

1 Introducción

Las condiciones de financiación de la economía siguen siendo muy exigentes, en parte como consecuencia de que la situación de los mercados no se ha normalizado

La acentuación de las tensiones en el área del euro durante los meses centrales del año 2012 se tradujo en un nuevo endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados mayoristas, que ya eran muy estrictas, y desembocó en una severa crisis de financiación exterior. La disponibilidad de activos de garantía en el sistema bancario español y el mantenimiento de una política de provisión generosa de liquidez por parte del Euro-sistema permitieron amortiguar el impacto de dichas tensiones sobre la economía. Aunque desde agosto la presión se ha moderado sustancialmente, la incertidumbre sigue siendo alta y la situación no se ha normalizado completamente. Así lo reflejan los niveles demasiado elevados que, para el tono expansivo de la política monetaria, presenta el coste de financiación de los agentes residentes, una vez descontado el riesgo de crédito asociado a la situación cíclica de la economía española.

El desapalancamiento de las familias y de las empresas ha seguido avanzando lentamente, descansando en la contracción de la deuda

El proceso de desapalancamiento en el que se encuentran inmersas las empresas y las familias ha seguido avanzando lentamente y ha continuado descansando fundamentalmente en la contracción de la deuda, en un contexto de elevada presión financiera sobre estos sectores. En el medio plazo, el retroceso de los recursos ajenos seguirá siendo la principal vía de corrección de su ratio de endeudamiento, dada la debilidad de las rentas nominales, por lo que, a escala agregada, la recuperación del dinamismo del gasto de los hogares y de las sociedades no se podrá apoyar tanto como en el pasado en la expansión de sus pasivos. A escala desagregada, sin embargo, este desarrollo puede ser compatible con un mayor acceso a la financiación por parte de los agentes en una mejor situación de solvencia y con proyectos de inversión más rentables. Para ello, debe afianzarse la disponibilidad de fondos externos para la economía española, lo que requiere perseverar en políticas conducentes a garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas, avanzar en medidas estructurales que estimulen el producto potencial y concluir el proceso de recapitalización, saneamiento y reestructuración del sistema bancario.

Se han dado pasos importantes en el proceso de recapitalización, saneamiento y reestructuración del sistema bancario español

El año pasado tuvieron lugar avances importantes en dicho proceso, cuya conclusión contribuirá a mejorar la confianza de los inversores y el acceso a la financiación de las entidades, compensando los potenciales efectos directos contractivos a corto plazo sobre la oferta crediticia derivados de los ajustes en el tamaño del balance a los que deberán hacer frente las entidades que han sido recapitalizadas con fondos públicos. En todo caso, no cabe esperar que estos ajustes tengan un impacto directo significativo sobre la disponibilidad agregada de financiación para los hogares y las empresas, dado el contexto actual de debilidad de la demanda y la posibilidad de que los restantes bancos puedan compensar una parte importante de esos efectos (véase recuadro 6.1).

2 Los mercados financieros españoles

2.1 LOS PRECIOS NEGOCIADOS

Hasta finales de julio, las tensiones financieras se tradujeron en un endurecimiento de las condiciones de financiación de los sectores residentes en los mercados

Hasta finales de julio, las fuertes tensiones financieras se reflejaron en la evolución de las rentabilidades y de los precios negociados en los mercados nacionales, así como también en su volatilidad (véase gráfico 6.1). De este modo, el tipo de interés de la deuda pública española a diez años y el diferencial frente a la referencia alemana al mismo plazo aumentaron hasta alcanzar los niveles más elevados desde el inicio de la UEM, llegando a superar el 7,5 % y los 630 puntos básicos (pb), respectivamente, en la última semana de julio. Las cotizaciones bursátiles descendieron, llevando al IBEX 35 a su mínimo anual, acumulando, de este modo, un retroceso del 30,5 % con respecto a finales de 2011 (muy superior al que presentaba en ese momento el EUROSTOXX 50 de la UEM —7,1 %—, y en contraste con las ganancias que presentaba el S&P 500 estadounidense —del 6,4 %—). Asimismo, las primas de riesgo crediticio se situaron en los niveles más

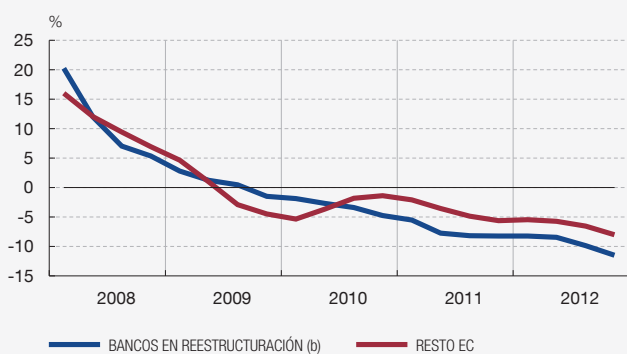
La evolución reciente del crédito a las sociedades no financieras apunta a que las instituciones en una situación de mayor debilidad están practicando unas políticas de concesión de préstamos más estrictas¹. Además, la aprobación de los planes de ajuste de las entidades que han recibido fondos públicos del FROB obliga a estas a reducir adicionalmente su volumen de crédito en los próximos cinco años. Esto suscita la cuestión de hasta qué punto las empresas que, al inicio de la crisis financiera, obtenían fondos de dichos bancos se están viendo afectadas negativamente por ello y en qué medida están pudiendo sustituir la financiación que dejan de recibir de estas entidades por fondos obtenidos de otras instituciones más sólidas.

Para contestar a estas preguntas, en este recuadro se analiza, utilizando información de la CIR, la evolución del crédito concedido por las distintas entidades a las empresas no financieras, distinguiendo entre los bancos en situación de mayor debilidad (en lo sucesivo, «bancos en reestructuración»)² y el resto de instituciones. El gráfico

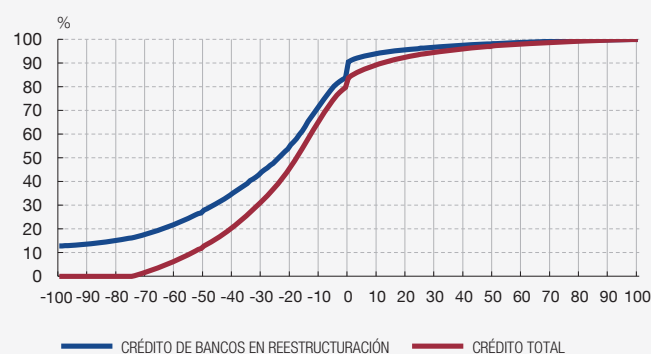
1 Véase el artículo «Un análisis de las diferencias entre entidades en la evolución del crédito al sector privado durante la crisis», en el *Boletín Económico* del Banco de España de marzo de 2013.

2 Se consideran como tales los que han sido intervenidos o controlados por el FROB en algún momento durante los últimos años y hasta finales de 2012. En concreto, son los siguientes: Banco CAM (intervenido en julio de 2011 y vendido a B. Sabadell posteriormente, el cual lo absorbe en diciembre de 2012), Catalunya Banc, NCG Banco, Unnim Banc y Banco Gallego (controlados mayoritariamente por el FROB desde septiembre de 2011, como resultado de las inyecciones de capital por parte de este; el Banco Gallego es controlado indirectamente, al ser filial de NCG Banco; Unnim Banc fue vendido posteriormente a BBVA, pero no había sido todavía absorbido por este a finales de 2012), Banco de Valencia (intervenido en noviembre de 2011 y vendido a Caixabank en febrero de 2013) y el Grupo BFA (controlado por el FROB desde mayo de 2012).

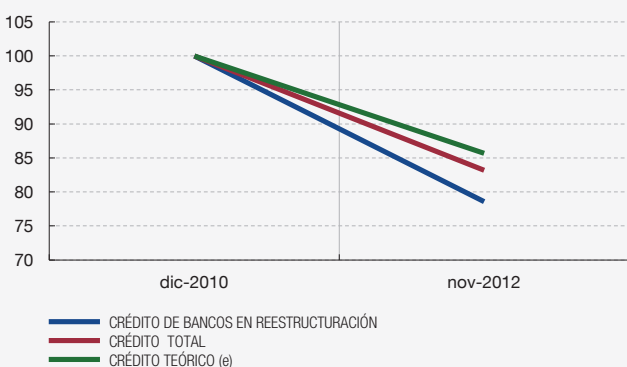
1 CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)
Tasa de crecimiento interanual (%)



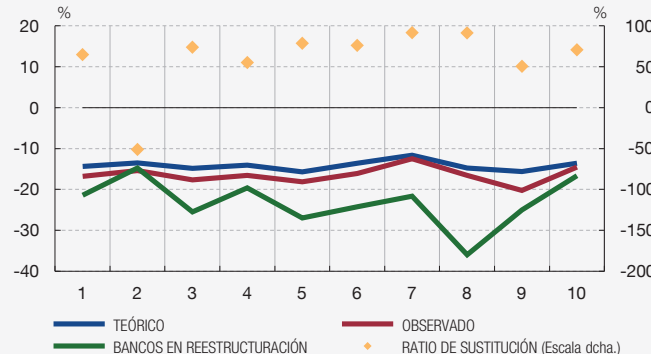
2 DISTRIBUCIÓN DE LA VARIACIÓN DEL CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS DEPENDIENTES DE BANCOS EN REESTRUCTURACIÓN, ENTRE DICIEMBRE DE 2010 Y NOVIEMBRE DE 2012 (c)



3 EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO A EMPRESAS DEPENDIENTES DE BANCOS EN REESTRUCTURACIÓN (d)



4 EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO ENTRE DICIEMBRE DE 2010 Y NOVIEMBRE DE 2012, POR SUBGRUPOS (f)



FUENTE: Banco de España.

- a El dato de 2012 corresponde al mes de noviembre.
- b Banco CAM, Catalunya Banc, NCG Banco, Unnim Banc, Banco Gallego, Banco de Valencia y Grupo BFA.
- c Porcentaje de empresas con una variación porcentual del crédito igual o inferior al valor señalado en el eje horizontal.
- d La evolución entre diciembre de 2010 y noviembre de 2012 refleja, en cada caso, la mediana del crecimiento de las empresas analizadas.
- e Evolución estimada del crédito para una empresa equivalente (en términos de sector, tamaño, antigüedad, morosidad, endeudamiento, rentabilidad, crecimiento de las ventas y del empleo), pero no dependiente de la financiación de bancos en reestructuración.
- f Categorías: 1: Total. 2: Construcción y servicios inmobiliarios. 3: Resto de sectores. 4: Microempresas. 5: Pequeñas empresas. 6: Medianas empresas. 7: Grandes empresas. 8: Empresas con crédito de bancos en reestructuración: <= 20 %. 9: Empresas con crédito de bancos en reestructuración: > 20 % y <= 80 %. 10: Empresas con crédito de bancos en reestructuración: > 80 %.

1 muestra cómo efectivamente en los primeros la financiación a las sociedades no financieras ha venido recortándose más intensamente en los últimos dos años y medio que en el resto de instituciones. Entre diciembre de 2010 y noviembre de 2012³, la caída registrada por estas entidades fue del 18%, frente al 12% para el resto. En este caso, además, la evolución de los préstamos no siguió el perfil cíclico de los otorgados por el resto del sistema en 2009 y 2010, más ajustado a la propia dinámica de la economía. Esto apuntaría a que su política de concesión de fondos estuvo más influida por otro tipo de condicionantes, menos vinculados al ciclo económico.

Sin embargo, para evaluar en qué medida esto ha supuesto una restricción para las «empresas dependientes» (entendiendo por tales aquellas que en diciembre de 2010 tenían fondos prestados de los bancos en reestructuración) es preciso tener en cuenta los posibles efectos de sustitución entre entidades. El gráfico 2 muestra, para las citadas empresas dependientes, la distribución de la variación entre las dos fechas mencionadas, del crédito bancario total recibido y del concedido solo por los bancos en reestructuración⁴. La diferencia que se observa refleja el hecho de que algunas de estas compañías han sustituido todo o parte de los fondos concedidos por estos últimos bancos por préstamos de otras instituciones.

No obstante, cierto grado de sustitución es un resultado normal en un mercado en el que los bancos compiten entre sí por la captación de clientes. Lo relevante es si ese proceso se ha producido con fluidez, de forma que las empresas dependientes de los bancos que han recortado en mayor medida su oferta no han enfrentado una restricción mayor que aquellas que recibían financiación de instituciones más sólidas. Para analizar esto se estima una ecuación que relaciona la variación del crédito total recibido por las sociedades no financieras, entre diciembre de 2010 y noviembre de 2012, con sus determinantes principales (tamaño de la compañía, fecha de constitución, sector productivo, así como indicadores de su situación financiera, incluyendo el nivel de endeudamiento, rentabilidad, crecimiento de las ventas y del empleo, y morosidad en 2010)⁵. La inclusión en dicha regresión de una variable ficticia que toma el valor 1 para las empresas dependientes permite determinar hasta qué punto estas han registrado un comportamiento del crédito significativamente distinto de las demás. Con todas las cautelas necesarias⁶, los resultados muestran que

dichas sociedades registraron un crecimiento de su crédito bancario total un 2,5% inferior al de compañías equivalentes que no se financiaban con bancos en reestructuración. En consecuencia, de aquí se deduciría que la sustitución no habría sido perfecta, por lo que esta evidencia sugiere que la existencia de bancos con dificultades tiene implicaciones negativas para la economía real⁷.

Para ilustrar la relevancia cuantitativa de los desplazamientos entre entidades, en el gráfico 3 se representan tres medidas de la caída (mediana) del crédito en las empresas dependientes: la procedente de los bancos en reestructuración, la del total de fondos recibidos y la que hubieran debido tener, de acuerdo con la ecuación estimada, si no hubieran dependido de esos bancos (crédito teórico). La comparación entre las dos primeras líneas indica que se ha producido efectivamente un cierto grado de sustitución de entidades prestamistas por parte de las compañías. La comparación entre las dos últimas (crédito total y teórico) indica que esa sustitución no habría sido completa, aunque sí sustantiva. La ratio de sustitución agregada, definida como el cociente entre, por un lado, la caída mediana del crédito total menos la del procedente de bancos en reestructuración (que mide la parte sustituida) y, por otro, la caída del crédito teórico menos la del procedente de esos bancos (que mide la necesidad de sustitución), alcanza un valor del 65%. Hay que tener en cuenta que dicha medida refleja tanto desplazamientos propiciados por un cambio en la política crediticia del prestamista habitual como decisiones autónomas que pueda haber tomado la propia empresa.

En el gráfico 4 se muestran nuevamente esas tres medidas de caída del crédito y la ratio de sustitución, para distintas agrupaciones de empresas. El grado de sustitución es mayor en los sectores distintos de la construcción y los servicios inmobiliarios (categoría 3), las grandes compañías (categoría 7) y aquellas con menos de un 20% de su crédito total procedente de bancos en reestructuración (categoría 8)⁸. Esto es coherente con el hecho de que, bien por tratarse de empresas de gran tamaño, por ser compañías que ya operaban de forma importante con otros bancos o por estar en sectores menos afectados por la crisis que la construcción y los servicios inmobiliarios, las empresas presentan menos problemas de información asimétrica para los bancos. En cualquier caso, en todas las agrupaciones consideradas existe una diferencia positiva entre la caída de la financiación total obtenida por las empresas dependientes y el descenso que hubiera debido producirse, según el modelo estimado, dadas sus características y situación económica. Es decir, en todos los casos la sustitución es solo parcial y existe un efecto negativo derivado de la dependencia de las entidades en

3 Se utiliza el dato de noviembre de 2012 y no el de diciembre para evitar que el análisis se vea afectado por la transferencia de préstamos de las entidades del grupo 1 a la SAREB que tuvo lugar en ese último mes.

4 A lo largo de todo el recuadro, la definición de crédito que se utiliza incluye tanto los saldos dispuestos como los disponibles, y tanto los mantenidos en balance como los clasificados como fallidos, en línea con el análisis del artículo mencionado en la nota al pie número 1. Esta variable se considera una mejor medida de la variación en la oferta de fondos a las empresas.

5 Para este ejercicio, los datos de la CIR se cruzan con los de la Central de Balances Integrada del Banco de España, que incluye tanto la información de la Central de Balances Anual como la de los Registros Mercantiles. La muestra final analizada comprende 285.000 empresas, de las que cerca de 68.000 tenían crédito de bancos en reestructuración en diciembre de 2010.

6 A pesar del intento de controlar todos los factores relevantes posibles, el ajuste de la regresión es reducido y, aunque los coeficientes de las

variables explicativas resultan estadísticamente significativos y con los signos esperados, no puede descartarse totalmente que parte de la diferencia atribuida a la dependencia de bancos bajo presión responda en realidad a otros determinantes no incluidos.

7 Esto estaría en línea con los resultados de Jiménez *et al.* (2012), «Credit Supply and Monetary Policy: Identifying the Bank Balance-Sheet Channel with Loan Applications», *American Economic Review*, 102 (5), pp. 2301-2326.

8 En los sectores de construcción e inmobiliario (categoría 2), la ratio es incluso negativa, ya que el crédito total a las empresas de esos sectores dependientes de bancos bajo presión se redujo ligeramente más que el concedido por esos bancos (15,4%, frente al 14,8%).

reestructuración, efecto que oscila entre 0,8 puntos porcentuales (pp) para las empresas más grandes (categoría 7) y 4,6 pp para aquellas en las que entre un 20 % y un 80 % de su crédito inicial procede de las citadas instituciones.

En resumen, la evidencia presentada en este recuadro sugiere que, en general, las empresas españolas dependientes de entidades en reestructuración habrían podido sustituir de forma signifi-

cativa los fondos que dejaron de recibir de sus prestamistas habituales, por financiación de otras entidades más sólidas. No obstante, el alcance de ese proceso de sustitución depende de las características de las compañías, por lo que la existencia de instituciones en dificultades tiene algunos efectos restrictivos a corto plazo sobre el acceso de las sociedades no financieras al crédito bancario, aunque a medio plazo el saneamiento de dichas entidades facilitará la normalización de la financiación de la economía.

altos desde el inicio de la crisis de deuda soberana, tanto para las entidades de crédito como para las sociedades no financieras.

Posteriormente, las primas de riesgo crediticio de los sectores residentes han descendido y las cotizaciones bursátiles han aumentado

Desde finales de julio, la relajación de las tensiones financieras, favorecida por diversas medidas adoptadas a escala nacional y europea comentadas en los capítulos 1 y 4 de este Informe, se ha reflejado en un descenso de las primas de riesgo crediticio de los valores emitidos por los distintos sectores residentes, aunque también se han registrado episodios de repunte de la inestabilidad (como, por ejemplo, en marzo de 2013, a raíz de las negociaciones del programa de asistencia financiera a Chipre). De este modo, la rentabilidad de la deuda pública española a diez años y su diferencial frente a la referencia alemana al mismo plazo se han reducido, situándose en la fecha de cierre de este Informe en niveles en torno al 4,2 % y los 290 pb, respectivamente; y las primas de riesgo crediticio de los valores de renta fija del sector privado han descendido, con mayor intensidad en el caso de las relativas a las entidades de crédito que en el de las sociedades no financieras. Asimismo, las cotizaciones bursátiles han aumentado en todos los sectores y su volatilidad se ha moderado. Así, desde los mínimos anuales de julio, el IBEX 35 ha acumulado una ganancia del 44,1 %, superior a la del EUROSTOXX 50 (31 %) y a la del S&P 500 de Estados Unidos (24,6 %).

2.2 LOS MERCADOS PRIMARIOS

Las AAPP emitieron un volumen elevado de valores de renta fija, aunque inferior al de 2011

Las AAPP (y, en concreto, la Administración Central) volvieron a emitir un volumen elevado de títulos de renta fija, aunque menor que el del año anterior (63,4 mm, en términos netos, 14,2 mm menos que en 2011) (véase cuadro 6.1), en un contexto en el que apelaron en mayor medida a otras fuentes de financiación alternativas (en concreto, créditos). A pesar de las tensiones que han dominado los mercados financieros en los meses centrales del año y de las reducciones de la calificación crediticia de la deuda española¹, las subastas han seguido contando con una demanda elevada, que, no obstante, descendió en los momentos de mayor inestabilidad (véase gráfico 6.1). Por instrumentos, destacó el mayor protagonismo de los bonos y de las obligaciones, con una colocación neta de 67 mm, frente a una amortización neta de letras del Tesoro. No obstante, la vida media de la deuda se redujo desde los 6,4 años en 2011 a los 5,9 años de finales de 2012.

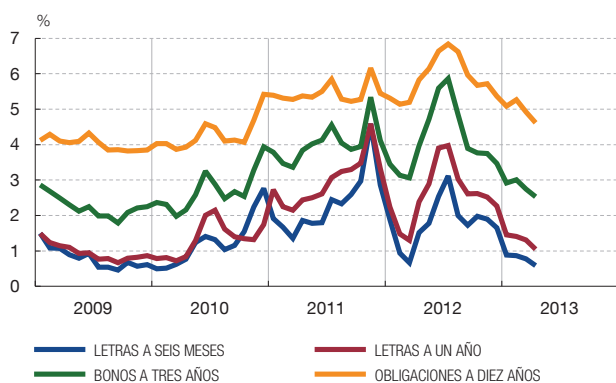
Las emisiones de renta fija de las instituciones financieras descendieron y una parte muy importante fue retenida para aumentar los activos

La emisión neta de valores de renta fija de las Instituciones Financieras Monetarias² descendió 13,5 mm en este período, hasta los 59,5 mm. Las entidades no captaron recursos por esta vía en términos netos, ya que este importe fue inferior al ascenso (de 115 mm) de su autocartera. Esto refleja que los activos se retuvieron para aumentar la disponibilidad

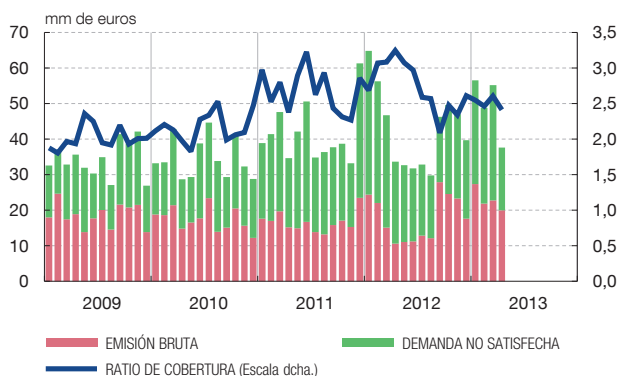
1 Standard & Poor's rebajó la calificación desde AA- a A en enero, a BBB+ en abril y a BBB- en octubre de 2012; Moody's, desde A1 hasta A3 en febrero y a Baa3 en junio; y Fitch revisó su nota desde AA- hasta A en enero y a BBB en junio.

2 Banco de España, entidades de crédito y fondos del mercado monetario.

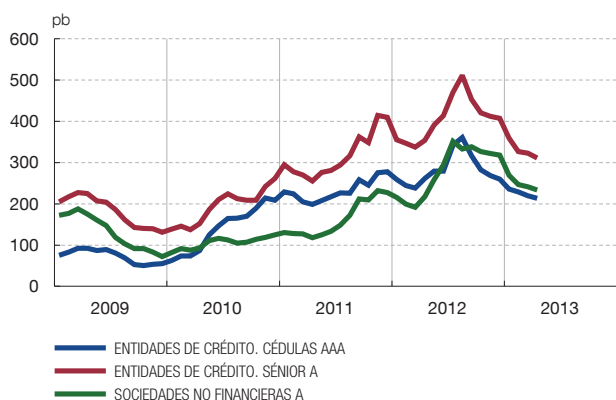
RENTABILIDAD DE LA DEUDA ESPAÑOLA (a)



SUBASTAS DE DEUDA PÚBLICA



PRECIOS TEÓRICOS DE COMPRA DE VALORES DE RENTA FIJA PRIVADA A CINCO AÑOS. DIFERENCIAL SOBRE EL TIPO SWAP (b)



ÍNDICES BURSÁTILES



FUENTES: AIAF, Bolsas y Mercados Españoles, Datastream, Banco de España y Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

a Medias mensuales.

b Promedios en un panel de contribución de 11 entidades que proporcionan cotizaciones de bonos corporativos correspondientes a valores genéricos de emisores españoles de distinta calificación crediticia.

de garantía. Las de las empresas no financieras aumentaron

de garantías con vistas a obtener liquidez en las subastas del Eurosistema. Asimismo, la oferta neta de las otras instituciones financieras volvió a ser negativa, y por un importe mayor que el de 2011 (-108,2 mm). Esta evolución vino explicada fundamentalmente por la elevada amortización de bonos de titulización, que resultó de la cancelación anticipada de algunas operaciones por motivos de gestión del colateral de las entidades de crédito. Por su parte, las emisiones netas de filiales residentes de instituciones monetarias también volvieron a ser negativas, mientras que, en contraposición, las realizadas por las sociedades no financieras directamente o a través de filiales aumentaron, aunque siguieron siendo moderadas (11,4 mm). El grueso de este importe (7,1 mm) lo canalizaron a través de filiales residentes.

El sector bancario concentró el grueso de las emisiones de valores de renta variable

La emisión neta de valores de renta variable (62,6 mm) fue muy superior a la de 2011 (33,5 mm). Por sectores, el grueso de las ampliaciones de capital (61,6 mm) se concentró en las entidades de crédito y estuvo ligado al proceso de recapitalización de la banca³. En contraposición, las emisiones de las sociedades no financieras cayeron 5,4 mm, hasta 1 mm.

3 Una parte importante de las ampliaciones de capital (36,9 mm) fue suscrita por el FROB, en el contexto del proceso de recapitalización del sector bancario español.

mm de euros

	2009	2010	2011	2012
Emisiones netas de residentes	199,8	86,0	124,5	79,7
Renta fija	189,6	70,5	91,0	17,1
Instituciones financieras monetarias	39,6	6,9	73,0	59,5
Otros intermediarios financieros	21,9	-12,2	-60,6	-108,2
De los cuales:				
Fondos de titulización	14,9	-5,9	-46,0	-99,6
Filiales de instituciones financieras monetarias	-8,8	-12,6	-18,4	-16,0
Filiales de sociedades no financieras	14,5	7,1	5,1	7,1
Sociedades no financieras	0,1	-0,7	1,0	2,4
Administración Central	119,4	63,2	69,9	63,8
AATT	8,6	13,3	7,7	-0,5
Renta variable	10,2	15,5	33,5	62,6
Instituciones financieras monetarias	3,0	7,3	26,9	61,6
Otros intermediarios financieros	0,4	0,1	0,2	0,0
Sociedades no financieras	6,8	8,1	6,4	1,0
Ofertas públicas de venta	0,0	0,5	0,0	0,0
PRO MEMORIA				
Variación de la autocartera de las instituciones financieras monetarias	2,7	12,6	67,3	115,2
Emisiones netas de filiales en el extranjero	-2,0	-8,7	-19,2	0,8
Instituciones financieras	-3,4	-10,6	-19,9	-1,3
Sociedades no financieras	1,4	2,0	0,8	2,1

FUENTE: Banco de España.

2.3 LA ACTIVIDAD EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS

Los volúmenes negociados en los mercados secundarios descendieron en todos los segmentos

En los mercados secundarios se observaron descensos generalizados de los volúmenes de negociación (véase cuadro 6.2). En el segmento de deuda pública, la contratación retrocedió sensiblemente, hasta los 14.370 mm de euros, un 29 % menos que un año antes, resultado tanto de la caída de las transacciones al contado (32 %) como de la correspondiente a las operaciones *repo* y simultáneas (28 %). Diversos factores contribuyeron a explicar esta evolución; entre ellos, el repunte de las tensiones en los meses centrales del año, la disminución del papel disponible para la negociación tras el elevado recurso de las entidades de crédito residentes a las operaciones de liquidez a tres años del Eurosistema (que implicaron la inmovilización de un volumen destacado de activos de garantía) y el desplazamiento de la actividad hacia plataformas que liquidan sus operaciones a través de cámaras de contrapartida central.

En el mercado AIAF de renta fija, los volúmenes también descendieron notablemente con respecto a 2011 (53 %). Al igual que en años anteriores, el grueso del importe total negociado en este segmento (un 84 %) se concentró en operaciones simultáneas, entre las que destacan las realizadas por el Tesoro con el fin de rentabilizar su liquidez (aunque su importe descendió sustancialmente —en casi cuatro billones de euros— con respecto a 2011) y, en menor medida, las transacciones vinculadas con la instrumentación de política monetaria, en las que los activos de garantía están admitidos a cotización en AIAF (como las cédulas hipotecarias y los bonos de titulización).

El importe negociado en las bolsas disminuyó, hasta situarse en 696 mm de euros (un 25 % menos que en el ejercicio anterior), caída que habría estado en parte asociada a

mm de euros

	2009	2010	2011	2012
Mercado de deuda pública en anotaciones (a)	18.566	18.555	20.312	14.370
Contado	2.471	4.635	6.957	4.750
Repo y simultáneas	15.945	13.765	13.128	9.473
Plazo	150	155	226	148
Mercado AIAF de renta fija	3.692	3.658	5.445	2.565
A vencimiento	367	280	336	417
Repo y simultáneas	3.325	3.378	5.109	2.148
Mercado bursátil de renta fija	75	67	71	60
Mercado bursátil de renta variable	898	1.038	926	696
Mercados MEFF de derivados	710	1.263	634	444
IBEX 35	622	1.158	571	401
Derivados sobre acciones	88	105	63	43

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

a Solo incluye operaciones con valores del Estado.

un efecto valoración, ya que retrocedieron las cotizaciones medias, y a la prohibición desde julio de crear o aumentar posiciones cortas sobre las acciones cotizadas españolas. También se redujo la actividad en el mercado de renta fija bursátil, que continúa presentando unas cifras muy reducidas en el conjunto de los mercados de renta fija, y la asociada a operaciones con derivados, que alcanzó los 444 mm (un 30 % menos que en 2011).

3 La inversión y la financiación exterior de la economía española

La acentuación de las tensiones en los meses centrales del año desembocó en una crisis de financiación exterior. Hasta agosto, los no residentes siguieron desinvirtiendo por unos importes elevados...

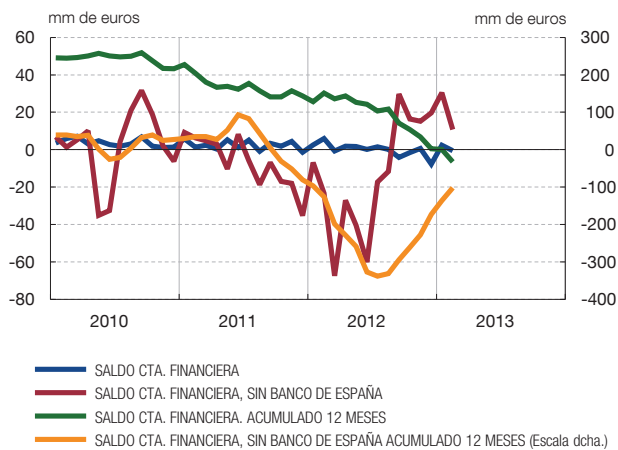
... al tiempo que los residentes aumentaron, aunque más moderadamente, sus tenencias de activos exteriores, lo que llevó a un incremento de la posición deudora del Banco de España frente al resto del mundo

Continuando con la pauta iniciada a mediados de 2011, durante los primeros siete meses de 2012 los no residentes desinvirtieron en España por unos importes elevados, lo que acabó desembocando en una crisis de financiación exterior, fundamentalmente como reflejo de la falta de confianza de estos inversores en nuestra economía, en un contexto de creciente percepción de un elevado riesgo de redenominación asociado a una eventual fractura del área del euro. Fue especialmente reseñable la disminución de las tenencias de valores (y en especial de los emitidos por las entidades de crédito y las AAPP) y de los depósitos interbancarios en entidades nacionales. La evolución de estos últimos, por otro lado, estuvo también condicionada por la oportunidad que supusieron las subastas extraordinarias del Eurosistema a tres años, con unos plazos y costes más favorables que los existentes en el mercado.

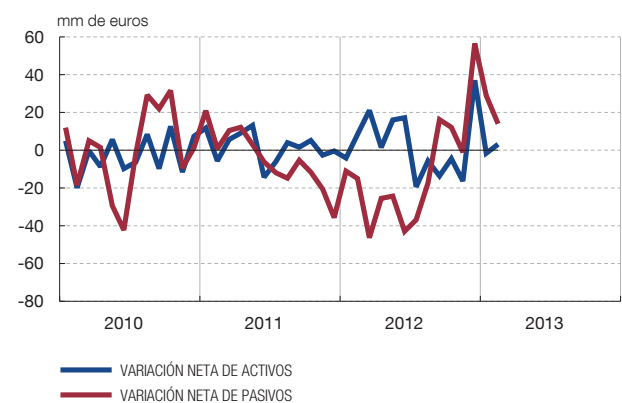
Durante este período también se observó un aumento de los activos exteriores en poder de los residentes, aunque por unos importes mucho más moderados. En particular, destacó la salida de recursos a través de créditos (en concreto, de las instituciones financieras), en parte como consecuencia de la actividad de la banca extranjera radicada en España, que habría aprovechado también las operaciones de inyección de liquidez a tres años del Eurosistema para obtener fondos en nuestro país, canalizándolos posteriormente hacia fuera de nuestras fronteras (previsiblemente, hacia sus matrices). La inversión en depósitos en el resto del mundo, incluidos los de los hogares y las sociedades no financieras, fue, en cambio, bastante moderada.

En términos acumulados de doce meses, las salidas netas de fondos de la economía española, excluyendo el Banco de España, alcanzaron su importe más elevado en julio

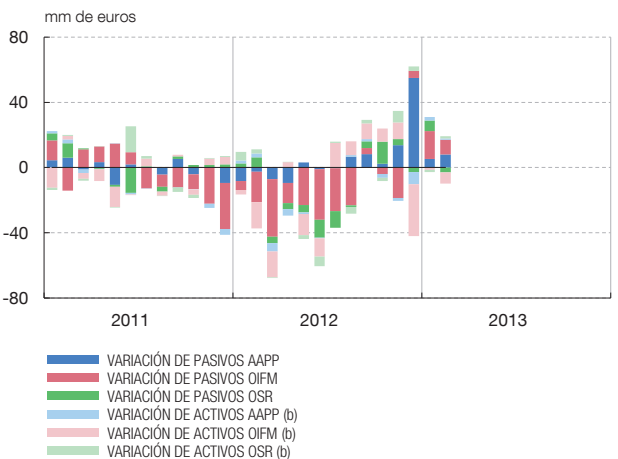
CUENTA FINANCIERA



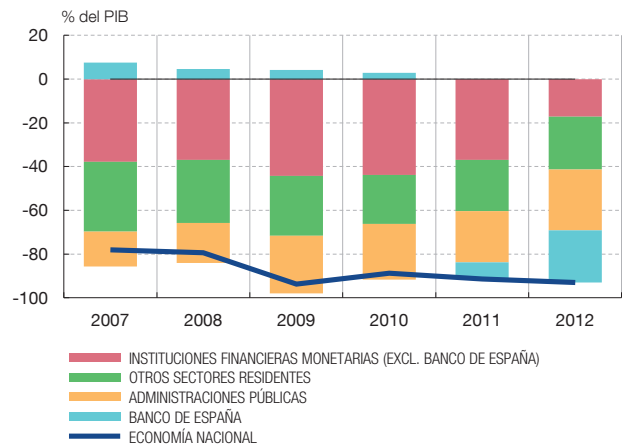
CUENTA FINANCIERA, SIN BANCO DE ESPAÑA (a)



FLUJOS FINANCIEROS PROCEDENTES DEL EXTERIOR. DESGLOSE SECTORIAL



SALDOS DE ACTIVOS FINANCIEROS NETOS FRENTE AL RESTO DEL MUNDO



FUENTE: Banco de España.

- a Los derivados financieros se contabilizan como un neto de netos y están asignados a la variación neta de activos.
- b La variación de activos mantenidos en el resto del mundo por los agentes residentes se representa con el signo contrario. No se incluye la variación de derivados financieros.

(338 mm de euros, un 32 % del PIB español) (véase gráfico 6.2). Los recursos necesarios para compensar estos flujos y cubrir las necesidades netas de financiación se canalizaron a través de un importante ascenso de los pasivos del Banco de España frente al exterior, reflejo a su vez del notable incremento del recurso de las entidades de crédito residentes al Eurosistema.

Posteriormente, la atenuación de las tensiones financieras ha contribuido a la reversión de estas tendencias

Desde agosto, estas tendencias se invirtieron, en un contexto de atenuación de las tensiones financieras comentado con mayor detalle en el capítulo 4 de este Informe. La economía española, excluyendo al Banco de España, pasó a captar recursos del exterior en términos netos, patrón que se ha prolongado en la parte transcurrida de 2013. Esta evolución resultó tanto de la recuperación de la inversión del exterior en la economía española, que pasó a ser positiva a partir de septiembre por primera vez desde mediados de 2011, como de la venta de activos exteriores en manos de los sectores residentes. Por instrumentos, la recuperación de la inversión foránea en España se concentró en valores de renta fija (y,

en concreto, en los emitidos por las AAPP) y en acciones y otras participaciones. La entrada de fondos se vio además reforzada en diciembre por la ayuda financiera europea procedente del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) para la recapitalización del sistema bancario español, que supuso un incremento de cerca de 40 mm de euros en los pasivos del sector público. Esta operación se reflejó también en un ascenso de los activos de las instituciones financieras residentes (en concreto, de valores emitidos por el MEDE) frente al resto del mundo.

El saldo de los pasivos netos de la nación frente al exterior sigue en niveles muy elevados

Aunque las necesidades de financiación de la nación se redujeron hasta hacerse prácticamente nulas, la posición deudora neta de la economía española frente al resto del mundo aumentó hasta el 92,9 % del PIB a finales de 2012, 1,6 pp más que un año antes (véase panel inferior derecho del gráfico 6.2), como resultado, fundamentalmente, de las variaciones en el precio de los activos y en el tipo de cambio. Atendiendo al desglose sectorial, destacan, por un lado, la caída de la deuda externa neta de las entidades de crédito —de 20 pp, hasta el 17 %— y, por otro, el notable incremento de la posición deudora neta del Banco de España —de 16 pp, hasta el 24 %—, reflejo en ambos casos de la sustitución de la deuda externa de las instituciones financieras por pasivos frente al Eurosistema, canalizados a través del Banco de España.

4 Los intermediarios financieros españoles

4.1 LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

La actividad de las EC se desarrolló en un entorno muy complejo

La actividad de las entidades de crédito (EC) se desarrolló en un contexto muy adverso, no solo por las dificultades de financiación en los mercados mayoristas, sino también por la trayectoria contractiva de la economía española y por la corrección en los precios inmobiliarios. Todo ello se tradujo en deterioros adicionales de su cartera crediticia, especialmente en el segmento vinculado a la promoción inmobiliaria. No obstante, cabe destacar que durante 2012 se dieron pasos importantes en el saneamiento, reestructuración y recapitalización del sistema bancario.

El agravamiento de los problemas de confianza en el sector llevó a la adopción de medidas destinadas a despejar las incertidumbres sobre su solidez

Así, en primer lugar, los reales decretos leyes 2/2012 y 18/2012 exigieron un saneamiento notable de las exposiciones al sector inmobiliario (préstamos y activos adjudicados), tanto problemáticas como en situación normal. Fruto de esos cambios regulatorios y de la propia dinámica de la economía, las dotaciones y saneamientos de activos financieros en 2012 se elevaron en más de un 100 % con respecto al nivel registrado el año anterior (véase cuadro 6.3), superando los 100 mm de euros, tanto a nivel consolidado como individual. Ante estas elevadas dotaciones, y pese al crecimiento del margen de intereses y a la reducción de los gastos de explotación, las EC españolas registraron unas pérdidas contables de más de 50 mm de euros, lo que supone un 1,4 % de los activos totales medios consolidados. El grueso de estas pérdidas se concentró en las entidades que recibieron ayudas públicas para recapitalizarse.

Las pruebas de resistencia realizadas en torno al verano arrojaron una estimación de necesidades adicionales de capital moderadas bajo un escenario macroeconómico muy adverso...

Por otro lado, las pruebas de resistencia realizadas en torno al verano contribuyeron a aumentar la transparencia con respecto a la situación de las entidades. Estas pruebas, llevadas a cabo por analistas independientes, estimaron que, en un escenario macroeconómico muy adverso, las necesidades adicionales de capital se concentrarían en un grupo limitado de instituciones que representaban el 38 % de la cartera crediticia analizada (que, a su vez, suponía un 90 % de la del total del sistema) y serían relativamente moderadas (57 mm de euros). A pesar de ello, dado que la recapitalización requería la aportación de fondos públicos en algunos casos, y teniendo en cuenta las dificultades para captarlos en condiciones razonables en un contexto de elevadas tensiones financieras, el Gobierno español solicitó asistencia financiera a nuestros socios comunitarios para llevarla a cabo.

ENTIDADES DE CRÉDITO (a):
BALANCE Y CUENTA DE RESULTADOS

CUADRO 6.3

	Consolidado			Individual		
	dic-11	dic-12	T. interan. (%)	dic-11	dic-12	T. interan. (%)
Principales partidas del balance (% de AT)						
Activo total (mm de euros)	3.921,9	3.892,2	-0,8	3.170,9	3.110,5	-1,9
Crédito	61,5	56,6	-8,7	58,0	52,0	-12,0
<i>Del cual: sector privado residente en España</i>				52,2	46,1	-13,3
Valores representativos de deuda	12,7	14,8	15,7	13,0	16,1	20,8
Resto de activo	25,8	28,6	10,0	29,0	31,9	7,9
Pasivo						
BE y otros bancos centrales	5,3	9,8	83,8	6,0	11,7	93,0
Depósitos interbancarios (b)	15,5	12,5	-20,4	19,5	15,7	-20,9
Depósitos de la clientela (c)	45,0	46,0	1,5	42,4	43,8	1,3
<i>Del cual: hogares y soc. no fin. residentes en España</i>				29,1	29,7	-0,2
Valores negociables	13,8	13,1	-6,2	10,6	9,5	-12,2
Resto de pasivo	14,6	13,1	-11,1	15,5	13,9	-12,0
Patrimonio neto	5,8	5,6	-3,7	6,0	5,4	-11,5
Cuenta de resultados (% de ATM)						
(+) Productos financieros	3,77	3,61	-0,4	2,80	2,67	-2,5
(-) Costes financieros	2,05	1,83	-7,1	1,78	1,57	-9,8
Margen de intereses	1,73	1,79	7,6	1,02	1,10	10,1
Margen bruto	2,65	2,66	4,1	1,90	1,96	5,7
(-) Gastos de explotación	1,36	1,33	1,2	0,95	0,91	-2,4
(-) Dotaciones y saneamiento de activos financ.	0,98	2,48	163,7	0,83	2,96	265,1
Resultado de la actividad de explotación	0,32	-1,15	—	0,12	-1,91	—
Resultado después de impuestos	0,04	-1,39	—	-0,31	-2,21	636,7
Ratios (%)						
Solvencia	12,1	11,5				
Solvencia básico	10,3	9,8				
Activos dudosos/AT	4,2	5,1		4,5	5,5	
Cobertura de dudosos	57,3	68,1		58,6	75,4	
Eficiencia (GE/MB)	51,2			50,1	46,2	
ROE (d)	0,7	-22,1		-4,9	-35,9	

FUENTE: Banco de España.

a No se tienen en cuenta las cajas de ahorros sin actividad financiera directa.

b Incluye operaciones del mercado monetario con entidades de contrapartida central.

c Incluye pasivos con fondos de titulización

d Aunque se presenta tanto a escala consolidada 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.

... que se han cubierto mediante la recapitalización del sector, apoyada en gran parte en la ayuda financiera del FROB y del MEDE

La solicitud de ayuda financiera a las instituciones europeas en julio y el consiguiente préstamo de 41 mm de euros del MEDE han ayudado a cubrir las necesidades de capital detectadas en aquellas EC que no pudieron obtener los recursos necesarios por su propia cuenta en los mercados. Estas ayudas se han canalizado a través del FROB, que inyectó 37 mm en los bancos del grupo 1 en diciembre de 2012, y algo menos de 2 mm en los del grupo 2 en marzo del año en curso (salvo en el caso de Banco CEISS, que las recibió en el mes de abril). Estas cifras se completan con los 2,5 mm aportados para la capitalización de la SAREB (una nueva institución que se encarga de gestionar los activos transferidos por las entidades que han recibido ayuda pública). De acuerdo con los programas de reestructuración aprobados, las instituciones receptoras se han comprometido, a cambio de estas ayudas, a realizar durante los próximos años importantes medidas de ajuste de

negocio, así como reducciones de plantilla y red de oficinas, y a implementar un esquema de distribución de pérdidas entre los tenedores de valores híbridos emitidos por ellas, pendiente de ejecución a la fecha de cierre de este Informe. Estas mismas entidades tuvieron que transferir obligatoriamente —y con un descuento medio sobre el valor en libros superior al 50 %— la práctica totalidad de sus créditos para promociones inmobiliarias y sus activos fijos (inmuebles o suelo) adjudicados a la SAREB. Todas estas condiciones, así como los compromisos regulatorios y de supervisión asumidos por las autoridades españolas, se encuentran recogidos en un Memorando de Entendimiento, tal y como se explica con detalle en el recuadro 1.3 del capítulo 1 de este Informe.

Los avances realizados permiten a las entidades de crédito encarar los retos a los que se enfrentan desde una posición de mayor fortaleza

Como resultado de todo este proceso de saneamiento, recapitalización y reestructuración, las EC españolas afrontan los retos pendientes desde una posición de mayor fortaleza financiera. Tras las dotaciones realizadas en 2012, los saneamientos acumulados desde diciembre de 2007 ascienden a 200 mm de euros (un 8,7 % del crédito a la clientela total, a nivel consolidado, a comienzos de dicho período). Esto ha permitido que se den de baja del balance préstamos por valor de 110 mm y que la cobertura de dudosos se sitúe en el 68 % (11 pp por encima del dato de cierre de 2011). Además, la transferencia a la SAREB ha supuesto una reducción de la exposición al sector inmobiliario de 106 mm de euros, en términos nominales, entre créditos y activos adjudicados. Como contrapartida de dicha transferencia y de la recapitalización por parte del FROB, las entidades afectadas obtuvieron títulos de la SAREB (por valor de casi 51 mm) y del MEDE (por otros 39 mm de euros). Las elevadas pérdidas asumidas en 2012 afectaron a los recursos propios totales, situándose la ratio de solvencia global agregada, a final de año, en el 11,5 %. La ratio de solvencia básica se situó en un 9,8 %, y la de capital principal —cuya definición coincide con la de *core capital* de la EBA—, en un 9,2 %.

Pero las entidades de crédito siguen enfrentándose a importantes retos

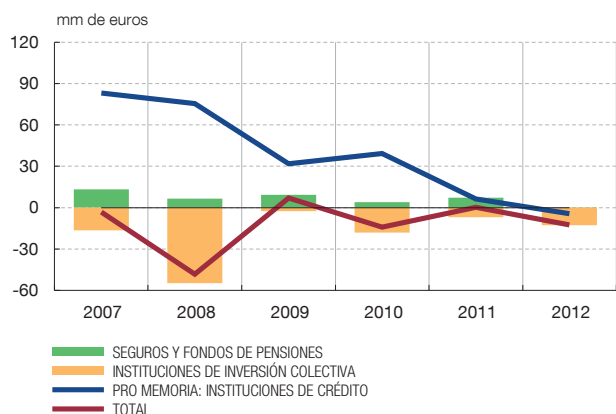
A corto y medio plazo, las EC se enfrentan a importantes retos, en un contexto de elevada incertidumbre. Por un lado, la debilidad económica y el ajuste del sector inmobiliario continuarán lastrando su cuenta de resultados. Por otro, se deben seguir dando los pasos previstos para culminar su reestructuración, proseguir el ajuste de su capacidad instalada y avanzar en el cumplimiento de los futuros requerimientos de capital y liquidez. Todo ello, en un entorno en el que las presiones sobre sus costes y disponibilidad de financiación, si bien se han reducido, continúan siendo importantes.

Hasta finales de julio, las tensiones dificultaron el acceso a financiación, elevando el recurso de las entidades al Eurosistema, aunque ha descendido posteriormente

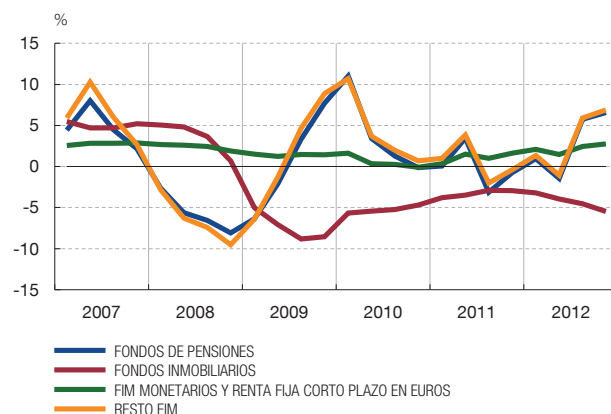
Hasta finales de julio, las entidades de crédito encontraron importantes dificultades para captar fondos en los mercados mayoristas, especialmente durante los meses centrales del año, lo que se reflejó en una contracción de la financiación interbancaria, de la obtenida vía emisión de valores negociables y de otros depósitos de la clientela mayorista (véase cuadro 6.3). En el caso de los depósitos minoristas, los movimientos fueron de cuantía reducida, ya que, ajustados por los desplazamientos hacia valores de renta fija emitidos por las propias EC y comercializados entre su clientela, registraron una caída máxima interanual del 2,9 % en julio del año pasado. En este contexto, las entidades incrementaron de forma sustancial su recurso al Eurosistema, fenómeno que se vio facilitado por la posibilidad de financiarse a un plazo de tres años y con un coste reducido mediante las operaciones extraordinarias de inyección de liquidez a tres años de diciembre de 2011 y marzo de 2012.

Desde agosto, el acceso de las entidades a la financiación ha mejorado sustancialmente. Así, se han producido una estabilización de los depósitos mayoristas y una recuperación de los minoristas (su tasa de variación interanual ha pasado a ser positiva en los meses iniciales del año en curso), que, unidas a la disminución de los fondos concedidos por las EC,

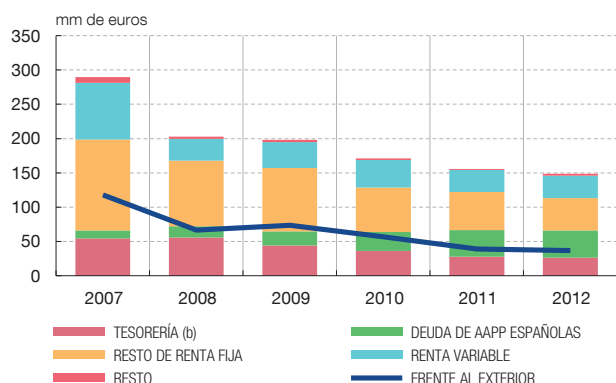
FONDOS CAPTADOS POR OTROS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS (a)



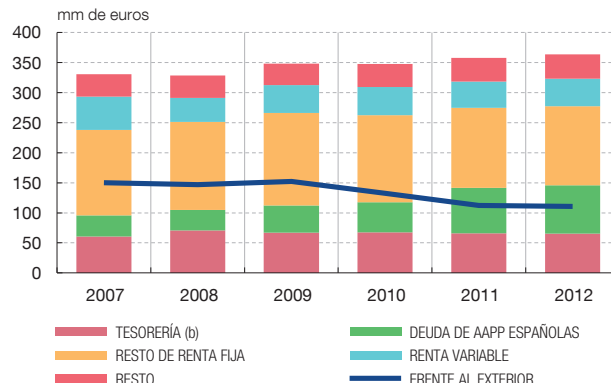
RENTABILIDAD ANUAL



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.

ha permitido reducir el recurso neto al Eurosistema (entre agosto de 2012 y marzo de 2013 disminuyó 133 mm de euros, casi la mitad del incremento registrado desde noviembre de 2011).

4.2 LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

Los recursos netos captados por los inversores institucionales españoles fueron negativos, en un contexto en el que familias y empresas desinvertieron en activos financieros

La desinversión en activos financieros por parte de hogares y sociedades no financieras contribuyó a que los recursos netos captados por los inversores institucionales españoles fueran negativos en este período (véase gráfico 6.3). Las instituciones de inversión colectiva (IIC) registraron salidas netas por 12 mm de euros (algo superiores a los 7 mm de 2011), mientras que las entradas netas de los seguros y fondos de pensiones fueron prácticamente nulas (frente a 7 mm de euros en el año anterior).

Las rentabilidades aumentaron en la mayoría de segmentos

Las rentabilidades mejoraron en general, siendo positivas en todos los casos, excepto en los fondos inmobiliarios, segmento que se vio afectado negativamente por la evolución desfavorable de los precios de la vivienda. En consecuencia, el patrimonio total de las IIC

se redujo en menor medida que el año anterior (un 4,5 %, frente a un 9 %)⁴. En los seguros y fondos de pensiones, en cambio, se elevó en un 1 %, frente al 3 % registrado en 2011.

La actividad de las entidades de capital riesgo volvió a contraerse. Predominaron nuevamente las operaciones de fondos internacionales con actividad en nuestro país

Por su parte, la actividad de las entidades de capital riesgo volvió a contraerse en 2012. De acuerdo con información provisional de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), la captación de nuevos fondos y las inversiones realizadas descendieron un 9 % y un 22 %, respectivamente, hasta 2,2 mm y 2,5 mm de euros, respectivamente. Además, predominaron nuevamente las operaciones de fondos internacionales con negocio en nuestro país, que supusieron entre un 60 % y un 70 % del total.

5 Las condiciones de financiación, los flujos financieros y la posición patrimonial del sector no financiero

5.1 LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN Y LOS FLUJOS FINANCIEROS DE LOS HOGARES Y DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Las condiciones de financiación del sector privado siguen siendo muy restrictivas para el tono de la política monetaria...

Las condiciones de financiación de los hogares y de las sociedades no financieras siguen siendo muy restrictivas para el tono expansivo de la política monetaria. Ello se refleja, primeramente, en los tipos de interés del crédito, que registraron retrocesos mucho más modestos que las rentabilidades de mercado de referencia utilizadas en estas operaciones —sobre todo, en los segmentos de mayor riesgo—, de modo que siguen muy por encima de los niveles observados en los países del núcleo de la UEM (véase gráfico 6.4). En el caso de las sociedades, se ha ampliado la divergencia entre el coste de los préstamos de menor importe (menos de 250.000 euros, utilizados con mayor probabilidad por las pymes) y el de los de mayor cuantía (más de un millón de euros), que en marzo de 2013 alcanzaba los 3 pp.

Además, de acuerdo con las contestaciones de las entidades españolas a la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), los criterios aplicados para la aprobación de nuevos préstamos volvieron a hacerse algo más exigentes, partiendo de una situación en la que ya eran muy restrictivos, tras el intenso endurecimiento registrado entre 2007 y 2009. De acuerdo con las respuestas de los encuestados, los factores que más han pesado a la hora de explicar este tensionamiento adicional han sido los relacionados con las dificultades de acceso a fondos externos a las que se enfrentaron las entidades.

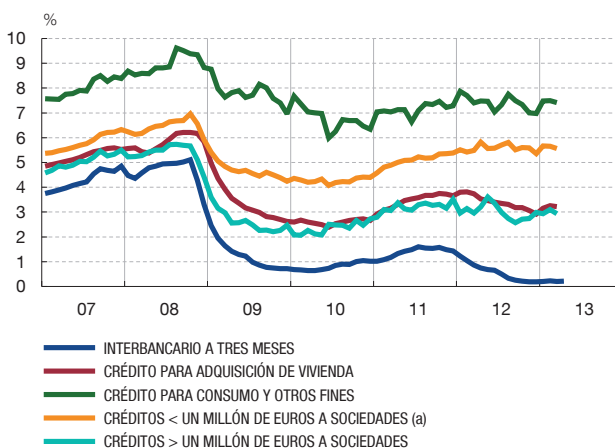
Estas condiciones de financiación restrictivas reflejan, en una parte, la situación cíclica más desfavorable de la economía española y su repercusión directa sobre las primas de riesgo crediticio. No obstante, las diferencias observadas con el núcleo de la UEM son de una magnitud muy importante y difícilmente pueden justificarse exclusivamente por este factor, por lo que otra parte de la dureza de las condiciones responde a la pronunciada fragmentación del sistema financiero de la zona del euro, que impide una transmisión completa del tono expansivo de la política monetaria al coste de financiación de las familias y de las empresas de este país.

... contribuyendo, junto con otros factores, a que se intensifique el descenso de la deuda de los hogares y de las sociedades...

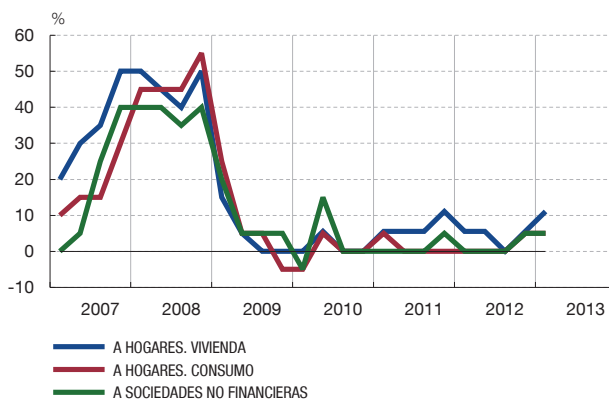
Las estrictas condiciones de financiación, el incremento del riesgo de crédito de los prestatarios y el descenso de la demanda de fondos asociado tanto a la debilidad del gasto como a la necesidad de corregir el excesivo endeudamiento llevaron a una intensificación en la contracción de la deuda de los hogares y de las sociedades. Así, en marzo de 2013 el retroceso interanual del crédito a las familias se situó en el 3,9 % (1,5 pp más que a finales de 2011). El desglose por finalidades evidencia que este patrón resultó fundamentalmente de la acentuación de la caída de los préstamos para adquisición de vivienda (del 1,7 % al 3,8 %), ya que el ritmo de disminución de la financiación para consumo y otros fines se redujo 0,4 pp, situándose en el 4,3 %.

4 Sin embargo, el patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España se elevó un 27 %, tras el retroceso observado en 2011, alcanzando un valor próximo a los 38 mm de euros (lo que supone un 25 % del patrimonio total de las IIC españolas).

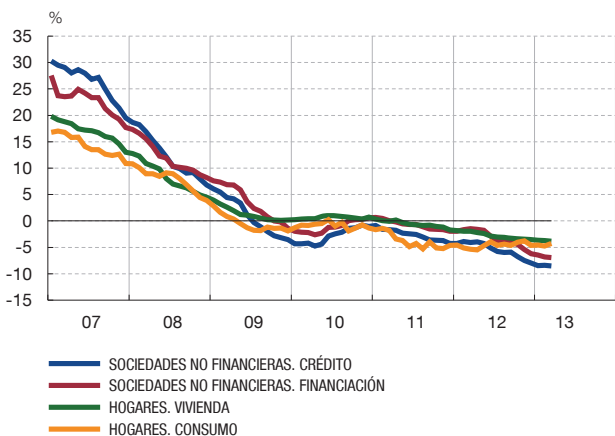
TIPOS DE INTERÉS



CONDICIONES DE OFERTA DE PRÉSTAMOS BANCARIOS (b)



EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO (c)



PRECIO DEL METRO CUADRADO EN VIVIENDA TASADA



FUENTES: Banco Central Europeo, Ministerio de Fomento y Banco de España.

- a 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 del indicador de difusión, de modo que un signo positivo significa un endurecimiento.
- c Tasas interanuales.

La contracción de la deuda de las sociedades se intensificó en mayor medida, situándose la tasa de disminución interanual próxima al 7 % en ese mismo mes⁵. Por instrumentos, esta evolución resultó del mayor retroceso del crédito bancario concedido por entidades residentes, cuya caída interanual en esa fecha era del 8,5 % (4,3 pp más que al cierre de 2011), y de los préstamos de no residentes, que desde mediados de 2012 han pasado a presentar un ritmo de avance interanual negativo (del 5,5 % a finales del ejercicio). Por el contrario, la financiación mediante valores de renta fija, modalidad utilizada por las empresas de mayor dimensión, ha seguido mostrando un mayor dinamismo, con tasas de expansión positivas (5,9 % en marzo de 2013), que reflejan una sustitución de crédito bancario por valores en los pasivos de las grandes empresas. La reducción de la deuda bancaria se acentuó en la mayoría de ramas de actividad, aunque de forma especialmente acusada en los servicios inmobiliarios, donde el retroceso alcanzó el 12,4 % a finales de año. En la construcción se situó en el 10,1 %, y en la industria, en el 8,5 %. Por otra parte,

5 Todas estas tasas están ajustadas del efecto del traspaso de préstamos a la SAREB.

la información disponible apunta a que, nuevamente y a diferencia de lo observado al inicio de la crisis, las reducciones habrían sido similares para las compañías de mayor dimensión y para las pymes en las actividades no vinculadas al mercado de la vivienda (para estas últimas, en cambio, la contracción habría sido ligeramente menor para las empresas grandes), si bien hay que tener en cuenta que la financiación total de las primeras se ha reducido menos, en parte porque han compensado el descenso de los préstamos bancarios con el incremento de la emisión de títulos.

... aunque, en el caso de las sociedades, la contracción agregada de estos pasivos está siendo compatible con la existencia de un segmento no despreciable de empresas que están aumentando su deuda

Un análisis microeconómico de la evolución del crédito de las empresas muestra que la corrección observada en esta variable a escala agregada ha sido compatible con la existencia de un porcentaje significativo de sociedades cuya deuda bancaria ha seguido elevándose. Este patrón se ha observado en la mayoría de ramas productivas, y tanto en las pymes como en las empresas grandes. Las sociedades cuyos recursos ajenos aumentaron eran, en promedio, más rentables, estaban menos endeudadas y registraron un mayor dinamismo de las ventas (véase recuadro 6.2). Lógicamente, unas condiciones de financiación menos restrictivas contribuirían a que el segmento de compañías que elevan sus pasivos fuese mayor.

5.2 LA POSICIÓN PATRIMONIAL DE LOS HOGARES Y DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

La caída de las rentas de las familias ralentizó el proceso de desapalancamiento del sector...

La reducción de la deuda ha permitido que el proceso de desapalancamiento de las familias siga avanzando, si bien la evolución desfavorable de sus rentas ha limitado la caída de la ratio de endeudamiento, que a finales de 2012 se situaba en torno al 123 % de la renta bruta disponible (RBD), apenas 7 pp por debajo de los niveles máximos de finales de 2007. Del mismo modo, la disminución de la carga financiera en relación con los ingresos del sector ha sido muy modesta, a pesar de la disminución que han registrado tanto los pagos por intereses, vinculados al descenso del coste medio de la deuda viva (que en buena parte está referenciado al euríbor a un año), como los asociados a la amortización de los préstamos (véase gráfico 6.5). A pesar del recorte de los gastos financieros, la capacidad de ahorro, una vez descontados los pagos por devolución de las deudas, ha seguido descendiendo, pasando a situarse en niveles negativos. Otro factor que también ha debilitado la posición financiera de los hogares ha sido el descenso de su riqueza neta, como resultado del retroceso del valor tanto de su cartera de activos financieros como, fundamentalmente, de los inmobiliarios, en línea con la disminución del precio de la vivienda, que fue del 10 % en 2012. Esta trayectoria descendente del valor de los activos inmobiliarios se ha prolongado durante el primer trimestre de 2013, acumulando una caída del 28 % (34 % en términos reales) desde comienzos de 2008.

... y aumentó el porcentaje de hogares sometidos a una elevada presión financiera

Aunque la progresiva traslación del descenso de las rentabilidades interbancarias al coste de la deuda viva referenciada a estos tipos ha supuesto un cierto alivio para las familias endeudadas, el deterioro del mercado laboral y de las rentas y el retroceso de su riqueza neta han contribuido a que aumente el porcentaje de hogares sometidos a un elevado grado de presión financiera, como refleja el incremento registrado en la ratio de dudosos de los créditos a este sector. Así, en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda se situó en el 4 % a finales de 2012, mientras que en los destinados a consumo y otros fines alcanzó el 9,5 % (1,1 pp y 2,6 pp por encima de los niveles de finales de 2011, respectivamente). Asimismo, la disminución del ahorro no destinado al servicio de la deuda a escala agregada sugiere que el colchón del que disponen algunos hogares para hacer frente a posibles perturbaciones adversas se ha reducido.

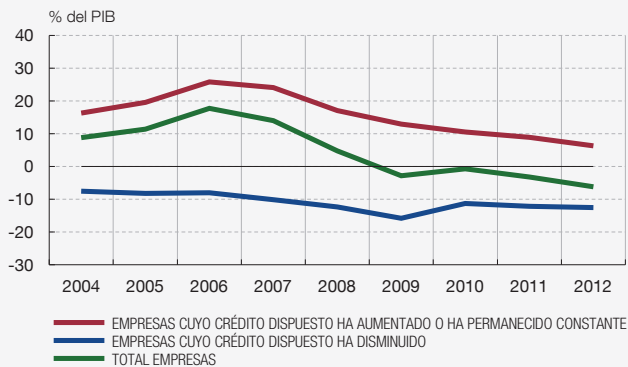
Las empresas volvieron a presentar capacidad de financiación...

Según la Contabilidad Nacional, en 2012 aumentó la capacidad de financiación de las sociedades no financieras hasta el 3,6 % del PIB, 1,8 pp más que un año antes. Este incremento resultó, fundamentalmente, del aumento de su ahorro bruto, que, dadas la necesidad

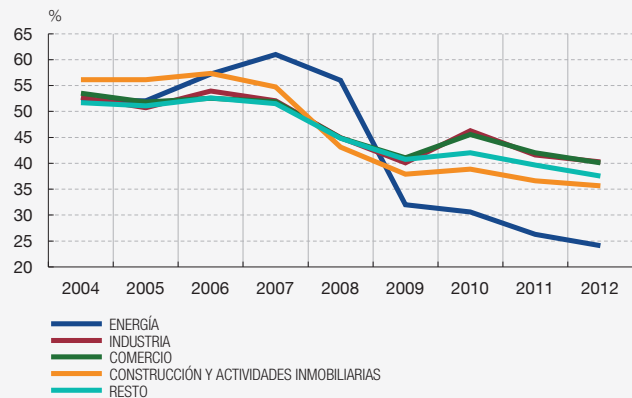
El endeudamiento de las sociedades no financieras ha registrado en los últimos años un lento y progresivo descenso, tal y como reflejan los datos de las cuentas financieras. Según esta información, el retroceso acumulado por el nivel de deuda en

este sector, desde los máximos alcanzados en 2009 hasta finales de 2012, ha sido del 12,1%. Esta evolución se explica principalmente por el comportamiento del crédito bancario, que constituye la principal vía de financiación de las compañías, especialmente

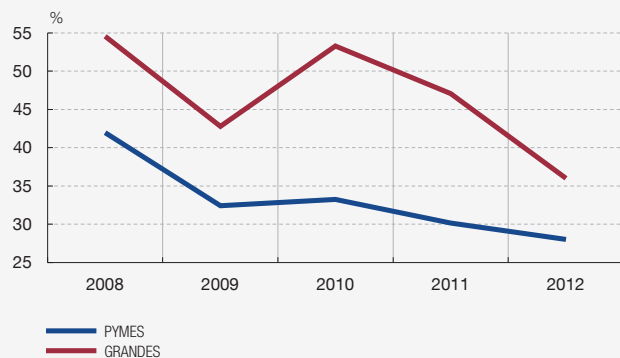
1 CRECIMIENTO DEL CRÉDITO DISPUESTO: FLUJO EN PORCENTAJE DEL PIB (a)



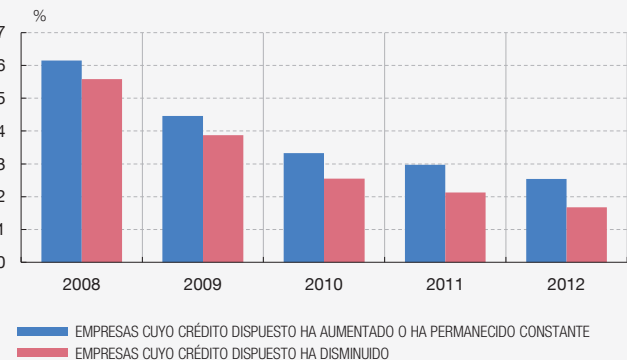
2 PORCENTAJE DE EMPRESAS CUYO CRÉDITO DISPUESTO HA AUMENTADO O HA PERMANECIDO CONSTANTE. DESGLOSE POR SECTOR (a)



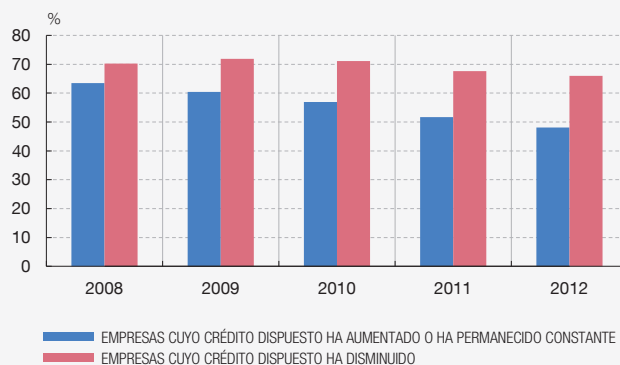
3 PORCENTAJE DE EMPRESAS CUYO CRÉDITO DISPUESTO HA AUMENTADO O HA PERMANECIDO CONSTANTE. DESGLOSE POR TAMAÑO (b) (c)



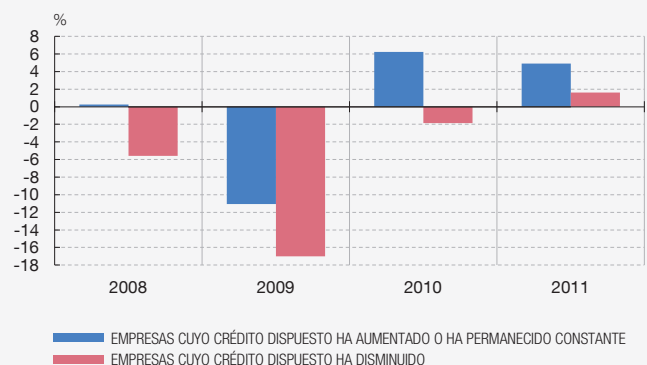
4 MEDIANA DE LA RENTABILIDAD DEL ACTIVO NETO EN t - 1 (b) (d)



5 MEDIANA DE LA RATIO DE ENDEUDAMIENTO EN t - 1 (b) (e)



6 TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DE LAS VENTAS (b)



FUENTE: Banco de España.

- a Cálculos realizados con información proveniente de la Central de Información de Riesgos.
- b Cálculos realizados con información cruzada de la Central de Información de Riesgos y de la Central de Balances. Se han excluido de la muestra las empresas con emisiones de valores de renta fija.
- c Media de los porcentajes correspondientes de cada sector.
- d Rentabilidad del Activo Neto, definida como (Resultado Ordinario Neto + Gastos Financieros) / Activo Neto.
- e Ratio de Endeudamiento, definida como Recursos Ajenos con Coste / Activo Neto.

de las de menor dimensión. En el presente recuadro se analiza este proceso de desendeudamiento desde un enfoque micro-económico, para comprobar si esta evolución ha sido homogénea entre las empresas.

El gráfico 1, basado en datos de la CIR sobre crédito dispuesto, revela que la contracción experimentada desde 2009 ha sido compatible todos los años con la existencia de un importante flujo de financiación positivo en algunas sociedades¹. El incremento de crédito registrado para las compañías en esta situación, en un contexto de coyuntura económica adversa y de condiciones de financiación estrictas, ha sido lógicamente menor que el de los ejercicios más expansivos, si bien ha permanecido en volúmenes notables, cercanos al 9 % en relación con el PIB de esos años.

Al analizar el mismo fenómeno en términos del número de empresas, se observa que desde el inicio de la crisis en 2008 se ha ido reduciendo el porcentaje de sociedades que cada año registró un aumento (o estabilidad) de su financiación bancaria, a pesar de lo cual se mantuvo en valores destacados, en torno al 40 %, para casi todos los sectores de actividad (véase gráfico 2). Hubo, no obstante, algunas ramas en las que el descenso fue más acusado, como la de construcción y actividades inmobiliarias, más afectada por la crisis, o la de energía, en la que el porcentaje disminuyó rápidamente, hasta situarse en un 25 % en 2012. El descenso en este agregado viene explicado tanto por los procesos de desendeudamiento acometidos en los últimos años por algunos de los principales grupos de este sector² como por la importante reducción que a partir de 2008 experimentaron los proyectos asociados a energías renovables, tras el fuerte repunte de los ejercicios anteriores.

En el gráfico 3, elaborado con la combinación de la información de la CIR y de la Central de Balances Integrada (CBI)³, se observa cómo durante el período más reciente, y a pesar del contexto económico recesivo, ha seguido habiendo un porcentaje relevante de

sociedades con crecimiento de su endeudamiento bancario, tanto en el segmento de las empresas pequeñas como en el de las más grandes. No obstante, en el caso de las compañías de menor dimensión, en las que la crisis económica ha tenido un mayor impacto y se han enfrentado a unas condiciones de financiación más estrictas, se han registrado porcentajes más reducidos durante todo el período.

En los restantes gráficos (4, 5 y 6) se comparan, desde un punto de vista económico y financiero, las empresas en las que el crédito bancario se mantuvo estable o aumentó con las que experimentaron disminuciones. Para ello, se han seleccionado tres variables relevantes en este ámbito: la ratio de rentabilidad del activo, la de endeudamiento, y la evolución de las ventas⁴. De dichos gráficos se desprende que las sociedades con una trayectoria ascendente en su financiación bancaria fueron, en promedio, más rentables, presentaron un menor nivel de endeudamiento y registraron un comportamiento de las ventas más dinámico. Además, en el caso de la ratio de endeudamiento, la distancia entre los niveles medianos de los dos grupos se ha ido ampliando significativamente. Así, mientras que en 2008 la diferencia era de apenas 7 pp, en 2012 las empresas con variación crediticia nula o positiva registraron un endeudamiento mediano del 48,1 %, casi 18 pp menos que el de las que presentaron una disminución del crédito (66 %).

Los resultados de este recuadro evidencian que la evolución reciente de la deuda financiera en el sector empresarial presenta una elevada heterogeneidad. Si bien, en términos agregados, en los últimos años han dominado los procesos de desendeudamiento, ha existido al mismo tiempo un porcentaje no despreciable de sociedades en las que la financiación bancaria se ha elevado. Este fenómeno se ha registrado en la mayoría de las ramas productivas, y tanto en las empresas pequeñas como en las de mayor dimensión. Las sociedades que han experimentado un crecimiento del crédito se caracterizan por presentar, en promedio, una posición más saneada, niveles de rentabilidad más elevados y un mayor dinamismo de su actividad. Estos desarrollos sugieren, por tanto, que se está produciendo una reasignación gradual de los recursos disponibles, destinándose en mayor medida hacia empresas y sectores en una comparativamente mejor situación económica y financiera, lo que hace que, por esta vía, se reduzca el riesgo del sector en su conjunto.

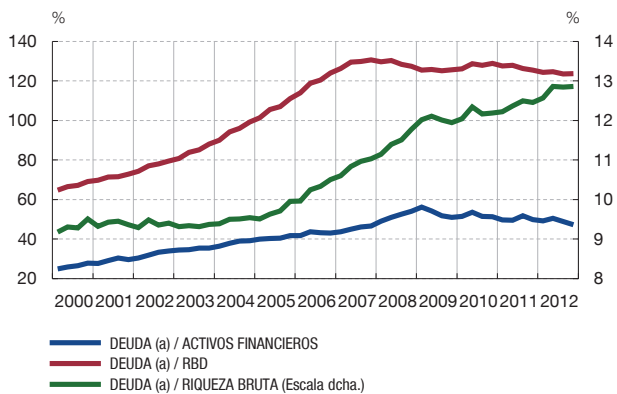
1 Todos los análisis se han realizado utilizando la información que la CIR ofrece sobre crédito dispuesto. Las principales conclusiones no cambian cuando se utiliza el total de crédito disponible.

2 Para un mayor detalle, véase el recuadro que sobre este tema se incluye en el artículo «Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2012 y avance de cierre del ejercicio», publicado en el *Boletín Económico* de marzo.

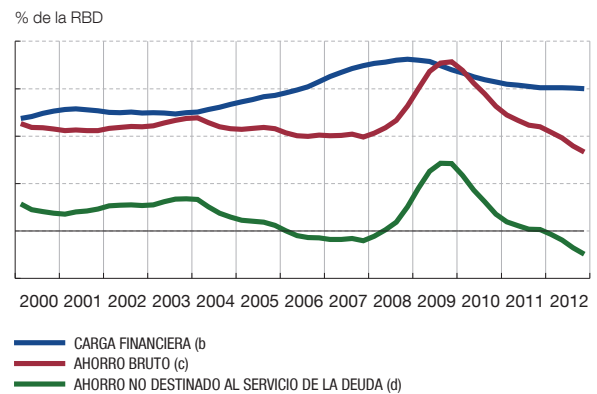
3 La CBI es una muestra resultante de la fusión de la Central de Balances Anual y de la CBB (basada en información procedente de los Registros Mercantiles). Para el análisis se han excluido las empresas con emisores de valores de renta fija (entre 50 y 80 sociedades, dependiendo del año), ya que para estas el crédito bancario no es su única fuente de financiación ajena.

4 En las ratios de rentabilidad del activo y de endeudamiento se ofrece información hasta 2012, al estar referidas al período previo. En el caso de las ventas no es posible ofrecer la tasa de variación de 2012 respecto del año anterior, al no estar aún disponible el dato para este último ejercicio.

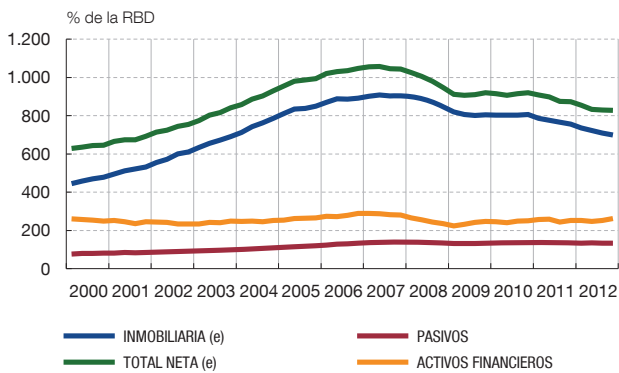
RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



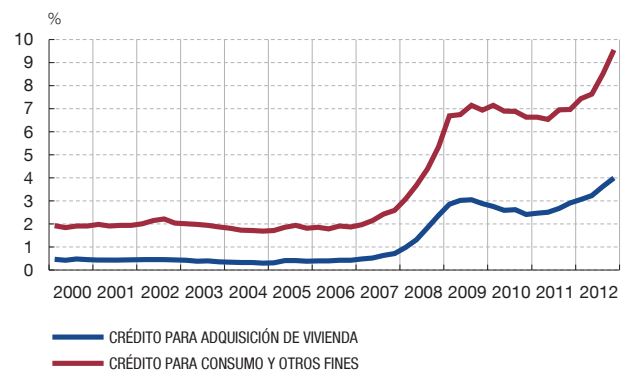
CARGA FINANCIERA Y AHORRO



RIQUEZA



MOROSIDAD DE HOGARES (f)



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

- a Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.
- b Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- c Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
- d Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
- e Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de su superficie media y del precio del metro cuadrado.
- f Calculado como crédito dudoso/crédito total.

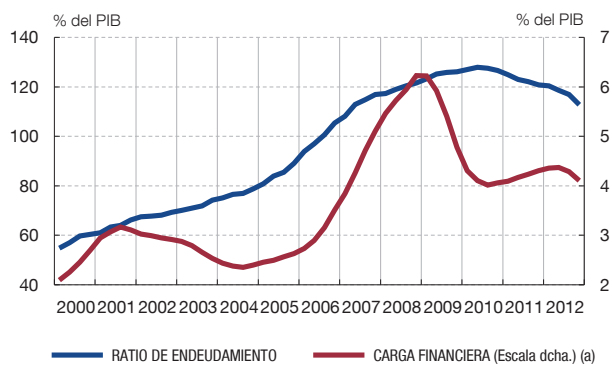
de desapalancamiento del sector y las perspectivas de débil crecimiento económico, las empresas destinaron sobre todo a reducir su endeudamiento. Del mismo modo, la brecha de financiación —indicador que aproxima, cambiados de signo, los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto de las sociedades y la formación bruta ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente— se incrementó 2,7 pp, hasta alcanzar un importe equivalente al 3,3 % del PIB. Por último, la liquidez del sector mejoró, evolución que se vio favorecida por el plan de pago a proveedores, que, a su vez, se reflejó en una caída de sus activos frente a las Administraciones Públicas por importe del 0,9 % del PIB⁶.

... y el desapalancamiento del sector continuó

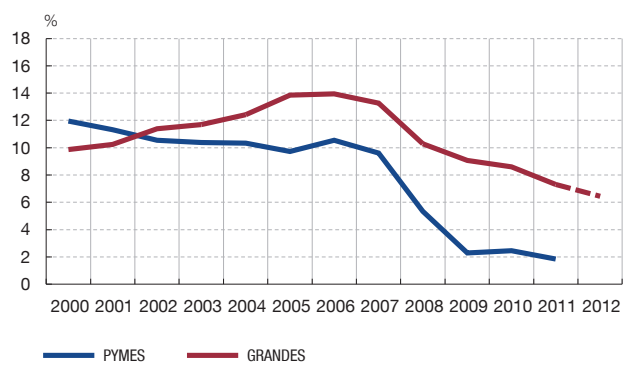
La contracción de la deuda de las sociedades ha permitido que se mantuviera el proceso de desapalancamiento empresarial, de forma que estos pasivos pasaron de representar alrededor del 121 % del PIB en 2011 a algo más del 113 % en 2012. En la caída de los recursos ajenos influyeron tanto los flujos netos de financiación negativos como, en menor

6 A esto habría que añadir la variación de activos frente a las AAPP de los empresarios individuales, que en las cuentas financieras se clasifican como parte del sector hogares.

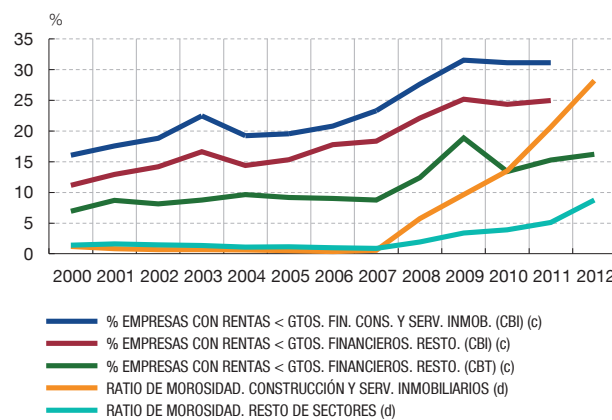
RATIO DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA



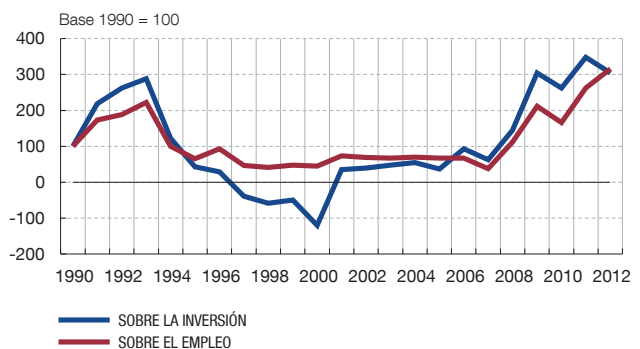
RENTABILIDAD DE LOS RECURSOS PROPIOS (b)



PORCENTAJE DE EMPRESAS CON RENTAS INFERIORES A GASTOS FINANCIEROS Y RATIOS DE MOROSIDAD



INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (e)



FUENTE: Banco de España.

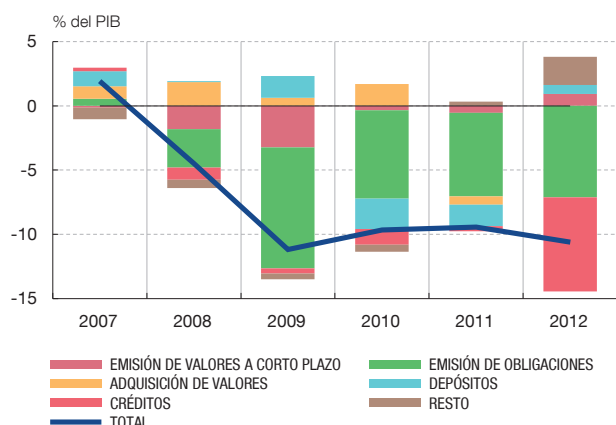
- a Estimación de pagos por intereses.
- b RON / Patrimonio Neto Medio. Las líneas continuas corresponden a la Central de Balances Integrada (CBI), que incluye la información de la CBA (Central de Balances Anual) y de la CBB (proveniente de los Registros Mercantiles), mientras que la discontinua corresponde a la Central de Balances Trimestral (CBT).
- c Porcentaje de empresas para las que la suma del resultado económico bruto y de los ingresos financieros es inferior a los gastos financieros. CBI: muestra resultante de la fusión de la Central de Balances Anual y de la CBB (basada en información procedente de los Registros Mercantiles). En la serie presentada para la CBT (Central de Balances Trimestral) se recoge el porcentaje de empresas en esta situación cuya actividad es distinta a la construcción o a la promoción inmobiliaria (la proporción correspondiente a las sociedades de las ramas ligadas al mercado de la vivienda no se presenta en el gráfico, ya que la cobertura de la CBT de estos sectores es muy reducida).
- d Calculado como crédito dudoso/crédito total.
- e 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.

medida, los recortes de valoración de los pasivos transferidos a la SAREB⁷. Esta evolución, unida al retroceso del coste medio de las deudas, se tradujo en un ligero descenso de la carga financiera, que pasó del 4,3 % del PIB en 2011 al 4,1 % en 2012.

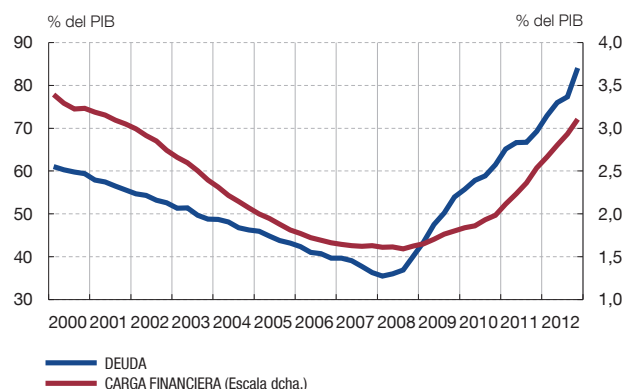
Los resultados y la rentabilidad de las empresas descendieron y diversos indicadores apuntan a que el grado

Por otra parte, de acuerdo con la Central de Balances Trimestral (CBT), muestra en la que tienen un peso destacado las compañías de mayor tamaño, la rentabilidad empresarial descendió, observándose, al mismo tiempo, una evolución heterogénea por sociedades. En particular, el deterioro fue más marcado en la parte baja de la distribución (la que recoge

⁷ En concreto, a los créditos traspasados a la SAREB se les aplicó un recorte medio de precio de alrededor del 50 % en relación con el valor bruto que figuraba en los balances de las entidades, que era el que se consideraba para el cálculo de la ratio de endeudamiento.

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.

de presión financiera soportado por el sector habría seguido aumentando

las compañías con una evolución más desfavorable). Otros indicadores construidos a escala desagregada también apuntan a un cierto ascenso en el grado de presión financiera soportado por el sector, que sería más elevado en el caso de las pymes. Así, el porcentaje de sociedades para las que las rentas brutas generadas fueron insuficientes para cubrir los gastos financieros continúa en valores elevados (véase gráfico 6.6). Para 2012 no se dispone todavía de información referida a las compañías de menor dimensión, pero la evolución de las de mayor tamaño (CBT) apunta a un nuevo deterioro. En esta línea, las ratios de morosidad de los préstamos del sector con las entidades de crédito residentes han continuado aumentando, siendo especialmente acusado el incremento en las ramas de la construcción y los servicios inmobiliarios, en las que pasó del 20,6% en 2011 al 28,2% en 2012⁸. En el resto de sectores, dicha ratio también se ha elevado, alcanzando el 8,7% (3,6 pp más que a finales de 2011). Por último, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre el empleo y la inversión, construidos a partir de la CBT, siguen situándose en niveles superiores a los de la crisis de principios de los noventa, indicando unas condiciones financieras poco propicias para la contratación de personal y para la inversión.

5.3 LAS AAPP

Las necesidades de financiación de las AAPP aumentaron ligeramente

Las necesidades de financiación de las AAPP continuaron siendo elevadas en 2012. En términos del PIB, aumentaron 1,2 pp respecto al cierre de 2011. No obstante, hay que tener en cuenta que 3,6 pp del déficit están asociados al impacto de las ayudas concedidas a las instituciones financieras para su recapitalización, que aumentaron el gasto público a través de la partida de transferencias de capital.

El desglose por instrumentos muestra que las principales fuentes de financiación del sector fueron la emisión de títulos de renta fija a largo plazo, a través de la cual se captaron recursos por un valor equivalente al 7,1% del PIB (véase gráfico 6.7), y los créditos (7,3% del PIB). El volumen de fondos canalizado a través de estos últimos refleja, fundamentalmente, el préstamo del MEDE al FROB en el marco de las ayudas concedidas para la

⁸ De hecho, el incremento de esta ratio, que mide la proporción del saldo de créditos dudosos en el balance de las entidades de crédito, se vio limitado por la transferencia de créditos a la SAREB. Así, en el cuarto trimestre de 2012 la ratio en el segmento de la construcción y la promoción inmobiliaria descendió a raíz de esta operación, sin que este retroceso esté asociado a una mejoría en la situación patrimonial de las empresas.

recapitalización de algunas entidades financieras⁹ y el plan de pago a proveedores. Por su parte, en los títulos de corto plazo —netos de las tenencias de activos del propio sector— las amortizaciones excedieron las emisiones.

El notable avance de los pasivos de las AAPP, unido a la contracción del PIB, volvió a traducirse en aumentos de los ratios de endeudamiento y carga financiera

El significativo aumento de los pasivos de las AAPP, unido a la contracción del PIB, resultó en un nuevo incremento de la ratio de endeudamiento del sector, que alcanzó el 84,2 % del PIB a finales de 2012, 14,8 pp más que a finales de 2011. Esta evolución, junto con el ligero ascenso de los costes medios de financiación, se tradujo en una nueva elevación del porcentaje del PIB que absorben los pagos por intereses (3,1 %).

⁹ En diciembre, el MEDE realizó un préstamo al Estado español por un importe de 39 mm, de los cuales 37 mm fueron destinados a la recapitalización del denominado «grupo 1» y el resto se destinó a financiar la participación del FROB en la SAREB. Ya en 2013, se ha recibido un nuevo préstamo de casi 2 mm de euros para la recapitalización de las entidades del grupo 2, elevándose el saldo de financiación concedida por el MEDE hasta un total de 41 mm.