



## **1 Introducción**

Durante 2007 las condiciones de financiación del sector privado continuaron endureciéndose, especialmente tras el episodio de turbulencias financieras...

La evolución financiera de la economía española mostró durante el primer semestre de 2007 una continuidad de las principales tendencias observadas el año anterior. Así, el aumento de los tipos de interés del Eurosistema y de los mercados monetarios se trasladó al coste de financiación del sector privado, al tiempo que prosiguió la pauta de gradual desaceleración del precio de la vivienda iniciada en 2004. En este contexto, la deuda de los hogares continuó ralentizándose y la de las sociedades empezó a evidenciar los primeros síntomas de moderación. Aunque durante esta primera mitad del ejercicio las entidades continuaron cubriendo la brecha entre los avances del crédito y de los depósitos mediante las emisiones de renta fija a largo plazo, esta pauta de comportamiento cambió sustancialmente después del verano.

De hecho, durante el segundo semestre la evolución financiera estuvo condicionada por las turbulencias que se originaron a raíz del aumento de la morosidad de las hipotecas estadounidenses de alto riesgo. Este episodio se tradujo en una reevaluación generalizada de los riesgos y en tensiones importantes en los mercados interbancarios y de renta fija internacionales que llevaron a un repunte de los diferenciales crediticios, que fue más acusado en el caso de la deuda emitida por el sector financiero y, en particular, para los instrumentos de titulización y los productos estructurados.

Este episodio supuso un endurecimiento de las condiciones de financiación del sector privado, por dos vías. Por una parte, el tensionamiento de los tipos de interés de las operaciones interbancarias y el repunte de las primas de riesgo crediticio de la deuda corporativa se tradujeron en incrementos adicionales del coste de los recursos financieros de hogares y sociedades. Por otra, de acuerdo con los resultados de la Encuesta de Préstamos Bancarios, las entidades aplicaron unos criterios de concesión de crédito más restrictivos, como consecuencia, fundamentalmente, de la reevaluación del riesgo, en un contexto de deterioro de las perspectivas económicas globales. Las mayores dificultades de obtención de fondos en los mercados mayoristas habrían tenido, en cambio, un impacto limitado sobre la oferta crediticia.

acentuándose algo el descenso en la tasa de crecimiento de la deuda de hogares y sociedades.

De este modo, durante el segundo semestre se intensificó la desaceleración de la deuda del sector privado no financiero, situándose al cierre de 2007 en niveles en el entorno del 13% en el caso de los hogares y del 17% en el de las empresas (unos 7 pp y 11 pp, respectivamente, menos que un año antes), en un contexto en el que se mantuvo la pauta de ralentización gradual del precio de los inmuebles (4,8% de crecimiento interanual en diciembre de 2007, frente al 9,1% en el mismo período de 2006), que ha continuado durante los primeros meses de 2008. La reducción en el ritmo de expansión del crédito concedido por las entidades residentes a las sociedades fue especialmente acusada en los fondos destinados a la construcción y a los servicios inmobiliarios, que aun así terminaron el ejercicio con aumentos interanuales por encima del 14% y del 24%, respectivamente. Esta evolución fue, no obstante, compatible con una ligera aceleración de los recursos canalizados hacia la industria y otros servicios (con unas tasas de crecimiento que aumentaron, respectivamente, del 14% y del 21% en 2006, a casi el 19% y el 23% el pasado ejercicio), en línea con el dinamismo de la inversión productiva acometida por estas ramas.

El ritmo de avance de la ratio de endeudamiento del sector privado se moderó y la riqueza de las familias se stabilizó.

El menor dinamismo de la financiación captada por el sector privado determinó incrementos más moderados que en años anteriores de sus ratios de endeudamiento. La carga financiera asociada se expandió, sin embargo, en mayor medida, debido al aumento del coste medio de los pasivos, lo que contribuyó a frenar el avance de las rentas netas de los hogares y de las sociedades.

La posición financiera de los bancos sigue siendo sólida y el efecto directo de las turbulencias fue muy limitado...

aunque a raíz de este episodio se ha dificultado la financiación de la brecha entre el crédito y los depósitos.

La posición patrimonial agregada del sector privado es sólida, pero las tensiones financieras pueden afectar al dinamismo económico.

Por su parte, la riqueza neta de las familias apenas mostró variaciones en términos reales, como resultado de un moderado incremento del componente inmobiliario, sustentado en la revalorización de la vivienda, que compensó el ligero descenso del valor de los activos financieros netos.

Las entidades de crédito españolas se enfrentaron a las turbulencias desde una posición de solidez patrimonial, reflejada en reducidas ratios de morosidad (tanto desde el punto de vista internacional como históricamente), altos niveles de rentabilidad, una holgada solvencia y una amplia cobertura de los créditos dudosos con las provisiones acumuladas durante los años de bonanza. Esta posición se vio afectada comparativamente menos que en otros países por el episodio de inestabilidad, ya que su exposición a las hipotecas de alto riesgo estadounidenses era muy limitada, no mantenían compromisos de financiación con los vehículos estructurados que invierten en esos activos y sus necesidades de refinanciación a corto plazo eran relativamente reducidas.

No obstante, las turbulencias han supuesto un endurecimiento de las condiciones de financiación de las entidades en los mercados mayoristas internacionales, especialmente en los de deuda a largo plazo, que son precisamente aquellos a los que más habían recurrido durante los últimos años. En estas circunstancias, en los pasivos de estos intermediarios han ganado peso los instrumentos a más corto plazo, como las emisiones de pagarés, cuyo coste se vio menos afectado por las perturbaciones, y los préstamos interbancarios, incluyendo las operaciones frente al Eurosistema. Esta evolución supone lógicamente un incremento del riesgo de refinanciación, si bien el tamaño relativo de estas fuentes a corto plazo se sitúa todavía en niveles moderados (alrededor del 13% de los pasivos a finales de 2007, aproximadamente 2 pp por encima del registro del ejercicio precedente).

El menor recurso a la financiación con valores a largo plazo tuvo su reflejo en la evolución de los flujos financieros de la economía con el resto del mundo. Así, durante el último semestre el sector financiero privado tuvo un papel menos activo en la canalización de las entradas de capital hacia nuestro país. En paralelo, y ligado también en parte con el episodio de turbulencias, se redujo la adquisición neta de activos exteriores por parte de las empresas y los inversores institucionales. No obstante, esto no fue suficiente para contrarrestar el descenso en la captación de recursos foráneos por las instituciones financieras, por lo que una parte de los fondos necesarios para financiar el déficit de la cuenta corriente se cubrió mediante la disminución de la posición acreedora del Banco de España frente a los no residentes, especialmente en el tercer trimestre y también, aunque en menor medida, durante los últimos tres meses del ejercicio.

La robustez patrimonial de las entidades de crédito, las reducidas exposiciones que mantienen a los activos afectados por las turbulencias y la estructura financiera de sus pasivos centrada en los plazos largos han limitado hasta ahora el impacto de esta perturbación sobre el coste y la disponibilidad de financiación del sector privado. No obstante, en un contexto en el que nuestra economía presenta unas elevadas necesidades de fondos externos, la duración de este episodio y la incertidumbre sobre su finalización conlleven el riesgo de que las condiciones crediticias internas se puedan volver más restrictivas.

Por otra parte, durante 2007 se moderó el ritmo de expansión de la deuda de las familias y las empresas, de modo que esta variable empezó a encauzarse hacia una senda más sostenible. Al mismo tiempo, la evolución del precio de la vivienda continuó siendo coherente con un escenario de aproximación gradual de las valoraciones inmobiliarias a su nivel de equilibrio de largo plazo. De este modo, en la actualidad la posición patrimonial agregada de los hogares y

de las sociedades no muestra síntomas de fragilidad. No obstante, la composición de estos sectores no es homogénea y esta posición global sólida no es incompatible con la existencia de algunos grupos de agentes con mayor vulnerabilidad relativa. La pauta de ralentización en la que se ha adentrado la economía tenderá previsiblemente a aumentar el grado de presión financiera, sobre todo en aquellos segmentos con un mayor endeudamiento y que desarrollan su actividad en las ramas más afectadas por la desaceleración del PIB. En todo caso, los márgenes de seguridad con los que cuenta el sistema financiero suministran una importante línea de resistencia frente a una eventual materialización de los riesgos de mayor presión financiera.

## **2 Los flujos financieros de la economía española**

### **2.1 LOS HOGARES**

#### **Las necesidades**

de financiación de los hogares se mantuvieron estables, al tiempo que se redujeron los flujos de pasivo y...

de activo, que vinieron acompañados de una recomposición por instrumentos.

Las necesidades de financiación de los hogares se situaron durante 2007 en el 1,6% del PIB, cifra similar a la del año precedente. Esta evolución fue compatible con un descenso de los flujos brutos de activo y de pasivo del sector, que se situaron en el 7,1% y en el 8,7% del PIB, respectivamente (véase gráfico 6.1).

De este modo, la tasa de variación interanual de la financiación de las familias se situó alrededor del 13%, frente a casi el 20% en el ejercicio anterior. Esta trayectoria resultó coherente con la evolución de los determinantes fundamentales de esta variable. Así, como se explica en el recuadro 6.1, el menor dinamismo del crédito a los hogares estuvo vinculado al endurecimiento de las condiciones de financiación, y a la desaceleración del precio de los inmuebles y del gasto del sector. Esta ralentización se observó tanto en los fondos para la adquisición de vivienda (cuya tasa de expansión interanual acabó cercana al 13% tras experimentar ritmos de avance en el entorno del 20% desde el año 2000) como en aquellos destinados al consumo y otras finalidades, que a finales de 2007 presentaban un crecimiento del 11%, aproximadamente 6 pp por debajo del registrado en diciembre de 2006.

El aumento de las tenencias de activos vino acompañado, sobre todo a partir del tercer trimestre, de un desplazamiento hacia aquellos productos menos expuestos a la volatilidad de los mercados financieros y, en particular, hacia aquellos de mayor remuneración, movimiento que, además, se vio favorecido por el incremento de las rentabilidades ofrecidas por las entidades de crédito, en un contexto de tensiones en los mercados mayoristas y de creciente competencia en la captación de recursos (véase recuadro 6.2). De este modo, los depósitos a plazo crecieron a un ritmo interanual por encima del 25%, mientras que el resto de depósitos y las participaciones en fondos de inversión presentaron tasas de expansión negativas y los seguros y fondos de pensiones exhibieron un menor dinamismo que en 2006.

### **2.2 LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS**

Continuaron aumentando las necesidades de financiación de las sociedades...

Las necesidades de fondos de las sociedades no financieras volvieron a experimentar un notable aumento, propiciado, en parte, por el continuado dinamismo de la formación bruta de capital y por una cierta contracción del ahorro. De este modo, el saldo deudor de las operaciones financieras netas del sector creció hasta situarse cerca del 12% del PIB, casi 3 pp por encima del registro del año anterior.

Esta evolución vino acompañada por un descenso de más de 9 pp del PIB en la inversión financiera de las empresas, que se situó en el 14% del PIB (véase gráfico 6.1). Esta desaceleración en la adquisición de activos se manifestó principalmente en un menor dinamismo de las compras de acciones y otras participaciones, en especial de sociedades no residentes. En consecuencia, la *brecha de financiación*, indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto del sector y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, apenas creció, representando el 17% del PIB (frente al 16,4% el año anterior).

**OPERACIONES FINANCIERAS DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO**  
**(Evolución y contribución de los componentes)**

GRÁFICO 6.1



FUENTE: Banco de España.

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

aunque su deuda comenzó a desacelerarse, sobre todo la de constructoras e inmobiliarias.

También se redujeron los flujos de pasivo de las sociedades, hasta representar el 25% del PIB (6 pp menos que un año antes). Esta disminución afectó a todas las partidas que integran la financiación ajena con coste explícito, entre las que el crédito de las entidades residentes continuó manteniendo una importancia destacada. De este modo, en conjunto, la deuda del sector se desaceleró de forma significativa, si bien siguió creciendo a un ritmo elevado (en el entorno del 17%, frente al 28% registrado el año precedente). Esta tendencia viene explicada fundamentalmente por la ralentización de los fondos destinados a las empresas dedicadas a la construcción y a la promoción inmobiliaria, con ritmos de avance del crédito bancario del 14% y 24%, respectivamente (frente al 33% y 50% en 2006), ya que en el resto de ramas se observó incluso una cierta aceleración, en línea con el dinamismo de la inversión productiva privada. En cambio, la captación de recursos propios mantuvo un mayor vigor y supuso el 5% del PIB, el doble que en 2006.

Tras un período prolongado de intenso dinamismo, el crédito concedido a los hogares comenzó a mostrar en 2006 los primeros síntomas de moderación, que se han acentuado ligeramente en el transcurso del pasado ejercicio. No obstante, el ritmo de avance ha seguido siendo relativamente elevado, situándose alrededor del 13%, en términos interanuales, en diciembre. Por componentes, tanto la financiación para adquisición de vivienda como la destinada al consumo y otros fines han contribuido a dicha evolución (véase gráfico 1). Así, el crecimiento de los fondos captados para la compra de inmuebles descendió en 2007 en 6 pp, hasta el 13%, tras haberse situado en el entorno del 25% apenas dos años antes. Por su parte, la tasa de variación del crédito para el consumo y otros fines, que había evidenciado un cierto repunte el año anterior, se redujo en una cuantía similar, y acabó creciendo al 11% (véase gráfico 2).

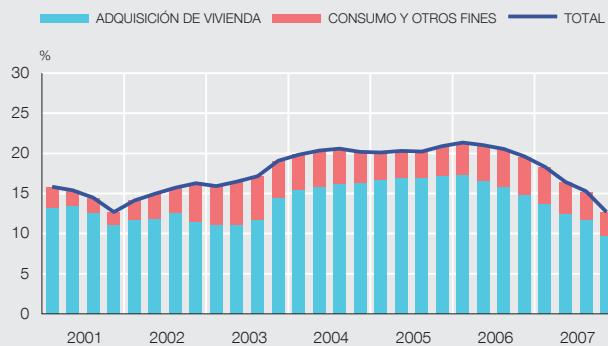
El perfil de descenso en la tasa de expansión de la financiación a los hogares que se inició en 2006 ha sido coherente, en gran medida, con la evolución reciente de sus principales determinantes. Como puede apreciarse en el gráfico 3, la riqueza de las familias, que constituye una variable muy importante para explicar el comportamiento de su deuda, dado el papel de los inmuebles como garantía de los

préstamos, ha registrado una intensa ralentización, más marcada en 2007, como consecuencia de la desaceleración en el precio de la vivienda. Al mismo tiempo, el menor vigor mostrado por el consumo y la inversión residencial, junto con el curso creciente del coste de los préstamos bancarios desde finales de 2005, ha propiciado una atenuación en el crecimiento de los pasivos de las familias.

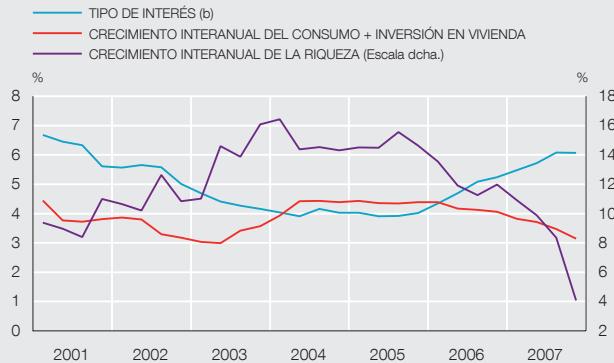
De acuerdo con los resultados de la estimación de una ecuación para el crédito a los hogares en términos reales<sup>1</sup>, la evolución observada en los pasivos de las familias españolas, tanto en el período de expansión de la primera mitad de la década como en la actual fase de desaceleración gradual, puede explicarse por el comportamiento de sus determinantes fundamentales. Así, el elevado dinamismo de la financiación a las familias en el período 2001-2005 ha venido motivado por el incremento de su riqueza, por la fortaleza del consumo y la inversión en vivienda, y por la vigencia de condiciones de financiación muy favorables. Por el contrario, en los dos últimos años, y especialmente durante 2007, la contribución de estos factores al cre-

1. Para más detalles, véase Nieto (2007), *The determinants of households credit in Spain*, Documentos de Trabajo, n.º 0716, Banco de España.

#### 1 CRECIMIENTO INTERANUAL DEL CRÉDITO A LOS HOGARES. CONTRIBUCIÓN POR COMPONENTES



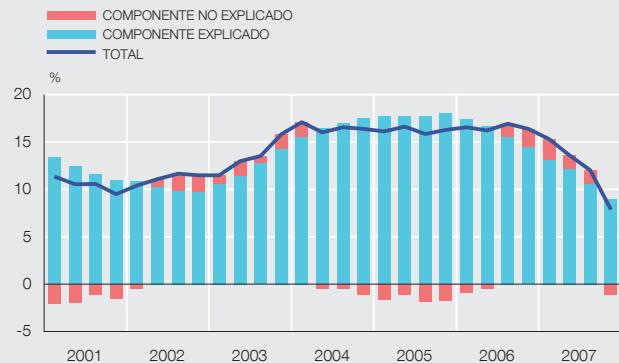
#### 3 EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES DETERMINANTES (a)



#### 2 CRECIMIENTO INTERANUAL DEL CRÉDITO A LOS HOGARES SEGÚN LA FINALIDAD



#### 4 CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL CRÉDITO A HOGARES EN TÉRMINOS REALES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Todas las variables están en términos reales, excepto el tipo de interés.

b. Calculado como una media ponderada de los tipos de operaciones nuevas del crédito a hogares para adquisición de vivienda y para consumo y otros fines.

cimiento de los pasivos del sector se ha moderado notablemente, llegando a ser negativa en el caso del tipo de interés.

Finalmente, cabe mencionar que, en el último trimestre de 2007, el crédito a los hogares creció ligeramente por debajo del valor esperado, de acuerdo con los determinantes incluidos en la ecuación estimada, tras varios períodos mostrando ritmos de avance algo por encima de los previstos (véase gráfico 4). Esta discrepancia podría

estar relacionada con el endurecimiento en los criterios y condiciones de concesión de préstamos a las familias que se ha producido a raíz de las turbulencias financieras surgidas el pasado verano, como se desprende de las respuestas a las últimas ediciones de la Encuesta de Préstamos Bancarios. En todo caso, la reducida diferencia entre el crecimiento observado de la financiación a las familias y el explicado por el modelo sugiere que la importancia de este factor ha sido hasta ahora limitada.

### 2.3 LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

La capacidad de financiación de las AAPP volvió a aumentar.

Las AAPP continuaron expandiendo su capacidad de financiación, que se situó en el 2,2% del PIB, 0,4 pp más que en 2006 (véase gráfico 6.2). Esta mejoría fue consecuencia del aumento del superávit de la Administración Central, ya que el pasado ejercicio se redujo algo el excedente financiero de la Seguridad Social y creció ligeramente el déficit de las Administraciones Territoriales. El desglose por instrumentos muestra cómo el grueso del ahorro del sector público se materializó en un incremento del volumen de depósitos neto de créditos. Por su parte, a lo largo de 2007 se produjeron una disminución del saldo vivo de valores a largo plazo en manos del resto de sectores y un ascenso del de los de corto plazo, aunque en ambos casos por un importe reducido.

### 2.4 LA INVERSIÓN Y LA FINANCIACIÓN EXTERIOR DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Aumentaron las necesidades de financiación...

y, tras las turbulencias, se produjeron cambios importantes en la evolución de los flujos financieros con el exterior.

Como consecuencia del aumento de los fondos requeridos, en términos netos, por el sector privado no financiero (fundamentalmente, por las empresas), que no fue compensado por la mejoría en los saldos acreedores de las AAPP y las instituciones financieras, las necesidades de financiación de la economía española volvieron a elevarse, de modo que el saldo deudor de sus operaciones netas alcanzó el 9,5% del PIB (véase gráfico 6.3).

En el conjunto del año, las necesidades de financiación de la nación continuaron siendo intermediadas mayoritariamente a través de las instituciones financieras (excluyendo los inversores institucionales). Sin embargo, a raíz de las turbulencias, las entradas de capital canalizadas a través de este sector se redujeron notablemente. En paralelo, se produjeron una contracción en el ritmo de acumulación de activos netos frente a no residentes por parte de las sociedades y de los inversores institucionales, desarrollo este último vinculado en parte con los reembolsos netos de participaciones en fondos de inversión, y un descenso de los pasivos de las AAPP en poder de los no residentes, en consonancia con el retroceso del saldo vivo de estos instrumentos. Todos estos cambios llevaron a que una parte de los recursos necesarios para financiar el déficit de la cuenta corriente se cubriera mediante la disminución de la posición acreedora del Banco de España frente al exterior (véase gráfico 6.3).

Las entradas de capital presentaron un volumen en relación con el PIB inferior en casi 4 pp al de 2006, mostrando además, a partir del verano, cambios importantes en su composición. Así, se moderó sensiblemente el avance de los pasivos frente a no residentes canalizados a través de valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras, alcanzando para el conjunto de 2007 un importe en torno al 9% del PIB, casi 11 pp menos que en 2006, en consonancia con el menor dinamismo de las colocaciones de renta fija a largo plazo a raíz del endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados internacionales de deuda (véase cuadro 6.1). Por el contrario, los recursos captados por estas entidades en el interban-

Durante 2007 se produjeron algunos cambios significativos en la composición de la cartera de activos financieros de las familias. En particular, destaca el avance de los depósitos a plazo, que crecieron a una tasa superior al 25%, convirtiéndose en el destino de más de la mitad de los flujos netos (véase gráfico 1). También aumentó, aunque en menor medida, la adquisición neta de valores de renta fija y de acciones. En cambio, las inversiones netas materializadas en depósitos a la vista y en fondos de inversión fueron negativas, al tiempo que se observó un menor dinamismo en las aportaciones a seguros y fondos de pensiones.

Varios factores pueden ayudar a explicar esta recomposición de la cartera de las familias en la que los depósitos a plazo han ganado peso a costa de los depósitos a la vista y los fondos de inversión. Así, algunos de estos desarrollos empezaron a observarse a finales de 2006, impulsados por los cambios fiscales introducidos por la Ley 35/2006, del IRPF, que igualaron el gravamen aplicado a las distintas rentas procedentes del ahorro<sup>1</sup>, de modo que los fondos de inversión dejaron

de disfrutar de algunas de las ventajas relativas de las que gozaban hasta entonces.

En este entorno, la aparición de las turbulencias financieras durante el pasado verano ha sido uno de los principales factores que han intensificado los cambios en la composición de la cartera de los hogares. Este episodio ha supuesto un notable aumento de la volatilidad de las cotizaciones en los mercados, especialmente en el caso de las acciones, que ha podido favorecer el desplazamiento desde instrumentos vinculados a la renta variable hacia activos con menor riesgo, como los depósitos. El hecho de que hayan sido precisamente los fondos de inversión distintos a los que invierten en renta fija en euros los que han experimentado en mayor medida los reembolsos netos apunta en esta dirección (véase gráfico 2).

Además, las dificultades de obtención de fondos en los mercados mayoristas que han acompañado al episodio de turbulencias han propiciado una política más activa de captación de depósitos por parte de las entidades, especialmente en el segmento de los depósitos a plazo, productos que ofrecen una mayor rentabilidad. Fue precisamente durante el segundo semestre de 2007 cuando se produjo un mayor aumento de los flujos dirigidos a estos instrumentos (véase gráfico 3).

1. Véase Víctor García Vaquero y Luis Ángel Maza, «El tratamiento de los instrumentos financieros en el nuevo IRPF», *Boletín Económico*, enero de 2007.

#### 1 ACTIVOS FINANCIEROS. FLUJOS



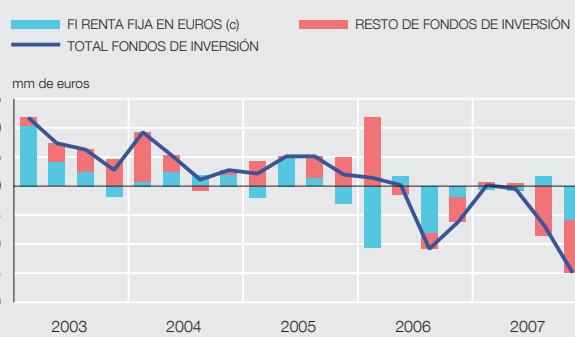
#### 3 INVERSIÓN NETA EN DEPÓSITOS



FUENTE: Banco de España.

- a. Incluye los depósitos de ahorro.
- b. Se presentan las suscripciones netas del total de fondos de inversión, con independencia del agente inversor.
- c. Incluyen los FIAMM.

#### 2 INVERSIÓN NETA EN FONDOS DE INVERSIÓN (b)



#### 4 RENTABILIDAD DE ALGUNOS ACTIVOS FINANCIEROS



Finalmente, la ampliación del diferencial de rentabilidad entre los depósitos a plazo, que han seguido más de cerca la evolución de los mercados financieros, y a la vista, más resistentes a aumentos en los tipos de interés, ha incrementado el coste de oportunidad de mantener en la cartera los depósitos menos remunerados (véase gráfico 4).

Estos desarrollos tienen algunas implicaciones importantes. Por una parte, el descenso del peso de la cartera ligada a la renta variable a favor de depósitos supone una menor variabilidad del valor de los activos, aunque a costa, lógicamente, de renunciar a una rentabi-

dad esperada a largo plazo más elevada. Por otra parte, la recomposición entre depósitos a la vista y a plazo implica un aumento de la remuneración, perdiéndose algo de liquidez. Desde el punto de vista de las entidades de crédito, en la medida en que el importe de las ventas de fondos de inversión se haya destinado a depósitos, se han podido captar fondos en un momento en el que su obtención mediante otras vías se ha visto dificultada. No obstante, más allá del posible trasvase, el mantenimiento del dinamismo de los depósitos en el medio plazo viene limitado por el margen existente para el aumento del ahorro de los hogares.

cario aumentaron de forma significativa, representando casi el 7% del PIB, 6 pp más que en el ejercicio precedente, de modo que el flujo neto de los fondos exteriores procedente de este mercado pasó a ser positivo. También se incrementaron notablemente las tenencias de acciones y otras participaciones de sociedades no financieras por parte de los no residentes, lo que es coherente con el repunte de la inversión directa extranjera en España, que se situó en el entorno del 4% del PIB (1,5 pp más que en 2006), desarrollo que viene explicado, en gran medida, por una operación corporativa puntual.

Las salidas de capital también descendieron, alcanzando un volumen equivalente al 13% del PIB, 5 pp menos que el año precedente. Las inversiones de las entidades de crédito se materializaron principalmente en acciones y otras participaciones y en préstamos interbancarios. Por el contrario, los inversores institucionales deshicieron posiciones, en términos netos, en el resto del mundo, tanto en instrumentos de renta fija como de variable. Por otra parte, se contrajo la compra de acciones y otras participaciones por parte de las sociedades no financieras en relación con 2006, como resultado de una reducción sustancial de sus adquisiciones en cartera, ya que la inversión directa de España en el extranjero aumentó ligeramente, en términos del PIB, situándose por encima del 8%.

El saldo deudor de la posición de inversión internacional volvió a elevarse.

Como consecuencia de las operaciones comentadas en esta sección y de la variación en los precios de los instrumentos financieros y en el tipo de cambio se produjo un aumento en el saldo deudor de la economía española frente al resto del mundo, hasta situarse en el entorno del 70% del PIB, alrededor de 11pp más que a finales de 2006. Esta evolución es el resultado del incremento del valor de la deuda externa del sector privado (fundamentalmente, de las instituciones financieras) y de la reducción de la posición acreedora neta del Banco de España, que no fueron compensadas por la disminución de los pasivos acumulados por las AAPP frente a los no residentes.

### **3 Los mercados financieros españoles**

#### **3.1 LOS MERCADOS PRIMARIOS**

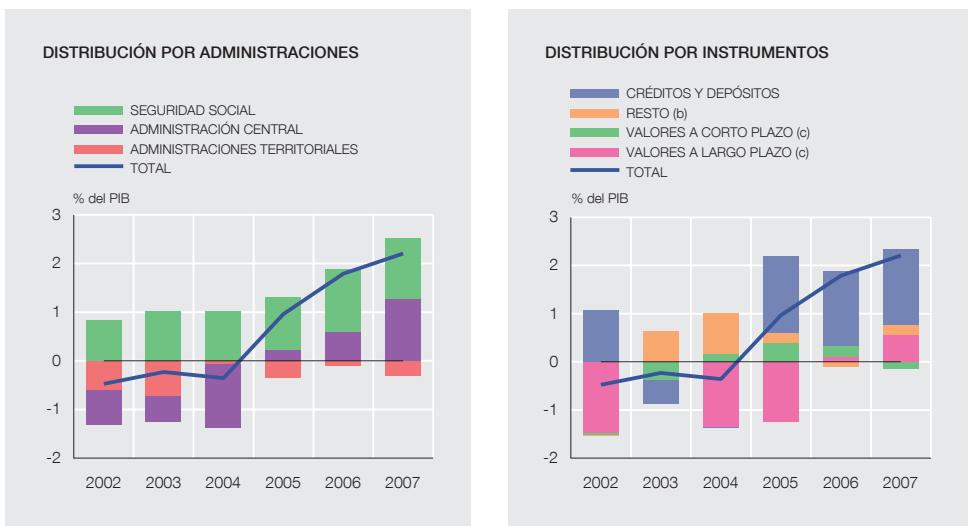
La emisión neta de valores creció, aunque menos que en 2006, debido al estancamiento del mercado de renta fija...

La emisión neta de valores negociables acometida por los sectores residentes alcanzó en 2007 los 265 mm de euros, lo que supone un ritmo de avance interanual del 15%, frente al 26% registrado en 2006 (véase cuadro 6.2). Tras varios años experimentando elevadas tasas de crecimiento, la oferta neta de títulos de renta fija en el conjunto del pasado ejercicio se mantuvo en torno a los mismos niveles del año precedente, evolución que se explica fundamentalmente por el menor recurso de las entidades de crédito (uno de los principales emisores) a estos mercados, en un contexto de endurecimiento de las condiciones de financiación a raíz de las turbulencias financieras, que fue especialmente intenso en el caso de los instrumentos a más largo plazo.

**OPERACIONES FINANCIERAS NETAS DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (a)**

GRÁFICO 6.2

(Evolución y contribución de los componentes)



FUENTE: Banco de España.

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

b. Incorpora los intereses devengados no pagados de las obligaciones y las inversiones netas por parte de la Seguridad Social en activos emitidos por el resto de las AAPP.

c. Solo recoge operaciones de pasivo.

Tal como se observa en el cuadro 6.2, las colocaciones realizadas directamente por las entidades de crédito descendieron en el conjunto del ejercicio un 22%, movimiento que resultó fundamentalmente del retroceso de las operaciones a más largo plazo. Por el contrario, las emisiones netas de pagarés experimentaron un notable dinamismo. Resulta también destacable el repunte de las operaciones llevadas a cabo por las filiales de estos intermediarios en el exterior (ligada también en gran medida a los instrumentos de corto plazo), cuya oferta neta presentó un valor positivo tras tres años de registros negativos.

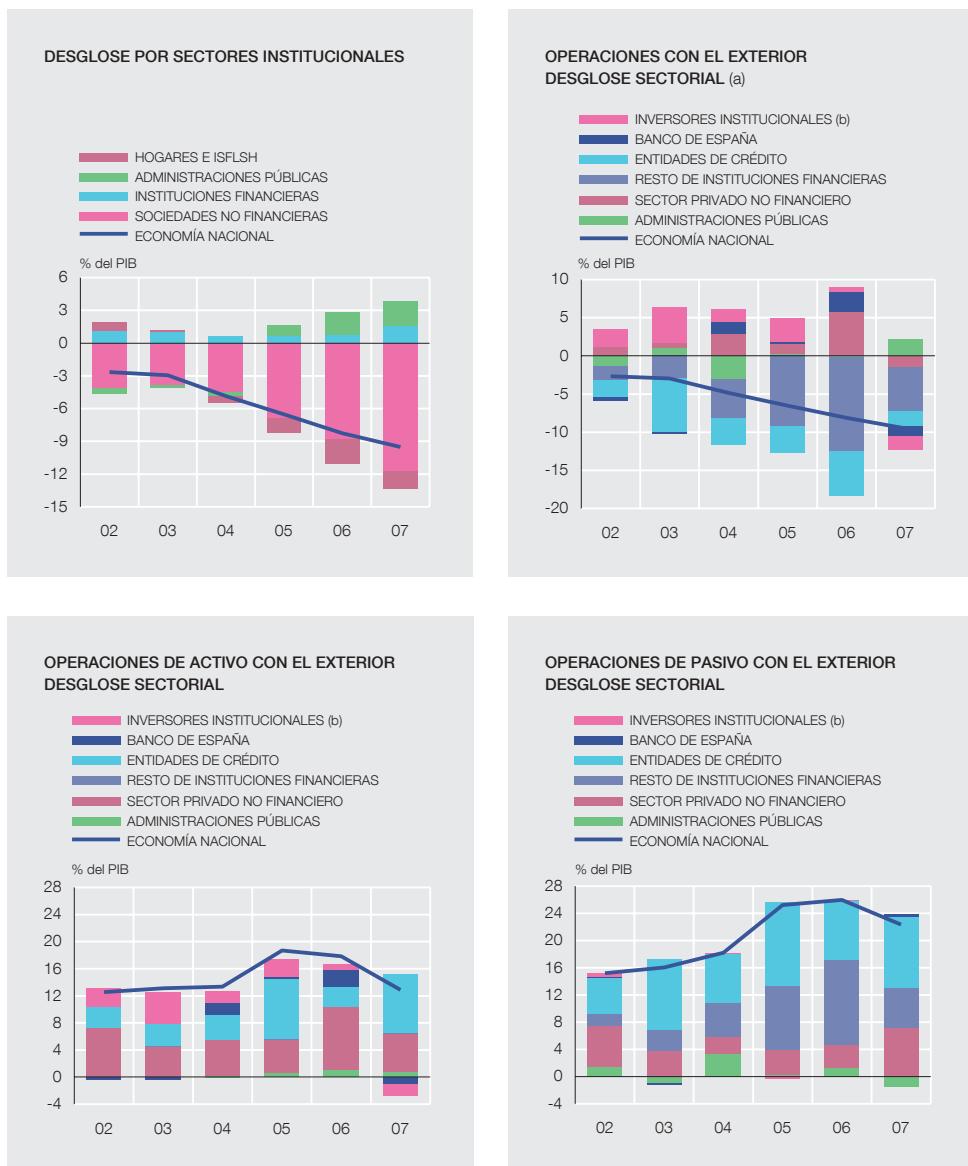
Durante el segundo semestre las entidades de crédito siguieron haciendo un uso intensivo del recurso a la titulización, pero una parte destacada de los valores emitidos los mantuvieron en sus carteras con el fin de facilitar la obtención recursos en el futuro, en un contexto en el que aumentó la incertidumbre sobre la evolución de sus necesidades de liquidez. De este modo, continuó el elevado dinamismo de la emisión neta de los fondos de titulización, superando los 106 mm de euros, lo que supone un crecimiento interanual por encima del 50%.

Por su parte, la financiación que, en términos netos, captaron las sociedades no financieras mediante emisiones de valores de renta fija, ejecutadas directamente o a través de filiales residentes y no residentes, apenas superó en 2007 los 7 mm de euros, frente a los 11 mm obtenidos el año precedente. Este descenso fue el resultado de la menor oferta neta de títulos realizada por las filiales nacionales, ya que los recursos procedentes de las otras dos modalidades superaron los correspondientes importes alcanzados en 2006.

La oferta neta de las AAPP continuó descendiendo, en línea con las menores necesidades de financiación del sector, registrándose valores negativos por segundo año consecutivo. Por

## OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (Evolución y contribución de los componentes)

GRÁFICO 6.3



FUENTE: Banco de España.

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

subsectores, al igual que en 2006, se redujo el saldo vivo de títulos del Estado (en 4,7 mm), mientras que volvió a aumentar el correspondiente a las AATT, aunque por un importe inferior al del ejercicio precedente (0,3 mm).

ya que las emisiones de renta variable crecieron notablemente.

Las emisiones de renta variable mostraron un notable dinamismo, aunque los recursos captados por esta vía continuaron siendo reducidos en comparación con los obtenidos en los mercados de renta fija. Por sectores, destaca el vigor de las ampliaciones de capital realizadas por las sociedades no financieras, que alcanzaron, en términos netos, los 31 mm de euros, lo que supone multiplicar por seis el volumen de las acometidas en 2006. Por su parte, la actividad de ofertas públicas de venta y suscripción se mantuvo en niveles similares a los del ejercicio precedente.

% del PIB	2004	2005	2006	2007
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-4,8	-6,5	-8,1	-9,5
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	13,3	18,7	17,9	12,9
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	3,2	2,2	5,5	2,2
Del cual:				
<i>Interbancario (a)</i>	0,7	3,1	3,4	4,2
Valores distintos de acciones	1,8	8,8	-1,2	1,6
De los cuales:				
<i>Entidades de crédito</i>	1,0	6,6	-2,1	1,8
<i>Inversores institucionales</i>	0,3	2,3	0,6	-0,1
Acciones y otras participaciones	6,8	5,1	10,2	7,6
De las cuales:				
<i>Sociedades no financieras</i>	3,8	3,9	7,7	5,3
<i>Inversores institucionales</i>	0,8	0,9	1,2	-1,0
Préstamos	0,8	1,1	1,8	0,8
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	18,2	25,2	26,0	22,4
Depósitos	1,7	5,6	0,3	7,3
Del cual:				
<i>Interbancario (a)</i>	5,0	7,2	0,6	6,7
Valores distintos de acciones	12,4	15,8	21,7	7,9
De los cuales:				
<i>Administraciones Públicas</i>	2,7	0,2	1,3	-1,5
<i>Entidades de crédito</i>	4,6	6,3	8,0	3,5
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	5,1	9,3	12,4	5,9
Acciones y otras participaciones	2,7	0,9	-0,1	4,3
Del cual:				
<i>Sociedades no financieras</i>	1,7	1,0	-0,5	4,5
Préstamos	1,3	2,3	3,6	2,5
Otros neto (b)	-0,6	-0,9	-1,0	-0,3
PRO MEMORIA				
Inversión directa de España en el exterior	5,8	3,7	8,1	8,3
Inversión directa del exterior en España	2,4	2,2	2,2	3,7

FUENTE: Banco de España.

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

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

### 3.2 LA ACTIVIDAD EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS

La actividad en los mercados secundarios mostró un notable dinamismo.

En los mercados secundarios se apreció un aumento notable de la actividad, aunque con una evolución muy dispar en los distintos segmentos (véase cuadro 6.3). Al igual que en 2006, los más dinámicos fueron los ligados a la renta variable, tanto en la operativa al contado (bolsa) como en la de derivados (MEFF). Así, la contratación de acciones en las bolsas superó los 1.600 mm de euros, lo que supone un crecimiento interanual superior al 44%. La fortaleza del mercado primario, el impulso de las ofertas públicas de adquisición (con 17 operaciones cerradas durante el ejercicio, por un valor de 47 mm de euros) y el repunte de la volatilidad pudieron contribuir a esta evolución. Por su parte, el volumen de negocio con derivados creció por encima del 55% y se concentró, un año más, en los contratos referenciados al índice Ibex 35, si bien las operaciones de opciones sobre acciones y, sobre todo, las de futuros también se expandieron a ritmos elevados.

mm de euros	2004	2005	2006	2007
<b>EMISIONES NETAS DE RESIDENTES</b>	146,6	184,4	231,6	265,6
<b>RENTA FIJA</b>	129,0	180,2	223,9	219,6
Administración Central	6,7	3,9	-4,8	-4,7
AATT	1,5	2,8	2,1	0,4
Instituciones financieras monetarias	61,4	78,0	97,2	76,1
Otros intermediarios financieros	59,6	95,6	128,5	145,8
De los cuales:				
<i>Fondos de titulización</i>	43,5	53,6	69,7	106,7
<i>Filiales de instituciones financieras monetarias</i>	15,9	39,4	39,7	32,2
<i>Filiales de sociedades no financieras</i>	0,0	2,6	16,1	3,7
Sociedades no financieras	-0,1	-0,1	1,0	2,0
<b>RENTA VARIABLE</b>	17,6	4,2	7,8	46,0
Instituciones financieras monetarias	15,8	1,3	3,0	12,0
Otros intermediarios financieros	0,5	0,0	0,1	3,5
Sociedades no financieras	1,3	3,0	4,6	30,5
<b>OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA</b>	2,6	0,2	2,5	2,1
<b>PRO MEMORIA</b>				
Emisiones netas de filiales en el extranjero	-30,2	-20,6	-8,5	9,5
Instituciones financieras	-26,6	-15,5	-2,6	8,2
Sociedades no financieras	-3,6	-5,2	-6,0	1,3

FUENTE: Banco de España.

El volumen de negociación en el mercado AIAF superó ampliamente el billón de euros, lo que supone un crecimiento interanual cercano al 24%, con incrementos apreciables en todos los instrumentos, en especial en los títulos de largo plazo.

En el mercado de deuda pública, por el contrario, las cifras de negociación experimentaron un crecimiento muy reducido, que obedeció a un avance interanual por encima del 9% de las operaciones al contado que compensó la caída tanto de las transacciones a plazo como de las *repo* y simultáneas, aunque estas últimas siguieron concentrando el grueso de la actividad.

### 3.3 LOS PRECIOS NEGOCIADOS EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS

Las acciones se revalorizaron moderadamente, aunque tras el verano aumentó la volatilidad.

En el conjunto del año, las cotizaciones bursátiles registraron un avance moderado, sobre todo en comparación con los dos ejercicios anteriores. Así, el IBEX 35 acumuló una revalorización del 7,3%, similar a la del EURO STOXX 50 de las bolsas de la UEM (6,8%) y superior a la del S&P 500 de las de Estados Unidos (3,5%). En su mayor parte, esta ganancia se generó en la primera mitad del año. A partir del verano se elevó sustancialmente la volatilidad de los precios negociados, a raíz del episodio de tensiones financieras. No obstante, el Ibex 35, al igual que el resto de los principales índices internacionales, mostró una notable resistencia durante este período, de modo que, tras las caídas de julio y agosto, se produjo una recuperación en los meses posteriores, cerrando el ejercicio en cotas similares a las observadas al final del primer semestre (véase gráfico 6.4).

Por sectores, el comportamiento en el conjunto de 2007 fue muy heterogéneo. Así, las revalorizaciones más significativas se apreciaron en las ramas de telecomunicaciones (34%) y de petróleo y energía (13%), mientras que los índices que mostraron una evolución más adversa fueron los correspondientes a bancos (-4%), servicios de consumo (-8%) y, sobre todo, inmo-

mm de euros	2004	2005	2006	2007
Mercado de deuda pública en anotaciones (a)	22.834	22.220	22.615	22.664
Contado	2.137	2.338	2.903	3.177
Repo y simultáneas	20.584	19.572	19.385	19.193
Plazo	113	310	327	294
Mercado AIAF de renta fija	567	872	900	1.116
Pagarés	286	404	482	557
Cédulas y bonos de titulización	217	372	325	390
Resto	63	96	94	168
Mercado bursátil de renta fija	83	93	93	90
Mercado bursátil de renta variable	644	854	1.156	1.670
Mercados MEFF de derivados	394	584	934	1.451
IBEX 35	371	544	883	1.384
Opciones sobre acciones	12	17	23	27
Futuros sobre acciones	10	23	28	41

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

a. Solo incluye operaciones con valores del Estado.

biliares ( $-40\%$ ), a pesar de lo cual este último subíndice cerró el ejercicio por encima del nivel de comienzos de 2006.

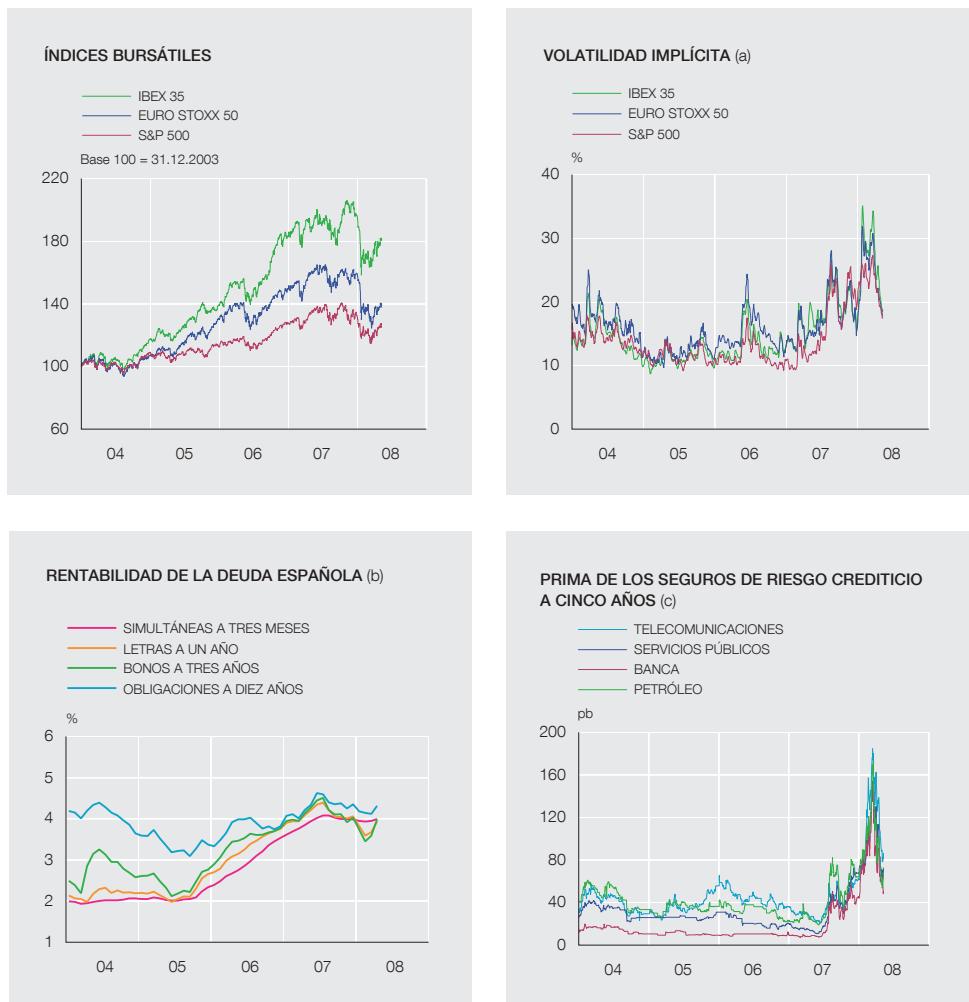
A principios de 2008 se produjo un ajuste más acusado en los índices bursátiles nacionales e internacionales, en un contexto en el que la prolongación de la situación de inestabilidad financiera acabó afectando negativamente a las perspectivas económicas globales. De este modo, a finales de abril, el IBEX 35 acumulaba unas pérdidas de aproximadamente un 9%.

Aumentaron las rentabilidades de la deuda pública en el primer semestre, y se redujeron durante el segundo...

En los mercados de deuda pública las rentabilidades negociadas mostraron una tendencia creciente en todos los plazos durante la primera mitad del año, en consonancia con la evolución observada y prevista de los tipos de intervención del Eurosystema y con las favorables perspectivas macroeconómicas. Así, el tipo de interés de las obligaciones a diez años, que partía del 4% en diciembre de 2006, alcanzó un máximo del 4,7% en julio. A raíz del episodio de inestabilidad financiera, la deuda pública comenzó a operar como activo refugio, lo que, junto con el deterioro del panorama económico internacional, contribuyó al descenso de los tipos de interés, lo que llevó a que la referencia a diez años cerrara el ejercicio en el 4,4%. Durante este período, la rentabilidad de la deuda alemana se redujo en mayor medida que la del resto de los títulos emitidos por los Estados del área del euro, de modo que los diferenciales con el bono alemán subieron ligeramente, alcanzando el correspondiente a la referencia española los 10 pb a finales de 2007. Estos movimientos han continuado en la parte transcurrida de 2008, situándose dicho indicador en el entorno de los 25 pb durante los primeros días de mayo.

al tiempo que repuntaron las primas de riesgo crediticio.

Por último, las primas de los seguros de riesgo crediticio de las sociedades financieras y no financieras, que se mantuvieron en mínimos históricos en la primera mitad de 2007, experimentaron un aumento muy acusado a raíz del episodio de turbulencias, que desencadenó un intenso proceso de reevaluación del riesgo a nivel internacional (véase gráfico 6.4). Esta evolución, que se observó también en los mercados de renta fija privada, contrarrestó, en el se-



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

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

gundo semestre del ejercicio, el descenso de los tipos de interés de largo plazo de la deuda pública y determinó un ligero incremento del coste de financiación de las empresas emisoras de este tipo de valores. Estos movimientos se intensificaron durante los primeros meses de 2008.

#### 4 Los intermediarios financieros españoles

##### 4.1 LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

El balance volvió a crecer significativamente y, a partir del verano, cambió la forma de financiar el activo.

En 2007, el balance de las entidades de crédito españolas se expandió nuevamente de forma significativa, registrando una tasa de avance interanual del 15% (véase cuadro 6.4), a pesar del notable descenso en el ritmo de crecimiento del crédito (que pasó del 24% en diciembre de 2006 al 15% a finales del pasado año). Por el contrario, la cartera de valores representativos de deuda aumentó moderadamente, frente al descenso registrado en el ejercicio precedente.

Por el lado del pasivo, los depósitos de la clientela crecieron nuevamente a un ritmo inferior al del crédito, si bien la brecha entre ambos, medida en términos de flujos, se fue contrayendo a lo largo del ejercicio. El desencadenamiento de las tensiones en los mercados internacionales de deuda, en la segunda parte de 2007, propició una paralización prácticamente completa de algunos de los mercados a los que las entidades españolas habían recurrido de manera importante para finanziarse en los últimos años, lo que llevó a que estas acudieran a fuentes alternativas, como son la emisión de pagarés y la financiación

	CONSOLIDADO			INDIVIDUAL		
	dic-06	dic-07	Tasa interan. (%)	dic-06	dic-07	Tasa interan. (%)
<b>PRINCIPALES PARTIDAS DEL BALANCE (% de AT)</b>						
Activo total (mm de euros)	2.912,1	3.342,5	14,8	2.478,4	2.893,2	16,7
Crédito	67,0	67,3	15,3	64,3	64,3	16,7
<i>Del cual: Sector privado residente en España</i>				59,5	59,5	16,6
Valores representativos de deuda	11,2	10,6	9,0	9,4	9,2	13,9
Otros instrumentos de capital y participaciones	4,5	4,8	22,3	6,1	6,3	20,0
Resto de activo	17,3	17,3	14,6	20,1	20,2	17,3
Pasivo						
Banco de España y otros bancos centrales	1,5	2,8	112,1	1,2	2,9	171,7
Depósitos interbancarios	15,6	14,5	6,7	19,1	17,7	8,4
Depósitos de la clientela	47,8	47,1	13,2	52,2	50,7	13,4
<i>Del cual: Hogares y soc. no fin. residentes en España</i>				30,0	28,1	9,4
Valores negociables	19,1	19,8	19,5	12,3	13,2	25,3
Resto de pasivo	11,5	12,2	21,8	10,4	12,4	38,5
Patrimonio neto	6,0	6,3	19,6	6,0	6,0	17,2
<b>CUENTA DE RESULTADOS (% de ATM)</b>						
(+) Productos financieros	4,30	5,03	36,0	4,02	4,86	42,1
(-) Costes financieros	2,59	3,28	47,1	2,34	3,16	59,2
Margen de intermediación	1,71	1,75	19,1	1,68	1,69	18,3
(+) Comisiones netas	0,77	0,73	10,3	0,56	0,53	11,1
(+) Resultado oper. financieras y ent. participadas	0,52	0,53	18,6	0,20	0,29	70,4
Margen ordinario	3,00	3,01	16,8	2,44	2,51	20,8
(-) Gastos y otros resultados de explotación	1,40	1,33	10,4	1,14	1,08	10,6
Margen de explotación	1,60	1,68	22,3	1,30	1,43	29,8
(-) Saneamientos y dotaciones	0,48	0,52	25,8	0,42	0,42	16,5
(+) Otros resultados	0,25	0,15	-31,1	0,21	0,12	-35,5
(-) Impuestos	0,34	0,26	-11,1	0,22	0,17	-10,5
Resultado después de impuestos	1,03	1,05	18,5	0,87	0,97	30,2
Resultado neto del grupo	0,98	1,01	19,3			
<b>RATIOS (%)</b>						
Posición interbancaria neta/AT (a)	-8,6	-9,8		-7,4	-8,6	
Solvencia	11,3	10,7				
Activos dudosos/AT	0,6	0,7		0,5	0,6	
Cobertura de dudosos	220,5	182,8		262,9	209,3	
Negocio en el extranjero/AT	21,8	21,1				
Eficiencia (GE/MO) (b)	47,6	44,8		48,3	44,1	
ROE	19,8	19,8		15,7	17,7	

FUENTE: Banco de España.

- a. Incluye pasivo con bancos centrales.  
b. Gastos de explotación sobre margen ordinario.

interbancaria<sup>1</sup> (véase el panel izquierdo del gráfico 6.5). Esta mayor apelación a instrumentos de corto plazo implica, lógicamente, que las entidades tendrán que refinanciarse más frecuentemente.

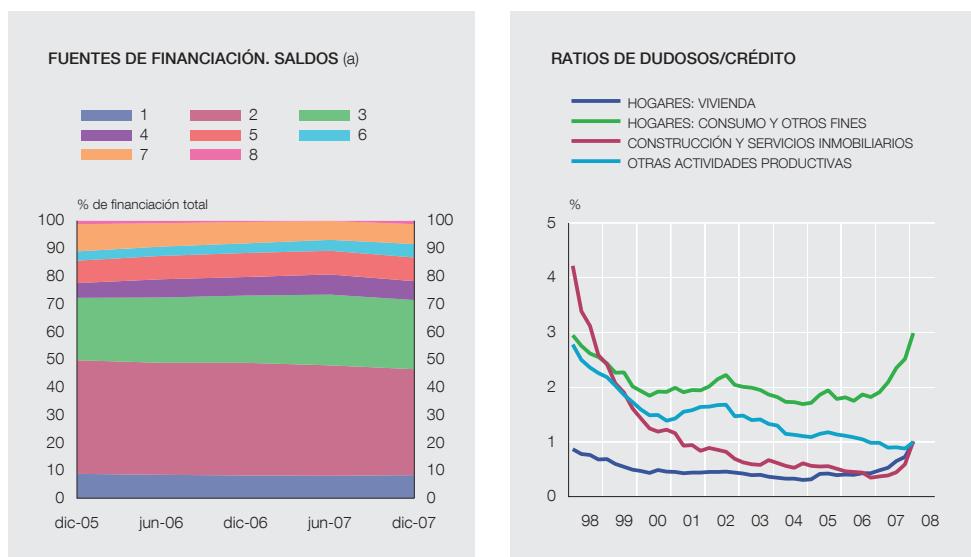
El aumento en el coste de financiación se trasladó a los tipos de interés de activo...

El recurso a estas fuentes alternativas de obtención de fondos a corto plazo evitó un encarecimiento mayor de la financiación de las entidades, en un contexto de fuerte repunte de las primas exigidas, que fue más acusado en los plazos medios y largos. Así, en el transcurso del año el coste medio del pasivo se incrementó alrededor de 85 pb, más que el aumento en los

1. Esta partida incluye los fondos netos obtenidos en las operaciones regulares de financiación del Eurosistema.

FUENTES DE FINANCIACIÓN Y ACTIVOS DUDOSOS  
(Entidades de crédito. Datos individuales)

GRÁFICO 6.5



FUENTE: Banco de España.

a. Correspondencia numérica:

- 1 Fondos propios.
- 2 Depósitos de residentes no financieros.
- 3 Otros deudores (incluye titulización).
- 4 Valores hipotecarios.
- 5 Otros valores negociables.
- 6 Valores a corto plazo.
- 7 Financiación neta interbancaria.
- 8 Financiación neta del Banco de España.

tipos de interés oficiales del Eurosistema (50 pb), pero por debajo del ascenso en la remuneración de los depósitos interbancarios a tres meses (113 pb). Este incremento se trasladó a las operaciones de activo, cuyos tipos de interés se elevaron en torno a 80-100 pb. El mantenimiento de los márgenes y el crecimiento del volumen llevaron a que, a nivel consolidado, el margen de intermediación aumentara un 19% (4 pp más que en 2006).

propiciando nuevamente  
un crecimiento elevado de los  
beneficios...

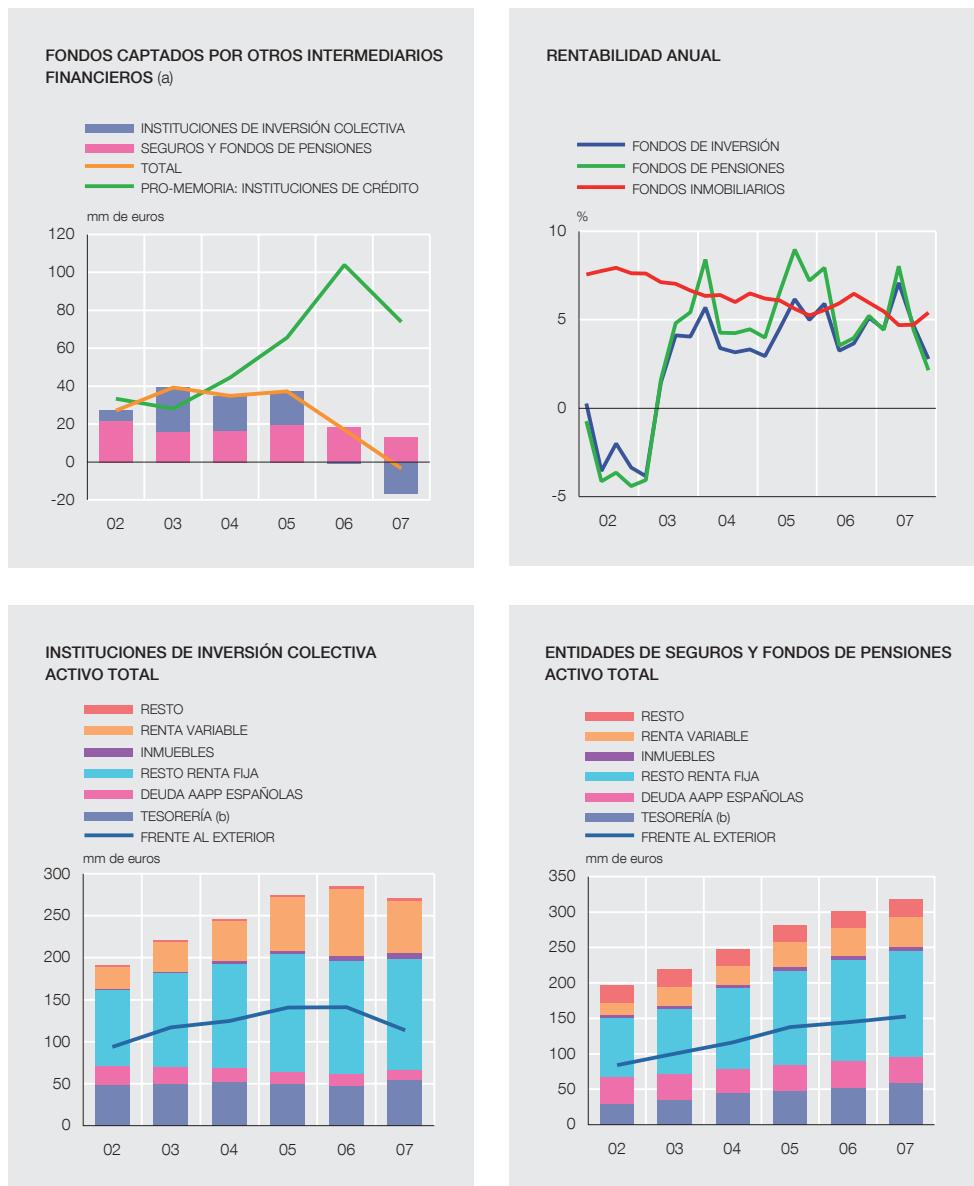
ya que ni el repunte de la ratio  
de morosidad ni, sobre todo,  
las turbulencias tuvieron efectos  
significativos sobre los  
resultados.

Punto de partida favorable para  
afrontar los riesgos futuros.

De este modo, aunque los otros ingresos ordinarios y extraordinarios crecieron, en general, menos que en 2006, el beneficio total neto se incrementó también en un 19% (30% a nivel individual), lo que permitió mantener una rentabilidad sobre los recursos propios próxima al 20%, por segundo año consecutivo.

A diferencia de lo ocurrido en otros países, las entidades españolas tenían una exposición prácticamente nula a los productos relacionados con el mercado hipotecario americano y no mantenían compromisos de financiación con vehículos estructurados que inviertan en dichos activos, lo que contribuyó a sostener sus resultados y su posición financiera. Los saneamientos y dotaciones, a nivel consolidado, crecieron un 26%, impulsados fundamentalmente por el incremento del volumen de la partida de dudosos, que aumentó un 45% en 2007. De este modo, aumentó la ratio entre estos activos y el crédito, movimiento que ha continuado durante la parte transcurrida de 2008, aunque permanece todavía en niveles reducidos (véase el panel derecho del gráfico 6.5), tanto en términos históricos como en comparación con otras economías de nuestro entorno. Adicionalmente, la cobertura de estos con provisiones se mantuvo elevada (véase cuadro 6.4).

Las entidades de crédito se enfrentan, pues, a un escenario de desaceleración de la actividad económica, de endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados



FUENTES: Asociación Española de Capital-Riesgo, Comisión Nacional del Mercado de Valores y Banco de España.

- 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.

internacionales y de mayor incertidumbre, pero lo hacen desde un punto de partida caracterizado por unos elevados niveles de rentabilidad, solvencia, provisiones y calidad del activo, lo que les confiere un valioso margen para afrontar los riesgos inherentes a ese escenario.

#### 4.2 LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

Reembolsos netos de fondos en las instituciones de inversión colectiva.

En un contexto de fuerte competencia por la captación del ahorro nacional y de elevada volatilidad en los mercados financieros, las sociedades y fondos de inversión colectiva registraron reembolsos netos por un valor cercano a los 20 mm de euros y el patrimonio gestionado se redujo ligeramente (véanse gráfico 6.6 y recuadro 6.2). Las empresas de seguros y fondos de pensiones, en línea con la mayor estabilidad habitual de sus flujos de entrada y de salida, captaron recursos en términos netos en 2007, pero lo hicieron en una cuantía inferior a la del año anterior.

A pesar de ello, aparecieron nuevos instrumentos.

A pesar de ello, continuó el desarrollo de nuevos productos, con la creación de las primeras instituciones de inversión libre, que alcanzaron, a finales del pasado ejercicio, un saldo vivo de 1.500 millones de euros y 5.000 partícipes, correspondientes a 21 fondos y 31 fondos de fondos de inversión libre. A septiembre de 2007, algo más de un tercio de ese patrimonio correspondía a inversiones de empresas de seguros españolas. Asimismo, dentro del ámbito de los seguros comenzaron a comercializarse los denominados PIAS (Planes Individuales de Ahorro Sistemático) como sistema alternativo de ahorro para la jubilación. No obstante, su importancia es todavía limitada, representando, a final de año, algo menos del 3% de las primas y un 0,4% de las provisiones matemáticas del seguro de vida (546 millones de euros).

Por su parte, las entidades de capital riesgo incrementaron el volumen invertido y los fondos captados, en el conjunto de 2007, en un 44% y 32%, respectivamente. Pese a que la actividad en el cuarto trimestre fue todavía significativa, no puede descartarse un cierto descenso de la misma a lo largo del año en curso, como consecuencia de las mayores dificultades de financiación de nuevas operaciones de adquisición con deuda, especialmente en el caso de las operaciones de mayor tamaño.

Cierta recomposición de las carteras.

En cualquier caso, estos activos alternativos continuaron representando una parte menor de la cartera global de los inversores institucionales nacionales, la cual registró pocos cambios en 2007. Cabe destacar, si acaso, el moderado aumento de las posiciones más líquidas —hacia finales de año—, así como la pérdida de peso de los activos exteriores a favor de los valores de renta fija privada de emisores españoles, especialmente de aquellos con plazos cortos de vencimiento, en línea con el mayor dinamismo de las emisiones de estos instrumentos.

Ligero descenso de las rentabilidades medias y estancamiento de los beneficios de las empresas de seguros.

Aunque la exposición de los inversores institucionales españoles a productos ligados al mercado hipotecario americano era muy pequeña, las rentabilidades obtenidas accusaron la menor revalorización de los precios de las acciones, en comparación con 2006, y el repunte de las rentabilidades de la deuda pública y privada, en el conjunto del año, pero continuaron siendo positivas. En media, los fondos de inversiónmobiliaria rentaron un 2,8%, los de pensiones un 2,2% y algo más (el 5,4%) los inmobiliarios (véase gráfico 6.6).

Por su parte, de acuerdo con las primeras estimaciones disponibles, los beneficios de las empresas de seguros se estancaron en 2007, como consecuencia del mal comportamiento de la cuenta técnica de los seguros de no vida. No obstante, no se registraron tampoco en este sector pérdidas de valor significativas de las inversiones, y tanto la rentabilidad sobre recursos propios como la solvencia de las entidades permanecieron elevadas (en torno al 20% en el primer caso, y por encima del 250% en el segundo).

## **5 La posición patrimonial del sector privado no financiero**

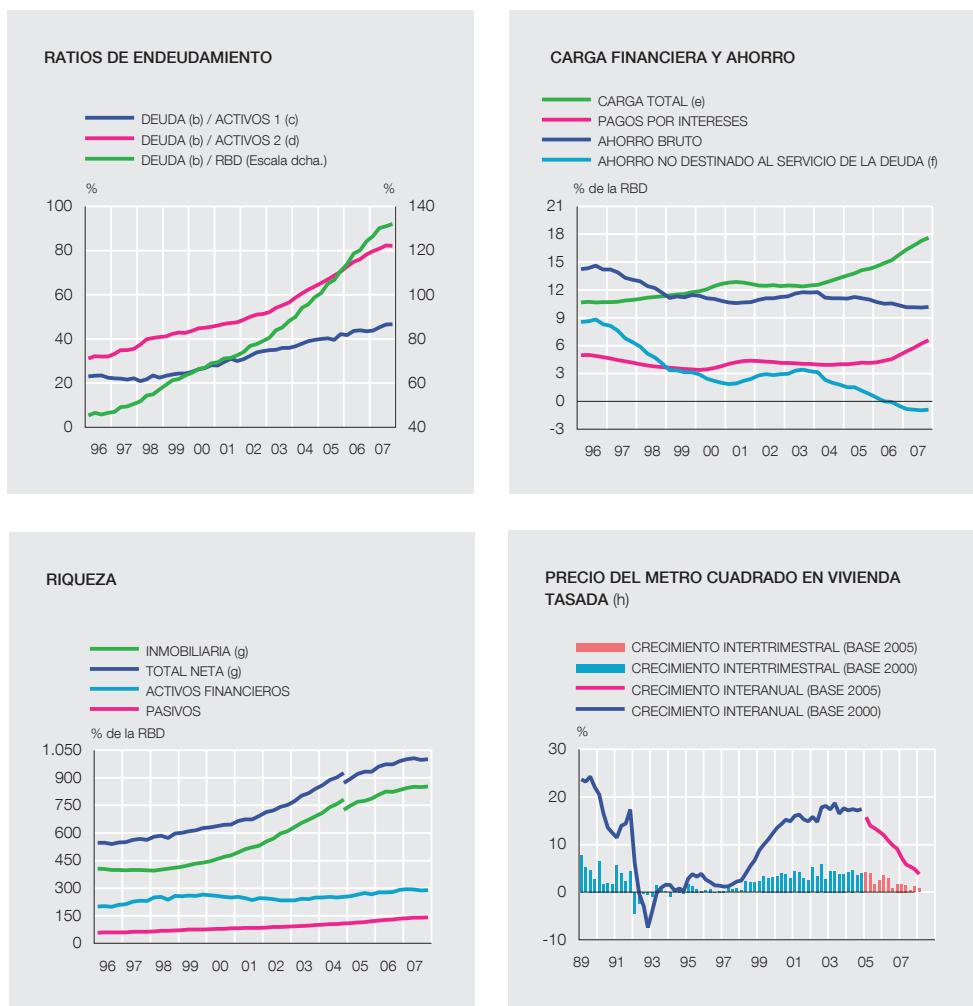
### **5.1 LOS HOGARES**

El endeudamiento de las familias volvió a aumentar, pero menos que en años anteriores.

Como se ha señalado, la financiación recibida por los hogares registró en 2007 un menor dinamismo que en años anteriores, aunque su tasa de avance volvió a superar a la de las rentas del sector. Como resultado, el endeudamiento de las familias en relación con su renta bruta disponible (RBD) experimentó un nuevo ascenso, hasta superar el 130%, lo que supone un incremento cercano a 8 pp, el más reducido de los últimos cinco años (véase gráfico 6.7). En términos de PIB, los pasivos de estos agentes pasaron del 80% a finales de 2006 al 84% al cierre del pasado ejercicio.

## INDICADORES DE POSICIÓN PATRIMONIAL DE LOS HOGARES E ISFLSH (a)

GRÁFICO 6.7



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

a. Los datos de la contabilidad nacional sectorial corresponden, a partir de 1999, a la CNE, base 2000. Con anterioridad, se utiliza una estimación coherente con esta base.

b. Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.

c. Activos 1 = Total de activos financieros menos la rúbrica de «Otros».

d. Activos 2 = Activos 1 menos acciones menos participaciones de FIM.

e. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.

f. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.

g. Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado. Nueva estadística de precio de la vivienda a partir de 2005.

h. Nueva estadística a partir de 2005.

La carga financiera aumentó y la ratio de morosidad repuntó, aunque sigue en niveles reducidos.

La carga financiera soportada por las familias también continuó aumentando y se situó próximamente al 18% de su RBD. Este incremento estuvo asociado fundamentalmente a la evolución de los pagos por intereses, que se vieron impulsados por el mayor coste de la financiación. La parte vinculada a la devolución del principal no registró cambios significativos, lo que, unido a la estabilidad observada en el ahorro bruto del sector, hizo que la capacidad de ahorro de los hogares tras atender sus obligaciones financieras apenas mostrara variaciones, manteniéndose en valores ligeramente negativos. En este contexto, la ratio de morosidad del crédito concedido a los hogares experimentó un ascenso moderado en 2007, de modo que el registro alcanzado sigue siendo reducido (alrededor del 1%).

La riqueza neta del sector no mostró variaciones significativas.

Tras un período prolongado de crecimiento sostenido, la riqueza neta del sector en relación con su RBD no mostró cambios apreciables. Tuvo lugar un moderado avance en el componente real (asociado a la revalorización de los inmuebles), contrarrestado por un li-

gero descenso del valor de los activos financieros netos. En términos brutos, estas últimas tenencias alcanzaron un volumen cercano al 290% de la RBD, unos 2 pp por debajo del valor de 2006, apreciándose una cierta recomposición hacia instrumentos de menor riesgo. En concreto, el mayor ascenso se registró en los depósitos a plazo, que, como se ha señalado, absorbieron una parte sustancial de los flujos de inversión de las familias, de modo que aumentó su peso relativo en su cartera financiera en torno a 3 pp, hasta suponer el 17%. En contraposición, la proporción que representan el efectivo y los depósitos a la vista se redujo en algo más de 1,5 pp, situándose en el 19%, al tiempo que la correspondiente a los fondos de inversión también disminuyó, aunque de forma más modesta (alrededor de 1 pp, hasta el 10%).

La posición patrimonial agregada de los hogares es sólida, aunque existen algunos segmentos más vulnerables.

A finales de 2007 la posición patrimonial del sector en su conjunto continuaba sin mostrar signos de vulnerabilidad, sustentada especialmente en los niveles confortables del valor de su patrimonio neto. Esta situación agregada no es incompatible, no obstante, con la existencia de segmentos de población que se encuentran en unas condiciones menos favorables que las del promedio. Los datos microeconómicos más recientes contenidos en la Encuesta Financiera de las Familias de 2005 muestran, por ejemplo, que mientras que en ese año el hogar endeudado mediano dedicaba un 17% de su renta bruta al pago de los intereses y a la devolución del capital de los préstamos contraídos, esta proporción superaba el 40% para alrededor del 6% de las familias, frente al 3% de las mismas que registró la Encuesta de 2002 para ese año<sup>2</sup>.

## 5.2 LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Las ratios de endeudamiento y de carga financiera continuaron incrementándose...

Los recursos propios se mantuvieron como el principal pasivo de las sociedades no financieras, si bien su peso dentro del balance disminuyó por tercer año consecutivo. De este modo, fue el recurso a la deuda el que, a pesar del descenso de la tasa de crecimiento, registró un comportamiento más expansivo, propiciando que el cociente entre los fondos ajenos del sector y la suma del excedente bruto de explotación y los ingresos financieros aumentase nuevamente, hasta situarse próximo al 580%, algo más de 50 pp por encima del nivel observado en 2006. El incremento fue, no obstante, inferior al de los dos ejercicios precedentes (véase gráfico 6.8).

y los gastos financieros absorbieron una mayor parte de los beneficios.

El mayor endeudamiento, junto con el ascenso del coste de estos fondos, propició un nuevo aumento de la carga financiera de las sociedades en 7 pp, hasta situarse por encima del 24%, el valor más elevado registrado en los últimos años.

Ascenso moderado del indicador de presión financiera sobre la inversión...

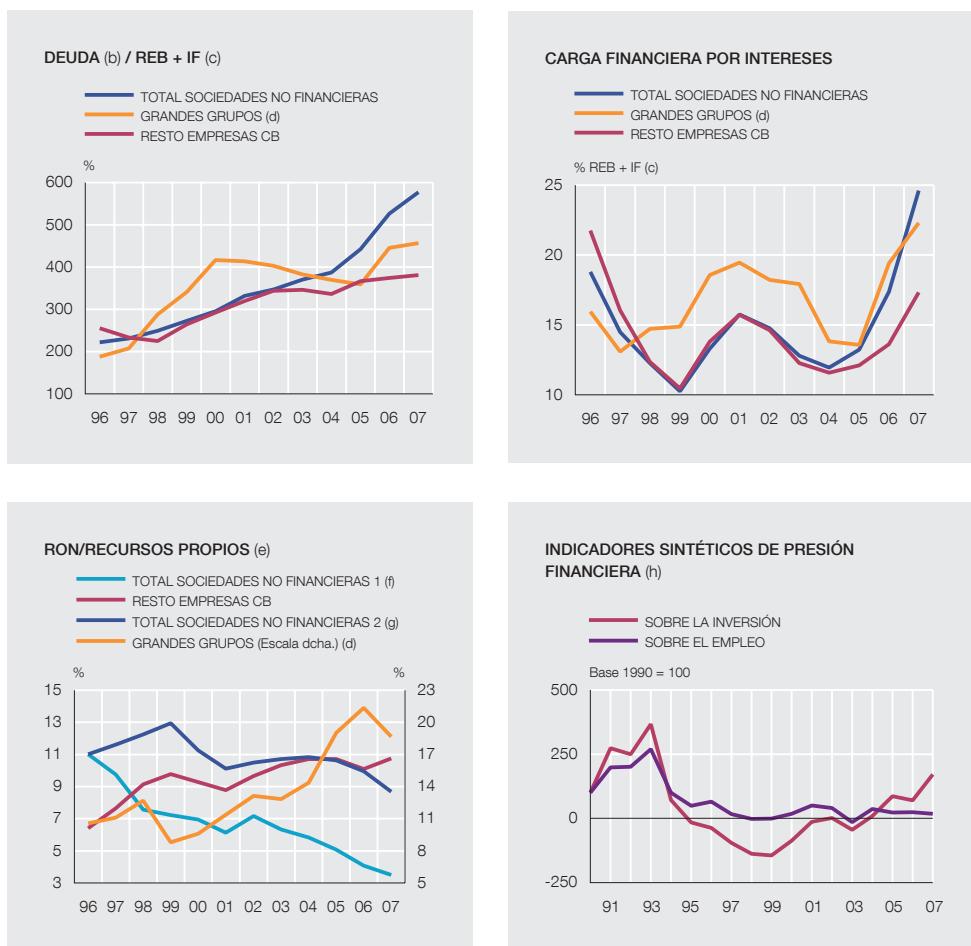
El aumento de los pagos asociados al servicio de la deuda contribuyó a frenar el crecimiento de los beneficios de las empresas después de descontar los gastos financieros. Así, aunque el excedente bruto de explotación del sector creció a una tasa elevada (por encima del 7%), los intereses netos pagados por las empresas se incrementaron un 24%, lo que propició un ligero descenso de la rentabilidad de los recursos propios.

Para las empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que predominan las de mayor tamaño, las ratios de endeudamiento y de carga financiera aumentaron menos de lo observado a nivel agregado del sector, y se apreció igualmente una disminución de la rentabilidad de los recursos propios, aunque se mantuvo en niveles elevados. Un análisis sectorial muestra que el descenso más significativo de la rentabilidad se registró en la rama energética, de forma coherente con la contracción de márgenes observada en una parte importante de estas empresas, mientras que, en contraste, la rentabilidad en la in-

2. Para más detalles, véase «Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2005: métodos, resultados y cambios entre 2002 y 2005», *Boletín Económico*, diciembre de 2007.

INDICADORES DE POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)

GRÁFICO 6.8



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- Indicadores calculados a partir de la Central de Balances Anual y Trimestral, excepto la serie «Total sociedades no financieras», que se ha obtenido a partir de las Cuentas Nacionales (CNE y CFEE). A partir de 1999, las rentas del sector corresponden a la CNE, base 2000. Con anterioridad se utiliza una estimación coherente con esta base.
- Recursos ajenos con coste.
- Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.
- Para el total de las sociedades no financieras, el Resultado ordinario neto (RON) = Excente bruto de explotación + Intereses y dividendos recibidos – Intereses pagados – Consumo de capital fijo.
- Recursos propios valorados a precios de mercado.
- Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.
- Indicadores estimados a partir de la Central de Balances Anual y Trimestral. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

dustria se incrementó de forma notable, en consonancia con el tono expansivo observado en la actividad de este sector. Por otra parte, durante la segunda mitad de 2007, y en línea con las perspectivas de menor crecimiento económico, se redujo la media de la tasa de expansión a corto plazo de los beneficios empresariales de las sociedades no financieras cotizadas prevista por los analistas, aunque continúa en niveles positivos.

La evolución conjunta de la rentabilidad, el endeudamiento y la carga financiera se tradujo en un ascenso moderado, concentrado en la segunda mitad del año, del indicador de presión financiera sobre la inversión, que se mantiene algo por encima de su media histórica. En cambio, el correspondiente al empleo permaneció estable (véase gráfico 6.8).

si bien la situación financiera agregada de las empresas sigue siendo sólida, aunque presenta una elevada heterogeneidad.

A pesar del aumento de la presión financiera, la posición patrimonial agregada del sector sigue siendo robusta, como se refleja, por ejemplo, en sus ratios de morosidad, que siguen en niveles reducidos (0,7%), y en la ausencia de cambios significativos en las calificaciones crediticias de las sociedades españolas que emiten valores. No obstante, al igual que en el caso de los hogares, esta situación global no es incompatible con la existencia de determinados grupos que se encuentran en un estado menos favorable que el de la empresa promedio. En esta línea, la información más reciente de la Central de Balances Anual, correspondiente al ejercicio 2006, pone de manifiesto la elevada dispersión en algunos indicadores financieros. Así, por ejemplo, para el 25% de la muestra, la proporción de los resultados destinada al pago de intereses triplica a la correspondiente ratio para la compañía mediana.