



### 1 Introducción

Las tensiones en los mercados financieros del área del euro condicionaron la evolución financiera en España

En el año 2010, la evolución financiera en España estuvo muy condicionada por las tensiones en los mercados financieros del área del euro. Los momentos de mayores dificultades se registraron a raíz de las crisis de la deuda griega (entre mayo y junio) e irlandesa (entre noviembre y diciembre), que derivaron en la solicitud de ayuda financiera por parte de estas dos economías. Por razones que se explican con detalle en el capítulo 1 de este Informe, España se encontró entre los países más afectados por la crisis de confianza que se desató: los desequilibrios acumulados durante la fase de expansión y algunos elementos de vulnerabilidad acrecentados como resultado de la propia crisis —como las rigideces del mercado laboral o determinados aspectos estructurales del funcionamiento de las cajas de ahorros— contribuyeron a alimentar las dudas de los inversores. Estas tensiones se plasmaron en un importante endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados mayoristas, en los que se incrementaron las primas de riesgo y se redujo la disponibilidad de fondos. Los sectores más afectados fueron las Administraciones Públicas y las entidades de crédito, que son los que acuden con mayor asiduidad a estos mercados para captar fondos (véase recuadro 6.1).

En este contexto, se tomaron numerosas medidas en el ámbito financiero...

Para hacer frente a la crisis, las autoridades europeas y nacionales tomaron diversas medidas en varios frentes<sup>1</sup>. En el ámbito financiero nacional, que es del que se ocupa este capítulo, cabe recordar, en primer lugar, que ya en 2009 se había creado el FROB con el doble propósito de aportar una solución para aquellas entidades que dejaran de ser viables y de facilitar los procesos de integración de instituciones viables promoviendo su reestructuración.

Ya en 2010 se realizaron distintas acciones destinadas a incrementar la transparencia financiera, con el fin de recuperar así la confianza de los inversores en el sistema financiero español. En este sentido, en coordinación con el resto de autoridades de la UE, se realizaron y se publicaron los resultados de unas pruebas de resistencia al sistema bancario, en julio de 2010, que, en el caso de nuestro país, se aplicaron a un número elevado de entidades (muy por encima del 50 % exigido), incluyendo todas las cajas de ahorros. También los resultados de las pruebas se difundieron con un mayor grado de detalle. Posteriormente, las cajas de ahorros, primero, y el resto de las entidades, después, tuvieron que hacer público su grado de exposición al sector inmobiliario (al cierre del año previo), con indicación expresa y detallada de cada tipo de operación y de las garantías disponibles, así como los volúmenes, desagregados por categorías, de activos frente al sector considerados potencialmente problemáticos (morosos, dudosos, normales bajo vigilancia especial y activos adjudicados).

En el ámbito normativo, en el verano de 2010 se endureció la regulación sobre las provisiones —que ya era comparativamente más exigente en España que en otros países—, acelerándose la necesidad de provisionar la totalidad de los créditos en situación de impago, aunque reconociendo explícitamente el valor de las garantías (después de aplicar descuentos severos a su valoración). Asimismo, se incrementaron las exigencias relativas a los activos adjudicados y entregados en pago de la deuda, con el objetivo de incentivar su pronta venta. En esas mismas fechas se aprobó una

<sup>1</sup> Para más detalles, véase también el recuadro 1.2 de este mismo Informe.

La crisis de la deuda pública generó problemas de confianza de los mercados en varias economías de la UEM, encontrándose España entre los países afectados. Esto llevó a que, en las dos principales oleadas de la crisis (en primavera, en torno a Grecia, y en otoño de 2010, en Irlanda), se elevaran las primas de riesgo de los valores emitidos por los sectores residentes y se dificultara la captación de recursos, en especial por parte de las entidades de crédito. En los

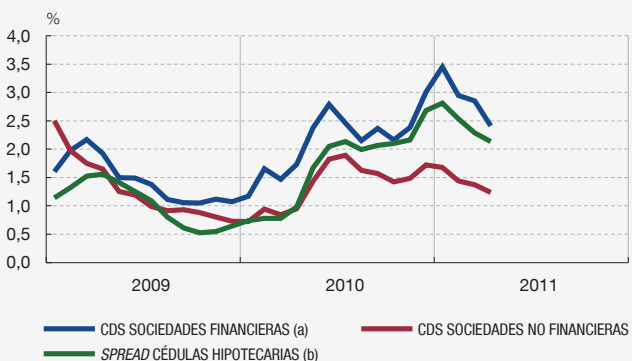
dos episodios, las medidas tomadas por las autoridades nacionales y europeas finalmente contribuyeron a que se suavizaran las tensiones.

En el caso de las AAPP, las dudas de los mercados vinieron acompañadas por rebajas en la calificación crediticia de la deuda soberana española (S&P rebajó de AA+ a AA en abril de 2010; Fitch, de AAA

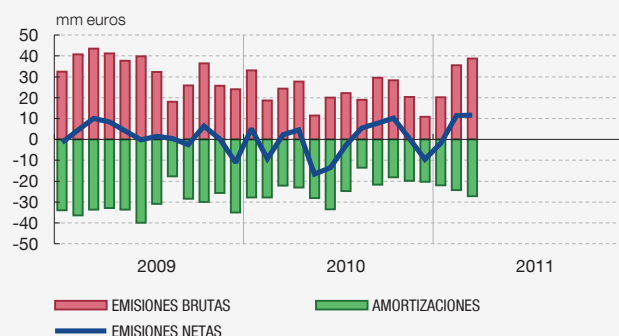
1 DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA A DIEZ AÑOS



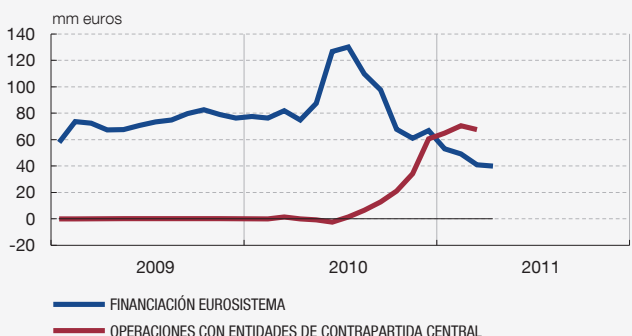
2 CDS A CINCO AÑOS Y DIFERENCIALES RENTA FIJA PRIVADA ESPAÑOLA



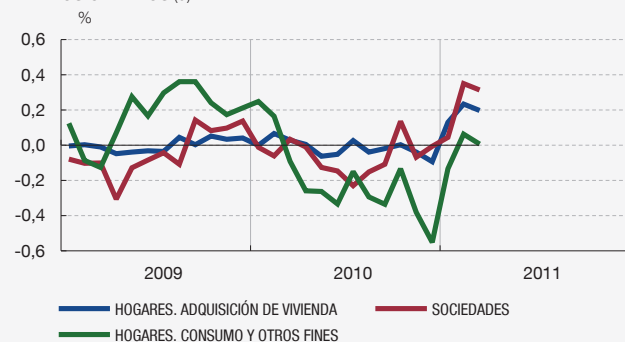
3 VALORES DE RENTA FIJA DE ENTIDADES DE CRÉDITO (c) (Excluidos bonos de titulización)



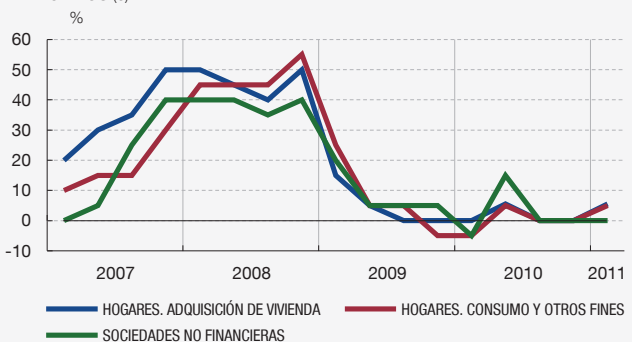
4 FINANCIACIÓN EUROSISTEMA Y ENTIDADES DE CONTRAPARTIDA



5 SORPRESAS EN LA EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LOS CRÉDITOS (d)



6 VARIACIONES DE LAS CONDICIONES DE OFERTA EN PRÉSTAMOS BANCARIOS (e)



FUENTES: BCE, JP Morgan y Banco de España.

- a Media aritmética de 8 entidades.
- b *Asset swap spread* a tres-cinco años.
- c Incluye financiación a través de filiales residentes, pero no de filiales no residentes.
- d Diferencias entre los tipos de interés aplicados en las nuevas operaciones con las proyecciones que se derivan de un modelo de transmisión de los tipos interbancarios y la posición cíclica de la economía (previsiones realizadas con origen en enero de 2009).
- e Indicador = % de entidades que señalan un endurecimiento considerable x 1 + % de entidades que señalan cierto endurecimiento x 1/2 - % de entidades que señalan una cierta relajación x 1/2 - % de entidades que señalan una relajación considerable x 1.

a AA+ en mayo, y Moody's, de Aaa a Aa1 en septiembre de 2010, y otra vez a Aa2 en marzo de 2011). Como consecuencia del deterioro de la confianza de los inversores, el coste de las emisiones pasó de ser inferior al 3,9% para los bonos a diez años en diciembre de 2009 a superar el 5,4% un año más tarde, al tiempo que el diferencial con respecto al activo equivalente alemán, que era de apenas 60 pb en diciembre de 2009, subió hasta alcanzar los 200 pb en junio y los 290 pb en los últimos días de noviembre de 2010 (véase gráfico 1). Posteriormente, se observó una pauta decreciente de dicha prima de riesgo, dentro de una volatilidad elevada, si bien sigue situada en un nivel elevado y sujeta a vaivenes importantes.

Las entidades financieras, algunas de las cuales también experimentaron rebajas en su calificación crediticia, se vieron igualmente muy afectadas por los problemas de confianza de los inversores. Así, el coste de emitir cédulas hipotecarias (que son los activos que, por tener unas mayores garantías, más aceptación han tenido por los inversores desde el comienzo de la crisis económica y financiera) se ha elevado considerablemente, de tal manera que el diferencial con respecto al tipo de interés *swap* ha pasado de encontrarse alrededor de los 60 pb en 2009 a superar los 280 pb de media durante los últimos meses de 2010 (véase gráfico 2). Las primas de los derivados crediticios (CDS) han aumentado igualmente. En línea con lo observado para las AAPP, en los primeros meses de 2011 se ha producido un descenso de las primas de riesgo de los títulos emitidos por las instituciones financieras, que, no obstante, siguen muy por encima de los niveles de 2009.

Los efectos de la crisis no solo se han reflejado en un aumento de los costes de financiación en los mercados, sino que, en los momentos en los que estas tensiones han sido más acusadas, también han repercutido sobre las cantidades captadas por las entidades de crédito. Así, en el período más crítico de la primera oleada de las tensiones (en mayo y junio), las emisiones brutas de estas instituciones no fueron suficientes para cubrir los vencimientos de la deuda viva (véase gráfico 3), por lo que, al igual que hicieron los bancos de otros países europeos, tuvieron que recurrir a la liquidez proporcionada por el Eurosistema, alcanzando un máximo de 130 mm de euros en julio (véase gráfico 4). A finales de 2010 la emisión neta volvió a ser negativa en el contexto de las tensiones que acompañaron a la crisis irlandesa, pero en esta ocasión las entidades pudieron cubrir sus necesidades de fondos mediante operaciones *repo* negociadas en cámaras de contrapartida central internacionales (como LCH.Clearnet o Eurex Clearing), una vez que algunas de ellas se habían dado de alta en estos sistemas que permiten una mayor diversificación de los riesgos que asumen los oferentes de fondos. De este modo, se redujo el recurso al Eurosistema.

El endurecimiento de las condiciones de obtención de fondos en los mercados mayoristas también llevó a un aumento de la competencia por los depósitos, lo que hizo que los tipos de interés de estas operaciones subieran a lo largo del año, desde el 1,3 de febrero de 2010 al 1,6 de marzo de 2011. El incremento de los costes no lo trasladaron de forma inmediata a los créditos concedi-

dos a las familias y las empresas, ya que contaban con algunos colchones para absorber esta perturbación. No obstante, desde principios de 2011 se ha producido un incremento de los márgenes aplicados en estas operaciones que no puede ser explicado por la dinámica habitual de estos, lo que apunta a que ya se habría iniciado una traslación gradual (véase gráfico 5). Así, si se comparan los tipos de interés aplicados en las nuevas operaciones con las proyecciones que se derivan de un modelo de transmisión de los tipos interbancarios y la posición cíclica de la economía española, se observa que, tanto para los créditos para adquisición de vivienda de hogares como los préstamos a sociedades no financieras, estos permanecieron en línea con lo esperado durante la mayor parte del ejercicio, pero desde comienzos de 2011 se empezó a observar un incremento de los costes de financiación no explicado por el modelo<sup>1</sup>. Por otra parte, de acuerdo con la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB), las instituciones de crédito habrían endurecido ligeramente los criterios de concesión de crédito en el segundo trimestre de 2010, lo que resultó fundamentalmente del efecto de las tensiones en los mercados, aunque posteriormente los habrían mantenido sin cambios hasta los primeros meses de 2011, en que se volvieron algo más restrictivos en el segmento de financiación a las familias (véase gráfico 6).

En el caso de las sociedades no financieras, también se ha producido un encarecimiento de la financiación en los mercados, vía utilizada por las empresas de mayor dimensión, aunque este ha sido inferior al observado para las empresas financieras y las AAPP (véase gráfico 2). Sin duda, la elevada diversificación internacional de este tipo de compañías ha contribuido a que se hayan visto comparativamente menos afectadas por las tensiones financieras.

A pesar de que en los primeros meses de 2011 se han suavizado las tensiones, los diferenciales y las primas de riesgo continúan en niveles elevados. La prolongación de esta situación o un eventual agravamiento conllevan algunos riesgos para la economía española. Así, en el caso de las AAPP, los mayores tipos de interés que exige el mercado, aunque se trasladan lentamente a la carga financiera (al ritmo de renovación de la deuda que vence), ejercen una continuada presión sobre las finanzas públicas. Para las entidades bancarias supone un deterioro de sus márgenes de intermediación, dado que el aumento en el coste de su pasivo no puede ser trasladado a los créditos ya concedidos. Por último, tanto las sociedades no financieras como los hogares pueden tener que afrontar endurecimientos adicionales en las condiciones de los nuevos préstamos, ya que las instituciones financieras tendrán que trasladar a sus clientes el encarecimiento de la financiación. Además, si en situaciones extremas las dificultades de algunas entidades para refinanciarse en los mercados se agravan, la necesidad de realizar un ajuste más pronunciado de sus balances podría traducirse en criterios más estrictos en la concesión de créditos.

<sup>1</sup> Para una información más detallada sobre las ecuaciones utilizadas en dicho ejercicio de proyección, véase Nieto y Nieto (2011), *La transmisión de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés bancarios en España*.

reforma de la ley de las cajas orientada a subsanar las principales debilidades estructurales de este subsector. Más concretamente, se reforzaron los requisitos de profesionalidad de los gestores y administradores de estas entidades y se abrieron nuevas vías para la captación de recursos propios de elevada calidad, permitiendo, entre otras opciones, el ejercicio indirecto de la actividad financiera a través de una sociedad anónima con carácter de banco comercial y con capacidad para emitir acciones ordinarias en el mercado.

Por último, la renovación de las tensiones a finales de año propició la aprobación del RDL 2/2011, que elevó el nivel mínimo exigible de capital principal hasta el 8 % o 10 % de los activos ponderados por riesgo, dependiendo de determinadas características de la entidad (porcentaje de su capital social o derechos de voto en manos de terceros y peso relativo de la financiación mayorista), y que capacitó al FROB para recapitalizar aquellas entidades que no logren cumplir estos nuevos requisitos por sí mismas.

Además, se aceleró el proceso de reestructuración del sistema financiero español que se había abierto el año anterior, de manera que el número de cajas de ahorros se había reducido de 45 a 18 entidades o grupos de ellas en la fecha de cierre de este Informe. Este proceso de integración ha venido acompañado de un esfuerzo de saneamiento de las entidades afectadas. La consolidación del sistema financiero, una vez completada operativamente, supondrá un descenso importante de la capacidad instalada, lo que contribuirá a reducir los excesos de dimensión acumulados durante la larga etapa expansiva. Las implicaciones de estos cambios se comentan en el epígrafe 4 de este capítulo, aunque otras publicaciones regulares del Banco de España, como el *Informe de Estabilidad Financiera* y la *Memoria de Supervisión*, abordan con mayor detalle la situación del sistema financiero y la estrategia de reestructuración y recapitalización.

... que contribuyeron, junto con otras adoptadas a nivel nacional y europeo, a suavizar las tensiones, aunque las primas de riesgo siguen en niveles elevados y sujetas a una elevada volatilidad

Desde finales de 2010, España ha tendido a desligarse de los países más severamente afectados por las tensiones. La solicitud de ayuda financiera cursada por las autoridades portuguesas en abril de 2011 y el proceso de deterioro de su diferencial soberano que la precedió no tuvieron, de hecho, un impacto sobre las variables financieras españolas comparable al experimentado con ocasión de las crisis griega e irlandesa. En todo caso, las primas de riesgo siguen, todavía, en niveles elevados y sujetas a vaivenes vinculados a la variante percepción del mercado sobre los distintos acontecimientos relacionados con el desarrollo y la gestión de la crisis de deuda soberana en los diversos países.

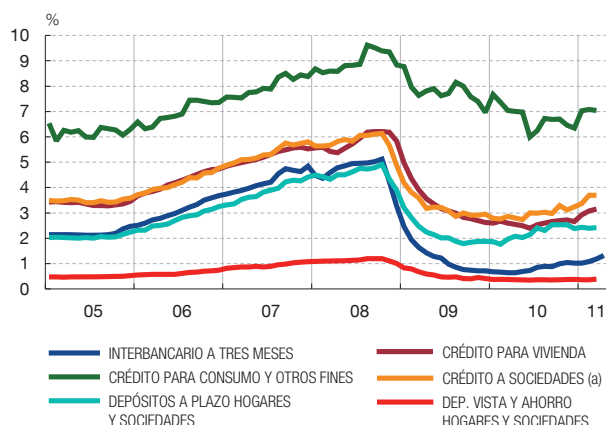
Las entidades de crédito se han visto sometidas a importantes presiones...

En este contexto, la actividad de las entidades de crédito se ha visto sometida a importantes presiones. Por un lado, la crisis de la deuda soberana se ha traducido en un ascenso significativo de sus costes de financiación, tanto de la captada en los mercados mayoristas como también, de forma indirecta, en la obtenida vía depósitos, al intensificarse la competencia por fuentes de recursos alternativas. Por otro, han seguido absorbiendo las pérdidas derivadas del deterioro de los activos ligados a la construcción y promoción inmobiliaria, segmento en el que las ratios de morosidad han continuado creciendo a un ritmo elevado (véase gráfico 6.1).

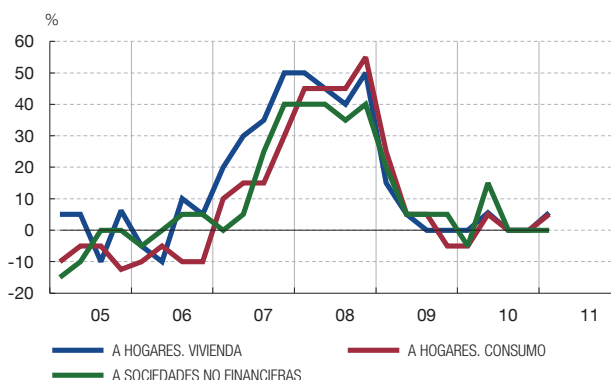
... y, desde principios de 2011, han empezado a trasladar el encarecimiento de sus pasivos al crédito concedido

El coste de la financiación bancaria a empresas y familias se ha mantenido en niveles reducidos. Desde mediados de 2010, no obstante, ha tendido a elevarse, como resultado de una traslación progresiva del encarecimiento del pasivo de las instituciones financieras a los tipos de los créditos concedidos. Esta traslación ha sido, por el momento, incompleta, por lo que es probable que se registren incrementos adicionales.

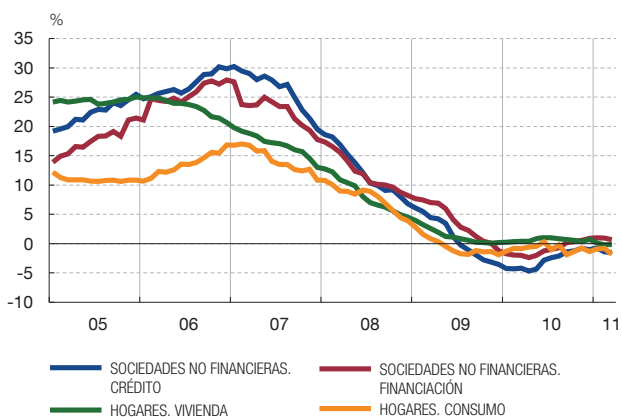
TIPOS DE INTERÉS



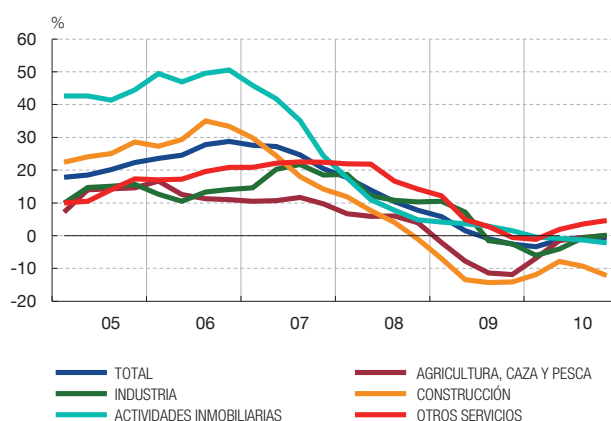
CONDICIONES DE OFERTA DE PRÉSTAMOS BANCARIOS (b)



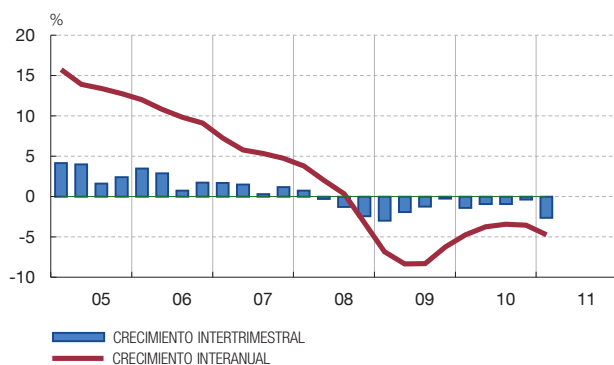
EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO (c)



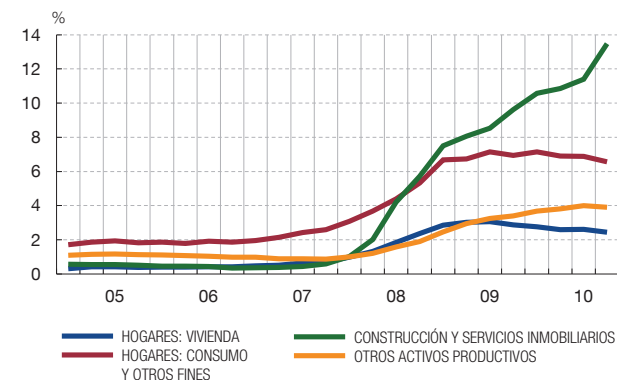
CRÉDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS (Crecimiento interanual)



PRECIO DEL METRO CUADRADO EN VIVIENDA TASADA



RATIOS DE MOROSIDAD (d)



FUENTES: Banco Central Europeo y 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.
- b Variaciones acumuladas del indicador de difusión, de modo que un signo positivo significa un endurecimiento.
- c Tasas interanuales.
- d Calculadas como crédito dudoso sobre crédito total.

Los criterios de concesión, por otro lado, han seguido siendo restrictivos y, según la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB), se endurecieron adicionalmente a largo del pasado ejercicio, aunque de forma moderada, y también durante los tres primeros meses de este año en el segmento del crédito a hogares.

La deuda de hogares y sociedades no financieras continuó presentando un escaso dinamismo...

En este contexto, la deuda de las familias permaneció prácticamente estancada en 2010 y pasó a presentar una ligera contracción desde principios de 2011. En las empresas, se redujo el crédito bancario en las actividades ligadas al sector inmobiliario, observándose para el resto un avance próximo a cero o ligeramente positivo.

... si bien las ratios de endeudamiento apenas variaron debido a la evolución de las rentas

A pesar del estancamiento de los pasivos de los hogares durante los últimos años, la ratio de endeudamiento apenas se ha reducido desde los elevados niveles alcanzados a mediados de 2008, debido a la atonía de los ingresos (véase recuadro 6.2). El destacado peso de la deuda para adquisición de vivienda y su plazo largo de amortización contribuyen también a explicar la lentitud de la corrección del apalancamiento de las familias. Por su parte, la riqueza volvió a disminuir en 2010, debido fundamentalmente a la pérdida de valor del componente inmobiliario en línea con el descenso del precio de la vivienda, que fue del 3,5 % en el conjunto del ejercicio. Con el dato del primer trimestre de 2011, que ha mostrado un aumento del ritmo de contracción, acumula una caída del 15 % (20 % en términos reales) desde los valores máximos de principios de 2008. Hay que tener en cuenta, además, que existe una notable dispersión en la situación patrimonial del sector, por lo que los indicadores agregados no permiten captar el deterioro que se haya podido producir en los grupos en una posición más frágil, como, por ejemplo, el colectivo de desempleados con deudas. Además, la prolongación de la crisis y la pauta de lenta recuperación erosionan los márgenes de los que disponen los hogares para hacer frente al deterioro de la situación.

En el caso de las sociedades no financieras, la recuperación de los beneficios empresariales, el escaso dinamismo de los recursos ajenos y la caída del coste medio de la deuda viva se tradujeron en un ligero descenso de la ratio de endeudamiento y de la carga financiera asociada. En todo caso, el apalancamiento de sector empresarial en su conjunto permanece en niveles elevados, aunque dentro del sector existe una elevada dispersión.

El endeudamiento y la carga financiera de las AAPP han seguido aumentando

En el caso de las AAPP, el programa de consolidación fiscal llevado a cabo contribuyó a que, tras el marcado deterioro de las cuentas públicas de 2009, los pasivos del sector se desaceleraran, aunque siguen creciendo a ritmos elevados. Esta evolución, unida al escaso dinamismo económico, se ha traducido en un incremento de las ratios de deuda pública y de la carga financiera sobre el PIB.

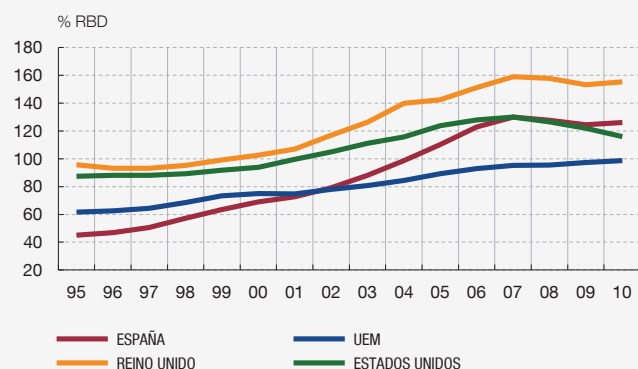
Si se continúa avanzando en la dirección trazada por las acciones recientes de política económica, se consolidará la recuperación de la confianza de los inversores, pero los riesgos no han desaparecido...

Aunque en los primeros meses de 2011 se han suavizado las tensiones en los mercados financieros, las primas de riesgo siguen situadas en niveles elevados y no se puede descartar la eventualidad de un agravamiento, que resultaría particularmente perjudicial para una economía que sigue siendo muy dependiente del ahorro del resto del mundo. El encarecimiento de las fuentes de financiación de las entidades, la situación económica de algunos de sus prestatarios y su exposición al sector inmobiliario continúan planteando retos importantes. Por tanto, las actuaciones encaminadas a reforzar la capacidad de crecimiento de la economía y las dirigidas a asentar la solidez del sistema financiero siguen siendo esenciales no solo para restaurar las tasas de avance del producto necesarias para completar el proceso de convergencia de la economía española hacia los estándares de los países más desarrollados de nuestro entorno, sino, también, para consolidar

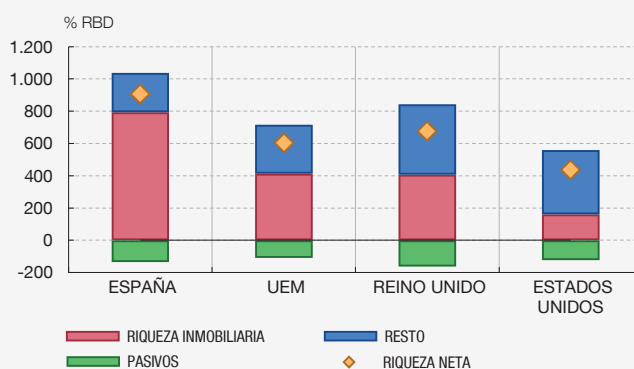
El notable ascenso de los pasivos de los hogares y las sociedades no financieras entre mediados de los años noventa y el inicio de la crisis ha situado el endeudamiento de ambos sectores en niveles históricamente elevados, y por encima del de otras economías de nuestro entorno. En el caso de las familias, la deuda contraída se sitúa actualmente próxima al 125 % de su renta bruta disponible (RBD), superior al promedio del área del euro (98 %) y similar a la ratio de Estados Unidos (118 %), aunque por

debajo de los correspondientes valores del Reino Unido (151 %; véase gráfico 1). Desde los registros máximos de mediados de 2008, que prácticamente triplicaban los de mediados de los años noventa, la disminución de este indicador ha sido muy limitada (apenas 5 pp). Dos factores explican la lentitud de este proceso: en primer lugar, la debilidad de los ingresos de las familias durante este período (denominador de la ratio), y, en segundo, los prolongados plazos de amortización de la deuda para adquisición

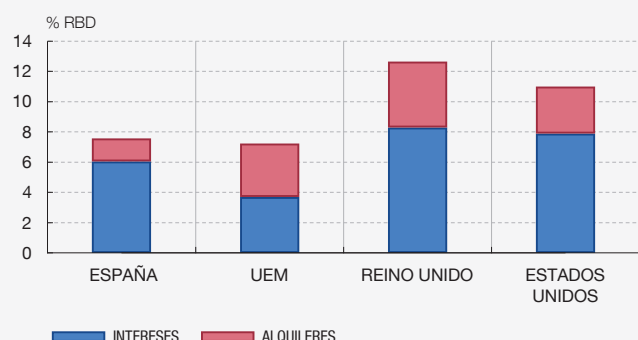
1 RATIO DE ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES



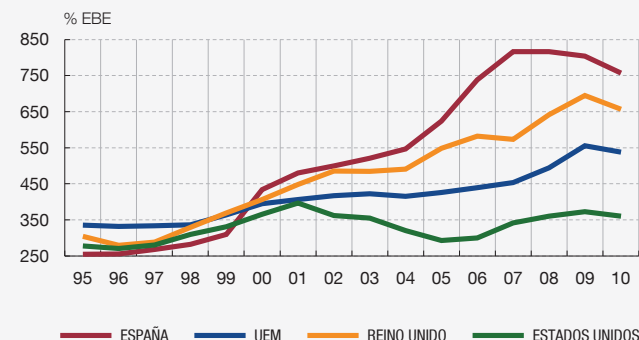
2 RIQUEZA BRUTA DE LOS HOGARES. AÑO 2010 (a)



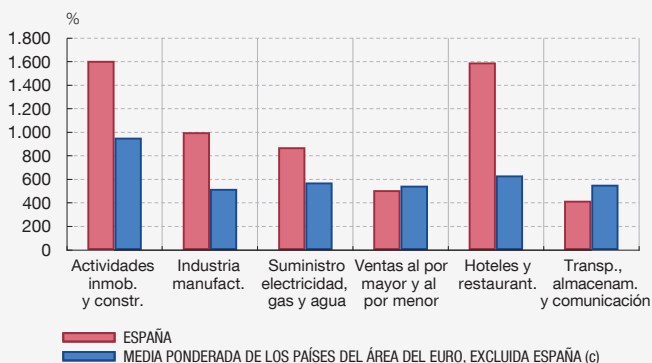
3 PAGOS POR INTERESES Y ALQUILER DE VIVIENDA DE LOS HOGARES. AÑO 2009



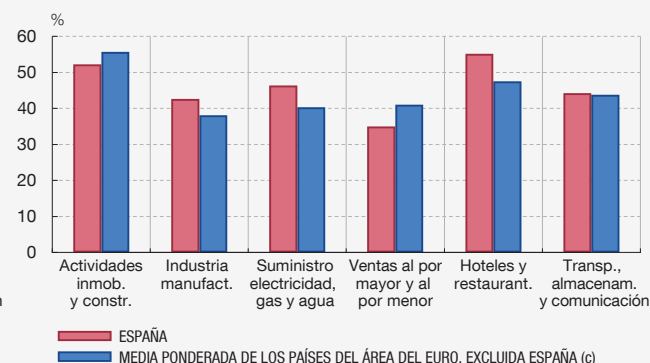
4 RATIO DE ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



5 DEUDA (b) / RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS. DETALLE SECTORIAL. AÑO 2009



6 DEUDA (b) / TOTAL ACTIVOS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS. DETALLE SECTORIAL. AÑO 2009



FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, Banco Central Europeo, BACH, Eurostat, Reserva Federal, Bureau of Economic Analysis, UK Office for National Statistic y Bank of England.

- a Los datos del Reino Unido corresponden al año 2009.
- b La deuda no incluye el crédito comercial a corto plazo.
- c Media ponderada por PIB de las ratios en Alemania, Francia, Italia, Portugal y Bélgica.



de vivienda<sup>1</sup>, préstamos que constituyen el grueso de la financiación de este sector en nuestro país, lo que dificulta que, incluso en un contexto como el actual de reducido volumen de nuevas operaciones crediticias, los pasivos desciendan con rapidez. El desapalancamiento debe ser, por tanto, un proceso sostenido en el tiempo, cuya duración dependerá, entre otras cosas, de la capacidad de recuperación de la economía.

A la hora de valorar las implicaciones del nivel de apalancamiento es importante analizar el destino final de los pasivos. En este sentido, en España el elevado endeudamiento de las familias en comparación con otros países del área del euro tiene su origen en el componente vinculado con los préstamos para la adquisición de inmuebles, ya que la ratio entre la financiación destinada a consumo y la RBD es similar a la que se observa en el resto de las economías de la UEM. Ello, a su vez, está relacionado con la mayor propensión a invertir en vivienda en nuestro país (que refleja tanto la mayor preferencia por la propiedad de esta como la tenencia de segundas residencias), lo que tiene como contrapartida unos mayores niveles de riqueza, incluso una vez que se deducen las deudas (véase gráfico 2). Sin duda, el hecho de que una buena parte de los pasivos esté respaldada por activos es un elemento que tiende a mitigar algunos elementos de vulnerabilidad asociados al endeudamiento. Así, el mayor patrimonio acumulado permitiría a los hogares, en principio, destinar una menor proporción de sus rentas al ahorro, al tiempo que sus gastos en concepto de alquiler son inferiores a los de otras economías con un porcentaje de vivienda en propiedad más reducido (véase gráfico 3). No obstante, esta situación no está exenta de riesgos importantes. Así, por una parte, aunque no existen estadísticas homogéneas que permitan comparar la carga financiera total de las familias, todo apunta a que esta es, en proporción de la renta disponible, más elevada en España que en el promedio de la UEM, incluso si se suman los gastos en concepto de alquiler, lo que reduce los fondos disponibles para el consumo. Por otra, al estar el patrimonio más concentrado en propiedades inmobiliarias que en otros países, tiende a ser menos líquido, lo que limita las posibilidades de utilizarlo para afrontar situaciones imprevistas, y, además, es más sensible a variaciones en el precio de la vivienda, registrándose, por tanto, efectos riqueza negativos más acusados en contextos como el actual de descensos en su valor. Por último, la existencia de un nivel abultado de deuda aumenta la vulnerabilidad frente a aumentos en los tipos de interés (dado el marcado predominio de los préstamos a tipo de interés variable en nuestro país) o frente a perturbaciones adversas en las rentas (como, por ejemplo, la pérdida del empleo). En este sentido, la crisis reciente ha incrementado el porcentaje de familias con deudas que, como consecuencia del ascenso del desempleo, se encuentran en una posición de mayor fragilidad, que les ha obligado previsiblemente a reducir sus gastos en mayor medida de lo que habría ocurrido en ausencia de obligaciones financieras.

<sup>1</sup> En promedio, en España el plazo remanente de los préstamos con garantía real es de 14 años.

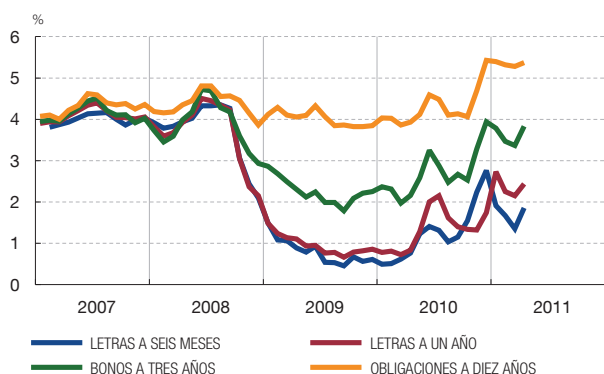
En el caso de las sociedades, el endeudamiento en España, en términos del excedente bruto de explotación, supera tanto al del conjunto de la UEM como al de Estados Unidos y al de Reino Unido (véase el gráfico 4). Al igual que ha ocurrido con las familias, el escaso dinamismo de los beneficios empresariales ha limitado la corrección de la ratio de la deuda sobre rentas durante los últimos años (desde los valores de 2008 ha descendido 12 pp, apenas un 1 % de su nivel).

El indicador de endeudamiento agregado de las sociedades oculta, no obstante, una elevada dispersión sectorial. Así, como puede observarse en el gráfico 5, en la mayoría de las ramas supera al del resto del área del euro, siendo la divergencia muy marcada en algunas de ellas. Es el caso de las actividades inmobiliarias y la construcción, que explican una parte significativa de los pasivos exigibles del sector empresarial en nuestro país (prácticamente la mitad de los préstamos bancarios, principal instrumento de financiación utilizado por las empresas). El elevado volumen de deuda en estos casos es fundamentalmente un reflejo del abultado stock de activos inmobiliarios sin vender. A medida que este se vaya absorbiendo, estos pasivos tenderán a transferirse a los agentes que adquieran los inmuebles (hogares, principalmente), aunque también es posible que algunos de estos préstamos concedidos acaben declarándose fallidos. Todo ello tenderá a reducir esta ratio de endeudamiento. De hecho, ha sido en este tipo de sociedades donde el ajuste de la deuda ha sido más intenso durante los últimos dos años.

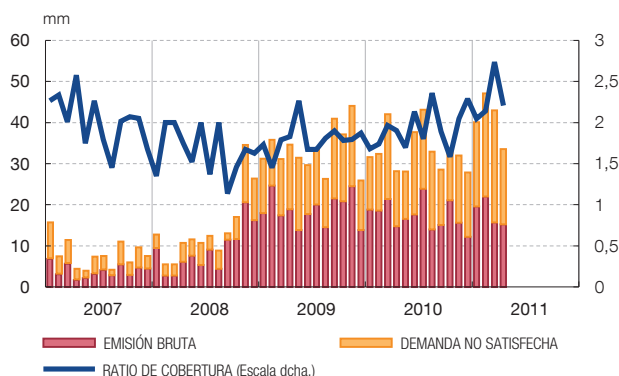
También para la industria manufacturera y los hoteles y restaurantes los niveles de endeudamiento son muy elevados en comparación con los del resto de los países de la UEM, aunque, en estos casos, las divergencias han aumentado de forma especialmente acusada desde el inicio de la crisis debido a la evolución desfavorable de las rentas y es de esperar, por tanto, que una parte del desapalancamiento se consiga por la vía de la recuperación de los excedentes empresariales. De hecho, en términos del tamaño del balance, las diferencias con las otras economías del área del euro no son tan acusadas (véase gráfico 6). En cambio, en otros sectores (comercio y transporte, almacenamiento y comunicación), la ratio de apalancamiento es similar o inferior a las del resto de la UEM. En todo caso, el elevado endeudamiento de las empresas lastra el dinamismo de la inversión en la medida en que limita las posibilidades de expandir la actividad con recursos ajenos, al tiempo que las obligaciones financieras asociadas al pago de intereses y a la devolución del principal reducen los recursos disponibles para el gasto.

El desapalancamiento del sector privado que se ha iniciado en los últimos años dista de haber concluido. La vía más relevante para seguir avanzando en este proceso es la recuperación de las rentas, por lo que las actuaciones encaminadas a reforzar la capacidad de crecimiento económico son la mejor contribución a una pronta culminación del proceso que evite que el elevado endeudamiento siga suponiendo un freno al dinamismo del gasto, especialmente en un contexto en el que los tipos de interés tenderán a incrementarse.

RENTABILIDAD DE LA DEUDA ESPAÑOLA (a)



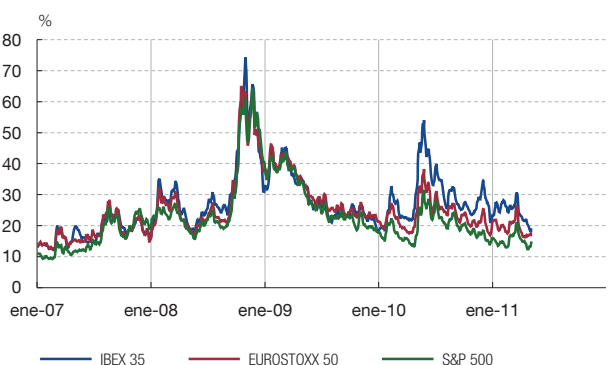
SUBASTAS DE DEUDA PÚBLICA



ÍNDICES BURSÁTILES



VOLATILIDAD IMPLÍCITA (b)



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Medias mensuales.  
b Medias móviles de cinco días.

el proceso de recuperación de la confianza de los inversores que se ha iniciado a comienzos de este año.

... y el elevado endeudamiento del sector privado continúa frenando la recuperación del gasto

La recuperación del crecimiento, por otro lado, es precisa también para facilitar la corrección del elevado apalancamiento del sector privado no financiero, que apenas se ha corregido desde los niveles máximos observados al inicio de la crisis, y que sigue constituyendo un freno para la expansión de la demanda, ya que reduce las posibilidades de financiar el consumo y la inversión con recursos ajenos y consume una parte destacada de la renta disponible del sector.

## 2 Los mercados financieros españoles

### 2.1 LOS PRECIOS NEGOCIADOS

La crisis de la deuda soberana ha elevado el coste de financiación de los emisores residentes en los mercados de renta fija...

Los precios negociados en los mercados financieros nacionales acusaron de forma muy intensa las tensiones registradas a raíz de la crisis de la deuda soberana. Aumentaron las rentabilidades de los títulos emitidos por las Administraciones Públicas y los diferenciales frente a las correspondientes referencias alemanas (véase recuadro 6.1). El repunte fue generalizado por plazos, siendo algo más acusado en los tramos cortos y medios de la curva (hasta los tres años), cuya rentabilidad se incrementó a lo largo de 2010 en casi 2 puntos porcentuales (pp) (véase gráfico 6.2). También se elevó el coste de financiación de las entidades financieras como reflejo de las dudas existentes entre los inversores, asociadas a la situación de una parte de las cajas de ahorros. En cambio, los tipos de interés de los valores emitidos por las sociedades no financieras se incrementaron más modera-

damente, beneficiados por la elevada diversificación internacional de las compañías que utilizan este tipo de instrumentos para financiarse.

El período de mayor tensión se alcanzó a finales de noviembre. Posteriormente, las primas de riesgo de los emisores residentes han tendido a reducirse. La evolución de la volatilidad no ha sido ajena a las medidas tomadas por las autoridades nacionales y europeas. En todo caso, dichas primas siguen todavía en niveles elevados y están sujetas a vaivenes importantes.

... y ha provocado caídas en las cotizaciones bursátiles y un repunte de la volatilidad

Las turbulencias se extendieron también a las bolsas de valores, en las que se produjeron descensos en las cotizaciones y repuntes en la volatilidad, que truncaron la tendencia favorable observada desde marzo de 2009. El IBEX 35 acumulaba en el momento de mayores tensiones en los mercados de deuda (a finales de noviembre) una caída del 22,4 % en relación con el nivel de cierre de 2009, una evolución más desfavorable que la del EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM, que descendía en esa fecha un 10,6 %, y del S&P 500 de la de Estados Unidos, que aumentaba un 5,9 %. Entre los sectores que experimentaron un retroceso más pronunciado se encuentra el de las empresas inmobiliarias (55 %) y el financiero (33,6 %). Posteriormente, esta tendencia se invirtió, y se registraron ascensos en las valoraciones bursátiles en la mayoría de ramas de actividad, si bien la volatilidad continuó siendo elevada.

## 2.2 LOS MERCADOS PRIMARIOS

La emisión neta de valores negociables de renta fija descendió de manera apreciable...

La emisión neta de valores de renta fija por parte de los sectores residentes experimentó una contracción muy acusada, al situarse en los 74 mm de euros, frente a los 190 mm del año anterior (véase cuadro 6.1). Esta evolución se explica fundamentalmente por el descenso en las necesidades de financiación de las AAPP y las entidades de crédito, si bien el endurecimiento en las condiciones de financiación en estos mercados tampoco favoreció el recurso a esta vía de obtención de fondos.

El grueso de la emisión neta de valores de renta fija fue realizado por las AAPP (76 mm de euros). Este importe, que supone una disminución de 51 mm con respecto a 2009, resultó de un aumento del volumen correspondiente a las AATT y un descenso en el caso del Estado, variaciones que están en línea con los cambios en las necesidades de financiación de uno y otro subsector. A pesar de las tensiones que han dominado los mercados financieros y de las reducciones de la calificación crediticia de la deuda española por parte de las agencias de calificación, las subastas de bonos españoles se resolvieron con unas ratios de cobertura (demanda sobre fondos adjudicados) holgadas, aunque a un coste progresivamente más elevado. De los 63 mm emitidos por el Estado, más del 93 % fue a medio y largo plazo, lo que supuso alargar la vida media de la deuda viva de 6,4 a 6,6 años, lo que contribuye a reducir el riesgo de refinanciación.

Como resultado de las menores necesidades de financiación de las entidades de crédito y de las tensiones en los mercados mayoristas, las instituciones financieras monetarias y sus filiales residentes y no residentes realizaron amortizaciones netas de valores de renta fija por un importe de 15 mm de euros. Por instrumentos, se observó un desplazamiento hacia los de menor riesgo. Así, las emisiones de papel con aval del Estado y de cédulas hipotecarias alcanzaron, en términos netos, 12 mm y 13 mm de euros, respectivamente, mientras que para el resto de instrumentos las colocaciones brutas fueron inferiores a los vencimientos. En un contexto en el que el mercado de titulizaciones sigue sin reactivarse y en el que las entidades disponen de un volumen holgado de activos de garantías, el saldo de los títulos emitidos por los fondos de titulización se redujo por primera vez en muchos años. En cambio, las emisiones netas de las sociedades no financieras volvieron a ser positivas (alcanzaron los 10 mm de euros, incluyendo las realizadas por sus filiales residentes y no residentes). Las mayores

mm de euros

	2007	2008	2009	2010
EMISIONES NETAS DE RESIDENTES	268,3	145,9	199,7	89,5
RENTA FIJA	222,4	131,1	189,5	74,7
Instituciones financieras monetarias	78,2	-26,9	39,6	7,8
Otros intermediarios financieros	146,5	104,6	21,5	-10,9
De los cuales:				
<i>Fondos de titulización</i>	106,9	95,0	14,9	-5,9
<i>Filiales de instituciones financieras monetarias</i>	34,5	7,4	-8,8	-12,2
<i>Filiales de sociedades no financieras</i>	4,5	3,0	14,5	7,4
Sociedades no financieras	2,0	1,9	0,7	1,3
Administración Central	-4,7	50,2	119,4	63,2
AATT	0,4	1,4	8,4	13,2
RENTA VARIABLE	46,0	14,8	10,2	14,8
Instituciones financieras monetarias	12,0	10,0	3,0	6,6
Otros intermediarios financieros	3,5	1,4	0,4	0,1
Sociedades no financieras	30,5	3,4	6,8	8,1
OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA	2,1	0,0	0,0	0,5
PRO MEMORIA:				
Emisiones netas de filiales en el extranjero	9,5	12,9	-2,0	-8,9
Instituciones financieras	8,2	14,3	-3,4	-10,6
Sociedades no financieras	1,3	-1,4	1,4	1,7

FUENTE: Banco de España.

necesidades de financiación de este tipo de empresas (compañías multinacionales de gran tamaño, fundamentalmente), cuyo negocio está muy diversificado internacionalmente, y el hecho de que estas se hayan visto menos afectadas por las turbulencias financieras explican el mayor dinamismo de este segmento del mercado primario en comparación con el de las empresas financieras.

... pero, en cambio, aumentaron las emisiones de renta variable

En los mercados de renta variable, las emisiones aumentaron, tanto en el caso de las entidades de crédito como en el de las sociedades no financieras, ascendiendo, en conjunto, a 15 mm, un 45 % más que en 2009. No obstante, hay que matizar que el avance ha estado muy influido por dos operaciones concretas (una en cada sector).

### 2.3 LA ACTIVIDAD EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS

La contratación en los mercados secundarios mostró una evolución diferenciada por segmentos

La actividad en los mercados secundarios mostró una evolución diferenciada por segmentos (véase cuadro 6.2). En el de deuda pública, el volumen negociado se mantuvo algo por debajo de los 19.000 mm de euros, combinando un aumento de las transacciones al contado, que crecieron casi un 90 % a pesar de los problemas de liquidez puntuales que se registraron tras los episodios de tensión de mayo y noviembre, y un descenso de operaciones *repos* y simultáneas. La caída de estas últimas está en parte asociada a los problemas de confianza de los inversores que, en los momentos de mayor tensión, percibieron un riesgo elevado en las operaciones *repo* bilaterales con entidades españolas, al considerar que existía una correlación negativa elevada entre el riesgo de impago de las instituciones financieras y el valor del activo utilizado como colateral en esta operativa (la deuda del Tesoro público español). En la segunda mitad del año algunas instituciones empezaron a operar en mercados de *repos* con cámaras de contrapartida central, en los que el supuesto vínculo se diluye sustancialmente. De este

mm de euros

	2007	2008	2009	2010
MERCADO DE DEUDA PÚBLICA EN ANOTACIONES (a)	22.664	19.944	18.522	18.552
Contado	3.177	2.202	2.470	4.635
<i>Repo</i> y simultáneas	19.193	17.477	15.903	13.761
Plazo	294	265	150	156
MERCADO AIAF DE RENTA FIJA	900	2.401	3.692	3.658
Pagarés	482	577	529	383
Cédulas y bonos de titulización	329	1.740	2.849	2.413
Resto	90	83	314	862
MERCADO BURSÁTIL DE RENTA FIJA	90	80	75	67
MERCADO BURSÁTIL DE RENTA VARIABLE	1.670	1.245	898	1.038
MERCADOS MEFF DE DERIVADOS	1.451	1.073	710	1.263
IBEX 35	1.384	989	622	1.158
Derivados sobre acciones	68	84	88	105

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

a Solo incluye operaciones con valores del Estado.

modo, la contratación pasó a canalizarse en parte a través de plataformas de negociación exteriores (como BrokerTec o Eurex Repo), en vez de hacerlo a través del mercado de deuda española.

En el mercado AIAF de renta fija los volúmenes negociados se mantuvieron en torno a las cifras de 2009. La disminución en las operaciones al contado se vio compensada por el ascenso en las de *repos* y simultáneas. Destacó el retroceso de las operaciones con cédulas y bonos de titulización, que habían experimentado un notable avance en los dos años previos. En cambio, en los mercados de renta variable se interrumpió la tendencia descendente que presentaba la contratación desde el inicio de la crisis financiera en 2007. La negociación, tanto en las operaciones al contado como en la de derivados, pasó a superar los 1.000 mm y los 1.200 mm de euros, respectivamente. No obstante, este aumento reflejó también, al menos en parte, el incremento de las cotizaciones medias, que elevaron el valor unitario de las transacciones.

### 3 La inversión y la financiación exterior de la economía española

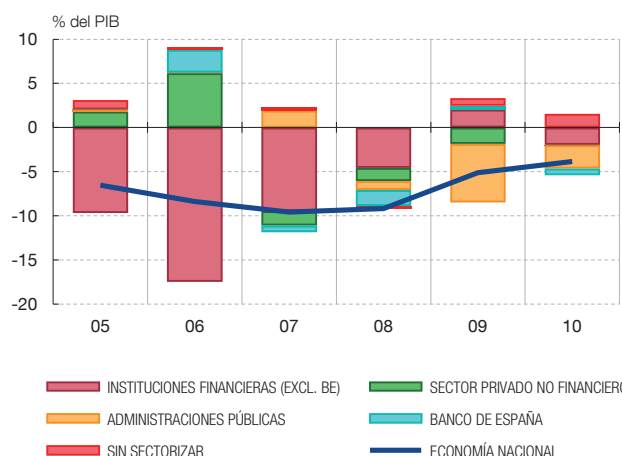
Las tensiones financieras dificultaron la captación de fondos del exterior

Las necesidades de financiación se cubrieron mediante entradas de capital canalizadas principalmente a través de instrumentos emitidos por las AAPP y las sociedades no financieras...

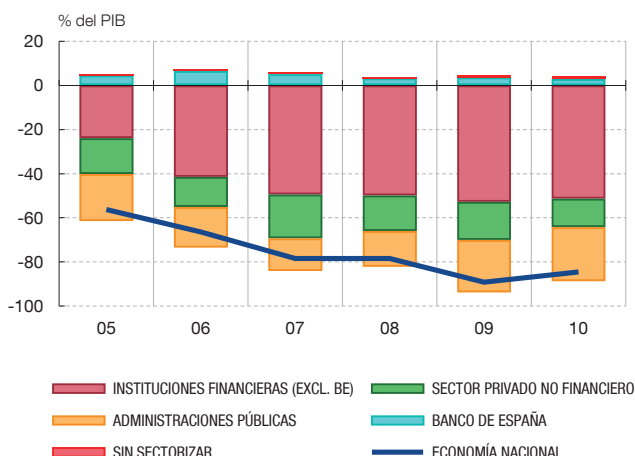
Las necesidades de financiación de la nación se redujeron una vez más el pasado año, hasta suponer, en términos acumulados de doce meses, una cifra equivalente al 3,9 % del PIB (frente al 5,1 % que representaban al cierre de 2009, como muestra el gráfico 6.3). La evolución de los flujos financieros frente al resto del mundo evidencia las importantes dificultades que, a raíz de la crisis de la deuda soberana en la UEM, ha tenido la economía española para captar recursos del exterior.

En línea con las menores necesidades de financiación y con las mayores dificultades para la captación de recursos que se derivaron de la crisis de la deuda soberana, los fondos recibidos del exterior volvieron a descender en 2010, limitándose a una cifra equivalente al 0,6 % del PIB, inferior al 4,9 % del ejercicio previo y muy lejos del 23,7 % que se alcanzó en 2007 (véase cuadro 6.3). Las entradas de capital se canalizaron principalmente mediante instrumentos emitidos por las sociedades no financieras y las Administraciones Públicas, más concretamente a través de préstamos del exterior y acciones, en el primer caso, y de valores de renta fija, en el segundo. Los fondos captados por esta

FLUJOS



SALDOS



FUENTE: Banco de España.

última vía por parte de las AAPP ascendieron al 2 % del PIB. En cambio, descendió el volumen de títulos emitidos por entidades financieras en manos del resto del mundo (en un 1,1 % del PIB en el caso de las entidades de crédito, y en un 2,4 % del PIB para el resto de instituciones financieras, donde se incluyen los fondos de titulización). También se redujo ligeramente la posición deudora neta en el mercado interbancario, evolución que estuvo acompañada de un cambio en su composición. En particular, aumentaron considerablemente los flujos instrumentados en operaciones con garantías, que se vieron favorecidas por la negociación en cámaras de contrapartida central, y retrocedieron las operaciones netas sin garantías.

... y también mediante la reducción de los activos del exterior en manos de residentes

Las necesidades de financiación de la nación se terminaron de cubrir mediante la reducción de los activos exteriores que estaban en manos de los residentes (3,3 % del PIB). Destacó la contracción de las tenencias de valores distintos de acciones por un importe equivalente al 7 % del PIB, en términos netos, que fue realizada principalmente por los inversores institucionales y las entidades de crédito. Por el contrario, se produjo un aumento de las adquisiciones de acciones y otras participaciones (un 2,3 % del PIB). En esta línea, se detuvo la senda descendente que había presentado en los dos años previos la inversión directa de España en el exterior, que aumentó 0,9 pp, hasta alcanzar el 1,6 % del PIB, importe similar al que representó la inversión directa de no residentes en nuestro país, que también se incrementó en casi 1 pp.

El saldo de los pasivos netos de la nación disminuyó ligeramente

A pesar del signo neto negativo que presentaron las operaciones financieras de la nación, la evolución de los precios (revalorización de los activos y caídas en los pasivos) hizo que el saldo de los pasivos netos de la nación frente al resto del mundo se redujera en casi 4 pp, hasta situarse próximo al 85 % del PIB, según las Cuentas Financieras (véase gráfico 6.3). Los activos frente a no residentes ascendieron al 130 % del PIB, mientras que los pasivos brutos alcanzaron el 215 % (165 %, la deuda bruta; 50 % los pasivos no exigibles). Por sectores, las instituciones financieras presentan la mayor posición deudora neta frente al exterior, seguidas de las AAPP (en el primer caso, alcanza el 52 % del PIB, y en el segundo, el 25,4 %). La posición deudora neta del sector privado no financiero está próxima al 13 % del PIB, 4 pp menos que un año antes.

**OPERACIONES FINANCIERAS DE LA NACIÓN**  
**Datos acumulados de cuatro trimestres**

CUADRO 6.3

% del PIB

	2007	2008	2009	2010
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-9,6	-9,2	-5,1	-3,9
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	14,1	0,7	-0,2	-3,3
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	1,4	-1,3	-3,2	-1,4
De los cuales:				
<i>Interbancario entidades de crédito (a)</i>	4,2	-0,5	-1,7	-1,3
Valores distintos de acciones	1,6	1,3	0,0	-6,9
De los cuales:				
<i>Entidades de crédito</i>	1,8	1,5	1,2	-3,0
<i>Inversores institucionales</i>	0,0	-1,3	-0,5	-3,3
Acciones y otras participaciones	8,8	1,7	1,6	2,4
De las cuales:				
<i>Sociedades no financieras</i>	6,6	3,0	0,1	2,4
<i>Inversores institucionales</i>	-1,1	-1,6	0,3	0,8
Préstamos	1,2	0,8	0,2	0,4
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	23,7	9,9	4,9	0,6
Depósitos	6,7	8,0	-0,5	-0,5
De los cuales:				
<i>Interbancario entidades de crédito (a)</i>	6,7	6,2	0,7	-7,3
<i>Cesiones temporales entidades de crédito (b)</i>	0,1	0,2	0,1	5,7
<i>Interbancario BE (posición intrasistema)</i>	-0,3	1,9	-0,8	0,2
Valores distintos de acciones	8,1	-2,7	3,8	-1,5
De los cuales:				
<i>Administraciones Públicas</i>	-1,3	1,1	5,4	2,0
<i>Entidades de crédito</i>	3,6	-1,9	1,1	-1,1
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	5,8	-1,9	-2,6	-2,4
Acciones y otras participaciones	4,6	3,2	1,1	0,8
De las cuales:				
<i>Sociedades no financieras</i>	4,7	2,4	0,3	1,1
Préstamos	3,1	2,9	0,3	1,2
Otros neto (c)	0,2	0,2	-1,1	-1,7
PRO MEMORIA:				
Inversión directa de España en el exterior	9,5	4,7	0,7	1,6
Inversión directa del exterior en España	4,5	4,8	0,6	1,5

FUENTE: Banco de España.

**a** Excluidas operaciones temporales.

**b** Incluye las operaciones con cámaras de contrapartida central.

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

## 4 Los intermediarios financieros españoles

### 4.1 LAS ENTIDADES DE CRÉDITO<sup>2</sup>

En 2010 se ha producido un importante proceso de concentración en las cajas de ahorros españolas

Los efectos de la crisis en España y las tensiones en los mercados financieros han propiciado un proceso de integración entre entidades, que ha afectado particularmente a las cajas de ahorros. Los objetivos de dicho proceso, impulsado con la creación del FROB ya en 2009, son varios. En primer lugar, tras un período de fuerte crecimiento de la actividad bancaria, el conjunto del sistema había alcanzado un tamaño que, aunque acorde con el peso relativo alcanzado en otras economías de nuestro entorno, resultaba excesivo en un escenario caracterizado por la reconducción de la actividad financiera hacia ritmos de crecimiento más moderados, así como por la necesidad de desapalancamiento de una parte importante de las familias y las empresas españolas. La concentración de entidades persigue también la obtención de sinergias y economías de alcance que mejoren la eficacia de la intermediación financiera. Un mayor tamaño de los grupos resultantes debería hacer más fácil la consecución de aumentos adicionales en el grado de eficiencia y facilitar el acceso a los mercados de capitales. En esta misma dirección, el ejercicio de la actividad financiera de las cajas mediante sociedades anónimas con categoría de bancos amplía el conjunto de instrumentos accesible para estas entidades, permitiéndoles captar acciones ordinarias. Por último, el proceso en marcha contribuye a reforzar la solvencia del subsector y a mejorar su capacidad de gestión, en la medida en que algunas de las entidades en una posición más vulnerable están siendo absorbidas por otras en una situación de mayor fortaleza.

Aunque el proceso de concentración no se circunscribe exclusivamente a las cajas de ahorros, el grueso de las operaciones está teniendo lugar en dicho subsector. Ello es resultado fundamentalmente de la mayor intensidad relativa dentro del mismo de los desequilibrios acumulados en la fase previa a la crisis: crecimiento más rápido de los balances y exceso de capacidad, mayor necesidad de obtención de recursos a través de emisiones de valores en los mercados mayoristas en lugar de los instrumentos tradicionales y una exposición más elevada al sector de promoción inmobiliaria. No se puede olvidar, tampoco, que estas instituciones se caracterizaban por una estructura societaria singular que dificultaba la obtención de recursos propios de elevada calidad (acciones con derecho de voto) en un contexto de crisis, cuando el volumen de recursos generados internamente se reduce considerablemente. Los acontecimientos recientes han mostrado también la necesidad de mejoras sustanciales en el régimen de gobernanza de estas entidades.

El proceso ha estado sostenido solo parcialmente con ayudas públicas y ha venido acompañado de una recapitalización de las entidades

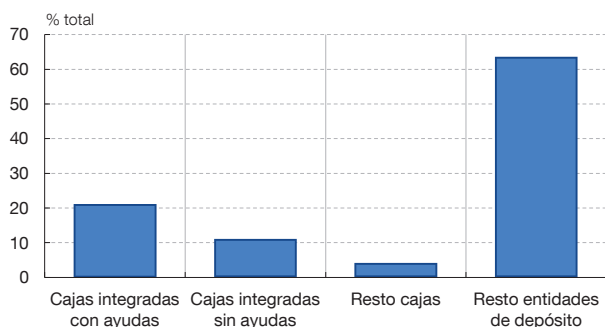
Como puede verse en el panel superior izquierdo del gráfico 6.4, los procesos de integración en marcha han involucrado a la mayor parte del sector de cajas de ahorros, aunque no todas ellas han hecho uso de recursos públicos. En términos del sistema crediticio en su conjunto, las cajas de ahorros involucradas en fusiones con ayudas del FROB suponen algo más del 20 % del total de activos, mientras que aquellas que han acometido este tipo de procesos sin el uso de fondos públicos representan el 11 % del total.

En este proceso y hasta diciembre de 2010, el FROB había comprometido un total de 11.559 millones de euros (véase panel superior derecho del gráfico 6.4). El pasado 10 de marzo, el Banco de España hizo públicos los importes adicionales que deberían recabar las distintas entidades de crédito españolas para cumplir con los nuevos requisitos de capital, más elevados, aprobados a comienzos de 2011, y teniendo en cuenta la situación de las mismas a 31 de diciembre de 2010. En conjunto, suponen 15.152 millones de euros, de los que 14.077 millones corresponderían a cajas de ahorros. Con posterioridad, la ruptura del proyecto inicial del SIP Banco Base para el que se preveían ayudas por 1.493 millones de

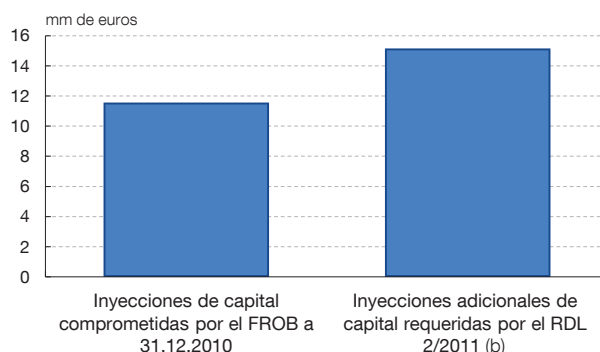
<sup>2</sup> Para más detalles sobre la situación de las entidades de crédito españolas, véanse la *Memoria de Supervisión* y el *Informe de Estabilidad Financiera* del Banco de España, que son las publicaciones especializadas del Banco de España en las que se tratan estos temas con mayor profundidad.



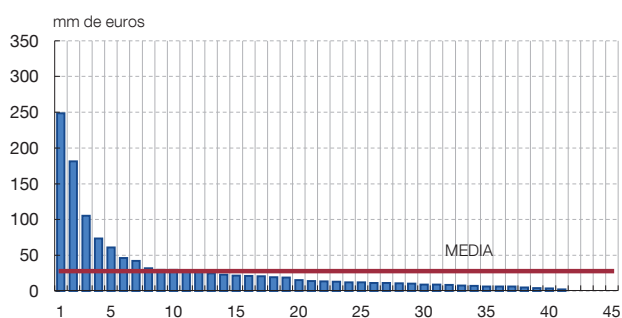
ACTIVOS DE LAS ENTIDADES (a)



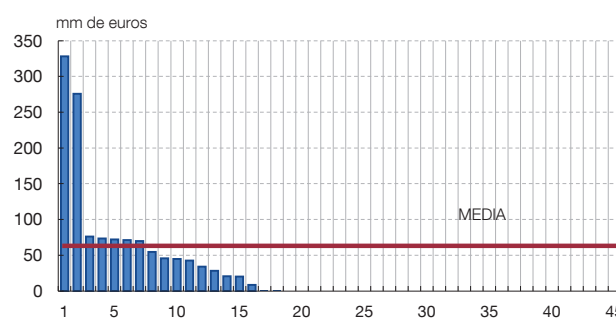
AYUDAS PÚBLICAS Y NECESIDADES DE CAPITAL



ACTIVOS POR ENTIDAD A DICIEMBRE DE 2008. CAJAS DE AHORROS (c)



ACTIVOS POR ENTIDAD A DICIEMBRE DE 2010. CAJAS DE AHORROS (c)



FUENTE: Banco de España.

- a Datos de balances consolidados a 31.12.2010. Situación a comienzos de mayo de 2011.
- b Estimadas, con datos a 31.12.2010, para cumplir con RDL 2/2011, según publicación del BE del 10 marzo de 2011.
- c Datos consolidados. Los correspondientes a diciembre de 2010 tienen en cuenta la estructura de los grupos existente a comienzos de mayo de 2011.

euros (cifra que estaba incluida en los 11.559 millones) supuso que las dos entidades o grupos resultantes de dicha ruptura plantearan sus estrategias de recapitalización de acuerdo con las nuevas necesidades derivadas de lo previsto en el RDL 2/2011, lo que conllevó algún cambio con respecto a lo considerado en marzo. En cualquier caso, el importe que finalmente cubra el FROB de las necesidades de recapitalización del sector dependerá del volumen de recursos privados que capten las entidades y de las posibles decisiones estratégicas de las mismas sobre ventas de activos u operaciones de concentración. No obstante, en cualquiera de los casos, el resultado final será que los intermediarios españoles se encontrarán, en septiembre de este año (o marzo de 2012, como muy tarde), con una ratio de capital principal<sup>3</sup> mínima del 8 % o del 10 %, según las características de la entidad.

Todo ello ha supuesto un cambio sustancial en la estructura del sector de cajas de ahorros

Aunque se trata todavía de un proceso en marcha, los cambios acaecidos en 2010 han supuesto ya una importante transformación del sector de cajas de ahorros españolas. En términos del tamaño de las entidades y de su grado de concentración (véanse los paneles inferiores del gráfico 6.4), ha implicado un aumento de la dimensión media desde 28 mm de euros, a finales de 2008, hasta 70 mm, dos años después. Asimismo, el número de cajas existentes se redujo de 45 a 18 entidades o grupos de cajas.

<sup>3</sup> Concepto que viene definido en el RDL 2/2011, de 4 de marzo. Para más detalles, véase recuadro 1.2 de este mismo Informe.

Institucionalmente, el proceso se ha materializado tanto en fusiones puras (7 operaciones) como en la constitución de Sistemas de Protección Institucional o SIP (5 operaciones). Estas últimas suponen necesariamente la creación de un banco comercial que actúa como institución central del SIP, llevando a cabo su actividad financiera y al que se ha trasladado o se trasladará próximamente el grueso de los activos del grupo. De este modo, la práctica totalidad de la actividad financiera se está transfiriendo a entidades con carácter de sociedad anónima, alterando así la estructura societaria previa. Este movimiento se vio reforzado con la reforma de la ley de cajas y con los requisitos de reforzamiento del capital establecidos en el RDL 2/2011.

La reforma de la ley de cajas, incorporada en el RDL 11/2010, de 9 de julio, introdujo la posibilidad del ejercicio indirecto de la actividad financiera a través de un banco comercial, para todas las cajas de ahorros. Posteriormente, el RDL 2/2011 acentuó esta tendencia, al incentivar la entrada de inversores privados en el capital de las entidades. Con esto se pretende fortalecer la profesionalización de la gestión, incrementar el papel de la disciplina de mercado y, al mismo tiempo, facilitar la captación de recursos adicionales de primera calidad en caso necesario. El RDL establece también un mayor nivel mínimo de capital principal (10 %, frente a 8 %) para aquellas entidades que no tengan distribuidos a terceros títulos representativos de su capital por un porcentaje igual o superior al 20 % y capten una parte importante de sus recursos en los mercados financieros mayoristas. Cumplir con la primera parte de este requisito exige la existencia de una entidad con carácter de sociedad anónima que pueda emitir dichos títulos, dejando aparte la posibilidad de emitir cuotas participativas. Asimismo, se establece la obligatoriedad de optar por la vía del ejercicio indirecto de la actividad financiera para poder acceder a nuevas ayudas del FROB, que tendrán en todos los casos la forma de adquisición de acciones ordinarias del grupo. Dichas adquisiciones serán necesariamente temporales y los correspondientes títulos deberán ser recolocados entre inversores privados en un plazo máximo de cinco años, con lo que el resultado final será el mismo.

El 14 de abril de este año el Banco de España aprobó las diferentes estrategias de las entidades involucradas para satisfacer los nuevos requisitos de capital. Dos semanas más tarde, el 28 del mismo mes y dentro del plazo legalmente previsto, aquellas cajas o grupos de cajas que han optado por recurrir al FROB como fuente prioritaria para la obtención de los recursos de capital que necesitan para cumplir estos nuevos requerimientos remitieron sus planes.

El activo total en España permaneció estancado y el número de oficinas y de personal se redujo

En este contexto, el activo total consolidado del conjunto de las entidades españolas se elevó ligeramente como consecuencia del crecimiento del negocio en el extranjero, ya que el relativo a España permaneció prácticamente estancado, por segundo año consecutivo (véase cuadro 6.4)<sup>4</sup>. Asimismo, en diciembre el número de oficinas y empleados en nuestro país se había reducido un 6 % y 5 %, respectivamente, desde los máximos de 2008, y las entidades involucradas en procesos de fusión con apoyos del FROB realizaron las provisiones necesarias para cubrir los costes de las reducciones comprometidas en sus plantillas y redes de sucursales durante los próximos ejercicios.

Disminuyó el volumen de crédito concedido...

El crédito concedido al sector privado residente se contrajo también ligeramente. Según la EPB, esto habría respondido tanto a la atonía de la demanda como al carácter contractivo de la oferta. La primera permaneció básicamente estancada en el caso de las sociedades no financieras; fluctuó a lo largo del año sin una clara tendencia en la destinada a hogares para adquisición de vivienda, y evolucionó de forma algo más negativa en los préstamos para consumo y otros fines de las familias. Los criterios para la aprobación de nuevas operaciones

<sup>4</sup> Debido a los procesos de reestructuración realizados en los últimos días del año, los datos de 2010 se han tenido que ajustar para hacerlos comparables con los de 2009. Esto obliga a tomar dicha comparación con cierta cautela.

	CONSOLIDADO			INDIVIDUAL		
	dic-09	dic-10	T. interan. (%)	dic-09	dic-10	T. interan. (%)
PRINCIPALES PARTIDAS DEL BALANCE (% de AT)						
ACTIVO TOTAL (mm de euros)	3.739,9	3.816,5	2,0	3.142,4	3.122,0	-0,6
Crédito	64,1	63,4	0,8	61,5	61,2	-1,2
Del cual: sector privado residente en España				56,1	55,4	-1,8
Valores representativos de deuda	13,5	12,8	-3,4	13,2	12,7	-4,6
Resto de activo	22,4	23,8	8,8	25,3	26,1	2,6
PASIVO						
BE y otros bancos centrales	3,3	2,5	-23,2	3,6	2,4	-33,7
Depósitos interbancarios (b)	14,2	15,6	12,0	17,6	19,6	10,5
Depósitos de la clientela (c)	49,6	50,6	4,1	50,5	49,9	-1,7
Del cual: hogares y soc. no fin. residentes en España				29,3	30,4	3,1
Valores negociables	17,0	14,6	-12,2	12,5	11,4	-9,6
Resto de pasivo	9,8	10,9	13,2	9,8	11,0	12,1
Patrimonio neto	6,1	5,8	-2,4	6,0	5,6	-6,9
CUENTA DE RESULTADOS (% de ATM)						
(+) Productos financieros	4,10	3,35	-15,7	3,42	2,54	-25,0
(-) Costes financieros	2,12	1,57	-23,7	1,97	1,39	-28,8
Margen de intereses	1,98	1,78	-7,1	1,45	1,15	-19,9
Margen bruto	3,01	2,78	-5,1	2,26	2,10	-6,3
(-) Gastos de explotación	1,30	1,32	4,1	0,98	0,97	0,0
(-) Dotaciones y saneamiento de activos financieros	1,05	0,85	-14,9	0,77	0,72	-4,3
Resultado de la actividad de explotación	0,67	0,61	-7,6	0,53	0,42	-21,1
Resultado después de impuestos	0,54	0,47	-10,0	0,42	0,32	-23,7
RATIOS (%)						
Solvencia	12,2	11,9				
Activos dudosos/AT	3,1	3,5		3,1	3,5	
Negocio en el extranjero/ AT	23,3	26,3				
Eficiencia (GE/MB)	43,1	47,2		43,2	45,1	
ROE (d)	9,3	7,5		7,1	5,7	

FUENTE: Banco de España.

- a Debido a los procesos de reestructuración de entidades realizados en los últimos días del año, los datos de 2010 se han tenido que ajustar para hacerlos comparables con los de 2009. Esto obliga a tomar dicha comparación con cierta cautela.  
b Incluye operaciones del mercado monetario con entidades de contrapartida central.  
c Incluye pasivos con fondos de titulización.  
d Aunque se presenta tanto a nivel consolidado como individual, debe tenerse en cuenta que esta medida es más representativa en el primer caso, ya que el segundo no incluye todos los negocios del grupo.

siguieron siendo restrictivos y se endurecieron ligeramente, en general, en el segundo trimestre del año, como consecuencia principalmente de las tensiones en los mercados de financiación mayorista, pero permanecieron estables posteriormente. Durante los primeros meses de 2011 volvieron a hacerse algo más exigentes en el segmento de créditos a las familias.

...y repuntó moderadamente su coste...

Los tipos de interés aplicados en las nuevas operaciones de préstamo a hogares y sociedades no financieras permanecieron en niveles reducidos. No obstante, desde principios de este año las entidades han comenzado a trasladar más intensamente los costes más elevados de su pasivo a sus tipos de activo. Esto ha supuesto un aumento de entre 55 puntos básicos (pb) y 115 pb en el coste de la financiación bancaria a empresas y familias, entre junio de 2010 y marzo de 2011.

...en parte influido por las tensiones en los mercados de financiación

Las dificultades para la obtención de fondos en los mercados mayoristas y el aumento en su coste obligaron a las entidades a incrementar temporalmente su recurso al Eurosistema durante la primavera y el verano. Posteriormente, se redujo hasta suponer tan solo un 1,4 % del balance total consolidado de diciembre de 2010 (frente a un 2 %, un año antes) y ha continuado disminuyendo a lo largo de este año. Su lugar lo han ocupado, básicamente, los fondos procedentes de operaciones *repo* instrumentadas a través de entidades de contrapartida central extranjeras. La financiación neta captada por esta vía se elevó hasta unos 60 mm de euros, a final de año, frente a un valor prácticamente nulo a comienzos del mismo. No obstante, las tensiones en los mercados propiciaron también una intensificación de la competencia por la captación de depósitos del público, elevando significativamente su coste (54 pb entre diciembre de 2009 y marzo de 2011, en los depósitos a plazo).

El volumen de provisiones y los saneamientos acumulados son elevados

Las entidades de crédito acometieron también un importante proceso de saneamiento. Así, mientras que se moderó el ritmo de avance de los activos dudosos —pasando de un crecimiento interanual del 48 %, en 2009, a un 15 %, en 2010—, las provisiones siguieron aumentando por encima del 25 %. En 2010 se realizaron también dotaciones adicionales para cubrir minusvalías en los activos reales adjudicados y otros compromisos relacionados con las reducciones de personal previstas. En conjunto, desde enero de 2008 el sector ha reconocido y asumido pérdidas en el valor de sus activos por una cuantía de 96 mm de euros, lo que supone aproximadamente un 5 % del crédito total al sector privado existente en diciembre de 2007 y un 9 % del PIB.

Los saneamientos y la contracción en el margen de intermediación resultaron en un nuevo descenso del beneficio en 2010

Las dotaciones a provisiones, junto con la contracción en el margen de intermediación, resultaron en un nuevo descenso del resultado neto, que, no obstante, permaneció en valores positivos (véase cuadro 6.4).

Los nuevos requisitos de capital y la mayor transparencia deberían contribuir a normalizar el acceso a la financiación en los mercados, aunque persisten retos importantes

A pesar de los menores beneficios obtenidos, las instituciones de crédito españolas continuaron incrementando su capital de mayor calidad (recursos propios básicos), hasta alcanzar, en conjunto, un 9,5 % de los activos totales ponderados por riesgo a finales de 2010 (incluyendo las aportaciones del FROB). Al mismo tiempo, la ratio de solvencia global se redujo ligeramente, desde el 12,2 %, en diciembre de 2009, al 11,9 %, doce meses después. A lo largo del año en curso y como consecuencia de los nuevos requisitos aprobados por el Gobierno en febrero, las entidades menos capitalizadas están realizando avances adicionales en este sentido.

En cualquier caso, las entidades se enfrentan todavía a retos importantes, relacionados con la aún frágil situación económica de algunos de sus prestatarios, el encarecimiento de sus fuentes de financiación y su exposición al sector inmobiliario, por lo que deberán seguir haciendo esfuerzos por fortalecer su posición financiera y reducir su estructura de costes.

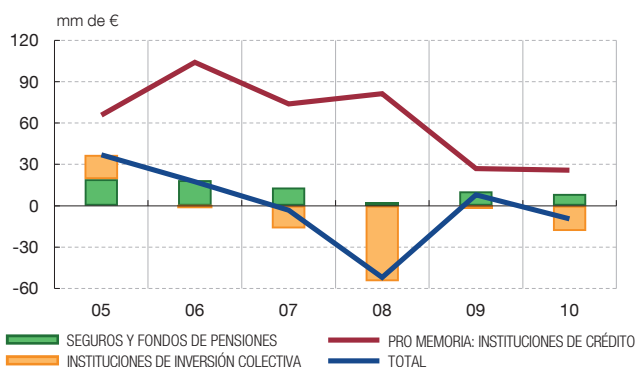
#### 4.2 LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

La competencia de los depósitos bancarios y la elevada percepción de riesgo por parte de los ahorradores continuaron afectando negativamente al sector

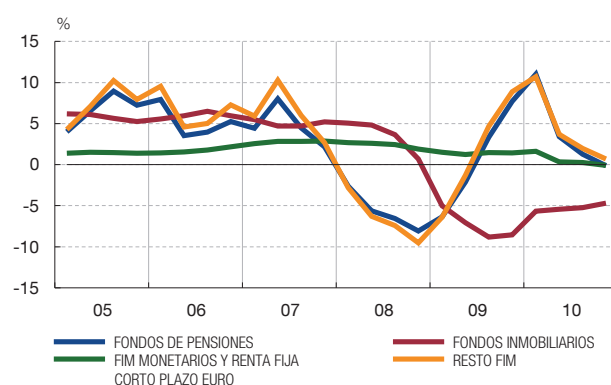
La actividad de los inversores institucionales continuó viéndose afectada por la competencia de los depósitos bancarios en la captación de fondos y por la todavía elevada percepción de riesgo por parte de los ahorradores. Esto se tradujo, un año más, en una disminución en el patrimonio de las sociedades y fondos de inversión colectiva, y un incremento modesto en el caso de las entidades de seguros y fondos de pensiones (véase gráfico 6.5).

Los partícipes en fondos de inversión realizaron reembolsos, en términos netos, durante todo el año, siendo estas retiradas más notables en aquellas instituciones con una política de inversión más conservadora (fondos monetarios y de renta fija a corto

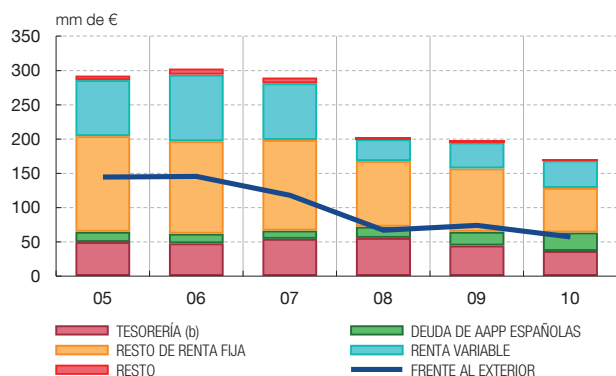
FONDOS CAPTADOS POR OTROS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS (a)



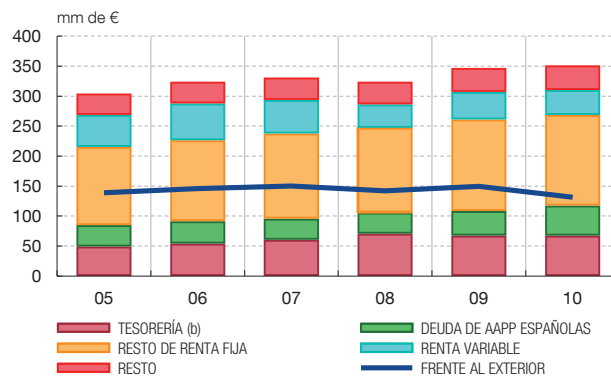
RENTABILIDAD ANUAL



INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: ACTIVO FINANCIERO



ENTIDADES DE SEGUROS Y FONDOS DE PENSIONES: ACTIVO FINANCIERO



FUENTES: Comisión Nacional del Mercado de Valores, Banco de España 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 Incluye efectivo, depósitos y cesiones temporales.

plazo), que son las que compiten más directamente con las entidades de crédito. Por su parte, las renovadas tensiones en los mercados financieros se tradujeron en rentabilidades inferiores a las del año anterior, de forma prácticamente generalizada. En este contexto, las entidades gestoras continuaron comercializando principalmente instrumentos de carácter conservador. Las elevadas emisiones de deuda por parte de las AAPP españolas y la mayor preferencia por instrumentos emitidos por residentes favorecieron un nuevo incremento en las tenencias de este tipo de valores, mientras que la cartera de activos exteriores se redujo.

La inversión por parte de las instituciones de capital riesgo registró una notable recuperación con respecto al año anterior, pero basada fundamentalmente en la actividad de los operadores extranjeros. En cambio, los recursos captados por las entidades españolas del sector habrían disminuido ligeramente, frente a 2009, al igual que en los casos de los fondos inmobiliarios y los de inversión libre.

El proceso de consolidación de las cajas de ahorros podría afectar a la estructura del sector en los próximos trimestres, dado el destacado peso de las filiales de estos intermediarios en la inversión colectiva.

## 5 Los flujos financieros y la posición patrimonial del sector no financiero

### 5.1 LOS HOGARES

La deuda de los hogares permaneció prácticamente estancada pero el escaso dinamismo de las rentas impidió que su ratio de endeudamiento descendiese, al tiempo que la riqueza siguió reduciéndose y también la carga financiera

Descendió la ratio de morosidad

Esta situación agregada es compatible con la existencia de segmentos de la población que presentan una posición financiera más vulnerable

### 5.2 LAS SOCIEDADES

La financiación de las sociedades ha mostrado un mayor dinamismo desde mediados de 2010, aunque con importantes divergencias por ramas de actividad

Tras la importante desaceleración de la deuda de los hogares entre mediados de 2006 y finales de 2009, el pasado año permaneció prácticamente estancada, como resultado del ligero ascenso de la destinada a la compra de inmuebles y el descenso moderado de la financiación para consumo y otros fines. Desde principios del ejercicio en curso, presenta una ligera contracción como consecuencia de la disminución de ambos componentes.

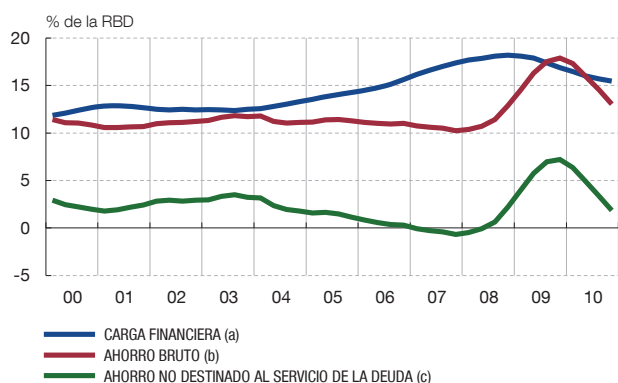
A pesar del escaso dinamismo de la deuda de las familias, la ratio de endeudamiento del sector se mantuvo estable, debido al estancamiento de las rentas y al elevado peso relativo de la deuda para adquisición de vivienda y el plazo largo de amortización de las hipotecas, que condicionan también el patrón de desapalancamiento de los hogares (véase recuadro 6.2). Este indicador sigue, por tanto, en niveles muy elevados (a finales de 2010, se situaba en torno al 125 % de la RBD, unos 5 pp por debajo de los niveles máximos de mediados de 2008; véase gráfico 1 del recuadro 6.2). Por su parte, la riqueza neta siguió descendiendo como consecuencia fundamentalmente del retroceso del valor del componente inmobiliario, y, en menor medida, del financiero. La carga financiera también volvió a disminuir, gracias a la reducción del coste medio de la financiación (véase gráfico 6.6). No obstante, este indicador recoge con un cierto retraso los movimientos en los tipos de interés interbancarios, por lo que es de esperar que el ascenso que estos han registrado desde mediados de 2010 se traslade gradualmente al servicio de la deuda durante los próximos trimestres.

El descenso de la carga financiera contribuyó a que, tras la tendencia ascendente que habían presentado en los tres años previos, en 2010 las ratios de morosidad del sector disminuyeran ligeramente, tanto en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda como en los de consumo y otros fines (0,4 pp en ambos casos, hasta quedar situadas en el 2,4 % y 6,6 %, respectivamente).

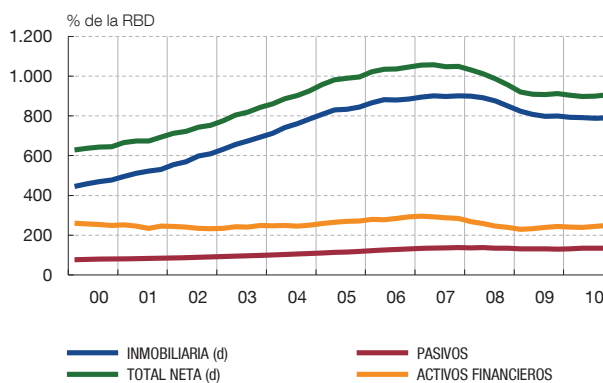
La información más reciente disponible de la Encuesta Financiera de las Familias muestra que el incremento entre 2005 y principios de 2009 en el grado de presión financiera ha sido más acusado en algunos segmentos que se encuentran en una situación comparativamente más vulnerable. Entre los hogares en los que ningún miembro trabaja la proporción de los que tienen algún tipo de crédito se incrementó más de 6 pp (el equivalente a algo menos de un 2 % del total de las familias) durante este período, hasta alcanzar el 21 %, mientras que para el conjunto del sector el ascenso fue prácticamente nulo. Este cambio, no obstante, refleja fundamentalmente el desplazamiento de un número importante de los miembros de los hogares endeudados desde la situación de ocupado a la de desempleado. Entre las familias en las que ningún miembro trabaja, el porcentaje de las que soportan una carga financiera superior al 40 % de sus ingresos se situó, a principios de 2009, próximo al 25 % (frente al 16,6 % observado para el conjunto de las familias endeudadas). Por grupos de edad, los mayores ascensos en la proporción de familias endeudadas que rebasan dicho umbral se han registrado en los hogares más jóvenes. Así, por ejemplo, en aquellos en los que el cabeza de familia tiene menos de 35 años (un 10 % de las unidades familiares), se ha elevado hasta el 24 % (9,2 pp más que en 2005).

Desde mediados de 2010, la deuda de las sociedades no financieras ha mostrado una pauta de recuperación, de modo que, a partir del tercer trimestre del año, el ritmo de crecimiento se situó en registros ligeramente positivos. Por instrumentos, esta evolución fue resultado del menor ritmo de contracción de los préstamos concedidos por las entidades de crédito residentes y la aceleración de los otorgados por no residentes, mientras que la financiación obtenida vía valores de renta fija siguió creciendo a una tasa elevada. Detrás de esta recuperación se encuentran, asimismo, patrones sectoriales diferenciados, coherentes con un proceso de desapalancamiento selectivo por ramas de actividad. Así, las

CARGA FINANCIERA Y AHORRO



RIQUEZA



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

- a Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- b Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
- c Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
- d Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado.

ligadas al mercado de la vivienda siguieron mostrando tasas de crecimiento negativas del crédito bancario, mientras que en el resto se registraron a finales de año ritmos de avance positivos o en torno a cero (véase gráfico 6.1). Por otra parte, la información disponible apunta a que las diferencias entre las compañías de mayor dimensión y las pymes (en las ramas no ligadas al sector inmobiliario) habrían sido algo menos acusadas que las observadas en las etapas más agudas de la crisis.

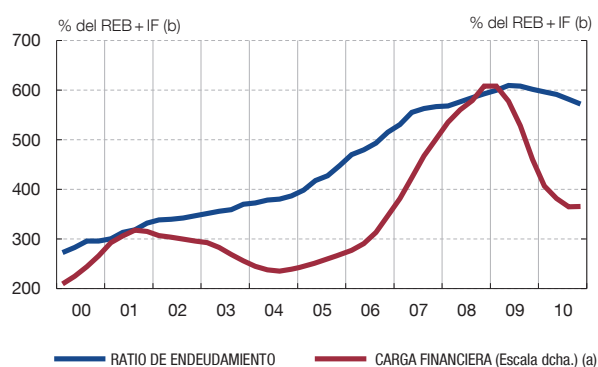
El sector pasó a presentar una capacidad de financiación positiva, por primera vez desde 1998

Las necesidades de financiación de las sociedades pasaron a presentar, por primera vez desde 1998, un saldo acreedor, por importe equivalente al 1,3 % del PIB, según las Cuentas Financieras. No obstante, la brecha de financiación, indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto de las empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, fue positiva y se situó en el 0,8 % del PIB, 0,5 pp menos que un año antes.

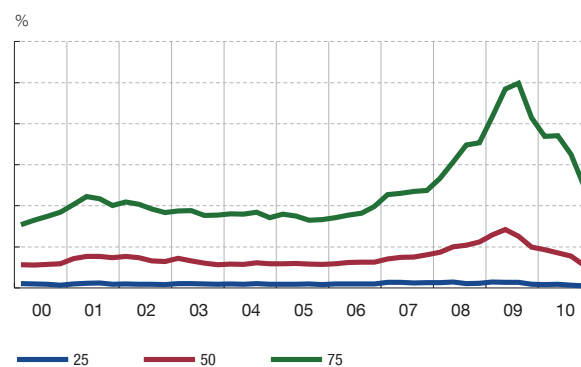
Los indicadores de posición patrimonial de las sociedades mostraron una cierta mejoría

La posición patrimonial agregada del sector mostró una cierta mejoría. La recuperación de los resultados económicos y el escaso dinamismo de los pasivos se tradujeron en un ligero descenso de la ratio de endeudamiento y un ascenso de la rentabilidad. Esta evolución, unida al descenso de los costes medios de la deuda viva, permitió que la carga financiera se redujera (véase gráfico 6.7). Además, para la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), disminuyó la dispersión de la distribución de estas ratios, al ser la mejoría más pronunciada en el caso de las empresas en una situación financiera más desfavorable. Como efecto conjunto de todo ello disminuyeron los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo, desde los registros máximos alcanzados entre finales de 2009 y principios de 2010 (véase gráfico 6.7). Estos desarrollos a nivel agregado fueron compatibles con comportamientos sectoriales diferenciados. Así, según la CBT, la mejoría en estos indicadores fue especialmente acusada en la industria, una rama que había registrado un deterioro especialmente marcado en 2009. Por otra parte, los analistas revisaron al alza las expectativas sobre los beneficios de las compañías cotizadas a lo largo de 2010, tanto a largo como, sobre todo, a corto plazo, y, para estas últimas, la tasa de crecimiento pasó a presentar valores positivos.

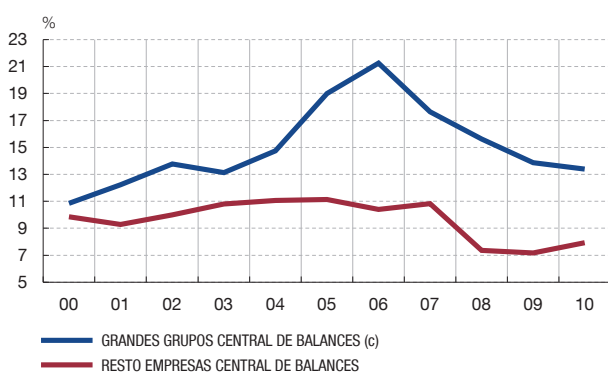
RATIO DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA



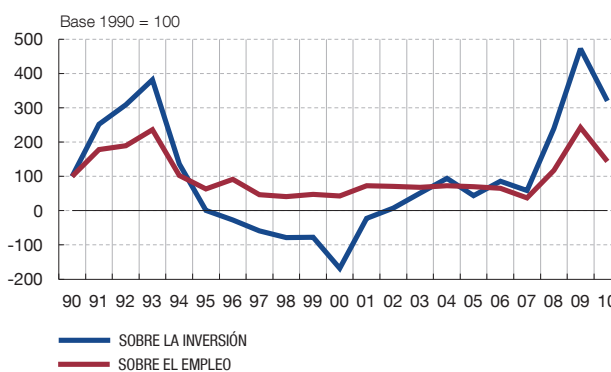
PERCENTILES DE LA RATIO DE CARGA FINANCIERA



RON/RECURSOS PROPIOS



INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (d)



FUENTE: Banco de España.

- a Estimación de pagos por intereses.  
b Excedente 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 Indicadores calculados a partir de los ratios de endeudamiento, carga financiera y rentabilidad de las empresas colaboradoras con la Central de Balances Anual y Trimestral, aplicando unos coeficientes que tienen en cuenta el impacto de estas variables sobre la inversión y el empleo, así como la importancia de cada empresa en el total en términos del stock de capital y del empleo. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base. Para mayor detalle, véase Hernando y Martínez-Carrascal (2003), «El impacto de la posición financiera de las empresas sobre la inversión y el empleo», *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España.

A pesar del ligero descenso que ha registrado, el endeudamiento de las sociedades sigue todavía en niveles muy elevados (en torno al 800 % del excedente bruto de explotación), sin que se haya reducido significativamente desde los valores de 2008. Esta ratio es especialmente alta en algunas ramas de actividad, como la construcción y los servicios inmobiliarios (véase recuadro 6.2), que son las que han presentado un mayor ascenso de la ratio de morosidad, hasta alcanzar a finales de 2010 el 13,5 % (frente a un 3,9 % en el resto de sectores).

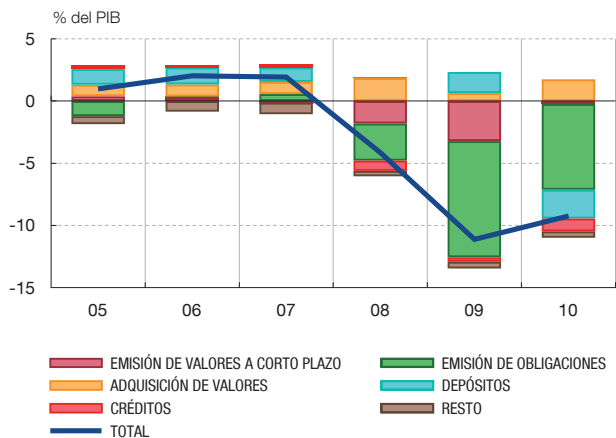
### 5.3 LAS AAPP

Las necesidades de financiación del sector público disminuyeron, aunque siguen siendo elevadas...

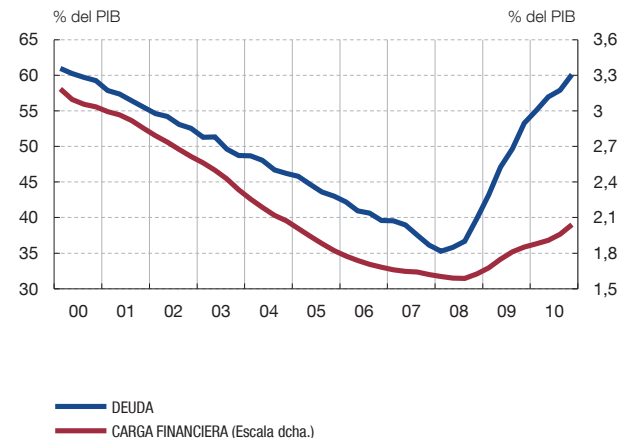
Los esfuerzos de consolidación fiscal realizados permitieron reducir el déficit público hasta el 9,2 % del PIB, 1,9 pp por debajo del de 2009. El detalle por instrumentos muestra que el déficit se ha cubierto, fundamentalmente, mediante emisiones de valores a largo plazo, que alcanzaron un importe equivalente al 6,9 % del PIB en términos netos (véase gráfico 6.8). Por otra parte, las AAPP adquirieron valores por un volumen del 1,7 % del PIB, inversiones en parte ligadas a las medidas de apoyo al sistema financiero.



OPERACIONES FINANCIERAS NETAS. DISTRIBUCIÓN POR INSTRUMENTOS (a)



RATIO DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES



FUENTE: Banco de España.

a Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.

... lo que se tradujo en un importante ascenso de los pasivos del sector y, como resultado, de las ratios de endeudamiento y carga financiera

El notable avance que, a pesar de su desaceleración, registraron los pasivos del sector (su tasa de crecimiento se situó en el 13,8%), unido al escaso dinamismo del PIB, se ha traducido en un incremento del endeudamiento, que alcanzó el 60% del PIB a finales de 2010, casi 7 pp más que en el año anterior, y de la carga financiera asociada, aunque de forma moderada, hasta alcanzar el 2% del PIB. A pesar del repunte de los tipos de interés negociados en los mercados, el coste medio de los pasivos apenas varió, debido a la lentitud con la que estos movimientos se trasladan a los pagos por intereses.