

EVOLUCIÓN DE LA BRECHA CRÉDITO-DEPÓSITOS Y DE SU FINANCIACIÓN DURANTE  
LA DÉCADA ACTUAL

Este artículo ha sido elaborado por Ignacio Fuentes Egusquiza, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

En los últimos años, diversos factores han influido sobre la diferencia observada entre la inversión crediticia de las entidades de crédito y los recursos que obtienen mediante depósitos. Unos han favorecido el fuerte crecimiento de la financiación otorgada —como el intenso dinamismo de la actividad económica, el notable empuje del sector inmobiliario y el reducido coste de los préstamos—, a la vez que otros han limitado la expansión de los fondos aportados por la clientela —como el aumento de la competencia de otros productos financieros alternativos y el descenso del ahorro nacional—. Las instituciones financieras españolas venían cubriendo esa brecha principalmente mediante la emisión de valores de renta fija en los mercados internacionales, aprovechando las condiciones creadas por la integración de España en la UEM. Una situación que, sin embargo, se ha visto alterada recientemente por las graves tensiones financieras internacionales del último año y medio.

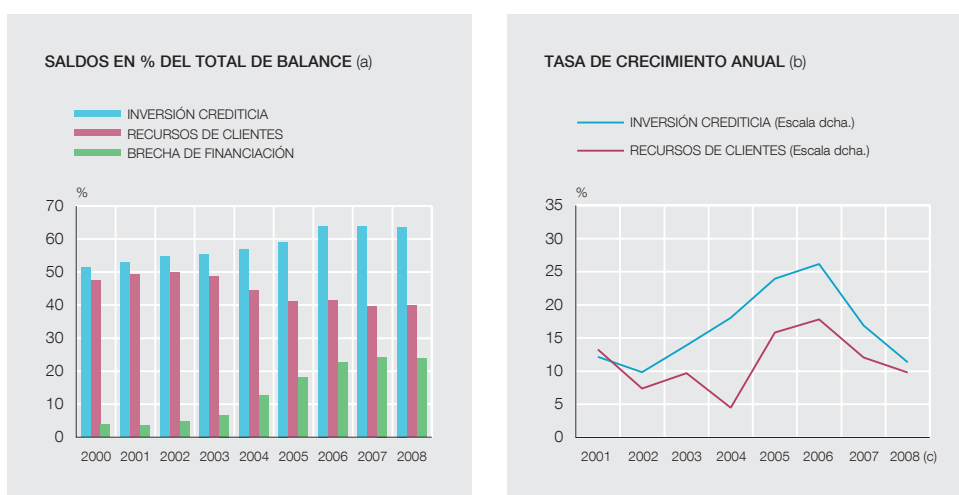
En este artículo se describe el comportamiento reciente de la brecha entre el crédito y los depósitos y de su financiación, y se discuten algunas implicaciones de estos desarrollos tanto para los intermediarios financieros como para la economía española. Además de esta introducción, el artículo consta de tres apartados. En el siguiente se abordan los factores que han propiciado esta evolución, en el tercero se sintetizan los cambios que se han producido en la estructura de los pasivos de las entidades y en el cuarto se resumen las principales conclusiones.

### La evolución de la brecha de financiación

Como puede apreciarse en el gráfico 1 —que recoge la evolución de la inversión crediticia y de los recursos obtenidos mediante depósitos de clientes<sup>1</sup> para el conjunto de las entidades de crédito según los datos registrados en sus balances individuales—, durante gran parte de la década actual la financiación otorgada por estos intermediarios mostró un enorme dinamismo, siendo la tasa de crecimiento promedio anual del 18%, y llegando a superar el 20% en 2005 y 2006. Esta extraordinaria expansión vino impulsada, por el lado de la demanda, por el aumento en las expectativas de renta futura y de rentabilidad de los activos, asociadas en parte a la pertenencia de España a la UEM, en un contexto de condiciones de financiación muy ventajosas. Por el lado de la oferta, la mayor facilidad de acceso a los mercados internacionales, favorecida —entre otros factores— por la introducción del euro, permitió a las entidades satisfacer las solicitudes de préstamos de su clientela en unos términos favorables, por lo que, a los reducidos tipos de interés, se unió el mantenimiento de unos criterios holgados de concesión de créditos<sup>2</sup>. Como resultado de estos desarrollos, la inversión crediticia pasó de representar el 51% del balance en 2000 a suponer el 64% en el segundo trimestre de 2008.

---

1. Incluye los depósitos del sector público, de otros sectores residentes y de no residentes, excluyendo las operaciones de cesión temporal de activos y los fondos obtenidos en las titulaciones que tienen reflejo en el pasivo de las entidades, que en los estados financieros individuales se contabilizan como un depósito. Las emisiones de bonos de titulación no las realizan directamente las entidades de crédito, sino los fondos de titulación que adquieren los créditos y otros activos como contrapartida de esos instrumentos. Por este motivo, los recursos obtenidos por las entidades por esta vía no figuran en el pasivo de las entidades como valores emitidos, sino que aparecen dentro de la rúbrica de depósitos siempre que los créditos no se den de baja del balance (lo que, desde la entrada en vigor de la Circular 4/2004, se produce cuando no se transfieren a terceros los riesgos de forma sustancial) y que la operación suponga la captación de fondos, circunstancia esta última que no ocurre en el caso de las titulaciones retenidas por las originadoras de la operación. 2. Para más detalles sobre los factores que estimularon el crédito durante este período, pueden consultarse Marqués, Nieto y del Río (2005) y Nieto (2007).



FUENTE: Banco de España.

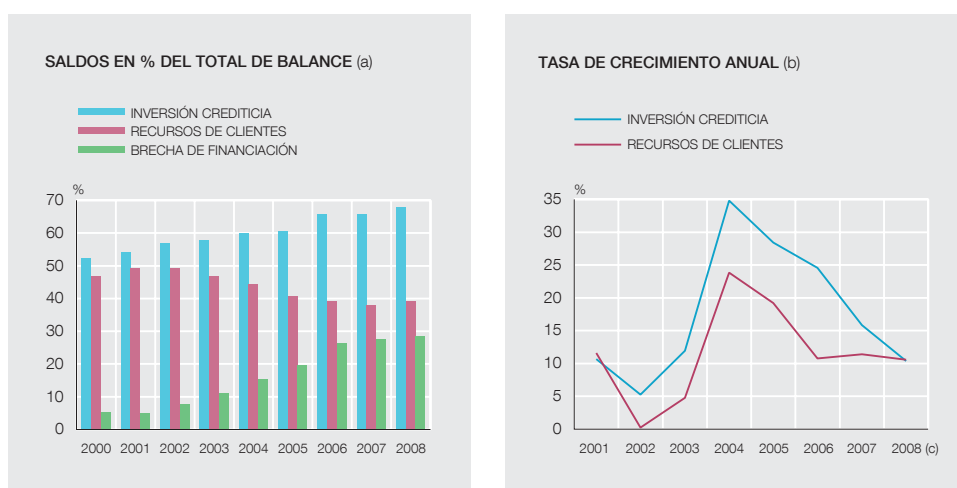
- a. Para los años 2000-2003 se han utilizado los datos de balance que resultan de aplicar la CBE 4/1991; para el resto del período, los calculados según los criterios de la CBE 4/2004.
- b. En el período 2001-2004 se han calculado las tasas de crecimiento con los saldos que resultan de aplicar la CBE 4/1991, mientras que desde 2004 a junio de 2008 se han utilizado los datos obtenidos según la CBE 4/2004. De este modo se corrige el efecto de las rupturas en las series sobre las tasas de crecimiento.
- c. Datos a junio.

Por su parte, los depósitos, aunque registraron unas tasas de crecimiento apreciables —del 12% de media en el período considerado—, siempre mostraron un ritmo de avance inferior al registrado por la inversión crediticia (excepto en 2001) y también por el balance total, por lo que su peso sobre este último se redujo desde el 48% en 2000 al 40% en el segundo trimestre de 2008. A este desarrollo, además de la caída registrada en el ahorro financiero neto del sector privado no financiero de la economía nacional, han podido contribuir otros factores, como la competencia procedente de otros productos alternativos, algunos de los cuales gozaron de un mejor tratamiento fiscal durante la mayor parte de esta etapa<sup>3</sup>.

Como resultado de estos desarrollos, la diferencia entre el crédito y los depósitos de la clientela, concepto que en adelante se denominará «brecha de financiación», registró un significativo aumento, pasando de representar alrededor del 4% del balance en el año 2000 a situarse en el entorno del 25% en 2007.

En los últimos trimestres se ha producido un cambio significativo en estas tendencias. Así, la revisión a la baja de las expectativas de renta futuras y de revalorización de los activos, asociadas al cambio en la posición cíclica de la economía, junto con el encarecimiento del coste de la financiación, han provocado una reducción de la demanda de financiación, frenando, por tanto, la expansión de la inversión crediticia. Por su parte, de acuerdo con los resultados de las últimas ediciones de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), la oferta de crédito también se habría reducido, principalmente como consecuencia del deterioro de las perspectivas económicas —que ha propiciado un incremento en los niveles de riesgo— y también, aunque

3. La última reforma del IRPF (Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio), que entró en vigor en 2007, eliminó una gran parte de las diferencias en la fiscalidad de los distintos instrumentos de inversión.



FUENTE: Banco de España.

- a. Para los años 2000-2003 se han utilizado los datos de balance que resultan de aplicar la CBE 4/1991; para el resto del período, los calculados según los criterios de la CBE 4/2004.
- b. En el período 2001-2004 se han calculado las tasas de crecimiento con los saldos que resultan de aplicar la CBE 4/1991, mientras que desde 2004 a junio de 2008 se han utilizado los datos obtenidos según la CBE 4/2004. De este modo se corrige el efecto de las rupturas en las series sobre las tasas de crecimiento.
- c. Datos a junio.

en menor medida, por las mayores dificultades para la obtención de fondos en los mercados internacionales, a raíz de las tensiones financieras que se iniciaron durante el verano de 2007<sup>4</sup>.

De este modo, durante los últimos meses la brecha de financiación ha tendido a estabilizarse. Así, analizando los flujos recientes, se observa que la ratio entre el incremento de los pasivos distintos de los depósitos de clientes y la variación del crédito es cada vez menor (24% en el primer semestre de 2008, frente al 49% en el mismo período de 2007).

Desde el punto de vista de las implicaciones de estos desarrollos para las entidades de crédito, es seguramente más relevante analizar la brecha de financiación a partir de los estados consolidados, pues estos recogen la actividad conjunta de los grupos, incluyendo las filiales residentes y no residentes. Este nivel de agregación permite, además, aproximar mejor cómo se financia dicha brecha, en la medida en que, por ejemplo, algunos intermediarios utilizan filiales para la emisión de valores cuyos fondos revierten a la matriz, en lugar de hacerlo esta directamente. Por este motivo, el resto del artículo se centra principalmente en dicha información.

En el gráfico 2 se presenta la evolución de la inversión crediticia, de los depósitos de la clientela y de la diferencia entre ambas variables, que se obtienen a partir de la información de los estados consolidados de las entidades de crédito. Se observan pautas similares a las comentadas anteriormente para los datos individuales, aunque en este caso la ampliación de la brecha ha sido ligeramente mayor, elevándose desde el 5% hasta el 28% en esa misma etapa.

4. Véase Martínez Pagés (2008).

	DIC 2000		DIC 2001		DIC 2002		DIC 2003		DIC 2004		DIC 2005		DIC 2006		JUN 2007		JUN 2008	
Estructura de financiación (b)	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%
Acreedores (c)	590	62,0	658	64,1	660	63,4	691	59,5	868	56,8	1.035	52,0	1.146	49,4	1.211	48,6	1.336	49,0
Neto repos sector privado	80	8,4	98	9,5	96	9,3	87	7,5	101	6,6	71	3,6	80	3,5	74	3,0	83	3,1
Neto ECA	67	7,0	52	5,1	44	4,3	72	6,2	52	3,4	158	7,9	143	6,1	139	5,6	151	5,5
Bancos centrales (d)	-5	-0,6	-19	-1,9	-4	-0,4	5	0,5	13	0,9	22	1,1	7	0,3	-6	-0,3	21	0,8
Valores emitidos	102	10,8	103	10,0	106	10,2	149	12,8	250	16,4	387	19,4	555	23,9	643	25,8	668	24,5
Titulizaciones no registradas en valores (e)	0	0	5	0,4	8	0,8	21	1,8	50	3,3	93	4,6	129	5,6	155	6,2	177	6,5
Pasivos subordinados	22	2,4	30	2,9	30	2,9	33	2,8	58	3,8	64	3,2	73	3,1	78	3,1	85	3,1
Recursos propios	95	10,0	101	9,8	100	9,6	105	9,0	133	8,7	162	8,1	187	8,0	196	7,9	207	7,6
TOTAL	951	100,0	1.027	100,0	1.041	100,0	1.162	100,0	1.497	100,0	1.932	100,0	2.223	100,0	2.371	100,0	2.619	100,0
PRO MEMORIA:																		
Total emisión de títulos de renta fija (f)	125	13,1	137	13,4	145	13,9	202	17,4	358	24,0	543	28,1	757	34,1	875	36,9	930	35,5

FUENTE: Banco de España.

- a. Para los años 2000-2003 se han utilizado los datos que resultan de aplicar la CBE4/1991; para el resto del período, los calculados según los criterios de la CBE 4/2004.
- b. El porcentaje es sobre el total de la financiación.
- c. Se excluyen la cuenta de «Participaciones emitidas» y las titulaciones de cédulas multicedentes.
- d. Saldo neto; no incluye los saldos en caja.
- e. Incluye las titulaciones de activos no consolidadas y las de cédulas, que en los balances figuran contabilizadas como acreedores. Este último dato se obtiene de los datos de mercado ofrecidos por las estadísticas de los mercados financieros, ya que no puede obtenerse de los balances consolidados. No incluye las titulaciones retenidas, salvo las que tienen como respaldo cédulas multicedentes.
- f. Incluye todos los títulos emitidos recogidos en el balance consolidado más las titulaciones no registradas en valores.

### Cambios en la estructura de la financiación de las entidades de crédito

EVOLUCIÓN HASTA JUNIO DE 2007

La intensa expansión crediticia ha superado el crecimiento de los recursos captados de la clientela y ha generado cambios relevantes en la estructura de la financiación de las entidades de crédito. Con el fin de aproximar estas variaciones, el cuadro 1 presenta la evolución de la composición del pasivo del sistema bancario, considerando los principales instrumentos utilizados. Se observa la disminución del peso relativo de los depósitos y las operaciones de repos con la clientela, que experimentó en conjunto un retroceso de casi 19 puntos porcentuales (pp) entre el año 2000 y el segundo trimestre de 2007. Este descenso se vio aproximadamente compensado por el incremento en el tamaño relativo de los importes asociados a la emisión de valores de renta fija, incluyendo las titulaciones que en los balances consolidados no están registradas como valores<sup>5</sup> y la deuda subordinada, que se elevó alrededor de 24 pp en el período analizado. El resto de partidas experimentaron movimientos menores. Así, los porcentajes correspondientes a los préstamos interbancarios netos y a los recursos propios disminuyeron en 1,4 pp y 2,1 pp, respectivamente, mientras que la financiación neta procedente de los bancos centrales<sup>6</sup> aumentó en 0,3 pp. Para evaluar las posibles consecuencias de esta pérdida de peso de las fuentes más tradicionales —como los depósitos y las operaciones *repo*—, cuyos recursos proceden directamente de la clientela, en favor de otras basadas en la colocación de títulos en los mercados financieros, es importante conocer con mayor

5. En el cuadro 1 se incluyen, dentro de este epígrafe, aquellas titulaciones que figuran en las cuentas patrimoniales de los balances de las entidades pero que no se hayan consolidado y las titulaciones de cédulas. Por tanto, se excluyen aquellas en las que los créditos se han dado de baja del balance y las titulaciones de activos retenidas por las entidades. Sin embargo, sí se incluyen las titulaciones retenidas cuyo respaldo son cédulas multicedentes. 6. Se excluyen los saldos mantenidos en caja.

	DIC 2004		JUN 2007		JUN 2008	
	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%
<b>EMISIONES DE ENTIDADES MATRICES</b>	180.170	55,2	412.278	51,7	442.688	49,8
Pagarés	43.200	13,2	83.667	10,5	104.803	11,8
Bonos y obligaciones	52.864	16,2	131.379	16,5	128.087	14,4
Cédulas hipotecarias	56.084	17,2	152.938	19,2	164.061	18,5
Cédulas territoriales	7.720	2,4	15.495	1,9	17.239	1,9
Obligaciones subordinadas y preferentes	20.302	6,2	28.799	3,6	28.498	3,2
<b>EMISIONES DE FILIALES</b>	76.999	23,6	167.719	21,0	202.224	22,8
A corto plazo	2.407	0,7	5.301	0,7	39.973	4,5
A largo plazo	74.592	22,9	162.418	20,4	162.251	18,3
<b>TITULIZACIONES (b)</b>	69.181	21,2	217.235	27,2	243.292	27,4
<b>Total</b>	<b>326.350</b>	<b>100,0</b>	<b>797.232</b>	<b>100,0</b>	<b>888.204</b>	<b>100,0</b>

FUENTES: Banco de España y AIAF.

a. Saldos en millones de euros y estructura en % del total.

b. Solamente se consideran las titulizaciones que tienen reflejo en el pasivo de los balances individuales. En concreto, las titulizaciones de activo mantenidas íntegramente en el balance, excepto las retenidas, y todas las titulizaciones de cédulas.

detalle la composición por instrumentos de estas emisiones, su estructura de plazos y la distribución en función de los agentes tenedores.

En el cuadro 2 se recoge un desglose por instrumentos de los valores de renta fija emitidos por las entidades de crédito y sus filiales y por los fondos de titulización, para los que se dispone de información detallada a partir de los mercados de valores<sup>7</sup>. Analizando los cambios registrados entre diciembre de 2004 y junio de 2007, se aprecia, en primer lugar, cómo los bonos de titulización se convirtieron en el principal vehículo de captación de fondos en los mercados, habiendo aumentado su saldo vivo total en 148 mm de euros, hasta aproximarse a los 217 mm de euros, considerando solamente aquellas que tienen reflejo en el pasivo de las entidades. Por otra parte, es destacable que el grueso de las emisiones correspondía a activos con vencimiento a medio y largo plazo, que incluyen, además de los bonos de titulización, los bonos y obligaciones simples, las cédulas hipotecarias y territoriales, y las obligaciones subordinadas y preferentes. Así, a mediados de 2007 el peso de estos productos, en términos del saldo vivo, superaba el 88%. Además, como se observa en el cuadro 3, la vida media residual de la mayoría de estos instrumentos era relativamente elevada<sup>8</sup>.

Por último, en el cuadro 4 se recoge la distribución por tenedores de los valores de renta fija emitidos por las instituciones financieras residentes, que incluyen, además de las entidades de crédito, el resto de empresas financieras, comprendiendo el ICO, las entidades de seguros y los fondos de titulización<sup>9</sup>. Como puede apreciarse, entre diciembre de 2000 y junio de 2007 los títulos en poder del resto del mundo pasaron de representar un 30% del saldo total al 73%, como resultado de que casi el 77% de los flujos netos en dicho período (aproximadamente, 634 mm de euros) fue adquirido por no residentes. Esta información ilustra cómo la

7. En junio de 2007 estos importes equivalían a más del 90% de la financiación directa e indirecta (a través de titulizaciones) procedente de la emisión de títulos de renta fija. El resto de los fondos son, principalmente, emisiones realizadas por filiales en el exterior, de las que no se dispone de información detallada por instrumentos. 8. El plazo medio residual de los bonos de titulización se calcula de acuerdo con la fecha final de vencimiento. No tiene en cuenta, por tanto, las amortizaciones parciales que se producen a lo largo de la vida de estos instrumentos, lo que tiende a sesgar al alza el dato de plazo medio. 9. Las emisiones que se atribuyen a entidades de crédito, incluyendo las emisiones de titulización y las de sus filiales residentes, suponen casi un 95% del total.

Datos a 30.6.2008	JUN 2007		JUN 2008	
	Saldo vivo (millones de euros)	Duración media (años)	Saldo vivo (millones de euros)	Duración media (años)
<b>TÍTULOS CON VENCIMIENTO</b>				
Bonos de titulización	298.341	23,4	394.343	24,5
Cédulas hipotecarias	152.938	7,8	164.061	6,8
Bonos, obligaciones y cédulas territoriales	146.874	3,2	145.326	2,7
Preferentes y valores Ley 19/2003	103.880	3,5	112.847	3,3
Obligaciones subordinadas	24.987	7,6	24.622	6,9
<b>TÍTULOS SIN VENCIMIENTO DETERMINADO</b>				
Preferentes y valores Ley 19/2003	19.087		21.276	
Obligaciones subordinadas	3.811		3.875	
<b>Total</b>	<b>749.918</b>		<b>866.350</b>	

FUENTES: Banco de España y AIAF.

a. No se incluyen las emisiones a corto plazo, ni las de filiales a largo plazo sobre las que no se tiene información sobre su fecha de vencimiento.

financiación en los mercados de deuda fue uno de los principales canales por los que la economía española captó los recursos del exterior que necesitaba.

#### DESARROLLOS RECIENTES

El episodio de turbulencias iniciado en el verano de 2007 alteró el normal funcionamiento de algunos de los mercados internacionales a los que las entidades españolas habían acudido con asiduidad en el pasado, hasta el punto de que algunos de ellos llegaron a paralizarse por completo, como ha ocurrido en el caso de las titulizaciones. No obstante, el hecho de que la estructura de la deuda de los intermediarios españoles estuviese orientada a los plazos largos y de que la desaceleración de la inversión crediticia se hubiese iniciado algunos meses antes otorgaba, a las entidades españolas un considerable margen para ajustarse a la nueva situación.

En este contexto, los intermediarios españoles optaron por variar sus estrategias de financiación, empleando para ello diversas vías. En primer lugar, desplegaron un mayor esfuerzo en la captación de depósitos, utilizando el potencial que ofrecen sus amplias redes de distribución, lo que se ha reflejado en un ligero incremento del peso de los recursos de clientes (véase cuadro 1). Por otra parte, incrementaron el recurso a emisiones a plazos más cortos, que se vieron menos afectadas por las turbulencias. Así, como se aprecia en el cuadro 2, los títulos a corto plazo pasaron de representar el 11% del saldo total de valores emitidos en junio de 2007 al 16% un año más tarde, como consecuencia de que el 61% del incremento del saldo de títulos en dicho período correspondió a colocaciones de pagarés. Adicionalmente, se registró una mayor apelación a la financiación obtenida del Eurosistema, que, como se puede apreciar en el cuadro 1, aumentó, en términos netos, entre mediados de 2007 y junio de 2008 su peso en el total de la financiación de los balances consolidados en 1,1 pp. No obstante, cabe reseñar que este volumen de fondos apenas suponía en esta última fecha, en términos brutos, un 1,2% en el conjunto del balance, situándose en línea con el peso relativo de España en la UEM medido por la relación entre el nivel de requerimientos de reservas de los bancos españoles y el correspondiente al conjunto del área. Asimismo, como se puede apreciar en el cuadro 5, que recoge la variación trimestral de los saldos de títulos emitidos, las entidades españolas han aprovechado algunos períodos de mayor estabilidad para lanzar emisiones a plazos algo más largos. Así, por ejemplo, en el segundo trimestre de 2008, antes del recrudescer

En millones de euros	DIC 2000		JUN 2007		JUN 2008	
	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%
TOTAL	73.465	100,0	898.569	100,0	1.034.592	100,0
Sociedades no financieras	4.937	6,7	15.268	1,7	16.261	1,6
Instituciones financieras	33.492	45,6	201.475	22,4	344.177	33,3
Administraciones Públicas	335	0,5	726	0,1	868	0,1
Hogares	12.367	16,8	25.110	2,8	33.496	3,2
Resto del mundo	22.334	30,4	655.990	73,0	639.788	61,8

FUENTE: Banco de España.

cimiento de las turbulencias en septiembre, el volumen de emisiones netas<sup>10</sup> a largo plazo (excluyendo las titulaciones) se elevó hasta los 19 mm de euros, compensando así parcialmente la reducción registrada en los meses precedentes.

En el mercado de titulaciones continuaron registrándose emisiones por unos importes elevados, pero los valores fueron en parte retenidos por las entidades originadoras, con el fin de incrementar el volumen de garantías disponibles para aumentar sus posibilidades de obtener liquidez en el futuro.

### Comentarios finales

Como se ha visto en los apartados anteriores, durante la última fase expansiva de la economía española el dinamismo del crédito ha excedido al crecimiento de los depósitos. Las entidades de crédito venían cubriendo esta brecha de financiación acudiendo a fuentes alternativas, especialmente la emisión de valores de renta fija en los mercados a plazos relativamente largos, lo que ha limitado los riesgos de refinanciación.

El episodio de turbulencias iniciado en el verano de 2007 ha ido ganando intensidad y se ha transformado en una crisis financiera global que ha incidido significativamente en un gran número de mercados e instituciones. Las entidades españolas partían de una situación de elevada solidez patrimonial y no estaban expuestas a los efectos negativos asociados al impacto directo de las turbulencias —ya que no mantenían exposiciones a los productos tóxicos ni compromisos con vehículos estructurados que invertían en dichos activos—, pero se han visto afectadas por la paralización de los mercados internacionales en los que se financiaban. La favorable estructura de vencimientos de su deuda (centrada en plazos largos), que limitaba el volumen de refinanciaciones, y la ralentización de la actividad crediticia, que ha propiciado una desaceleración de la brecha de financiación, han otorgado a las entidades un margen para ajustarse a la nueva situación. En su adaptación han desarrollado estrategias alternativas, como la captación de depósitos, las emisiones a plazos más cortos y ocasionalmente, aprovechando ventanas de oportunidad, también a horizontes más dilatados, aunque soportando diferenciales de tipos de interés más elevados.

Estos esfuerzos de adaptación han permitido a las entidades españolas hacer frente a sus necesidades de financiación durante el último año sin que se hayan producido tensiones importantes. No obstante, subsisten elevadas incertidumbres sobre el acceso a las fuentes de

<sup>10</sup> Las emisiones netas se aproximan como variaciones del saldo vivo en términos nominales. Este procedimiento está sujeto a errores en la medida en que parte de las modificaciones en el saldo vivo se debe a variaciones en los tipos de cambio, en el caso de los valores denominados en moneda extranjera. No obstante, el error no debería ser muy importante si se tiene en cuenta que el peso de las emisiones en monedas distintas del euro es bastante reducido (en junio de 2008, menos del 10% del saldo vivo, incluyendo las realizadas por las matrices, las filiales y los fondos de titulización).



En millones de euros	PROMEDIO 2004 - 2006	2007				2008	
		I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
EMISIONES DE ENTIDADES MATRICES	21.907	27.021	29.835	22.611	-3.765	-11.628	23.192
Pagarés	3.335	8.250	5.539	19.461	381	-6.370	7.664
Bonos y obligaciones	7.282	9.274	10.982	3.937	-6.480	-5.301	4.552
Cédulas hipotecarias	9.614	7.593	12.352	-2.549	2.060	490	11.122
Cédulas territoriales	566	1.450	1.800	1.805	384	-447	2
Obligaciones subordinadas y preferentes	1.110	454	-838	-43	-110	0	-148
EMISIONES DE FILIALES	8.321	17.410	6.741	5.039	9.191	10.712	9.563
A corto plazo	249	1.084	-181	7.059	3.409	20.600	3.604
A largo plazo	8.072	16.326	6.922	-2.020	5.782	-9.888	5.959
EMISIONES DE TITULIZACIÓN	15.523	28.470	27.666	7.101	43.736	15.544	27.247

FUENTES: Banco de España y AIAF.

a. Variación trimestral del saldo vivo, en términos nominales. Para el período 2004-2006 se ha calculado el promedio de dicha variación trimestral.

financiación necesarias. Por una parte, el agravamiento de las tensiones en los mercados financieros desde mediados de septiembre ha intensificado aún más las dificultades para la emisión de valores. Pero, por otra parte, las medidas excepcionales de apoyo al sistema financiero adoptadas por las autoridades económicas de los principales países desarrollados, ante la gravedad de la crisis, han abierto nuevas vías y oportunidades. En España, estas medidas se han concretado en la elevación del umbral de las garantías de depósitos hasta 100.000 euros, la creación del Fondo de Adquisición de Activos Financieros, que realiza compras en firme y temporales de títulos de alta calidad en poder de estos intermediarios con una aportación inicial de 30 mm de euros, ampliable hasta 50 mm, y la concesión de avales públicos para garantizar las emisiones nuevas de deuda por un importe de 100 mm de euros. Se trata de un conjunto de actuaciones que contribuirán a facilitar la obtención de recursos y a atenuar los riesgos presentes.

11.12.2008.

## BIBLIOGRAFÍA

- MARQUÉS, J. M., F. NIETO y A. DEL RÍO (2005). «Los determinantes de la financiación de las sociedades no financieras españolas», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España.
- MARTÍNEZ PAGÉS, J. (2008). «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2008», *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España.
- NIETO, F. (2007). *The determinants of household credit in Spain*, Documentos de Trabajo, n.º 0716, Banco de España.