

La evolución financiera en España

1 Introducción

La evolución financiera estuvo condicionada por la crisis financiera y real internacional

La evolución financiera de la economía española durante 2008 estuvo condicionada en gran medida por el agravamiento de la crisis financiera internacional y por el deterioro macroeconómico en España y en el resto del mundo (véase el capítulo 1 de este Informe). En este marco, y como parte de una actuación concertada con el resto de países europeos, el Gobierno español adoptó una serie de medidas para reforzar el sistema financiero. Así, se elevó el umbral de las garantías de depósito hasta los 100.000 euros, se creó un fondo para la adquisición de activos financieros (FAAF) de elevada calidad instrumentado a través de subastas entre las entidades potencialmente interesadas, se acordó el otorgamiento de avales del Estado a los que pueden acogerse los intermediarios para realizar emisiones de renta fija, y se autorizó la adquisición estatal de títulos para reforzar los recursos propios de las entidades, aunque hasta el momento no se ha utilizado esta última opción. Asimismo, se reforzaron notablemente las líneas de mediación del ICO con el objetivo de facilitar los flujos de financiación a determinados agentes, como las PYME, que han podido ver más restringido el acceso a sus canales regulares.

Las condiciones de financiación del sector privado continuaron endureciéndose...

En este contexto, a lo largo del año se produjo un continuado endurecimiento de las condiciones de financiación del sector privado, que operó a través de dos vías. Por una parte, aumentó el coste de los fondos tanto en el caso de la financiación bancaria, ya que las entidades trasladaron a las operaciones crediticias el aumento de las primas de riesgo incorporadas en las rentabilidades negociadas en los mercados monetarios sin garantías, como en el de la emisión de valores (véase el panel izquierdo del gráfico 6.1). Las condiciones distintas a los tipos de interés también se hicieron más exigentes, apreciándose un descenso de los plazos y un aumento de las garantías requeridas. Por otra parte, los criterios para la concesión de préstamos tendieron a hacerse más estrictos. El empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas y de la solvencia de los prestatarios y, en menor medida, la paralización de los mercados mayoristas y la tendencia internacional hacia un menor apalancamiento explican el endurecimiento de la oferta de crédito.

Durante los últimos meses del año el descenso de los tipos interbancarios se empezó a trasladar al coste del crédito, si bien prosiguió el tensionamiento de la oferta de préstamos, que no comenzó a mostrar indicios de moderación hasta principios de 2009.

... lo que, junto con la menor demanda, intensificó la desaceleración de la deuda de hogares y sociedades

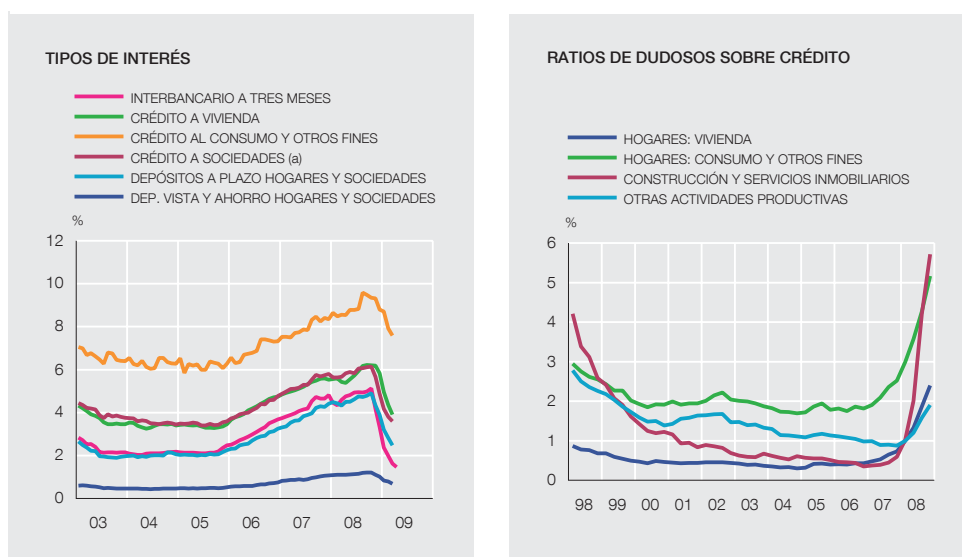
La deuda de los hogares y de las sociedades se desaceleró notablemente, no solo por los factores de oferta antes mencionados, sino también en respuesta a otros elementos que operaron por el lado de la demanda, tales como el deterioro de la confianza y de las expectativas de renta futura, la mayor incertidumbre y el elevado coste, que frenaron las peticiones de fondos. En el caso del crédito a las empresas, que es el principal componente de los recursos ajenos captados por este sector, el descenso en la tasa de crecimiento fue especialmente acusado en las ramas ligadas al sector inmobiliario (construcción y promoción inmobiliaria).

La ratio de deuda del sector privado se redujo, pero la carga financiera continuó aumentando

La desaceleración de la financiación captada por el sector privado contribuyó a que las ratios de deuda sobre rentas de las familias y de las empresas se redujeran ligeramente, tras el fuerte crecimiento registrado durante la fase expansiva (véase capítulo 2). No obstante, la carga financiera asociada continuó aumentando en ambos sectores, debido al incremento del coste medio de los pasivos.

La riqueza de las familias se redujo

A pesar del menor dinamismo de los pasivos, la riqueza neta de las familias se redujo como consecuencia del retroceso en las valoraciones de los activos financieros y, sobre todo, de la



FUENTE: Banco de España.

a. Calculado como una media ponderada de los tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. Para los créditos de más de un millón de euros, el tipo de interés se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.

caída en el precio de los inmuebles, que, de acuerdo con la estadística del Ministerio de Vivienda, se inició a finales de año y ha continuado en el presente.

Las tasas de morosidad del sector privado aumentaron notablemente...

El creciente grado de presión financiera experimentado por algunos segmentos del sector privado se reflejó en notables aumentos de la ratio de morosidad, definida como la proporción de créditos dudosos en el total de la cartera crediticia (véase el panel derecho del gráfico 6.1). En el caso de los préstamos a las ramas de la construcción y servicios inmobiliarios alcanzó el 5,7%, en un contexto de intenso ajuste del sector tras el sobredimensionamiento del mismo en la fase alcista (véase capítulo 2).

... propiciando una caída de los beneficios de las entidades de crédito, lo que ha mermado los márgenes disponibles para absorber deterioros adicionales de activos

Las entidades de crédito españolas padecieron en menor medida que las de otros países desarrollados los efectos negativos asociados al impacto directo de las turbulencias iniciadas en el verano de 2007, ya que no mantenían exposiciones a los productos tóxicos ni compromisos con los vehículos estructurados que invertían en dichos activos. Sin embargo, el fuerte repunte de los ratios de morosidad que ha acompañado al deterioro del escenario macroeconómico se ha traducido en una caída de los beneficios que ha reducido los márgenes disponibles por las entidades para absorber deterioros adicionales de sus activos. Sus ratios de capital se han mantenido en valores confortables, si bien en un entorno en el que sus competidores a nivel internacional están abordando intensos procesos de desapalancamiento, acompañados en algunos casos por inyecciones públicas de capital.

Se redujeron las emisiones de renta fija y los fondos del exterior canalizados a través de las instituciones financieras

Por otra parte, dadas las dificultades para apelar a los mercados internacionales, las entidades redujeron notablemente el volumen de emisiones, de modo que en el conjunto del año fueron negativas en términos netos. En los primeros meses de este ejercicio se ha apreciado, sin embargo, un mayor dinamismo en los mercados primarios, en parte ligado a las operaciones realizadas con el aval del Estado.

En consecuencia, las instituciones financieras (excluyendo el Banco de España y los inversores institucionales) contribuyeron en mucha menor medida que en años anteriores

a canalizar las necesidades de financiación exterior de nuestra economía. Este descenso no fue totalmente compensado por las entradas netas de capital a través de los inversores institucionales y las empresas no financieras y por el aumento la captación de recursos foráneos por parte de las AAPP, de modo que, como sucedió en el ejercicio anterior, una parte de los fondos necesarios para financiar el déficit por cuenta corriente se cubrió mediante una disminución del saldo acreedor del Banco de España frente al resto del mundo, como reflejo de las dificultades de financiación en el extranjero del resto de agentes.

El deterioro macroeconómico está elevando la presión financiera experimentada por los distintos sectores de la economía, y previsiblemente lo seguirá haciendo

El deterioro macroeconómico, junto con el ascenso del coste de la deuda, se ha traducido en un aumento de la presión financiera sobre el sector privado (especialmente, las empresas y familias más endeudadas). Esta evolución ha venido acompañada, además, por un retroceso de la riqueza de los agentes. Las perspectivas de predominio de las tendencias contractivas a corto plazo seguirán contribuyendo previsiblemente a debilitar la posición patrimonial de los hogares y las sociedades durante los próximos trimestres. No obstante, el descenso reciente de los tipos de interés negociados en los mercados interbancarios tenderá a trasladarse a una buena parte de los préstamos vivos, dada la preponderancia en nuestro país de las operaciones a tipo variable, aliviando de este modo la carga financiera soportada por los agentes privados y contrarrestando así, al menos en parte, el efecto negativo derivado del entorno recesivo.

Por otra parte, la persistencia de tensiones en los mercados financieros internacionales podría continuar dificultando la captación de fondos por parte de la economía española en el exterior, si bien el retroceso de las necesidades de financiación del sector privado, que ya se ha iniciado y que se prevé que continúe, mitiga en cierto modo estos riesgos, como lo hace también la puesta en marcha de las medidas de apoyo al sistema financiero adoptadas en el último trimestre del ejercicio. En cualquier caso, el elevado endeudamiento del sector privado y las débiles perspectivas macroeconómicas seguirán actuando como un freno para el dinamismo del crédito.

Los intermediarios financieros españoles han padecido hasta ahora en menor medida que en otros sistemas financieros los efectos de la crisis financiera, pero no son inmunes al notable deterioro macroeconómico, de modo que su posición financiera se verá sometida a mayores presiones durante los próximos trimestres, a la vez que se van reduciendo los márgenes con los que contaban para afrontar estas perturbaciones. En este contexto, resulta esencial preservar la solidez del sistema financiero, de modo que no se convierta en un freno para la recuperación en España una vez que desaparezcan los obstáculos que se derivan de la crisis financiera internacional.

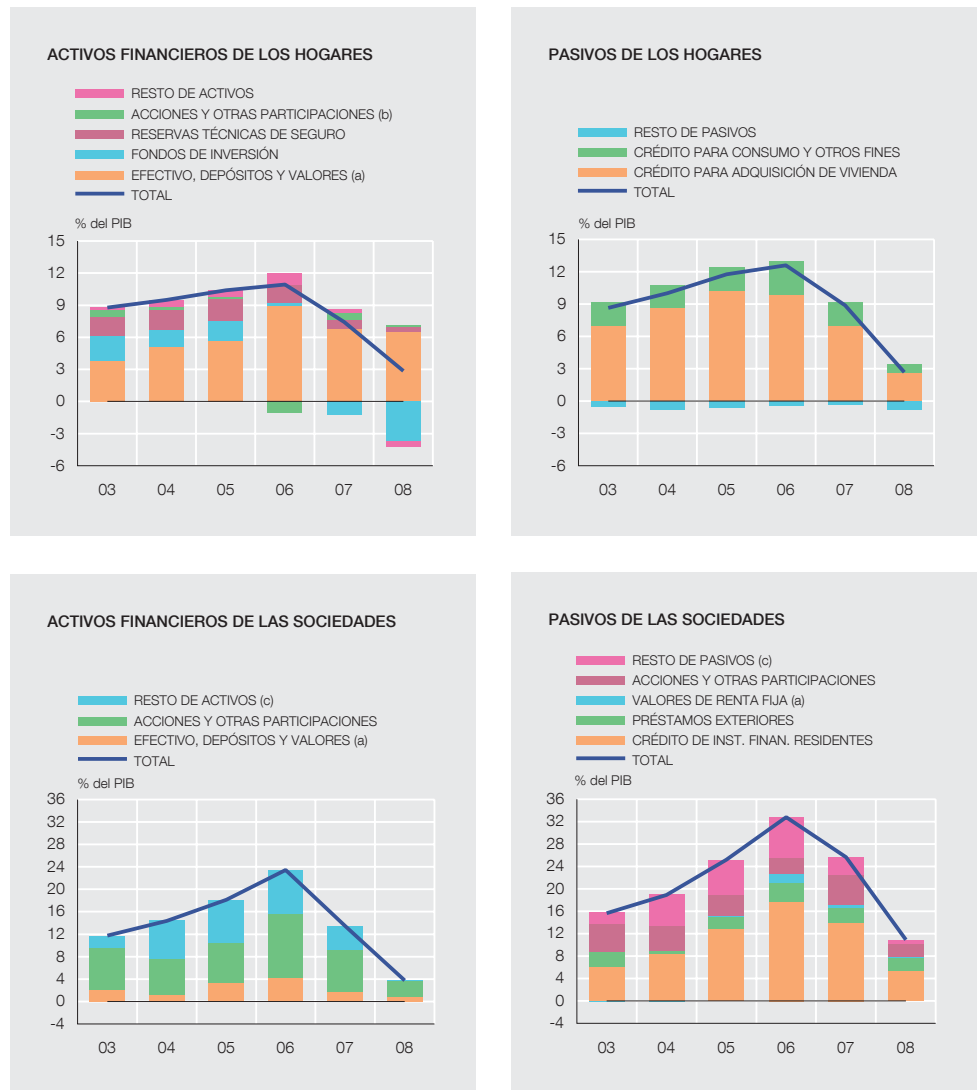
2 Los flujos financieros de la economía española

2.1 LOS HOGARES

Las necesidades de financiación de los hogares se redujeron, apreciándose una intensa desaceleración del crédito...

El saldo de las operaciones financieras netas de los hogares fue ligeramente positivo, lo que contrasta con las necesidades de financiación equivalentes al 1,6% del PIB registradas en 2007. Esta evolución fue el resultado del acusado descenso tanto en los flujos de activo como especialmente en los de pasivo, que se situaron en el 2,9% y en el 2,7% del PIB, respectivamente (véase gráfico 6.2).

Por el lado de los pasivos, se produjo una intensa desaceleración de la financiación captada por las familias, cuya tasa de variación interanual se situó al cierre de 2008 en el 4% (frente al 12% en el ejercicio precedente). Esta evolución fue similar en el crédito para adquisición de vivienda y en el destinado a consumo y otros fines, que crecieron en el conjunto del año un 5% y

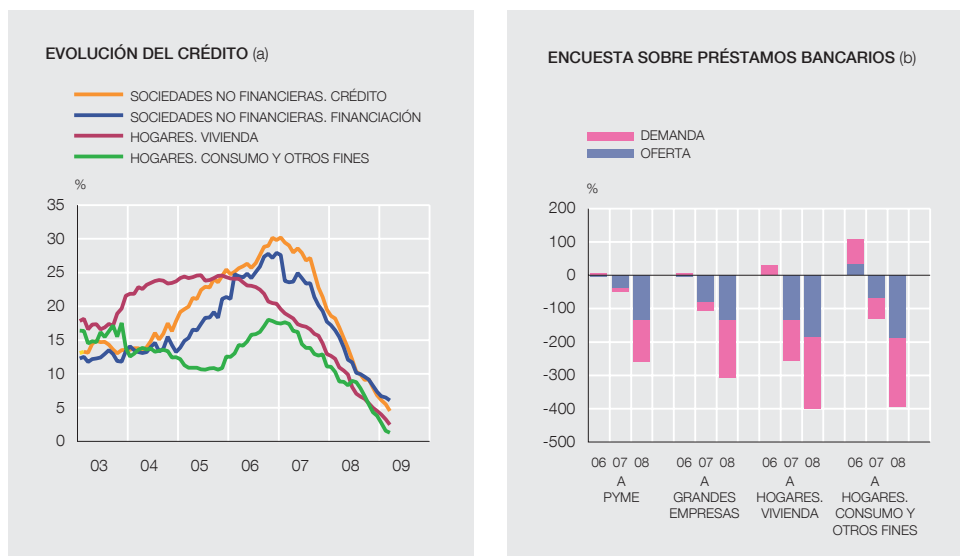


FUENTE: Banco de España.

- a. No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.
- b. Excluye fondos de inversión.
- c. Está compuesto, en gran parte, por créditos comerciales.

un 4%, respectivamente, en torno a 8 y 7 pp por debajo de los registros de 2007 (véase el panel izquierdo del gráfico 6.3).

De acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), la ralentización del crédito respondió tanto a un retroceso de la demanda —propiciado por la caída de la confianza de los consumidores, el descenso en su riqueza y las peores expectativas sobre la evolución del precio de los inmuebles— como de la oferta (véase el panel derecho del gráfico 6.3). Según lo señalado por las instituciones españolas encuestadas, el deterioro de las perspectivas relativas a la situación económica en general (y al mercado de la vivienda en particular) y el empeoramiento de la solvencia de los consumidores fueron los principales factores explicativos del endurecimiento de los criterios de aprobación de nuevos préstamos a los hogares durante el año pasado. Los problemas de acceso a la financiación mayorista y su elevado coste habrían contribuido también, aunque en menor medida, a reducir la oferta de fondos. Esta contrac-



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Tasas interanuales.

b. Variaciones acumuladas del indicador de difusión (con signo cambiado en el caso de la oferta), de modo que un signo negativo significa un descenso en la variable correspondiente.

ción fue similar en la financiación para adquisición de vivienda y en la destinada a consumo y otros fines.

... y, en menor medida, una disminución de sus inversiones financieras

En el caso de los activos, se mantuvieron las tendencias observadas en el ejercicio precedente. Así, en un contexto de mayor incertidumbre y favorecidos por unas rentabilidades muy atractivas, los depósitos a plazo concentraron gran parte de la inversión del sector, alcanzando un importe equivalente a casi el 8% del PIB, en detrimento de las tenencias de depósitos a la vista y de fondos de inversión, que registraron flujos negativos (véase gráfico 6.2).

2.2 LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Se redujeron las necesidades de financiación de las sociedades...

Las necesidades de financiación de las sociedades no financieras en relación con el PIB experimentaron un descenso de 5 pp con respecto a 2007, como consecuencia de la importante desaceleración de la inversión en capital fijo. No obstante, las operaciones financieras netas del sector continuaron presentando un saldo deudor del 7% del PIB. La brecha de financiación, que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto del sector y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, se redujo en mayor medida (8 pp), hasta situarse en torno al 10% del PIB, en línea con el menor dinamismo de la inversión directa en el resto del mundo.

... y tanto la deuda como la inversión en activos se desaceleraron

Los flujos de pasivo de las sociedades experimentaron una importante reducción, hasta suponer el 11% del PIB (frente al 26% alcanzado en 2007). El descenso fue bastante generalizado por instrumentos. Concretamente, la tasa de avance interanual de la financiación del sector disminuyó significativamente, para situarse en torno al 7% en diciembre de 2008 (frente al 18% observado a finales del ejercicio anterior). El crédito bancario, que es su principal componente, exhibió una desaceleración algo más pronunciada, siendo su ritmo de expansión algo menos del 7% al cierre del pasado año, frente al 20% registrado en el ejercicio precedente (véase el panel izquierdo del gráfico 6.3). Esta moderación se apreció en todos los sectores productivos, pero fue mucho más acusada en las ramas de construcción y promoción inmobiliaria, siendo sus ritmos de crecimiento interanual del -1% y del 4,8%, respectivamente, lo que supone retrocesos en el entorno de 20 pp y 15 pp en relación con las cifras de 2007.

Al igual que en el caso de los hogares, las respuestas a la EPB indican que la desaceleración del crédito obedeció a una contracción tanto de la demanda como de la oferta (véase el panel derecho del gráfico 6.3). El descenso de las solicitudes de fondos se explica por la desaceleración de la inversión en capital fijo y por la escasez de operaciones societarias (fusiones, adquisiciones y reestructuraciones corporativas), mientras que el endurecimiento de los criterios de aprobación de nuevos préstamos estuvo inducido por el empeoramiento de las expectativas de las entidades respecto al escenario macroeconómico y a las circunstancias particulares de los distintos sectores y empresas, así como por los riesgos asociados a las garantías requeridas; y, en menor medida, por los problemas de acceso a la financiación en los mercados y por los costes relacionados con el nivel de capital.

Distinguiendo por el tamaño de las empresas, se ha observado en los últimos meses de 2008 un menor dinamismo del crédito a las pequeñas y medianas empresas, que parece reflejar un comportamiento más contractivo de la oferta en los préstamos a las PYME (véase recuadro 6.1).

Por su parte, la inversión financiera de las sociedades también registró una importante contracción. En términos acumulados de cuatro trimestres, representó el 3,7% del PIB, frente al 13,5% observado en 2007 (véase gráfico 6.2). Este descenso fue generalizado por instrumentos, pero especialmente acusado en el caso de la adquisición de acciones y participaciones, en un entorno poco propicio para las compras de estos instrumentos debido a la elevada incertidumbre, a las dificultades de financiación y a las ventas realizadas por las empresas con mayor presión en sus balances.

2.3 LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Deterioro muy significativo del saldo presupuestario de las AAPP

Las AAPP tuvieron en 2008, por primera vez desde 2005, necesidades netas de financiación, equivalentes al 3,8% del PIB (véase gráfico 6.4). En el año anterior presentaron un superávit del 2,2% del PIB, lo que implica un deterioro de alrededor de 6 pp. Este resultado fue consecuencia del cambio en la posición neta de la Administración Central (que pasó a tener un saldo negativo del 2,7% en 2008), del aumento del déficit de las Administraciones Territoriales y de la ligera reducción en la capacidad de financiación de la Seguridad Social. El detalle por instrumentos muestra que los fondos necesarios se cubrieron mediante un incremento de las emisiones de valores (tanto a corto como, en especial, a medio y a largo plazo) y un descenso en el saldo de depósitos netos de crédito. Este deterioro sustancial del saldo presupuestario de las AAPP ha sido el resultado del impacto de los estabilizadores automáticos en un entorno recesivo, de la pérdida recaudatoria como consecuencia del ajuste inmobiliario y de las medidas discrecionales adoptadas para estimular la economía.

2.4 LA INVERSIÓN Y LA FINANCIACIÓN EXTERIOR DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Las necesidades de financiación de la economía española fueron ligeramente inferiores a las de 2007

El deterioro del ahorro financiero de las AAPP contrarrestó, en gran medida, la reducción observada en los fondos requeridos por los hogares y las sociedades, de modo que las necesidades de financiación de la economía española disminuyeron solo ligeramente en relación con 2007, situándose el saldo deudor de sus operaciones financieras netas en el 9,1% del PIB (véanse cuadro 6.1 y gráfico 6.5).

El sector financiero no canalizó ahorro exterior suficiente para satisfacer las necesidades de financiación de la economía...

Las entradas de capital a través de las instituciones financieras (excluyendo los inversores institucionales y el Banco de España) se redujeron sustancialmente. De hecho, mientras que las entidades de crédito obtuvieron recursos equivalentes al 3,3% del PIB (más de 1 pp por encima del registro de 2007), el resto de instituciones financieras (excluyendo los inversores institucionales y el Banco de España), que desde 2004 había sido el sector que más fondos obtuvo en el resto del mundo, canalizó una salida neta de capitales por valor del 1,8% del PIB (el año anterior cap-

Como se comenta en el cuerpo principal del Informe, el crédito a sociedades no financieras, que mantuvo un dinamismo todavía elevado en 2007, se desaceleró mucho más claramente a lo largo del año pasado, como consecuencia de descensos tanto en la oferta como en la demanda de fondos. Esta evolución fue compatible con la existencia de cierta heterogeneidad entre empresas. Así, el avance del destinado a las compañías constructoras y promotoras se redujo en mayor medida, lo que sin duda refleja la intensidad de la corrección en la actividad y en las perspectivas de estos sectores. Este recuadro analiza hasta qué punto existen también divergencias ligadas al tamaño de las empresas. Este aspecto es relevante en la medida en que la dependencia del crédito bancario en las pequeñas compañías suele ser mayor que en las grandes, debido a que las primeras —por lo general— no pueden acudir a los mercados financieros como fuente alternativa de fondos. Sin embargo, en la información disponible sobre los préstamos concedidos por las entidades de crédito españolas no existe una separación por tamaño del prestatario. Por este motivo, para este estudio se hace uso de otras estadísticas disponibles, que permiten aproximar esta cuestión.

Así, en primer lugar, la información contenida en la Central de Información de Riesgos (CIR) puede utilizarse para clasificar los créditos concedidos en función del volumen total de préstamos vivos de la empresa, variable que se puede tomar como una aproximación al tamaño de la compañía. Con este fin, en los gráficos 1 y 2 se presentan las tasas de crecimiento del crédito bancario a las sociedades, distinguiendo según su nivel de deuda bancaria y para dos agrupaciones sectoriales (construcción y promoción inmobiliaria, por un lado, y resto de actividades, por otro)¹. Se observa cómo, en 2008, se produjo una fuerte desaceleración que fue bastante generalizada, aunque más intensa en las actividades más vinculadas al mercado inmobiliario y, dentro del resto de sectores, en las operaciones con empresas con un menor volumen de recursos ajenos. En el primer caso, y con la excepción de las compañías con niveles de deuda inferiores a un millón de euros, el incremento registrado por la financiación durante el año pasado fue prácticamente nulo en todos los grupos considerados. Sin embargo, en el resto de ramas se detectan diferencias según el saldo de los préstamos, observándose en general crecimientos todavía elevados en las categorías superiores y muy reducidos en las inferiores, con la excepción nuevamente de la primera categoría recogida en el gráfico.

Otra fuente de información útil para analizar el comportamiento diferencial del crédito según el tamaño de las compañías es la proporcionada por las operaciones nuevas de préstamo, que incluyen un desglose según que el volumen de las transacciones sea inferior o superior a un millón de euros. Como se observa en el gráfico 3, entre 2007 y mediados de 2008 la desaceleración del crédito a las empresas habría venido explicada fundamentalmente por los préstamos de importe elevado (concedidos en mayor medida a las grandes empresas), que empezaron a disminuir a finales de 2007, mientras que el valor de las operaciones de menor cuantía (asociadas esencialmente al crédito a PYME) permanecía estable o se reducía solo ligeramente.

1. Las tasas de variación se calculan controlando por los cambios de categoría derivados del crecimiento de la deuda.

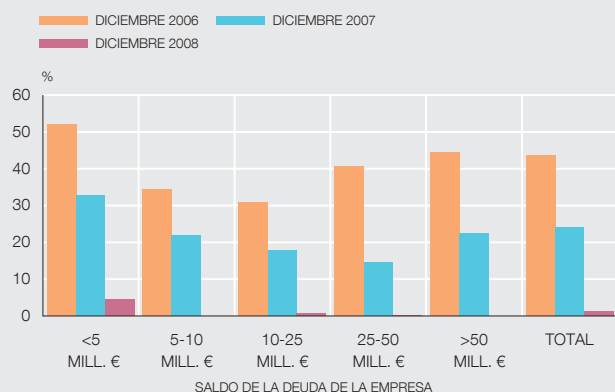
Durante la segunda mitad del año pasado este comportamiento se revertió, volviendo a registrarse crecimientos positivos en los préstamos por importes elevados y notables caídas en el resto, que tendieron a acentuarse en los primeros meses de 2009.

Las divergencias señaladas pueden deberse a diferencias en la oferta o en la demanda de fondos por tipo de empresa. En este sentido, la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, aunque ofrece solamente información cualitativa, puede ayudar a distinguir entre estos dos elementos. Con este fin, en los gráficos 4 y 5 se presentan dos indicadores que miden, respectivamente, las variaciones en la oferta y en la demanda de fondos, tanto para las pequeñas y medianas empresas como para las grandes. Como puede apreciarse, en el segundo semestre de 2007 (al inicio de las turbulencias financieras) las entidades encuestadas indicaron un mayor endurecimiento de los criterios de concesión a las compañías de mayor tamaño durante dicho período. Sin embargo, posteriormente no se observan diferencias significativas entre uno y otro grupo. En el caso del indicador de demanda, su evolución comparada muestra un comportamiento menos contractivo de las peticiones de fondos de las PYME desde mediados de 2007, pero especialmente en el último año, con lo que este factor no parece poder explicar el diferente comportamiento del crédito observado recientemente.

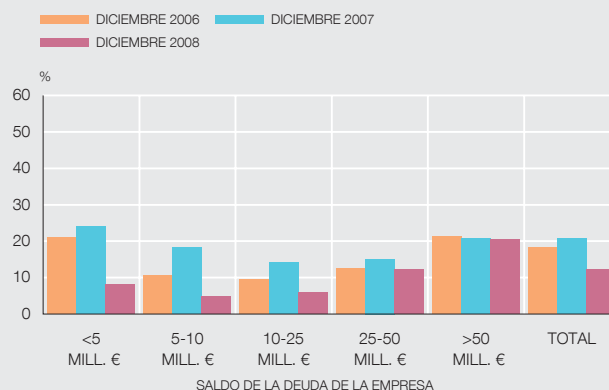
Finalmente, los resultados de una encuesta encargada por el Banco de España y realizada entre el 18 de marzo y el 3 de abril de 2009 a 1.385 empresas españolas de distintos tamaños muestran que, en los seis meses precedentes, el porcentaje de solicitantes de financiación que no consiguieron obtener los fondos deseados disminuye con el tamaño del peticionario (véase gráfico 6), indicando una mayor dificultad para la obtención de recursos ajenos por parte de las PYME. No obstante, esto es probablemente una característica estructural —derivada del mayor riesgo que supone la financiación a empresas con un volumen de activo pequeño—, por lo que la ausencia de un punto de comparación en otro momento temporal limita el alcance de las posibles conclusiones. En todo caso, de la respuesta a la pregunta sobre los factores que explican que las compañías no hayan obtenido toda la financiación solicitada se deduce que una proporción elevada de estas (en torno al 60%) ha detectado un cambio de actitud en la política crediticia de las entidades.

En resumen, con la información disponible —y manteniendo las cautelas necesarias derivadas de su carácter imperfecto—, cabría concluir que la desaceleración del crédito a las sociedades observada desde mediados de 2007 habría venido explicada, en un primer momento, fundamentalmente por la evolución del destinado a las grandes sociedades. Esto se explicaría por el menor dinamismo relativo tanto de la demanda de fondos como de la oferta. Sin embargo, conforme el deterioro de la situación económica general fue haciéndose más manifiesto, las entidades de crédito parecen haber empezado a reducir más acusadamente los nuevos préstamos a las PYME. En la medida en que, según la EPB, esto no parece que pueda explicarse por el comportamiento de la demanda, es posible que refleje, al menos en parte, un cierto mayor grado de exigencia en la aprobación de nuevas operaciones de financiación a las empresas de menor tamaño.

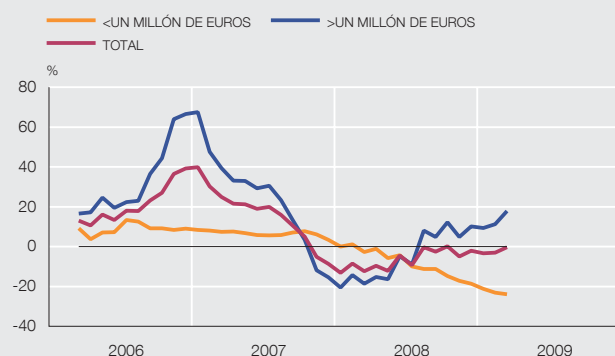
1 CRÉDITO A LA CONSTRUCCIÓN Y PROMOCIÓN INMOBILIARIA (a)



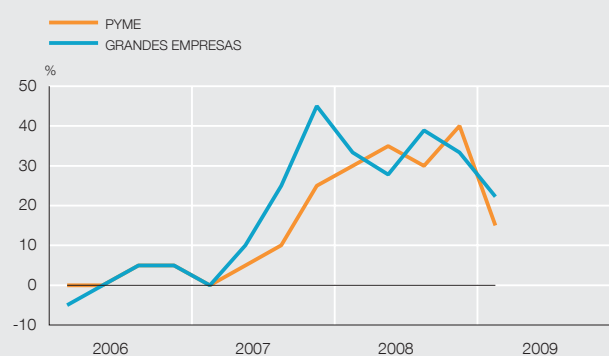
2 CRÉDITO AL RESTO DE SECTORES (a)



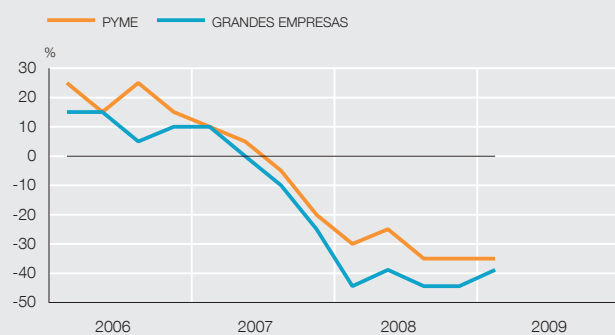
3 VOLUMEN DE OPERACIONES NUEVAS
Crédito a sociedades no financieras (SNF) (b)



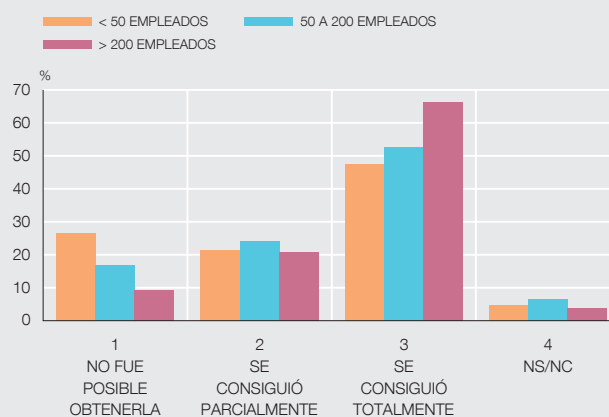
4 EPB: ENDURECIMIENTO DE LA OFERTA
Indicador de difusión (c)



5 EPB: VARIACIÓN DE LA DEMANDA
Indicador de difusión (d)

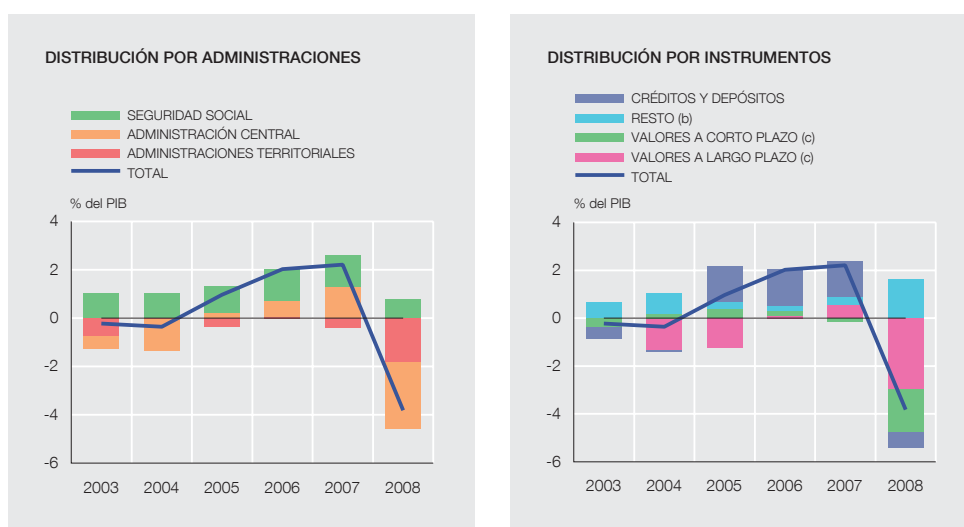


6 RESULTADO DE LAS SOLICITUDES DE FINANCIACIÓN EN LOS ÚLTIMOS SEIS MESES (e)



FUENTE: Banco de España.

- a. Tasa interanual. Crédito dispuesto.
- b. Tasas interanuales. Media móvil de tres meses.
- c. Porcentaje de entidades que endurecen sus criterios de aprobación de nuevos créditos a sociedades no financieras menos porcentaje de las que relajan dichos criterios, ponderado por la intensidad del cambio registrado en cada caso.
- d. Porcentaje de entidades que registran incrementos en la demanda de préstamos de las sociedades no financieras menos porcentaje de las que registran descensos en la misma, ponderado por la intensidad del cambio registrado en cada caso.
- e. Basado en los resultados de una encuesta a empresas encargada por el Banco de España y realizada entre los días 18 de marzo y 3 de abril.



FUENTE: Banco de España.

- a. Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.
 b. Incorpora los intereses devengados no pagados de las obligaciones y las inversiones netas por parte de la Seguridad Social en activos emitidos por el resto de las AAPP.
 c. Solo recoge operaciones de pasivo.

taron un 5,8% del PIB). Los inversores institucionales deshicieron posiciones activas frente al resto del mundo, aportando un volumen de capital equivalente al 2,3% del PIB en términos netos. Por su parte, las sociedades y las AAPP canalizaron recursos foráneos por un importe equivalente al 0,5% y al 1,4% del PIB, respectivamente. Como consecuencia de estos desarrollos, una parte de los recursos necesarios para financiar el déficit de la cuenta corriente se cubrió, como ya ocurriera en el ejercicio precedente, mediante la disminución de la posición acreedora del Banco de España, que se redujo en un 2,7% del PIB (véase gráfico 6.5).

... ya que se redujo la entrada neta de fondos mediante emisiones de renta fija

Las entradas de capital alcanzaron un volumen equivalente al 12% del PIB, 11 pp inferior al de 2007, mostrando notables cambios en su composición. Así, en un entorno de importantes dificultades para la emisión de títulos de renta fija, la entrada neta de fondos canalizados mediante valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras nacionales fue negativa por un importe cercano al 4% del PIB, frente a una captación neta de más del 9% del PIB en el año anterior (véase cuadro 6.1). En este contexto, las entidades de crédito obtuvieron financiación del exterior fundamentalmente a través del mercado interbancario (incluyendo las operaciones con garantías), de modo que los recursos logrados por esta vía en términos netos supusieron un 6,7% del PIB, frente al 2,5% en el ejercicio anterior. Los flujos obtenidos mediante la adquisición por no residentes de acciones y participaciones también se redujo ligeramente, hasta aportar cerca de un 4% del PIB, en consonancia con el ligero descenso de la inversión directa extranjera en España, que se situó también en torno al 4% del PIB.

Por su parte, las salidas de capital también se redujeron —en 10 pp—, hasta representar el 3% del PIB. Al igual que en el ejercicio anterior, cabe destacar que los inversores institucionales deshicieron posiciones, en términos netos, en el resto del mundo en títulos de renta tanto fija como variable. Por instrumentos, la contracción fue generalizada, pero especialmente significativa en el caso de las acciones y participaciones (su adquisición disminuyó en 7 pp, hasta situarse en el 1,9% del PIB). En línea con este desarrollo, la inversión directa de España en el exterior retrocedió hasta el 4,8% del PIB, mientras que en 2007 había supuesto un 9,6%.

% del PIB	2005	2006	2007	2008
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-6,5	-8,4	-9,7	-9,1
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	18,5	17,7	13,9	3,2
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	2,2	5,2	2,1	-0,3
Del cual:				
<i>Interbancario (a)</i>	3,1	3,4	4,2	-0,5
Valores distintos de acciones	8,7	-1,2	1,6	1,3
De los cuales:				
<i>Entidades de crédito</i>	6,6	-2,1	1,8	1,5
<i>Inversores institucionales</i>	2,3	0,6	-0,1	-0,4
Acciones y otras participaciones	5,1	10,5	8,6	1,9
De las cuales:				
<i>Sociedades no financieras</i>	3,9	8,0	6,3	3,1
<i>Inversores institucionales</i>	0,9	1,2	-1,0	-1,5
Préstamos	1,1	2,1	1,2	0,8
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	25,0	26,1	23,6	12,2
Depósitos	5,6	0,3	7,3	8,9
De los cuales:				
<i>Interbancario (a)</i>	7,2	0,6	6,7	6,2
Valores distintos de acciones	15,8	21,4	8,1	-2,2
De los cuales:				
<i>Administraciones Públicas</i>	0,2	1,0	-1,3	1,4
<i>Entidades de crédito</i>	6,3	8,0	3,6	-1,9
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	9,3	12,4	5,8	-1,7
Acciones y otras participaciones	0,9	0,2	4,5	3,4
De las cuales:				
<i>Sociedades no financieras</i>	1,0	-0,2	4,7	2,5
Préstamos	2,3	3,5	3,1	2,1
Otros neto (b)	-0,9	-0,5	0,1	0,5
PRO MEMORIA:				
Inversión directa de España en el exterior	3,7	8,5	9,6	4,8
Inversión directa del exterior en España	2,2	2,5	4,8	4,1

FUENTE: Banco de España.

a. Corresponden únicamente a entidades de crédito, e incluyen *repos*.

b. Incorpora, además de otras partidas, la rúbrica de activo que recoge las reservas técnicas de seguro y el flujo neto de crédito comercial.

Sin embargo, el saldo deudor de la Posición de Inversión Internacional apenas varió

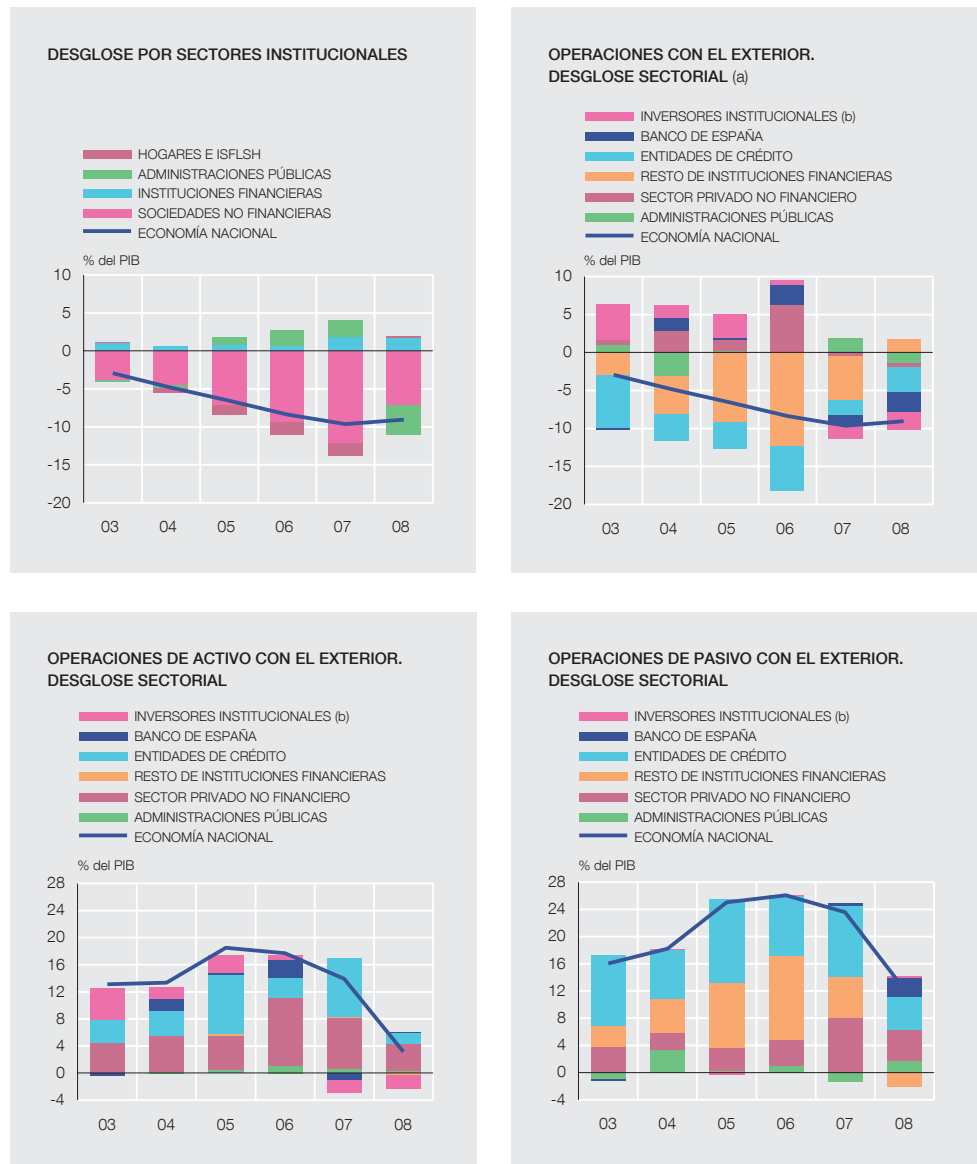
A pesar de que las entradas netas de capital fueron positivas, el valor de la posición neta deudora de la economía española frente al resto del mundo no mostró variaciones significativas, manteniéndose en torno al 80% del PIB, gracias al efecto positivo que sobre esta ejercieron los cambios observados en el precio de los instrumentos financieros, que solo se vio parcialmente contrarrestado por el impacto negativo asociado a las variaciones en el tipo de cambio.

3 Los mercados financieros españoles

3.1 LOS MERCADOS PRIMARIOS

La emisión neta de valores negociables descendió

En los mercados primarios de valores negociables, la emisión neta realizada por los sectores residentes alcanzó los 148 mm de euros, lo que supone un descenso interanual del 45% (véase cuadro 6.2) y constituye el primer retroceso de esta variable desde 2001. Entre los motivos que explican esta fuerte caída, hay que señalar el contexto poco favorable de los mercados, dados el aumento de la incertidumbre y la elevación de los costes de emisión propiciada por el ascenso de las primas de riesgo, junto con las menores necesidades de financiación del sector privado, derivadas de los recortes en los planes de gasto.



FUENTE: Banco de España.

- a. Un signo negativo (positivo) indica que el resto del mundo otorga (recibe) financiación al (del) sector contrapartida.
b. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

La emisión neta de instrumentos de renta fija descendió en un 40% en relación con 2007, alcanzando los 133 mm de euros. Esta caída fue superior a la registrada en la UEM, de modo que las colocaciones netas realizadas en España representaron el 12% del volumen emitido en el conjunto del área, frente al 22% del año precedente.

Como se aprecia en el cuadro 6.2, las emisiones realizadas por las instituciones financieras disminuyeron en el conjunto del ejercicio más de un 64%, en un contexto de endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados mayoristas, que se reflejó, entre otros factores, en el considerable aumento de las primas de riesgo crediticias. En particular, las colocaciones realizadas directamente por las entidades de crédito registraron, por primera vez desde el año 2000, una amortización neta de 27 mm, mientras que, por el contrario, las corres-

mm de euros	2005	2006	2007	2008
EMISIONES NETAS DE RESIDENTES	184,4	231,6	268,3	148,2
RENTA FIJA	180,2	223,9	222,4	133,3
Instituciones financieras monetarias	78,0	97,2	78,2	-27,3
Otros intermediarios financieros	95,6	128,5	146,5	107,2
De los cuales:				
<i>Fondos de titulización</i>	53,6	69,7	106,9	93,7
<i>Filiales de instituciones financieras monetarias</i>	27,4	39,4	42,6	24,3
<i>Filiales de sociedades no financieras</i>	-2,5	10,9	5,7	1,6
Sociedades no financieras	-0,1	1,0	2,0	1,9
Administración Central	3,9	-4,8	-4,7	50,2
Administraciones Territoriales	2,8	2,1	0,4	1,4
RENTA VARIABLE	4,2	7,8	46,0	14,9
Instituciones financieras monetarias	1,3	3,0	12,0	10,1
Otros intermediarios financieros	0,0	0,1	3,5	1,4
Sociedades no financieras	3,0	4,6	30,5	3,4
OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA	0,2	2,5	2,1	0,0
PRO MEMORIA:				
Emisiones netas de filiales en el extranjero	-20,6	-8,5	9,5	12,9
<i>Instituciones financieras</i>	-15,5	-2,6	8,2	14,3
<i>Sociedades no financieras</i>	-5,2	-6,0	1,3	-1,4

FUENTE: Banco de España.

pondientes a otros intermediarios financieros continuaron manteniendo un elevado protagonismo (107 mm), aunque inferior al de años precedentes. Por instrumentos, los bonos de titulización, como viene siendo habitual en los últimos cuatro años, representaron más del 85% de la oferta, mientras que descendió el peso de los bonos simples y participaciones preferentes. No obstante, conviene subrayar que el grueso de las titulaciones fue adquirido por los propios originadores, con el objeto de disponer de activos de garantía con los que poder obtener financiación en el Eurosistema. Cabe destacar, por segundo año consecutivo, el avance de las operaciones llevadas a cabo por las filiales en el extranjero de las instituciones financieras (14 mm).

La emisión neta de valores de renta fija de las sociedades no financieras, realizadas directamente o a través de filiales, superó ligeramente los 2 mm de euros en 2008, frente a los 9 mm del año anterior. Este desarrollo refleja primordialmente el descenso de la oferta de títulos a través de filiales, tanto residentes como no residentes.

A diferencia de lo ocurrido en los últimos años, la oferta neta de valores puestos en circulación por las AAPP experimentó un importante aumento, en línea con el ascenso de las necesidades de financiación del sector, totalizando 52 mm de euros, lo que supone más de un tercio del total de colocaciones netas de renta fija del año 2008. Esta evolución se puede atribuir, casi en su totalidad, al Estado, ya que la captación de fondos de las Administraciones Territoriales apenas superó los mil millones de euros. Por instrumentos, hay que destacar el importante volumen de emisión tanto de bonos y obligaciones del estado (32 mm) como de letras del Tesoro (19 mm) y la introducción de dos novedades en la política del Tesoro: las emisiones en divisas, que no se utilizaban desde 2005, y las subastas de letras a seis meses.

mm de euros	2005	2006	2007	2008
Mercado de deuda pública en anotaciones (a)	22.220	22.615	22.664	19.944
Contado	2.338	2.903	3.177	2.202
Repo y simultáneas	19.572	19.385	19.193	17.477
Plazo	310	327	294	265
Mercado AIAF de renta fija	872	900	1.108	2.401
Pagarés	404	482	555	577
Cédulas y bonos de titulización	375	329	460	1.740
Resto	93	90	93	83
Mercado bursátil de renta fija	93	93	90	80
Mercado bursátil de renta variable	854	1.156	1.670	1.245
Mercados MEFF de derivados	584	934	1.451	1.073
IBEX 35	544	883	1.384	989
Opciones sobre acciones	17	23	27	23
Futuros sobre acciones	23	28	41	61

FUENTES: Bolsas y Mercados Españoles, Federación Europea de Bolsas y Banco de España.

a. Solo incluye operaciones con valores del Estado.

Por su parte, las emisiones de renta variable se acercaron a los 15 mm, lo que supone un considerable descenso (68%) respecto a las registradas el año anterior. Por sectores, al contrario de lo ocurrido el año pasado, destaca el avance de las ampliaciones de capital realizadas por las instituciones financieras, que alcanzaron, en términos netos, los 11 mm de euros, una cifra algo inferior a la de 2007, mientras que las de las sociedades no financieras experimentaron un considerable retroceso (89%), aunque hay que tener en cuenta que el dato de 2007 estuvo influido por unas pocas operaciones puntuales de gran volumen. En línea con este comportamiento contractivo, no se registró ninguna operación de ofertas públicas de venta y suscripción a lo largo de 2008. Como novedad, cabe mencionar la emisión de cuotas participativas por parte de una caja de ahorros, primera operación de este tipo que se realiza.

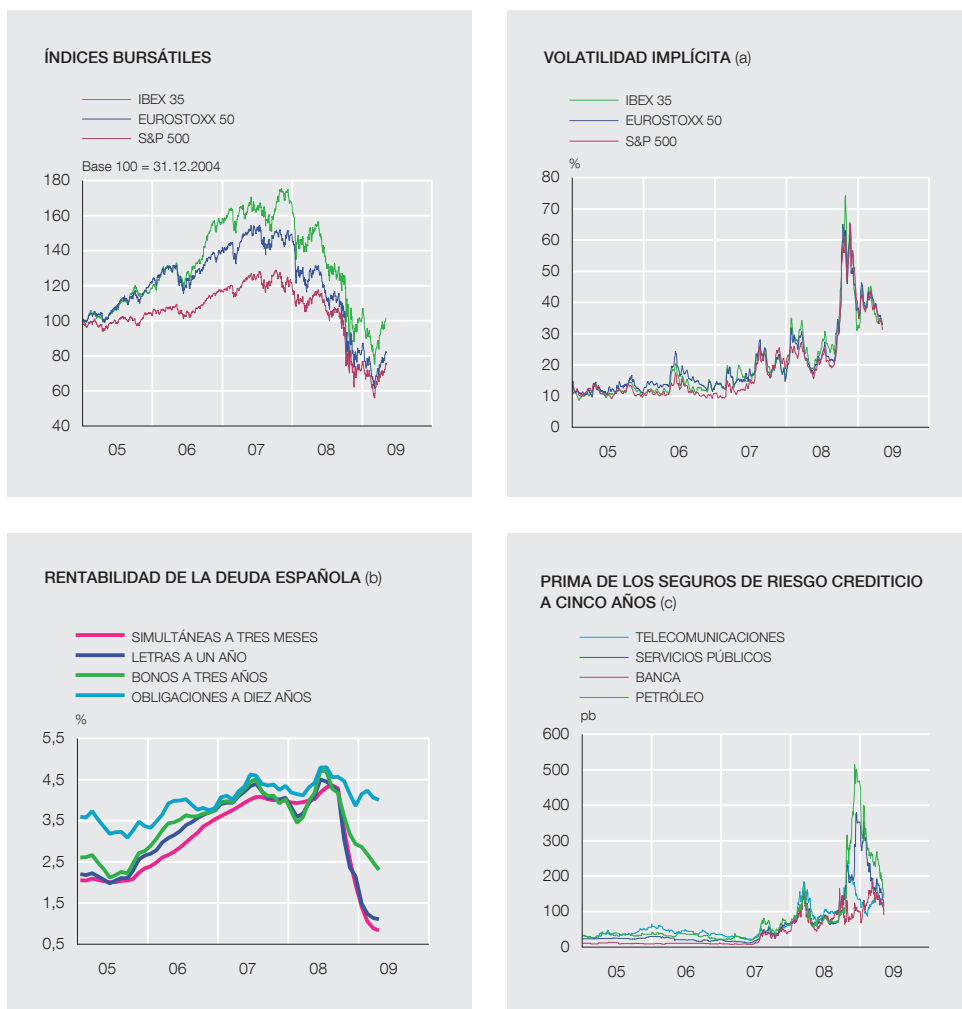
3.2 LA ACTIVIDAD EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS

La actividad en los mercados secundarios, en términos nominales, mostró una gran variabilidad por segmentos

La actividad en los mercados secundarios mostró una evolución muy dispar en los distintos segmentos (véase cuadro 6.3). Así, la contratación de acciones en las bolsas alcanzó los 1.200 mm de euros, lo que supone una caída interanual superior al 25%. Sin embargo, esta evolución se explica fundamentalmente por el retroceso en los precios de las acciones, ya que la actividad, medida por el número de títulos negociados o por el número de transacciones ejecutadas, se incrementó en torno al 8% en relación con las cifras de 2007. En línea con este desarrollo, el volumen de negocio con derivados experimentó un descenso similar al mercado de contado (26%), como consecuencia principalmente de la caída en la valoración de los subyacentes. La operativa en este segmento se concentró, un año más, en los contratos referenciados al IBEX 35.

En el mercado de deuda pública las cifras de negociación experimentaron un descenso interanual del 12%, que fue el resultado de la pronunciada caída (por encima del 30%) de las operaciones al contado y del retroceso más moderado tanto de las transacciones *repo* y simultáneas, que continúan representando el grueso de la actividad, como de las realizadas a plazo.

Por el contrario, el volumen de negociación en el mercado AIAF superó los 2.400 mm de euros, lo que supone un crecimiento interanual superior al 115%, con incrementos aprecia-



FUENTES: Sociedad de Bolsas, Bloomberg, Credit Trade, Datastream y Banco de España.

- a. Medias móviles de cinco días.
- b. Medias mensuales.
- c. Primas medias ponderadas por activos.

bles en casi todos los instrumentos, en especial en las cédulas y bonos de titulización. Por tipo de transacción, el grueso del incremento de la actividad se concentró en las operaciones simultáneas, entre las que destacan las que tuvieron como contrapartida al Tesoro (en el contexto de la gestión que este hace de sus excedentes de liquidez) y al Banco de España (en el marco de la financiación concedida por el Eurosistema a las entidades de crédito).

3.3 LOS PRECIOS NEGOCIADOS EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS

Las cotizaciones bursátiles mostraron un intenso retroceso, junto con un marcado aumento de la volatilidad

Tras cinco años de revalorizaciones, en 2008 se produjo un intenso retroceso de las cotizaciones bursátiles, que estuvo acompañado de un marcado ascenso de su volatilidad implícita (véase gráfico 6.6). En el conjunto del año, el IBEX 35 acumuló una caída del 39,4%, inferior a la del EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM (44,2%) y similar a la del S&P 500 de las de Estados Unidos (38,5%). El ejercicio estuvo marcado por una tendencia a la baja en las valoraciones, que se hizo más intensa en determinados episodios. Esta evolución reflejó tanto la mayor preferencia de los inversores por los activos de menor riesgo como el deterioro de las perspectivas de crecimiento de los beneficios de las empresas cotizadas. Por su parte, la volatilidad se situó en valores muy elevados a finales de septiembre, tras la quiebra de Lehman Brothers. Posteriormente se redujo, aunque se situó en niveles superiores a su media histórica, lo que pone de manifiesto la notable incertidumbre del mercado sobre la evolución futura de los precios negociados.

El retroceso de las cotizaciones fue generalizado por sectores, aunque con una intensidad desigual. Las mayores caídas se produjeron en los subíndices de materiales básicos, industria y construcción (51%) y de servicios financieros e inmobiliarios (49%). En el extremo opuesto, las ramas que mostraron una evolución menos adversa fueron las de bienes de consumo (-26%) y tecnología y telecomunicaciones (-29%).

En los primeros meses de 2009 continuó la tendencia a la baja en los índices bursátiles, aunque a partir de mediados de marzo se ha observado una recuperación de las cotizaciones. De este modo, a comienzos de mayo el IBEX 35 se situaba en niveles similares a los del cierre de 2008.

Las rentabilidades negociadas en el mercado de la deuda pública repuntaron hasta julio, para reducirse progresivamente hasta final del ejercicio...

Tras haber experimentado un moderado ascenso hasta julio, las rentabilidades de la deuda pública a corto plazo registraron posteriormente una notable disminución en sintonía con los pronunciados recortes en los tipos de intervención. Por su parte, los tipos de largo plazo mostraron un perfil similar, con elevaciones en la primera mitad del año y una tendencia descendente a partir de agosto como consecuencia de la mayor preferencia de los inversores por los valores líquidos y seguros y de las revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento e inflación en la UEM. De este modo, el tipo de interés de las obligaciones a diez años que partía del 4,4% en diciembre de 2007 alcanzó un máximo del 4,9% en julio y después inició una senda descendente hasta cerrar el año en el 3,8%. En la segunda mitad del ejercicio, la rentabilidad de la deuda alemana se redujo en mayor medida que la del resto de títulos soberanos del área del euro, lo que provocó que los diferenciales con el bono alemán aumentaran notablemente, situándose el correspondiente a la referencia española en 80 pb al cierre del año y superando los 120 pb a mediados de febrero de 2009. No obstante, posteriormente se ha observado una reducción de este indicador, hasta situarse a comienzos de mayo en torno a los 70 pb. Como se detalla en el recuadro 6.2, la ampliación de los diferenciales soberanos en la UEM se explica por el aumento del precio del riesgo, por factores ligados a la liquidez y, en algún caso, por el incremento del riesgo de crédito. En este contexto, en enero de 2009 la agencia Standard & Poor's rebajó las calificaciones crediticias de la deuda a largo plazo emitida por los Estados español, griego y portugués, y en marzo, la del irlandés.

... mientras que las primas de riesgo crediticio experimentaron fuertes ascensos a lo largo del año

Por último, las primas de los seguros de riesgo crediticio (CDS) de las sociedades financieras y no financieras experimentaron un aumento muy acusado como consecuencia del contexto de mayor incertidumbre y del deterioro de las perspectivas macroeconómicas. Este incremento fue especialmente notorio a partir del final del verano, período en el que, a raíz de los acontecimientos mencionados anteriormente, se produjo un intenso proceso de reevaluación del riesgo, que situó las primas de los CDS en máximos históricos (véase gráfico 6.6). En línea con lo observado en otros países desarrollados, tras el anuncio y posterior aprobación de los programas de apoyo a los sistemas bancarios las primas de riesgo de las empresas financieras se han mantenido en niveles sustancialmente inferiores a los de las sociedades no financieras, lo que parece sugerir que el mercado interpreta que los gobiernos han asumido una parte importante del riesgo de crédito de las principales entidades bancarias.

Esta evolución, junto con el curso de los tipos de interés a largo plazo, determinó un repunte del coste de financiación de las empresas emisoras en los mercados de renta fija. No obstante, en la parte transcurrida de 2009 se han reducido las primas de los CDS, especialmente las de las compañías no financieras, aunque se mantienen en niveles elevados.

El diferencial de rentabilidad de la deuda soberana de los países del área respecto a los bonos alemanes, que son los que tradicionalmente tienen un menor coste, se había movido en los últimos años en rangos muy reducidos. Durante el verano de 2007, tras el comienzo de las turbulencias financieras, empezaron a aumentar, aunque de forma muy moderada. Sin embargo, tras el agravamiento de la crisis financiera internacional a mediados de septiembre de 2008, se ampliaron de forma muy marcada (véanse gráficos 1 y 2). En España, la diferencia entre la rentabilidad de las obligaciones del Estado a diez años y la correspondiente a la referencia alemana alcanzó a principios de marzo de 2009 un nivel en torno a 120 pb, cuando al cierre de 2007 era de apenas 8 pb. En el resto de los miembros de la UEM se observó la misma tendencia, aunque la magnitud del cambio varió de una nación a otra (en Irlanda o Grecia alcanzaba los 260 pb, mientras que en Francia rondaba los 60 pb), estando el incremento en el caso de los valores emitidos por el Tesoro español en una posición intermedia. En los meses posteriores se ha observado un descenso generalizado en estos diferenciales. A principios de mayo el diferencial soberano español se situaba ya en torno a los 70 pb. Este recuadro se centra en el análisis de los factores que explican el ascenso de dichos diferenciales entre diciembre de 2007 y febrero de 2009.

En un entorno como la UEM, en el que todas las emisiones están denominadas en la misma divisa, los diferenciales de rentabilidad de las deudas soberanas vienen explicados por la compensación que los mercados exigen por los distintos niveles de riesgo de crédito percibidos y por las diferencias en el grado de liquidez de los títulos.

Las primas por riesgo de crédito se pueden aproximar a partir del precio de los derivados de crédito (CDS) sobre deuda soberana, que son instrumentos en los que una parte (el comprador de protección) recibe una compensación de su contrapartida en caso de que se produzca un impago, moratoria u otros sucesos crediticios del emisor de dicha deuda, a cambio del pago de una renta periódica. En este sentido, en el gráfico 3 se observa una elevada correlación positiva entre las variaciones de los diferenciales de rentabilidad y de las primas de los CDS entre diciembre de 2007 y febrero de 2009, lo que sugiere que los cambios en el nivel de riesgo crediticio y en su valoración desempeñaron un papel importante en la evolución de las cotizaciones de los bonos emitidos por los Estados de los países de la UEM durante dicho período. No obstante, los puntos del gráfico se sitúan, en general, por encima de la línea de 45 grados, lo que podría indicar que los factores relacionados con la liquidez pudieron contribuir también a estos desarrollos. En particular, la mayor actividad en los mercados secundarios de los títulos emitidos por el Estado alemán pudo beneficiar su valoración relativa, en un contexto en el que había aumentado la preferencia de los inversores por los activos más líquidos.

Existen distintos factores que pueden explicar el aumento del riesgo de crédito percibido por los mercados durante el período analizado. En primer lugar, el profundo deterioro de las perspectivas de crecimiento de las economías nacionales de los últimos meses de 2008 tendió a reducir la capacidad de los Estados para obtener ingresos vía impuestos, al tiempo que aumentaba los gastos corrientes. Así, la expansión del PIB para 2009 y 2010 de la mayoría de los países miembros de la UEM prevista por la Comisión Europea se redujo entre 2 pp

y 3 pp en términos acumulados entre el ejercicio de previsión de otoño de 2008 y el interin de enero de 2009. En dos países el descenso fue claramente superior al del resto: Grecia (-4,2) e Irlanda (-6,5), que son precisamente aquellos en los que los diferenciales de la deuda soberana más se ampliaron entre diciembre de 2007 y febrero de 2009. Adicionalmente, las medidas fiscales que los distintos países habían comenzado a adoptar implicaban un aumento adicional en el gasto público y, con ello, un mayor aumento del endeudamiento público.

En este contexto, en enero de 2009 la agencia Standard & Poor's rebajó la calificación crediticia de Grecia (el 14 de enero, de A a A-), España (el 19 de enero, de AAA a AA+) y Portugal (el 21 de enero, de AA- a A+). Adicionalmente, Irlanda fue puesta en revisión, para posteriormente rebajarle también su calificación de AAA a AA+ el 31 de marzo.

Con el fin de profundizar en el vínculo entre la valoración de las referencias soberanas y el riesgo de crédito, en el gráfico 4 se relacionan los diferenciales de rentabilidad, en diciembre de 2007 (en rojo) y febrero de 2009 (en azul), con la desviación de la ratio deuda/PIB frente a Alemania que preveía la Comisión Europea en torno a las mismas fechas para 2009 y 2010, respectivamente¹. Se observa que, en general, las variaciones en las proyecciones del nivel de deuda sobre el PIB fueron pequeñas (en comparación con los cambios en Alemania), salvo en el caso de Irlanda, en el que se produjo un ascenso muy acusado, que puede ayudar a entender la mayor ampliación del diferencial que entonces tuvo lugar en dicho país. En España la ratio también se elevó más, evolución que pudo haber afectado asimismo a la valoración relativa de los títulos emitidos en nuestro país durante el período examinado.

En el gráfico 4 se detecta también cómo, tal como cabría esperar, existe una relación positiva entre los niveles de riesgo (aproximados por la ratio deuda/PIB) y la rentabilidad de la deuda (en términos relativos frente a Alemania). Se observa, además, que la pendiente de la recta de ajuste se incrementó entre las dos fechas examinadas, lo que apunta a que la ampliación de los diferenciales de rentabilidad entre diciembre de 2007 y febrero de 2009 pudo responder, en parte, a un incremento del precio del riesgo o, lo que es lo mismo, a una mayor preferencia de los agentes por los activos más seguros.

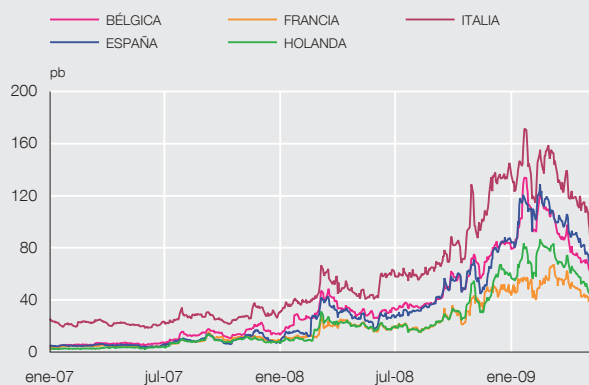
Por otra parte, en el mismo gráfico se aprecia también que en febrero de 2009 los diferenciales de rentabilidad de algunos países se alejaban significativamente de la línea de ajuste. Hay que tener en cuenta que la ratio de deuda sobre el PIB aproxima solo parcialmente el riesgo crediticio percibido por el mercado en algunos casos. En particular, no recoge la exposición de los Estados al sector financiero, que se incrementó notablemente tras la puesta en marcha de los rescates bancarios. En este sentido, el gráfico 5 muestra cómo tras la aprobación de los primeros planes, en octubre de 2008, la prima media de riesgo de la deuda soberana europea² en los mercados de CDS aumentó significativamente, acercándose al nivel del índice Itraxx financiero (que recoge el precio de los derivados de las principales empresas financieras europeas), si bien a partir de marzo descendió, separándose de dicho índice. La evolu-

1. Se han tomado los ejercicios de previsión de la Comisión Europea realizados en la primavera de 2008 y en enero de 2009, respectivamente. 2. En esta media los países se ponderan según su peso en el índice Itraxx financiero.

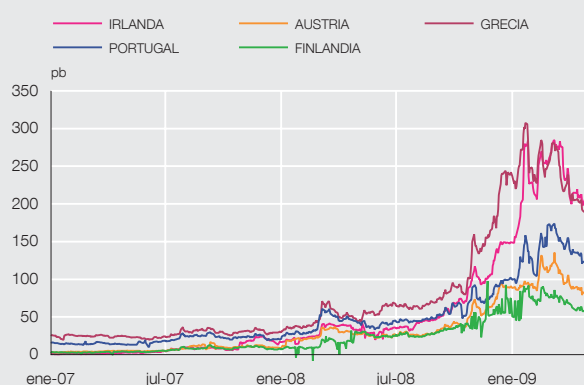
ción de este indicador durante la última parte de 2008 y los dos primeros meses de 2009 parece apuntar a que los mercados interpretaron que los gobiernos estaban asumiendo una parte importante del riesgo crediticio de las principales entidades bancarias. Así, por ejemplo, en Irlanda se garantizó temporalmente la totalidad de los pasivos de los seis mayores bancos (y posteriormente se nacionalizó uno de ellos y se re-

capitalizó con fondos públicos el resto), lo que, unido al hecho de que el peso de su sector financiero sea, en términos de PIB, más elevado que en el resto de los Estados de la UEM (véase gráfico 6), podría explicar que en dicho país el diferencial de rentabilidad de los valores soberanos se situase en febrero de 2009 muy por encima de lo que indicaría su nivel de deuda entonces previsto para 2010 (véase gráfico 4).

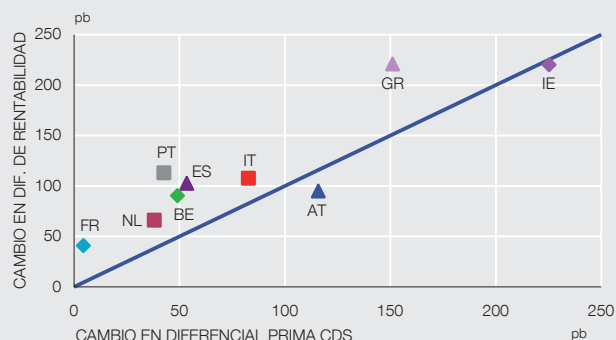
1 DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD FRENTE A ALEMANIA DE LOS BONOS SOBERANOS A DIEZ AÑOS



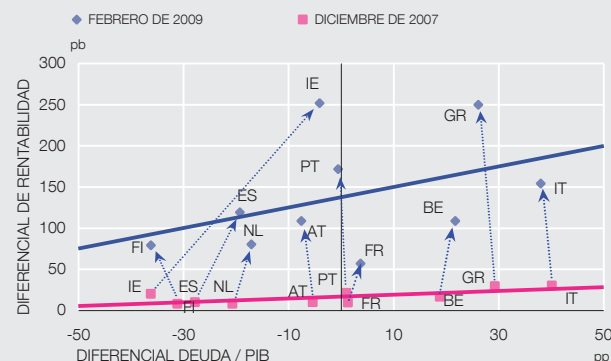
2 DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD FRENTE A ALEMANIA DE LOS BONOS SOBERANOS A DIEZ AÑOS



3 CAMBIO EN LOS DIFERENCIALES DE RENTABILIDAD DE LA DEUDA Y DE LAS PRIMAS DE LOS CDS ENTRE DICIEMBRE DE 2007 Y FEBRERO DE 2009



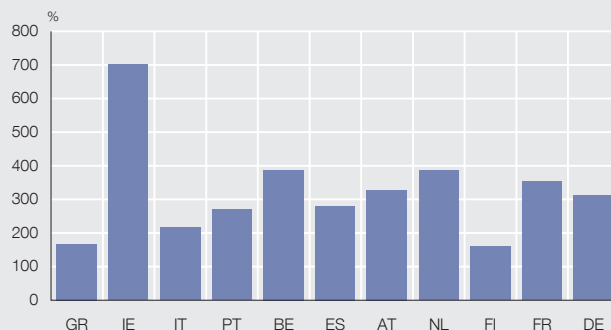
4 DIFERENCIAL DE LA RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA Y DE LA DEUDA PÚBLICA SOBRE EL PIB (a)



5 PRIMAS DE CDS A CINCO AÑOS



6 ACTIVOS DE INSTITUCIONES DE CRÉDITO EN % DEL PIB. 2007



FUENTES: Datastream, Comisión Europea y Banco de España.

- a. Los datos del diferencial de la ratio deuda sobre PIB de diciembre de 2007 y febrero de 2009 son, respectivamente, las diferencias frente a Alemania de dicha ratio, de acuerdo con los ejercicios de previsión de la Comisión Europea para 2009 y 2010 realizados en primavera de 2008 y enero de 2009.
- b. Promedio de las primas de los CDS sobre deuda soberana de los países que forman parte del índice Itraxx financiero con sus mismas ponderaciones, exceptuando a Suiza.

	CONSOLIDADO			INDIVIDUAL		
	DIC 2007	DIC 2008	T. INTERAN. (%)	DIC 2007	DIC 2008	T. INTERAN. (%)
PRINCIPALES PARTIDAS DEL BALANCE (% de AT)						
Activo total (mm de euros)	3.389,6	3.603,9	6,3	2.892,9	3.142,4	8,6
Crédito	67,3	66,8	5,6	64,3	63,2	6,8
<i>Del cual: Sector privado residente en España</i>				59,5	57,8	5,6
Valores representativos de deuda	10,5	10,8	9,0	9,2	10,3	21,1
Otros instrumentos de capital y participaciones	4,7	3,0	-33,4	6,3	5,4	-6,9
Resto de activo	17,4	19,4	18,5	20,2	21,1	13,7
Pasivo						
Banco de España y otros bancos centrales	2,8	3,6	39,4	2,9	3,7	41,6
Depósitos interbancarios	14,9	13,1	-6,4	17,7	17,3	6,1
Depósitos de la clientela	47,1	48,9	10,4	50,7	51,1	9,4
<i>Del cual: Hogares y soc. no fin. residentes en España</i>				28,1	28,6	10,5
Valores negociables	19,6	17,9	-3,2	13,2	11,8	-3,1
Resto de pasivo	12,1	14,5	27,2	12,4	14,1	24,2
Patrimonio neto	6,3	5,6	-5,0	6,0	5,7	3,2
CUENTA DE RESULTADOS (% de ATM)						
(+) Productos financieros	4,93	5,59	21,33	4,44	4,91	24,42
(-) Costes financieros	3,28	3,84	25,38	3,16	3,67	30,21
Margen de intereses	1,65	1,75	13,31	1,27	1,25	10,03
(+) Rendimiento de instrumentos de capital	0,09	0,09	14,06	0,42	0,40	6,93
(+) Comisiones netas	0,73	0,67	-1,00	0,53	0,46	-2,75
(+) Resultado operac. financieras y entid. participadas	0,52	0,38	-22,10	0,29	0,19	-23,95
(+) Otros resultados de explotación (neto)	0,02	0,02	2,01	0,03	0,03	-0,59
Margen bruto	3,01	2,92	3,67	2,54	2,32	2,90
(-) Gastos de explotación	1,34	1,33	6,47	1,11	1,04	5,39
(-) Dotaciones y saneamiento de activos financieros	0,52	0,87	78,38	0,42	0,70	87,53
Resultado de la actividad de explotación	1,15	0,72	-33,28	1,01	0,59	-34,66
(+) Otros resultados (neto)	0,15	0,17	21,60	0,12	0,11	4,89
(-) Impuestos	0,26	0,14	-42,20	0,17	0,07	-51,97
Resultado después de impuestos	1,04	0,75	-23,24	0,97	0,63	-26,87
Resultado neto del grupo	1,00	0,70	-24,74			
RATIOS (%)						
Posición interbancaria neta / AT (a)	-7,6	-8,4		-6,8	-8,7	
Solvencia	10,7	11,3				
Activos dudosos / AT	0,7	2,1		0,6	2,1	
Cobertura de dudosos	182,8	70,8		209,3	69,5	
Negocio en el extranjero / AT	20,8	22,5				
Eficiencia (GE / MB)	44,5	45,7		43,6	44,6	
ROE	19,7	12,7		17,7	11,2	

FUENTE: Banco de España.

a. Incluye activo neto con bancos centrales.

4 Los intermediarios financieros españoles

4.1 LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

La actividad de las entidades de crédito experimentó una notable ralentización

A lo largo de 2008 se produjo una notable ralentización de la actividad de las entidades de crédito, que respondió al menor dinamismo del crédito concedido al sector privado residente no financiero. En contrapartida, se elevó significativamente el ritmo de variación de los préstamos a las AAPP, así como la cartera de activos de renta fija en poder de las entidades. En conjunto, los activos totales aumentaron un 6%, a nivel consolidado, y un 9%, a nivel individual (véase cuadro 6.4), cifras que se sitúan claramente por debajo de los registros de los últimos años, pero todavía por encima del crecimiento del PIB nominal.

Las dificultades de financiación en los mercados persistieron, compensadas en parte por otras fuentes alternativas y por las medidas de apoyo del sector público

Aunque las entidades tuvieron cierto éxito en la captación de depósitos de la clientela —favorecido por la atractiva remuneración de los mismos y por la búsqueda de inversiones seguras por parte de los ahorradores—, las dificultades de financiación en los mercados mayoristas obligó a las mismas a recurrir al mercado interbancario y a los préstamos concedidos por el Eurosistema, por un importe conjunto en torno a un 20% superior al registrado el año anterior. Como resultado de ello, la posición neta deudora obtenida por esta vía se incrementó hasta el 8,4% del activo total (desde el 7,6% de finales de 2007) y, dentro de ella, el préstamo neto del Eurosistema supuso, en media de diciembre de 2008, un 1,8% de los activos totales, frente al 1,3% observado doce meses atrás.

En la parte transcurrida del año en curso, los descensos en los tipos de interés interbancarios y los avales concedidos por el Gobierno habrían permitido una cierta recuperación de la financiación de las entidades en los mercados, al tiempo que las adquisiciones de activos por parte del FAAF habrían incrementado también los recursos disponibles. Concretamente, en la fecha de cierre de este Informe el FAAF había celebrado ya cuatro subastas, habiéndose colocado un volumen de fondos cercano a los 20 mm de euros, al tiempo que 24 entidades de crédito habían realizado emisiones utilizando el aval del Estado por un importe total de 27,4 mm de euros.

El aumento de los activos dudosos...

Los activos dudosos se incrementaron de manera muy importante, elevándose la ratio de morosidad de los otros sectores residentes desde el 0,9% en diciembre de 2007 hasta el 3,4% en el cierre del pasado año, registrándose un notable ascenso de la dispersión por entidades. El aumento fue particularmente intenso en las operaciones con empresas constructoras e inmobiliarias (véase el panel derecho del gráfico 6.1). Consecuentemente, la ratio de cobertura (provisiones sobre dudosos) se redujo del 183% al 71%. Los descensos en los tipos de interés de intervención acometidos en la última parte de 2008 y principios de 2009 deberían contribuir a atenuar el ritmo de avance de las pérdidas por deterioro del activo. No obstante, este efecto se verá seguramente contrarrestado por los impactos negativos derivados del aumento del desempleo y por la disminución de las provisiones genéricas acumuladas en años anteriores.

... llevó a un descenso en los beneficios...

Como resultado de la competencia en la captación de depósitos a plazo y de la disminución de los mantenidos a la vista, en el conjunto del año, el coste medio del pasivo de las entidades se incrementó en mayor medida que los tipos de interés de mercado (50 pb, a nivel individual y 57 pb a nivel consolidado, frente a 36 pb de subida en el tipo de interés interbancario a tres meses). No obstante, el aumento también mayor de la rentabilidad del activo permitió que el margen de intereses sobre el activo total se elevase en torno a 10 pb en los estados consolidados, y que se redujese tan solo en 2 pb en los individuales (véase cuadro 6.4). Este resultado relativamente positivo del margen de intereses se vio ampliamente contrarrestado por el incremento de los saneamientos y dotaciones, ligado al repunte de los activos dudosos, y, en menor medida, por la reducción en las comisiones percibidas por servicios de valores y por comercialización de fondos de inversión y por la caída en los resultados por operaciones financieras, de forma que el resultado neto consolidado de las entidades se contrajo en un 25% con respecto al ejercicio precedente. Aun así, la rentabilidad sobre recursos propios se mantuvo por encima del 10%.

... y se han reducido los márgenes disponibles para absorber deterioros adicionales de los activos

Con el descenso de los beneficios y la disminución de la ratio de cobertura de dudosos, se han reducido los márgenes disponibles por las entidades españolas para absorber deterioros adicionales de sus activos. No obstante, el coeficiente de solvencia se incrementó a lo largo de 2008, hasta un 11,3%, en parte por la introducción de las nuevas normas de capital (derivadas del Acuerdo de Basilea II), pero también por la mayor retención de beneficios, el menor crecimiento de los activos ponderados por riesgo y la emisión de capital por un valor cercano a los 10 mm de euros. En comparación con lo sucedido en otros sistemas financieros, la situa-

ción de las entidades españolas globalmente consideradas es más sólida, aunque no son inmunes ni a los desarrollos en los mercados internacionales, en general, ni a la debilidad de la economía española, en particular. En este sentido, el pasado 28 de marzo, el Banco de España intervino Caja Castilla-La Mancha (CCM), una entidad pequeña, cuyos activos suponían menos del 1% del total del sistema.

4.2 LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

Retirada de fondos de las instituciones de inversión colectiva...

En la industria de la inversión colectiva, se acentuó la caída en el patrimonio, observada ya el año anterior, como resultado principalmente de los elevados reembolsos netos en los fondos de inversión (FI) (véase gráfico 6.7). Estos fueron positivos en todos los trimestres del año y se extendieron a todos los tipos de fondos, incluidos los monetarios. Aunque la incertidumbre sobre la evolución de los precios en los mercados de valores y las minusvalías registradas tuvieron sin duda un impacto sobre la retirada de recursos por parte de los inversores, el carácter generalizado de la misma sugiere que esta estuvo también influida por la competencia generada por las campañas de captación de depósitos bancarios con unas rentabilidades muy atractivas, en un contexto en el que además se amplió la cobertura del Fondo de Garantía de Depósitos hasta 100 mil euros por titular y entidad.

... y menor actividad también de las entidades de seguros y de capital-riesgo

Las entidades de seguros y fondos de pensiones (FP) obtuvieron recursos netos positivos, pero de escasa cuantía. Así, en los seguros de vida, aunque las primas crecieron en torno al 15%, la siniestralidad (rescates, movilizaciones, vencimientos y pagos por siniestros o rentas acordadas) lo hizo aún más, por lo que los fondos netos recibidos apenas aumentaron.

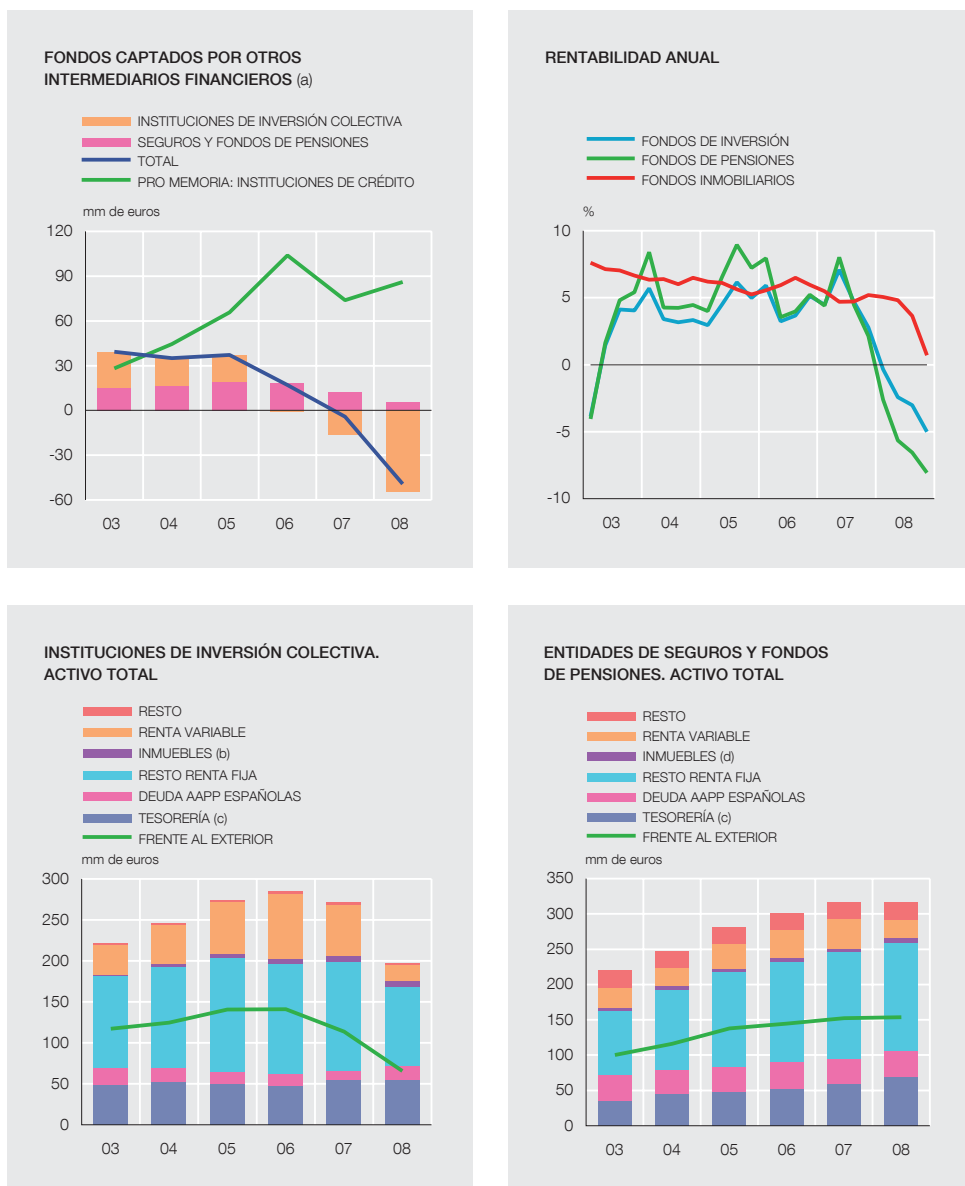
Por su parte, en el capital-riesgo los recursos captados se redujeron a la mitad de lo obtenido en el año anterior (2.560 millones de euros, frente a 5.131) y las desinversiones disminuyeron aún más, por las dificultades de venta en los mercados financieros. Estos desarrollos, junto con los problemas para obtener financiación ajena —muy utilizada en las transacciones de mayor volumen— hicieron que la inversión de estas instituciones se limitara a menos de 3 mm de euros (un 32% menos que en 2007), con una caída particularmente intensa de las operaciones apalancadas y de elevada cuantía.

Las rentabilidades descendieron y surgieron dificultades en algunos productos de escaso peso relativo

La contracción de los nuevos recursos captados vino acompañada de importantes caídas del valor de las carteras. Los fondos monetarios obtuvieron una rentabilidad anual del 2,4%, pero en el resto de FI y en los FP la revalorización fue negativa (del -5% y del -8%, respectivamente). Asimismo, las IIC de inversión libre registraron minusvalías significativas (en torno al 10%) y las IIC inmobiliarias, aunque lograron unos beneficios ligeramente positivos al cierre de 2008 (+0,7%), fueron objeto de revisiones importantes en las valoraciones de sus activos en los primeros meses de 2009, resultando en rentabilidades interanuales negativas ya desde enero de este año. Las entidades de seguros vieron también reducirse sus resultados en comparación con el año anterior (-10%), si bien sus ratios de rentabilidad y solvencia se mantuvieron elevadas.

En algunos casos de IIC, las peticiones de retirada de fondos por parte de los inversores obligaron a tomar medidas extraordinarias, como la suspensión temporal de los reembolsos o la liquidación de las entidades. No obstante, estas situaciones afectaron a un número reducido de instituciones (fondos inmobiliarios e IIC de inversión libre), con un patrimonio muy pequeño en relación con el total del sector.

Con todo, las pérdidas a nivel agregado en las IIC españolas fueron moderadas, debido al perfil relativamente conservador de las mismas (véase gráfico 6.7). Dicha orientación inversora se acentuó en el transcurso de 2008, produciéndose descensos en el peso relativo de los títulos de renta variable y de los activos exteriores en la cartera de las IIC españolas. Por el contrario, se incrementaron las posiciones de tesorería y las tenencias de deuda pública española.



FUENTES: Comisión Nacional del Mercado de Valores, Banco de España, Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones, Investigación Cooperativa entre Entidades Aseguradoras, Asociación Española de Capital-Riesgo, y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

- a. Acciones y participaciones de IIC y reservas de entidades de seguros y fondos de pensiones. En el caso de las instituciones de crédito, depósitos y cesiones temporales de hogares y sociedades no financieras.
- b. Inmuebles: último dato disponible, tercer trimestre de 2008.
- c. Incluye efectivo, depósitos y cesiones temporales.
- d. Inmuebles: último dato disponible, segundo trimestre de 2008.

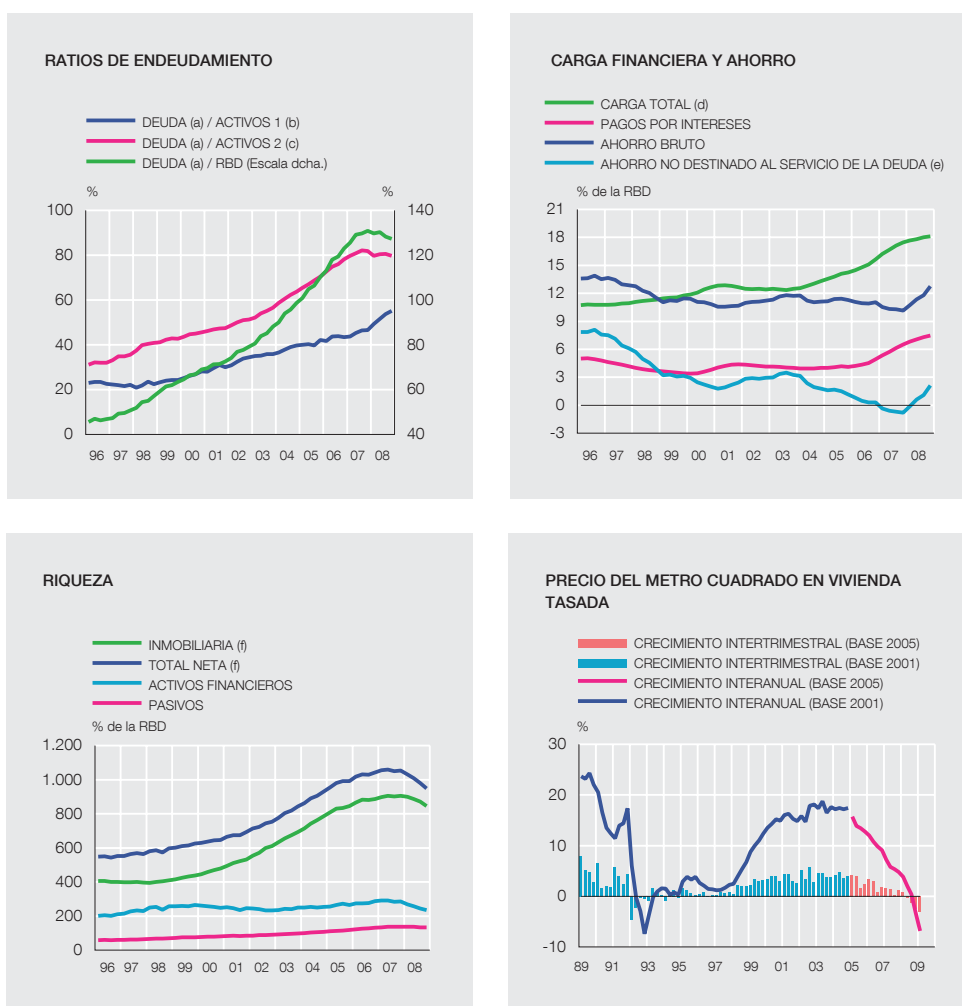
5 La posición patrimonial del sector privado no financiero

5.1 LOS HOGARES

El endeudamiento de las familias se redujo, aunque aumentó la carga financiera

Como se ha señalado, en 2008 se intensificó la desaceleración de la deuda de los hogares iniciada en 2006. De este modo, su tasa de avance se situó algo por debajo de la correspondiente a las rentas del sector, de forma que, por primera vez desde mediados de los noventa, el endeudamiento de las familias se redujo ligeramente, hasta representar algo menos del 130% de su renta bruta disponible (RBD) (véase gráfico 6.8).

A pesar de la reducción observada en la ratio de endeudamiento de los hogares, la carga financiera soportada por el sector aumentó hasta situarse en el 18% de su RBD, 0,6 pp por



FUENTES: Ministerio de Vivienda, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.
 b. Activos 1 = Total de activos financieros menos la rúbrica de «Otros».
 c. Activos 2 = Activos 1 menos acciones menos participaciones de FIM.
 d. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
 e. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
 f. Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado.

encima del registro de 2007, debido al incremento en los pagos por intereses como consecuencia de la elevación del coste medio de los pasivos. Esta evolución no impidió que la capacidad de ahorro de las familias, una vez descontados los gastos financieros, se incrementase en casi 3 pp, como resultado, fundamentalmente, de la notable recuperación de su ahorro bruto.

La riqueza de los hogares disminuyó y su componente financiero mostró una recomposición hacia los activos de menor riesgo

De acuerdo con las estimaciones disponibles de la riqueza neta de los hogares, esta disminuyó hasta situarse en el 950% de la renta del sector, en torno a 100 pp por debajo del registro de 2007. Esta evolución se explica por la reducción observada en los dos componentes, inmobiliario y financiero, como consecuencia de los retrocesos en el precio de la vivienda y en las cotizaciones bursátiles. De acuerdo con la estadística del Ministerio de Vivienda, el crecimiento interanual de los inmuebles se situó en el -3,2% en diciembre de 2008, frente al 4,8% en el mismo período de 2007. No obstante, tal como se explica en los capítulos 1 y 2 de este Informe, el descenso en el valor unitario del stock de viviendas durante el pasado año

fue probablemente mayor y podría situarse, tomando como referencia los datos del INE para viviendas de segunda mano, en el entorno del 10%.

Como consecuencia de la caída en el precio de los activos y del desplazamiento hacia depósitos a plazo, aumentó el peso de los activos líquidos y de menor riesgo dentro del componente financiero de la cartera de los hogares.

Aumentó la presión financiera en algunos segmentos del sector

El abultado nivel de endeudamiento alcanzado, junto con el retroceso del empleo y el ascenso en el coste medio de la deuda viva, se ha traducido en un incremento del grado de presión financiera sobre los hogares, especialmente sobre los más endeudados. Esto se ha reflejado en una elevación de la proporción de familias endeudadas cuyos créditos han pasado a ser considerados dudosos por las entidades (del 3,8% en diciembre de 2007 al 6,9% un año después), y en un aumento en la ratio de morosidad del sector, que fue más acusado para los préstamos para consumo y otros fines que para los destinados a la adquisición de vivienda, alcanzando en diciembre de 2008 el 5,2% en el primer caso (2,6 pp por encima del valor de 2007), mientras que en el segundo aumentó cerca de 1,7 pp, hasta situarse en el 2,4% (véase gráfico 6.1).

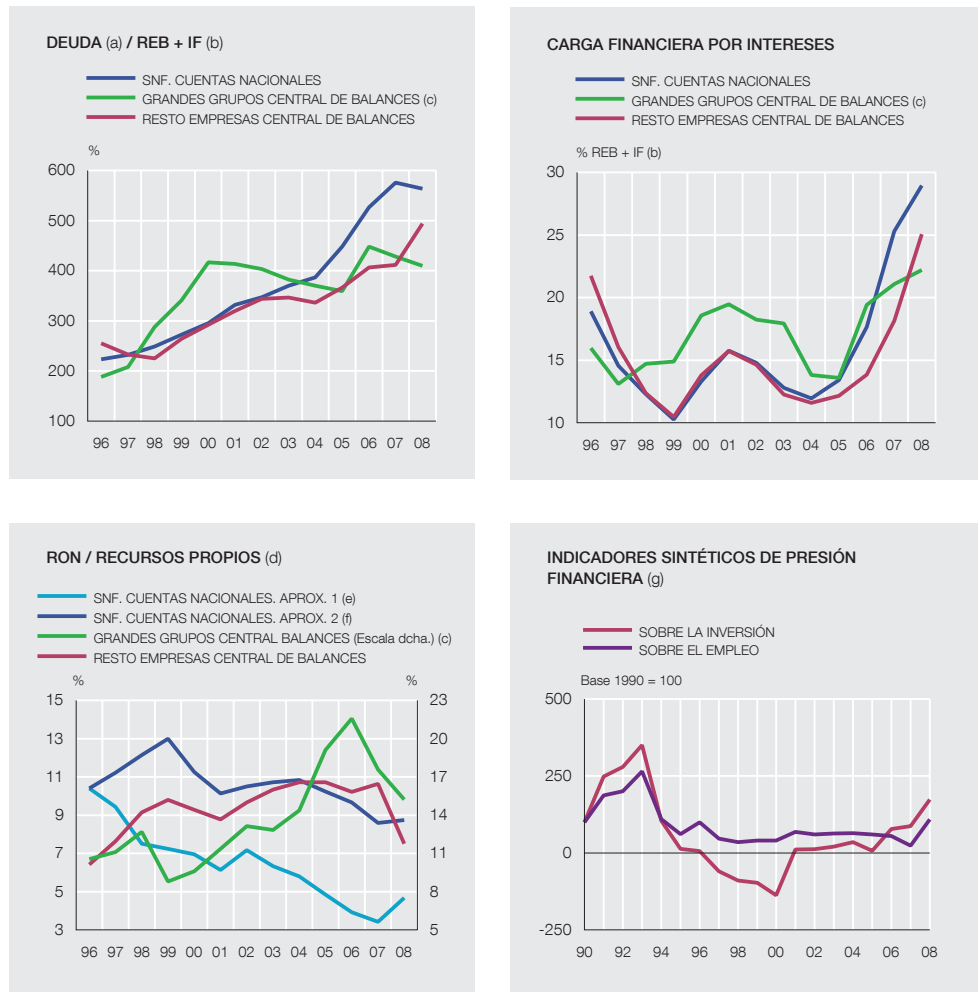
5.2 LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

La ratio de endeudamiento de las empresas se redujo ligeramente, mientras que la carga financiera aumentó

De acuerdo con las cuentas financieras de la economía española, en 2008 descendió en casi 8 pp el peso de los recursos propios dentro del pasivo de las sociedades, hasta representar el 43%, evolución que estuvo ligada fundamentalmente a la caída registrada en las cotizaciones bursátiles. En contraposición, la proporción que suponen los créditos concedidos por las entidades residentes aumentó en casi 4 pp, hasta superar el 25%, mientras que la de los préstamos exteriores, modalidad de financiación normalmente utilizada por las empresas de mayor tamaño, se incrementó en algo más de 1 pp. Por su parte, se registró un ligero aumento en la importancia relativa del crédito interempresarial, hasta alcanzar el 4% del total del balance, rompiendo así la tendencia descendente de los años anteriores.

Los fondos ajenos captados por las sociedades crecieron a un ritmo algo inferior al de sus rentas, de forma que la ratio de endeudamiento del sector en relación con los resultados se redujo ligeramente (véase gráfico 6.9). No obstante, el aumento registrado en el coste medio de la deuda viva determinó un nuevo ascenso de la ratio de carga financiera, hasta aproximarse al 30%, 3,7 pp por encima del valor de 2007. La rentabilidad del capital (medida como el cociente entre el resultado ordinario neto y los recursos propios) mostró escasas variaciones, ya que las rentas estimadas por la Contabilidad Nacional siguieron evidenciando un notable dinamismo, a pesar del contexto recesivo.

Por el contrario, el resultado económico bruto de las empresas colaboradoras con Central de Balances Trimestral (CBT) —que, aunque se refiere solamente a una muestra de compañías, basa su cálculo directamente en las cuentas de resultados de las sociedades— disminuyó casi un 6% en 2008, en relación con el nivel observado un año antes. El análisis de las actividades mejor representadas en la CBT, que no incluye los sectores de construcción y promoción inmobiliaria, pone de manifiesto que el descenso fue especialmente acusado en la rama industrial (-24%). Como resultado de esta evolución, la rentabilidad ordinaria de los recursos propios disminuyó, al tiempo que aumentó el porcentaje de sociedades para las que esta ratio se situó en valores negativos. Por otra parte, en línea con las perspectivas económicas para los próximos meses, las expectativas de los analistas sobre la evolución de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas apuntan a una reducción importante de su tasa de crecimiento en el corto plazo, que se situaría en valores negativos. A más largo plazo, las previsiones indican también una disminución —aunque más moderada— en el ritmo de avance de las rentas generadas.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Recursos ajenos con coste.
- b. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- c. Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.
- d. El resultado ordinario neto (RON), usando datos de Cuentas Nacionales, se define como excedente bruto de explotación + intereses y dividendos recibidos – intereses pagados – consumo de capital fijo.
- e. Recursos propios valorados a precios de mercado.
- f. Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.
- g. Indicadores estimados a partir de la Central de Balances Anual y Trimestral. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

Las ratios de deuda sobre rentas y de carga financiera de la muestra de compañías colaboradoras con la CBT se elevaron, influidas en parte por la evolución desfavorable de los resultados empresariales. La evolución conjunta de la rentabilidad, el endeudamiento y la carga financiera se tradujo en un aumento de los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo, que fue especialmente acusado en el sector industrial.

Aumentó la presión financiera en algunos segmentos del sector, especialmente en las ramas de la construcción y los servicios inmobiliarios

El deterioro de la situación económica y el aumento observado en los costes de financiación durante la mayor parte del ejercicio se tradujeron en un incremento en la presión financiera soportada por algunos segmentos del sector. Fueron especialmente notables en las ramas de construcción y servicios inmobiliarios, en las que la ratio de morosidad alcanzó el 5,7%, más de 5 pp superior a la registrada en 2007, muy por encima de la ob-

servada para el resto de actividades (1,9%). En esta misma línea apuntan los datos sobre el número de compañías que entraron en situación concursal, así como la información microeconómica de la CBT, que pone de manifiesto un mayor deterioro en las compañías en una situación financiera menos favorable. Así, por ejemplo, mientras que la carga financiera de la empresa mediana aumentó en 2 pp en 2008, para las empresas con mayores valores de esta ratio el incremento fue muy superior (en concreto, para la situada en el percentil 75 el ascenso fue de más de 12 pp).