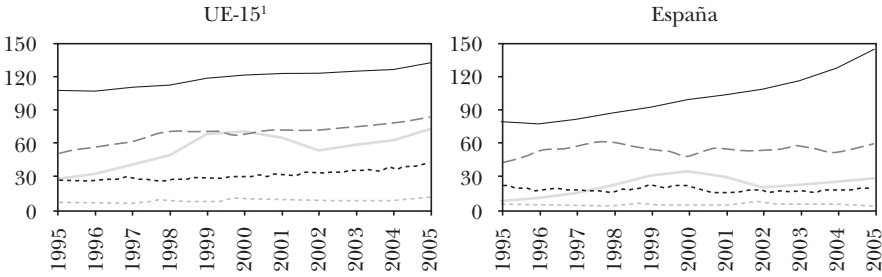
En el gráfico 1.23 se muestran los activos financieros de cada uno de los agentes como porcentaje del PIB, de forma que se puede comparar la relevancia de cada tipo de activo y, además, comprobar si están creciendo o disminuyendo con respecto al conjunto de la economía. En la UE-15, las inversiones financieras de las empresas no financieras se realizan fundamentalmente mediante acciones y otras participaciones, dado que la parte más importante de sus inversiones tiene como destino el capital de otras empresas participadas y que pertenecen al grupo empresarial. Además, la inversión en este tipo de activos ha sido creciente en el tiempo, con la salvedad de los años de la crisis asociada al estallido de la burbuja tecnológica. Los depósitos, otros activos financieros (fundamentalmente el crédito comercial) y los préstamos tienen una importancia similar, aunque secundaria en comparación con las acciones y participaciones. En cambio, en las empresas financieras,

GRÁFICO 1.23: Evolución de los activos financieros en la UE-15 y España por instrumento y agente
(porcentaje del PIB)

a) Sociedades no financieras



b) Instituciones financieras



--- Efectivo y depósitos — Préstamos - · - · - Otros activos financieros
 - - - - Valores distintos de acciones — Acciones y participaciones

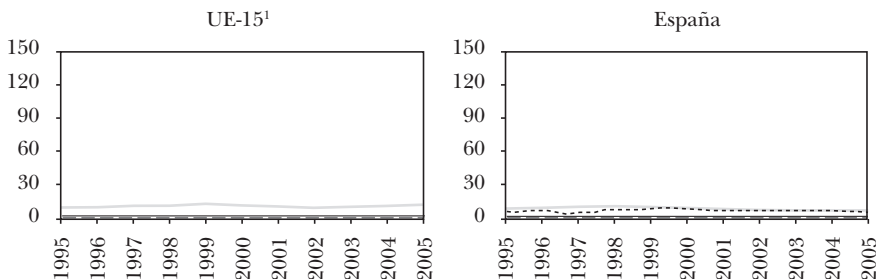
los activos que más importancia tienen son los préstamos bancarios, como corresponde a su labor de intermediación entre ahorradores e inversores, seguidos por los títulos de renta fija y de renta variable. Las entidades financieras invierten un pequeño porcentaje de sus activos en depósitos (fundamentalmente interbancarios).

Las inversiones de las Administraciones Públicas en el conjunto de la UE-15 son reducidas, como consecuencia de los déficits en los que tradicionalmente incurren. Pese a las escasas diferencias entre los cinco tipos de activos considerados, únicamente destacan las acciones y participaciones, fundamentalmente por las participaciones empresariales de las Administraciones Públicas.

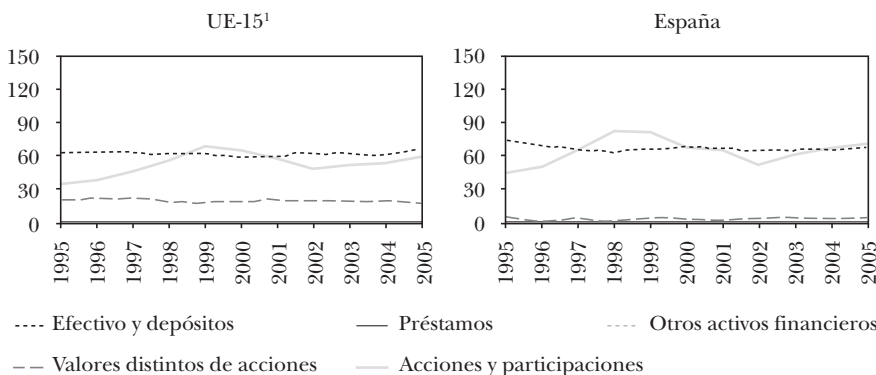
En Europa, los hogares tienen una estructura financiera más diversificada entre activos que, además, se ha transformado de forma importante. Al comienzo del periodo, los depósitos repre-

GRÁFICO 1.23 (cont.): Evolución de los activos financieros en la UE-15 y España por instrumento y agente
(porcentaje del PIB)

c) Administraciones Públicas



d) Hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares



¹ Datos no disponibles para Irlanda, Luxemburgo y Reino Unido.

Fuente: Eurostat y elaboración propia.

sentaban la inversión más utilizada por los hogares de la UE-15 con un volumen que representaba aproximadamente el 60% del PIB. Sin embargo, han ido perdiendo importancia a favor de las acciones y participaciones (que incluye las participaciones en fondos de inversión), y de otros activos financieros. La importancia de este último grupo de instrumentos se debe fundamentalmente a las primas de operaciones de seguro y fondos de pensiones. Por tanto, en los hogares europeos se percibe claramente el proceso de desintermediación en los activos financieros que poseen, habiendo sustituido en sus carteras los depósitos por acciones, participaciones en fondos de inversión y fondos de pensiones.

Si se compara la distribución por instrumentos financieros de los activos de los distintos agentes en España con la media europea, se constata la existencia de rasgos diferenciales. Por un lado, las empresas españolas disponen de un menor volumen de activos financieros, debido a la mayor necesidad de recursos ajenos que constatábamos en apartados anteriores. De nuevo, las inversiones de las sociedades no financieras se instrumentan fundamentalmente mediante acciones y participaciones (40% del PIB), aunque en menor medida que en el conjunto de la UE-15 (61% del PIB). En el resto de activos financieros apenas existe diferencia en la estrategia de inversión de las empresas españolas con respecto a las europeas.

En el caso de las entidades financieras, en 2005 (último año disponible) el activo más importante son los créditos (145% del PIB frente al 134% en la UE-15) mientras en el año 1995 estos representaban un porcentaje del PIB menor que nuestros socios comunitarios, del 80% en España frente al 109% en la UE-15. En el resto de activos, las instituciones financieras españolas invierten un menor volumen en relación al PIB en comparación con los estándares europeos, especialmente en lo que se refiere a títulos de renta variable y los depósitos.

El tamaño de las inversiones financieras del sector público español en relación al PIB no muestra grandes diferencias con respecto a la media europea, siendo de destacar tan solo una menor importancia relativa de los títulos de renta variable y una mayor importancia del efectivo y los depósitos.

En el caso de las economías domésticas españolas, los dos principales activos financieros que poseen son los depósitos y las acciones y participaciones. En el primer caso, el porcentaje es estable a lo largo del periodo y similar a la media europea (66% del PIB en promedio a lo largo de los once años analizados en España frente al 61% en Europa). En el segundo caso, la irregularidad temporal es notable. En el último año disponible, 2005, los hogares españoles poseen un volumen de acciones y participaciones creciente que representan el 70% del PIB, frente al 59% de la media de la UE-15. El porcentaje superior en relación al PIB en los depósitos y las acciones y participaciones contrasta con la menor importancia relativa de los valores de renta fija y los otros activos

financieros. Como se ha comentado anteriormente, éstos últimos incluyen las primas de seguros y las participaciones en fondos de pensiones. Por tanto, en España existe una menor tendencia a la inversión en fondos de pensiones en comparación con los estándares europeos.

El proceso de desintermediación financiera no solo ha de valorarse desde la perspectiva de las estrategias de inversión en distintos activos financieros por parte de los agentes, sino también por la forma en la que éstos se financian. Con este fin, el gráfico 1.24 muestra la estructura de pasivos financieros de los cuatro agentes analizados a lo largo del periodo 1995-2005 en la UE-15 y en España.

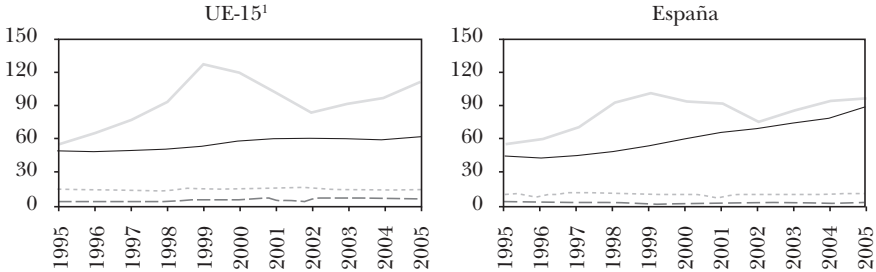
En el conjunto de la UE-15, las empresas no financieras obtienen su financiación fundamentalmente mediante acciones y participaciones, esto es, mediante recursos propios de sus accionistas.¹² Además, las empresas europeas han incrementado su dependencia de la financiación mediante recursos propios, ya que si en 1995 representaban un porcentaje del 57% del PIB (44% del total de pasivos financieros), en 2005 representaban el 114% del PIB (56% del total de pasivos financieros).

La segunda fuente de financiación de las empresas son, con diferencia, los préstamos. Pese a la mayor importancia y crecimiento de las acciones y participaciones, los préstamos también han crecido en relación a la economía en el conjunto de la UE-15. Así, en 1995 la cuantía del *stock* de préstamos era equivalente al 50% del PIB, mientras que en 2005 representaban el 64% del PIB. No obstante, su participación ha disminuido en el total de pasivos financieros de las empresas no financieras, como consecuencia del mayor crecimiento de la actividad en valores de renta fija y renta variable. Los otros pasivos financieros y los valores distintos de acciones han presentado un perfil estable con respecto al PIB. Los primeros han presentado un valor en torno al 17% del PIB durante los once años analizados. Los valores son los instrumentos financieros en los que menos se apoyan las empresas, aunque su participación, tanto

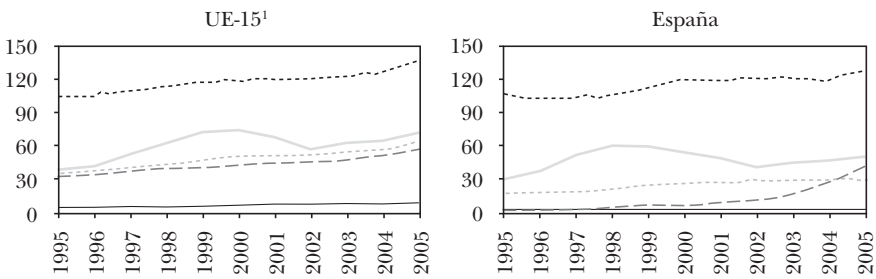
¹² Téngase en cuenta que en las acciones y participaciones se incluyen tanto las acciones que cotizan en mercados organizados como las que no lo hacen.

GRÁFICO 1.24: Evolución de los pasivos financieros en la UE-15 y España por instrumento y agente
(porcentaje del PIB)

a) Sociedades no financieras



b) Instituciones financieras



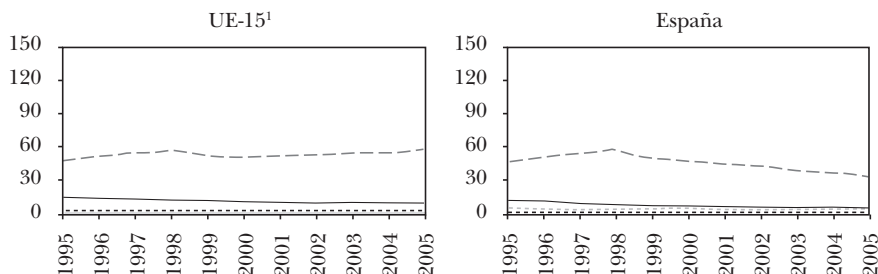
---- Efectivo y depósitos — Préstamos - - - - Otros activos financieros
 - . - . Valores distintos de acciones — Acciones y participaciones

con respecto al PIB como con respecto al total de activos financieros, ha aumentado en los últimos años (del 5% del PIB al 9%).

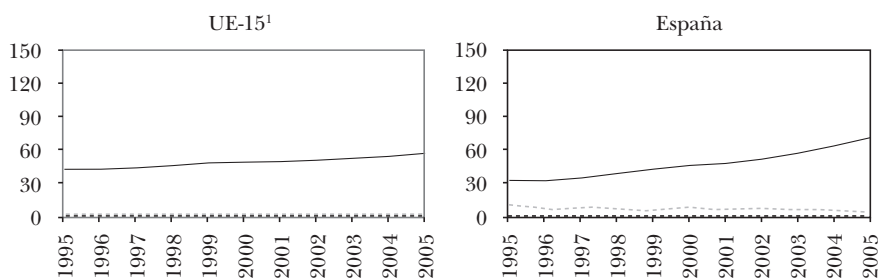
La estructura de la financiación de las empresas españolas es similar a la de la UE-15. Los valores distintos de acciones son también la principal fuente de financiación, aunque representan un volumen inferior en relación al PIB en comparación con la UE-15. Esta menor importancia relativa de las acciones contrasta con la mayor dependencia de las empresas españolas de la financiación mediante préstamos, generalmente bancarios. Éstos representaban en 2005 un volumen equivalente al 88% del PIB y el 44% del total de los pasivos financieros. Además, la dependencia de la financiación crediticia se ha acentuado con el paso del tiempo, ya que en los once años analizados se ha duplicado el volumen de créditos en relación al PIB en el pasivo de las empresas no financieras españolas.

GRÁFICO 1.24 (cont.): Evolución de los pasivos financieros en la UE-15 y España por instrumento y agente
(porcentaje del PIB)

c) Administraciones Públicas



d) Hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares



---- Efectivo y depósitos — Préstamos ---- Otros activos financieros
 - - - - Valores distintos de acciones — Acciones y participaciones

¹ Datos no disponibles para Irlanda, Luxemburgo y Reino Unido.

Fuente: Eurostat y elaboración propia.

En las empresas financieras europeas, los depósitos son la principal fuente de financiación, con una importancia creciente en el periodo analizado. Así, si en 1998 los depósitos representaban un volumen equivalente al 104% del PIB de la UE-15, en 2005 la importancia de los depósitos había crecido hasta representar el 136% del PIB. El resto de pasivos financieros de las entidades financieras, salvo los préstamos, tiene en la UE-15 una importancia relativamente menor, ya que en 2005 los títulos de renta fija, las acciones y participaciones y los otros activos financieros representaban, respectivamente, porcentajes equivalentes al 57%, 75% y 64% del PIB.

En España, la importancia y evolución de los depósitos es similar, pasando de representar el 107% del PIB en 1995 al 130%

en 2005. En el resto de pasivos de las entidades financieras (renta fija, acciones y participaciones y otros activos), el volumen en estos tres tipos de instrumentos es inferior al de la media de la UE-15. Además, hay que destacar los valores de renta fija que, especialmente en la década de 2000, han presentado un crecimiento muy importante. De hecho, en 2005 es el tercer tipo de pasivo utilizado por las entidades financieras a la hora de financiarse con un 41% del PIB en 2005, por detrás de los depósitos y muy cerca de las acciones y participaciones. El intenso crecimiento de los pasivos de renta fija ha supuesto que pasan de representar el 2% del total de pasivos financieros de las entidades financieras al 16% en 2005. El crecimiento de la financiación mediante valores distintos de acciones se explica, como se verá en el capítulo 2 de la monografía, por la necesidad de titularizar activos, especialmente en el caso de los préstamos hipotecarios.

En lo que respecta a las Administraciones Públicas, la tendencia a lo largo de todo el periodo es bastante estable y está dominada por el hecho de que obtienen su financiación fundamentalmente mediante la emisión de títulos de deuda y, marginalmente, mediante préstamos. En la UE-15 la deuda emitida por las Administraciones Públicas representó en 2005 un porcentaje equivalente al 61% del PIB, mientras que en España el porcentaje era inferior, de tan solo el 39% del PIB. En este aspecto, el caso español también merece la pena ser destacado, ya que en once años, el *stock* de deuda viva se ha reducido, pasando de suponer un importe equivalente al 51% del PIB a un 39%. Como se comprobó con anterioridad, este hecho responde a los superávits presupuestarios del conjunto de las Administraciones Públicas españolas a lo largo de los últimos años.

La forma de financiarse de los hogares está muy concentrada en el crédito (fundamentalmente bancario), tanto en la UE-15 como en España. Sin embargo, en España el volumen de deuda crediticia con el que se enfrentan los hogares es muy superior al de la UE-15, tanto en el nivel como en el crecimiento. Así, si en la UE-15 el volumen de deuda crediticia ha pasado de representar el 43% del PIB en 1995 al 58% en 2005, en España el volumen de préstamos recibidos por los hogares en términos del PIB (32% del PIB) era inferior a la media europea en 1995, creciendo con-

tinuamente, especialmente desde 1998, hasta representar el 72% del PIB en 2005.

La información manejada del volumen de actividad financiera en su vertiente de activo y de pasivo, tanto en relación al conjunto de la economía como por agentes, muestra que, efectivamente, la desintermediación financiera avanza. En este sentido, se ha comprobado que los activos financieros más directamente relacionados con los mercados han crecido por encima de los más directamente relacionados con los bancos (créditos y depósitos). La desintermediación es especialmente intensa en las Administraciones Públicas, que se financian fundamentalmente a través de los mercados, y en el caso de las inversiones de los hogares, donde los depósitos bancarios han sufrido intensamente la competencia de los mercados, especialmente de los de acciones y participaciones (fondos de inversión y otras alternativas de ahorro).

Aunque los mercados pesan cada vez más dentro de los sistemas financieros, los activos bancarios están creciendo por encima de lo que lo hace el conjunto de la economía. Por tanto, la apreciación de que los intermediarios bancarios están en declive no parece corresponderse con la realidad. Es más, para algunos agentes, como los hogares y las empresas (especialmente las pequeñas y medianas), los intermediarios bancarios tienen un papel muy relevante a la hora de financiarse. Además, en muchos países europeos, como España, buena parte de la actividad desarrollada en los mercados la llevan a cabo las entidades bancarias. Por ejemplo, la actividad de fondos de inversión es realizada por gestoras pertenecientes a los grupos bancarios, que ofrecen a sus clientes los productos de inversión que demandan sin necesidad de que estas operaciones salgan del grupo financiero. Por ello, en ocasiones el fenómeno de la desintermediación es llamado *desintermediación vinculada*.

A lo largo de las dos últimas secciones se ha comentado que la diversidad de estructuras financieras en la UE es amplia, y que lo importante es que el sistema financiero en su conjunto realice de forma eficiente sus funciones. También se ha descrito que en el seno de la UE se han llevado a cabo un conjunto amplio de medidas para liberalizar y armonizar los sectores bancarios con objeto de eliminar las barreras y trabas administrativas e institucionales

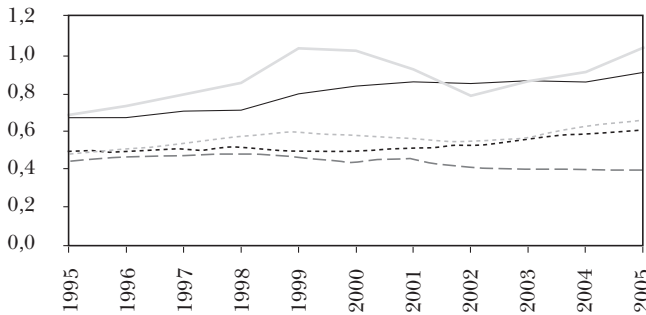
que existían para lograr un mercado de servicios financieros único. Por todo ello, cabe preguntarse si la estructura financiera de los países de la UE está convergiendo, de forma que el modo de financiar y financiarse es en la actualidad más similar entre países de lo que lo fue al comienzo del periodo de análisis.

Para analizar esta cuestión, el gráfico 1.25 muestra la desviación típica del peso de cada grupo de activos o pasivos financieros con respecto al PIB para los países de la UE-15 de los que se dispone información. Si existiese convergencia en las estructuras financieras se observaría una tendencia en las series a reducir su

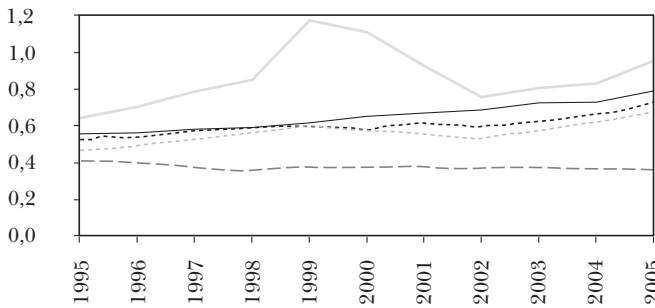
GRÁFICO 1.25: Convergencia en la estructura financiera de la UE-15 por tipo de instrumento

(desviación típica de los activos/pasivos financieros como porcentaje del PIB)

a) Activos financieros



b) Pasivos financieros



---- Efectivo y depósitos — Préstamos
 - - - - Valores distintos de acciones — Acciones y participaciones
 ····· Otros activos financieros

Nota: Datos no disponibles para Irlanda, Luxemburgo y Reino Unido.

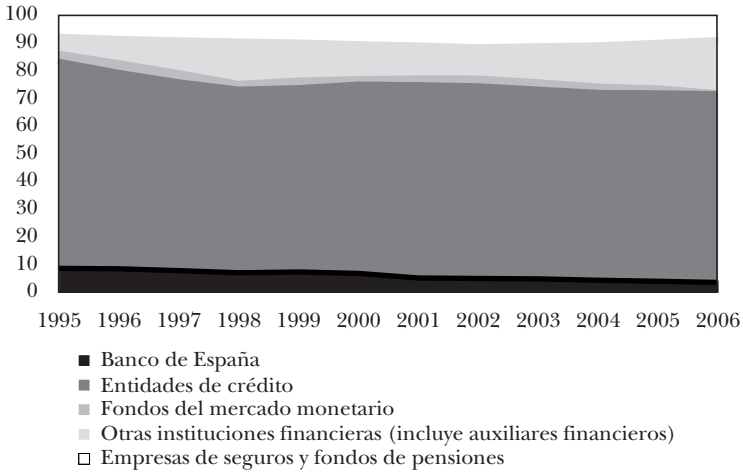
Fuente: Eurostat y elaboración propia.

valor, ya que el peso de un determinado activo o pasivo financiero con respecto al PIB sería cada vez más similar en todos los países y disminuiría la dispersión en las ratios. Sin embargo, no parece que sea así; más bien, lo contrario. Así, las estructuras financieras de los países europeos son cada vez más distintas en prácticamente todos los activos. Únicamente parece existir una tendencia a la convergencia en el peso de los valores distintos de acciones con respecto al PIB, ya que disminuye su desviación típica. En el resto de instrumentos, las diferencias entre países se acentúan con el tiempo. En consecuencia, el avance en el proceso de integración no implica una convergencia en las estructuras financieras.

1.6. La importancia del sector bancario en el sistema financiero

¿Cuál es el peso del sector bancario en el conjunto del sistema financiero español? Con objeto de responder a esta pregunta, el gráfico 1.26 muestra la distribución porcentual del activo total de las instituciones financieras, constatándose que las entidades de crédito han perdido peso dentro del sector financiero, ya que otros tipos de agentes han ganado relevancia. Así, si en 1995 las entidades de crédito españolas representaban el 75% de los activos totales del sistema financiero, en 2006 representan el 68%, perdiendo en consecuencia siete puntos porcentuales. Sin embargo, pese a la pérdida de peso relativo dentro del sector financiero, el sector bancario español sigue siendo la pieza más importante del mismo y con un peso en la economía creciente. Esto se puede comprobar en el cuadro 1.3, en el que se muestran los activos bancarios totales en relación al tamaño de la economía para España y el resto de países de la UE-25. Los datos comprenden el periodo 1997-2006, ya que el BCE no ofrece la información para los años previos. En la tabla se comprueba que en España los activos bancarios han crecido más rápidamente que el conjunto de la economía, especialmente a lo largo de la década de 2000. Así, si en 1997 el sector bancario español tenía unos activos totales equivalentes al 167% del PIB, en 2006 éstos habían crecido hasta representar

GRÁFICO 1.26: Estructura porcentual de los activos totales según tipo de institución financiera
(porcentaje sobre los activos financieros totales)



Fuente: Banco de España.

el 258% del PIB, esto es, ha multiplicado por 1,5 su peso con respecto al conjunto de la economía.

Dado el papel central que los intermediarios bancarios tienen en la economía española, en los siguientes capítulos se analiza monográficamente la evolución reciente de la banca española en el contexto europeo, centrándose en aspectos tan importantes como su especialización productiva, márgenes, rentabilidad, eficiencia, internacionalización, competencia, etc. No obstante, pese al fuerte crecimiento de los activos bancarios con respecto al PIB, su peso está por debajo de la media tanto de la UE-15 como de la UE-25.

**CUADRO 1.3: Peso relativo de los activos de las instituciones
de crédito con respecto al PIB**
(porcentaje)

	1997	1998	1999	2000	2001
Bélgica	300	293	300	278	300
Rep. Checa	–	–	–	–	113
Dinamarca	209	225	234	249	253
Alemania	250	270	281	294	297
Estonia	–	–	–	–	63
Irlanda	258	298	334	340	362
Grecia	107	118	138	152	152
España	167	169	173	178	183
Francia	241	236	249	243	252
Italia	152	141	145	149	148
Chipre	–	–	–	–	391
Letonia	–	–	–	–	78
Lituania	–	–	–	–	32
Luxemburgo	3.162	3.127	3.010	2.945	3.194
Hungría	–	–	–	–	65
Malta	–	–	–	–	366
Países Bajos	225	249	255	275	283
Austria	223	237	243	251	266
Polonia	–	–	–	–	63
Portugal	225	271	265	258	231
Eslovenia	–	–	–	–	81
Eslovaquia	–	–	–	–	91
Finlandia	96	93	97	97	117
Suecia	177	156	164	166	183
Reino Unido	329	304	327	334	364
Eurozona	224	229	238	242	248
UE-15	240	241	253	259	269
UE-25	–	–	–	–	261

CUADRO 1.3 (cont.): Peso relativo de los activos de las instituciones de crédito con respecto al PIB
(porcentaje)

	2002	2003	2004	2005	2006
Bélgica	289	302	316	353	358
Rep. Checa	99	96	100	101	102
Dinamarca	289	302	321	358	375
Alemania	297	296	298	305	309
Estonia	67	74	92	107	118
Irlanda	365	414	490	584	682
Grecia	141	137	137	155	162
España	184	192	204	237	258
Francia	247	251	266	297	322
Italia	156	159	164	176	189
Chipre	367	356	366	443	512
Letonia	73	85	100	121	140
Lituania	33	39	47	64	73
Luxemburgo	2.752	2.562	2.575	2.696	2.599
Hungría	62	74	83	88	105
Malta	368	412	472	587	625
Países Bajos	292	309	342	335	355
Austria	251	259	269	294	308
Polonia	60	59	69	67	70
Portugal	229	252	239	242	256
Eslovenia	84	87	93	109	117
Eslovaquia	91	81	91	99	95
Finlandia	115	127	139	149	152
Suecia	188	193	213	227	252
Reino Unido	351	385	400	464	511
Eurozona	247	251	262	281	297
UE-15	267	275	287	314	336
UE-25	258	266	278	303	323

Fuente: BCE.