



### 1 Introducción

La evolución financiera estuvo condicionada por unas políticas económicas acomodaticias, un entorno recesivo y una gradual mejoría de los mercados financieros internacionales, que se ha quebrado en los primeros meses de 2010

Los costes de financiación del sector privado se han situado en niveles reducidos, aunque no se han apreciado signos de relajación en el resto de condiciones crediticias

La intensa desaceleración del crédito al sector privado, que ha llegado a registrar tasas interanuales negativas, ha respondido principalmente a factores cíclicos...

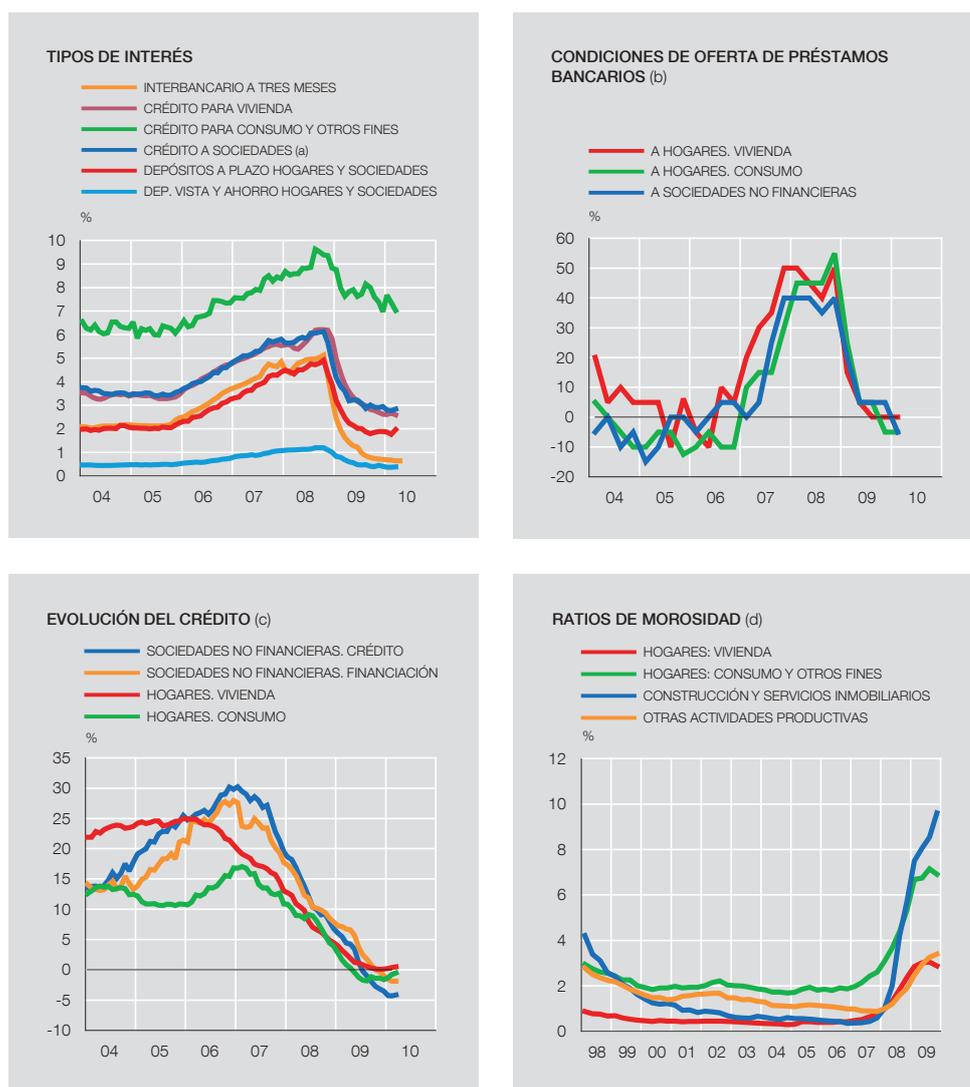
... aunque el escaso dinamismo de las rentas de hogares y sociedades ha impedido reducciones sustanciales en sus ratios de deuda

La evolución financiera de la economía española estuvo influida, desde comienzos de 2009, por una mejoría paulatina de los mercados financieros y por los efectos de unas políticas económicas acomodaticias y de un entorno macroeconómico recesivo. Conforme avanzó el ejercicio, el BCE comenzó a retirar algunas de las medidas excepcionales de política monetaria introducidas (véase capítulo 4), al tiempo que la intensidad de la recesión fue remitiendo progresivamente y se puso en marcha un necesario proceso de consolidación fiscal (véase capítulo 5). En los primeros meses de 2010 se ha interrumpido la pauta de normalización de los mercados a raíz de los problemas de las finanzas públicas griegas, que acabaron desembocando en una profunda crisis fiscal en esa economía (véase capítulo 4). Las tensiones afectaron más a los países que presentaban un mayor deterioro de las cuentas públicas y unas perspectivas de crecimiento más débil.

Los costes de financiación de hogares y de sociedades se han situado en niveles reducidos, tras haber mostrado un perfil descendente desde finales de 2008 (véase gráfico 6.1). Esta trayectoria ha reflejado la disminución de las rentabilidades interbancarias, aunque con un cierto retraso y de forma incompleta, apreciándose una mayor ampliación de las primas exigidas en los segmentos de mayor riesgo (financiación al consumo y a pymes). Por el contrario, de acuerdo con los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), las condiciones distintas a los tipos de interés continúan siendo bastante restrictivas, ya que, tras su intenso endurecimiento, no han comenzado a mostrar hasta muy recientemente (primer trimestre de 2010) los primeros signos de relajación.

La deuda del sector privado no financiero se ha desacelerado ininterrumpidamente desde los máximos cíclicos observados en 2006, de modo que sus tasas de crecimiento han pasado de estar por encima del 20% a registrar valores negativos. Debe señalarse, no obstante, que, mientras que la deuda de las sociedades continúa contrayéndose, la de los hogares parece haberse estabilizado en los últimos meses (véase gráfico 6.1). Como se argumenta con mayor detalle en el capítulo 1, esta evolución ha sido el resultado de un conjunto amplio de factores. Así, al proceso de ajuste gradual iniciado antes de la crisis, a raíz del cambio en el ciclo de política monetaria en una situación caracterizada por unas abultadas ratios de deuda de familias y de empresas y por un sobredimensionamiento del sector inmobiliario, se superpuso el desarrollo de la crisis internacional, que ha añadido fuertes presiones contractivas tanto de demanda como de oferta. De este modo, las peticiones de préstamos han mostrado una moderación inducida por el deterioro de la confianza y la elevada incertidumbre, en un contexto de escaso dinamismo de la actividad económica e intenso aumento del desempleo, al tiempo que el alto endeudamiento del sector privado, junto con las malas perspectivas macroeconómicas, ha favorecido que las entidades hayan tendido a considerar que una proporción mayor de las solicitudes correspondía a demanda no solvente.

El escaso avance de las rentas de los hogares explica que, a pesar de la intensa desaceleración de la financiación captada, la caída observada en la ratio de deuda sobre renta bruta disponible haya sido modesta, situándose todavía por encima del 120%. Esta evolución, unida al descenso del coste de la financiación registrado desde finales de 2008, ha propiciado una disminución de la carga financiera, al tiempo que el notable recorte del gasto se ha reflejado en un aumento del ahorro del sector y de su capacidad de financiación. Por su parte, la riqueza neta siguió reduciéndose desde los máximos alcanzados a mediados de 2007, aunque esta tendencia tendió a atemperarse a lo largo del pasado ejercicio, por la suavización de las bajadas en el precio de la vivienda y, en menor medida, por la recuperación de las cotizaciones de los activos financieros.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Calculado como una media ponderada de los tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. Para los créditos de más de un millón de euros, el tipo de interés se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.
- b. Variaciones acumuladas del indicador de difusión, de modo que un signo positivo significa un endurecimiento.
- c. Tasas interanuales.
- d. Calculadas como crédito dudoso sobre crédito total.

En el caso de las empresas, el mal comportamiento de los resultados se ha reflejado en un descenso de los indicadores de rentabilidad y en una elevación de sus ratios de endeudamiento, a pesar de la contracción en el volumen de deuda. No obstante, la disminución de los costes de financiación ha permitido una apreciable reducción de la carga financiera.

El descenso de la carga financiera no ha evitado que las ratios de morosidad continúen aumentando, presionando la cuenta de resultados de las entidades

A pesar de los descensos en la carga financiera soportada por el sector privado, algunos segmentos del mismo están experimentando un grado de presión financiera más elevado, reflejado en aumentos de la ratio de morosidad. Aunque esta registra ritmos de avance más moderados en los últimos meses, no parece haber alcanzado todavía su máximo cíclico (véase gráfico 6.1).

Este aumento de la morosidad está repercutiendo negativamente sobre la evolución de los resultados de los intermediarios financieros españoles, mermando los márgenes disponibles para hacer frente a deterioros adicionales en sus activos. La situación global del sistema financiero se mantiene saneada en su conjunto, aunque la posición de las entidades difiere tanto en el grado de exposición a los activos dañados como en su capacidad para afrontar las dotaciones necesarias. Este hecho, junto con el sobredimensionamiento del sector que se ha puesto de manifiesto como consecuencia de la crisis, subraya la necesidad de que las entidades —especialmente, las que siguieron estrategias más arriesgadas en la fase alcista— acometan procesos de reestructuración.

La política financiera ha puesto en marcha mecanismos excepcionales para paliar las tensiones financieras e impulsar la reestructuración ordenada del sector

Adicionalmente a las medidas adoptadas el año anterior, que suministraban mecanismos excepcionales para paliar las dificultades de financiación mayorista de las entidades a través del Fondo de Adquisición de Activos Financieros y la concesión de garantías públicas, en el año 2009 se puso en marcha una estrategia orientada a impulsar la reestructuración ordenada de aquellas entidades potencialmente más afectadas por la crisis mediante la creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), cuyas disposiciones se han empezado a activar en la primavera de 2010 con la aprobación de algunos procesos de saneamiento y fusión de cajas de ahorros (véase recuadro 6.1).

En todo caso, la recuperación de los mercados y el uso de garantías públicas para la emisión de valores han permitido que las entidades vuelvan a captar recursos en los mercados primarios de valores por un importe positivo en términos netos, contribuyendo de este modo a impulsar la actividad en dichos mercados, cuyo dinamismo, no obstante, ha reflejado sobre todo el comportamiento de las AAPP.

La fuerte expansión fiscal se ha reflejado en un importante aumento de la deuda pública...

La caída de la recaudación, la actuación de los estabilizadores automáticos y los impulsos fiscales expansivos encaminados a contrarrestar la contracción del gasto privado se han reflejado en un deterioro de las cuentas públicas y en un importante aumento de la deuda pública, lo que, unido al retroceso del PIB, se ha traducido en un rápido incremento de la ratio de deuda sobre el PIB y del peso de la carga financiera en los presupuestos.

... contrarrestando parcialmente el importante descenso de las necesidades de financiación del sector privado

El aumento del déficit de las AAPP ha compensado parcialmente el aumento de la capacidad de financiación de las familias y la disminución del saldo negativo de las sociedades. Aun así, se ha producido un descenso importante de las necesidades de financiación de la nación.

La consolidación fiscal es imprescindible para garantizar la sostenibilidad de la deuda pública

Las repercusiones del rápido crecimiento de la deuda de las AAPP y de su carga financiera se están viendo amplificadas por un entorno de elevada sensibilidad de los mercados ante la situación de las finanzas públicas, como se ha puesto de manifiesto recientemente a raíz de las tensiones surgidas como consecuencia de la crisis fiscal griega. En esta situación, la adopción de una estrategia de consolidación presupuestaria ambiciosa y creíble resulta imprescindible para evitar los riesgos existentes para la sostenibilidad de las cuentas públicas en el largo plazo.

El proceso de saneamiento de hogares y de sociedades y la reestructuración del sistema financiero son esenciales para no entorpecer la recuperación del crédito

La disminución de los costes de financiación ha aliviado la carga financiera del sector privado. No obstante, el entorno recesivo está contribuyendo a aumentar la presión financiera soportada por algunos segmentos del mismo, lo que, unido a la elevada deuda de los hogares y de las sociedades y a la necesidad de reestructuración del sistema financiero, tenderá a frenar la recuperación de la financiación. Esta se iniciará antes y lo hará sobre bases más sólidas cuanto más rápidos y ordenados sean el saneamiento de los balances de familias y de empresas y el proceso de reestructuración bancaria.

Las tensiones financieras desencadenadas en el verano de 2007 propiciaron una súbita depreciación de un amplio conjunto de instrumentos y una drástica disminución de la liquidez en muchos mercados internacionales, llegándose a paralizar algunos de ellos. A escala mundial, por tanto, esta primera oleada de la crisis presentó un marcado carácter financiero, por lo que en los distintos países afectados fueron las entidades que tenían mayores exposiciones a los activos tóxicos y las que mostraban mayores necesidades de refinanciación a corto plazo las que se vieron más afectadas.

La prolongación de la crisis financiera desencadenó un proceso de retroalimentación entre los sectores real y financiero que desembocó en una fuerte recesión mundial. Esta segunda fase de la crisis, en la

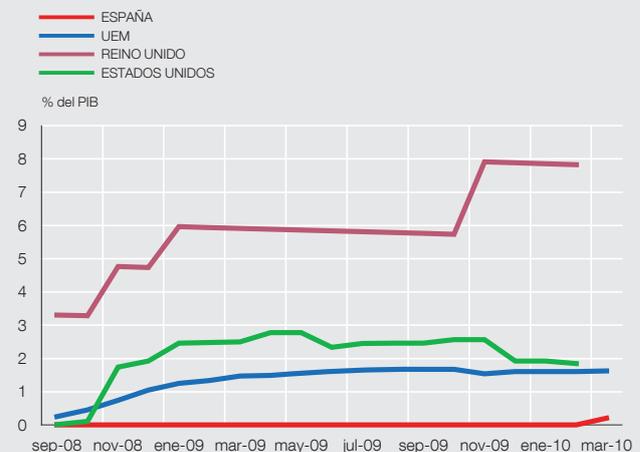
que los aspectos macroeconómicos se han superpuesto a los puramente financieros, ha acabado afectando en mayor medida al negocio tradicional de la banca de las distintas economías, principalmente a través del deterioro de su cartera crediticia. Eso explica que su impacto sobre la cuenta de resultados haya sido más lento, ya que el proceso de afloramiento de impagados es más gradual que las pérdidas de valor de la cartera de instrumentos financieros.

Adicionalmente, la intensa reevaluación de riesgos provocada motivó que los niveles de deuda alcanzados por los agentes financieros y no financieros pasasen a percibirse como excesivamente elevados y se desencadenara un proceso generalizado de desapalancamiento a escala internacional.

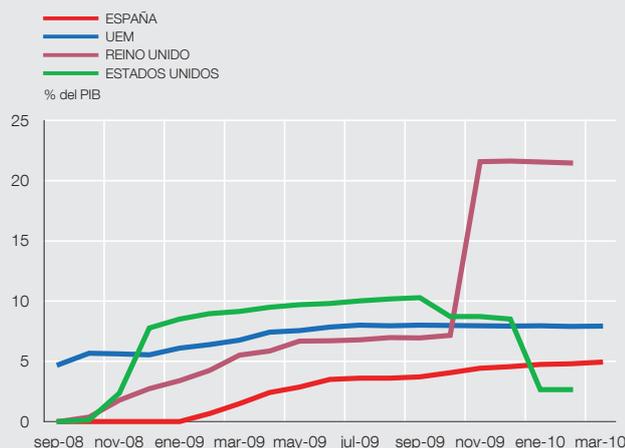
1 ROE



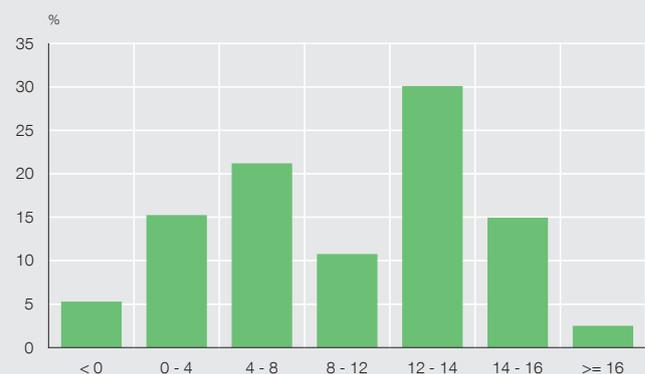
2 INYECCIONES PÚBLICAS DE CAPITAL (b)



3 GARANTÍAS Y AVALES (c)



4 DISTRIBUCIÓN DE LOS ACTIVOS TOTALES DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO POR INTERVALOS DE ROE. DICIEMBRE DE 2009



FUENTES: FDIC Quarterly Income Profile Spreadsheets, Banco Central Europeo y Banco de España.

a. El dato de 2009 corresponde al primer semestre.

b. Estados Unidos: Se incluye las inyecciones de capital en los distintos programas del TARP y la recapitalización de las agencias de titulación hipotecaria. Reino Unido: Se incluye la recapitalización a Royal Bank of Scotland y Lloyds-HBOS, junto con las medidas de financiación del fondo de garantía de depósitos a entidades intervenidas. España: Se incluye la anunciada suscripción de participaciones preferentes por parte del FROB en los planes de integración de cajas de ahorros aprobados en marzo y que está pendiente de desembolsar.

c. Estados Unidos: Se incluyen los programas de garantía temporal de liquidez (*Temporary Liquidity Guarantee Program*) y las garantías sobre los activos de determinados bancos (*Asset Guarantee Program*). Reino Unido: Se incluyen el programa de garantía a la financiación (*Credit Guarantee Scheme*) y el de garantía sobre carteras de activos (*Asset Protection Scheme*). En la UEM, entre las garantías y avales se recogen tanto garantías para deuda emitida por las entidades financieras como garantías para activos en los balances de los bancos y filiales.

El impacto de todos estos desarrollos sobre los sistemas bancarios ha presentado notables divergencias entre países y, dentro de un mismo país, no todas las entidades se han visto afectadas por igual. Esta heterogeneidad viene explicada por múltiples factores, como la disparidad en los modelos de negocio y en los colchones disponibles para absorber las perturbaciones, y ha dado lugar a una diversidad en las estrategias de respuesta y en las medidas de apoyo financiero adoptadas por los distintos Gobiernos.

En nuestro caso, la orientación eminentemente minorista del negocio había limitado al mínimo la presencia de los llamados «activos tóxicos» en las carteras de las entidades, a la vez que las mayores exigencias regulatorias habían impedido la creación de vehículos de inversión fuera de balance, por lo que el impacto de la primera oleada de la crisis financiera en nuestro país fue muy limitado (véase gráfico 1). Las entidades contaban, además, con importantes líneas de defensa por los altos niveles de provisiones y de rentabilidad. Las dificultades de financiación en los mercados mayoristas tuvieron un impacto importante, pero pudieron superarse gracias a una estructura de financiación con un elevado peso de los pasivos a largo, al aumento en el ritmo de captación de depósitos facilitado por la amplitud de las redes comerciales y a la emisión de valores de corto plazo, segmento que estuvo menos afectado por las tensiones.

Por el contrario, la primera oleada de la crisis financiera incidió severamente en la rentabilidad de los bancos de otros países desarrollados —entre ellos, Estados Unidos, Reino Unido y algunos de la UEM— (véase gráfico 1), registrando, en numerosos casos, cuantiosas pérdidas derivadas de las elevadas exposiciones a los activos más afectados.

Esta situación propició la adopción de un amplio rango de actuaciones extraordinarias de diverso carácter. Así, en los últimos meses de 2008 los Gobiernos del Reino Unido, de Estados Unidos y de varios países de la UEM realizaron inyecciones públicas de capital en diversas entidades y establecieron programas de avales para la emisión de valores de renta fija por parte de estos intermediarios y, en algunos casos, comenzaron a desarrollar planes de adquisición y protección de activos dañados (véanse gráficos 2 y 3). Por su parte, el Gobierno español adoptó en octubre de 2008 una serie de medidas, como parte de una acción concertada con el resto de países de la UEM, aunque su utilización fue más limitada que en los casos antes citados, dada la menor incidencia de la primera ola de la crisis sobre el sistema bancario español<sup>1</sup>. Así, se creó un fondo para la adquisición de activos financieros (FAAF) de alta calidad —lo que suponía una notable diferencia con respecto a los aprobados en otros países—, instrumentado a través de subastas entre las entidades potencialmente interesadas; se acordó el otorgamiento de garantías del Estado para las emisiones de renta fija de los intermediarios —aunque no se empezaron a utilizar hasta enero de 2009—, y se autorizó la adquisición estatal de títulos para reforzar los recursos propios de las

entidades, aunque no se llegó a emplear (se intervino, no obstante, una entidad pequeña, que había experimentado un importante deterioro de su solvencia).

El sistema bancario español se está viendo más afectado, sin embargo, por la segunda ola de la crisis. En particular, el rápido aumento del desempleo y el elevado peso en nuestra economía del sector inmobiliario han contribuido a un notable aumento de la morosidad, lo que está aumentando la presión sobre la cuenta de resultados de las entidades. Aunque los colchones acumulados, gracias a la regulación que estableció las provisiones anticíclicas, contribuyeron a amortiguar este impacto, el progresivo deterioro macroeconómico ha estrechado sustancialmente estos márgenes. Además, estos efectos están siendo heterogéneos dentro del sector, como ilustran las importantes diferencias entre entidades en sus ratios de morosidad y en su capacidad de generación de beneficios (véase gráfico 4). En esta situación se hacía necesaria la adopción de una estrategia que impulsara y apoyara una reestructuración ordenada del sector que facilitase su redimensionamiento, ante la perspectiva de un menor grado de apalancamiento del sector privado en el futuro, y promoviese la solidez del mismo con el fin de que las entidades estén en condiciones de suministrar los flujos de financiación necesarios conforme la economía se vaya recuperando.

En este contexto, se aprobó en junio de 2009 la creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) como un instrumento concebido para facilitar el ajuste necesario del sector bancario. Su diseño ha tenido en cuenta las especificidades de nuestro sistema financiero —como la existencia de las cajas de ahorros, que presentan una singular estructura de gobierno— y ha aprovechado la dilatada experiencia supervisora y las ventajas del modelo institucional aquilardado en actuaciones anteriores, adaptándolo a la nueva situación.

El marco de actuación del FROB permite, por tanto, seguir pautas de actuación diferenciadas acordes con las distintas situaciones en que se encuentran las entidades españolas. Contempla, de hecho, el apoyo a dos tipos de procesos: de reestructuración de entidades con debilidades que puedan afectar a su viabilidad futura y de integración entre entidades, dirigidos a mejorar su eficiencia a medio plazo. En los del primer tipo se establece una operativa escalonada. Inicialmente, la entidad afectada presenta al Banco de España un plan de viabilidad, que puede contemplar diferentes líneas de actuación (reforzamiento del patrimonio y de la solvencia, participación en una operación de concentración o traspaso total o parcial del negocio), y para el que se puede solicitar apoyo financiero. Si la vía anterior no tiene éxito, se producirá entonces la intervención de la entidad y el FROB será designado como administrador provisional, debiendo elaborar un plan de reestructuración cuyo objeto será la fusión o absorción de la entidad o la cesión global o parcial de activos y pasivos.

En los procesos de integración entre entidades, estas deben presentar un plan que implique mejoras en la eficiencia y un redimensionamiento de su capacidad productiva. En este caso, el FROB podrá adquirir de forma transitoria participaciones preferentes convertibles en acciones ordinarias, cuotas participativas o aportaciones al capital social. Hasta la

1. Para una revisión más pormenorizada de las distintas actuaciones de las autoridades en el ámbito financiero, pueden consultarse el *Informe de Estabilidad Financiera* y la *Memoria de la Supervisión Bancaria en España*.

fecha, el Banco de España ha aprobado tres planes de integración de cajas de ahorros que, en conjunto, incluyen la suscripción por parte del FROB de participaciones preferentes convertibles en cuotas participativas de las entidades resultantes por valor de 2.155 millones de euros<sup>2</sup>, y ha procedido a la sustitución de los administradores de una entidad.

Es importante señalar que, en nuestro caso, esta aproximación presenta notables ventajas. En primer lugar, permite adoptar distintas soluciones en función de las necesidades de las entidades y, en particular, diferenciar el tratamiento de aquellas que son viables, que reciben un apoyo adaptado a sus circunstancias, de las que no lo son, que son intervenidas. En segundo lugar, la configuración del FROB prioriza los proyectos de carácter preventivo, en los que la

iniciativa parte de las entidades y en los que la gestión de los riesgos permanece en sus manos.

En definitiva, el hecho de que la crisis financiera incidiera sobre el sistema bancario español a través de un canal distinto (vía deterioro de la cartera crediticia ligada a las singularidades de la crisis económica española y no a la pérdida de valor de los instrumentos financieros) y con un calendario diferente (más tardío y gradual) en comparación con otros países de nuestro entorno explica el distinto diseño de las actuaciones públicas de apoyo al sistema financiero en nuestro país. El FROB puede, así, contribuir al necesario proceso de reestructuración del sistema si se hace una utilización más decidida del mismo —que, en una primera instancia, depende de la iniciativa de las entidades— para superar de forma rápida y ordenada los retos a los que se enfrenta el sistema y estar así en condiciones de desempeñar eficientemente su función de intermediación cuando la economía entre en una senda de recuperación.

2. El FROB cuenta con una dotación inicial de 9 mm de euros y puede captar financiación ajena hasta diez veces esa cantidad, previa autorización del Ministerio de Economía y Hacienda.

## 2 Los mercados financieros españoles

### 2.1 LOS MERCADOS PRIMARIOS

Desde marzo de 2009, la emisión neta de valores negociables ha mostrado una cierta recuperación, impulsada, sobre todo, por la actividad de las AAPP...

Los mercados de valores españoles han experimentado a partir de marzo de 2009 una progresiva estabilización, como reflejo de la mejoría de las expectativas de los agentes, aunque se ha visto afectada por ciertos episodios de inestabilidad, siendo especialmente intenso el asociado a la crisis de las finanzas públicas griegas durante los primeros meses de 2010. En los mercados primarios se ha registrado un sensible avance de la actividad, como resultado, principalmente, del comportamiento expansivo de las AAPP.

La emisión neta de renta fija por el conjunto de los sectores residentes alcanzó en 2009 los 193 mm de euros, frente a los 131 mm del año anterior (véase cuadro 6.1). Alrededor de dos terceras partes de este importe correspondieron a las operaciones realizadas por las AAPP, que reflejaron las mayores necesidades de financiación de este sector. Por tipo de instrumento, la deuda a medio y a largo plazo siguió siendo la principal vía de captación de fondos. Sin embargo, el importante avance de las letras del Tesoro propició una ligera reducción de la vida media de la deuda pública, hasta situarse en 6,4 años (6,6 al cierre de 2008).

Las instituciones financieras monetarias emitieron, directamente o a través de filiales residentes y no residentes, alrededor de 27 mm de euros. Esta evolución se vio favorecida por la mejoría de los mercados, por la concesión de avales por parte del Estado a las emisiones de las entidades de crédito —alcanzando los importes avalados, en términos brutos, los 48 mm de euros— y por el programa de compra de bonos garantizados aprobado por el BCE (véase capítulo 4) —las cédulas emitidas, en términos brutos, se acercaron a los 30 mm de euros—. Por su parte, la oferta de las instituciones financieras no monetarias se redujo sensiblemente como consecuencia del retroceso de las titulizaciones, en un contexto en el que desde el inicio de la crisis estos instrumentos se habían seguido emitiendo, aunque con la particularidad de que las entidades originadoras adquirían los bonos de titulización. La emisión neta de renta fija de las sociedades no financieras, realizada fundamentalmente a través de filiales residentes, superó los 18 mm, lo que supone alrededor de un tercio del saldo vivo de estos instrumentos y destaca frente a los 6 mm de euros que se emitieron en promedio en el período 2006-2008.

mm de euros	2006	2007	2008	2009
EMISIONES NETAS DE RESIDENTES	231,6	268,3	145,9	203,1
RENTA FIJA	223,9	222,4	131,1	192,9
Instituciones financieras monetarias	97,2	78,2	-26,9	39,5
Otros intermediarios financieros	128,5	146,5	104,6	24,9
De los cuales:				
<i>Fondos de titulización</i>	69,7	106,9	94,4	14,9
<i>Filiales de instituciones financieras monetarias</i>	39,4	42,6	21,0	-9,1
<i>Filiales de sociedades no financieras</i>	10,9	5,7	1,6	16,0
Sociedades no financieras	1,0	2,0	1,9	0,7
Administración Central	-4,8	-4,7	50,2	119,4
AATT	2,1	0,4	1,4	8,4
RENTA VARIABLE	7,8	46,0	14,8	10,2
Instituciones financieras monetarias	3,0	12,0	10,0	3,0
Otros intermediarios financieros	0,1	3,5	1,4	0,4
Sociedades no financieras	4,6	30,5	3,4	6,8
OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA	2,5	2,1	0,0	0,2
PRO MEMORIA:				
Emisiones netas de filiales en el extranjero	-8,5	9,5	12,9	-2,0
<i>Instituciones financieras</i>	-2,6	8,2	14,3	-3,4
<i>Sociedades no financieras</i>	-6,0	1,3	-1,4	1,5

FUENTE: Banco de España.

Los nuevos valores de renta variable totalizaron 10 mm de euros, registrando de este modo un retroceso de menor intensidad que el observado en 2008. Esta evolución fue el resultado de un descenso de las emisiones realizadas por instituciones financieras y de un avance de las correspondientes a las sociedades no financieras. Desde el segundo semestre de 2009, en un contexto de recuperación de los mercados, se han llevado a cabo, hasta la fecha de cierre de este Informe, cuatro ofertas públicas de venta, correspondientes a nuevas sociedades admitidas a cotización en el mercado alternativo bursátil (MAB), aunque el importe ha sido reducido (0,2 mm de euros).

## 2.2 LA ACTIVIDAD EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS

... al tiempo que la contratación en los mercados secundarios mostró notables divergencias entre segmentos

La actividad en los mercados secundarios en 2009 mostró, al igual que en el año anterior, importantes divergencias entre segmentos (véase cuadro 6.2). En el mercado AIAF de renta fija, el volumen negociado se acercó a los 3.700 mm de euros, lo que supone un crecimiento interanual del 54%, siendo las cédulas y los bonos de titulización los instrumentos que experimentaron un mayor crecimiento. Como ya ocurrió en 2008, las operaciones simultáneas que tuvieron como contrapartida al Tesoro y al Banco de España (préstamos del Eurosistema a las entidades de crédito españolas) tuvieron un destacado protagonismo.

Por el contrario, la negociación en el mercado de deuda pública experimentó un descenso del 7%, principalmente como resultado de la caída del 9% de las operaciones *repo* y simultáneas, que más que compensó el aumento del 12% en las transacciones al contado. Asimismo, la contratación de renta fija privada y de acciones en las bolsas registró disminuciones del 6% y del 28%, lo que en el último caso refleja un retroceso tanto en el número de transacciones como en los precios medios. En la misma línea, el volumen de negocio con derivados descendió un 34%, sobre todo como consecuencia del retroceso de los contratos referenciados al IBEX 35.

mm de euros

	2006	2007	2008	2009
Mercado de deuda pública en anotaciones (a)	22.615	22.664	19.944	18.566
Contado	2.903	3.177	2.202	2.471
Repo y simultáneas	19.385	19.193	17.477	15.945
Plazo	327	294	265	150
Mercado AIAF de renta fija	900	1.108	2.401	3.692
Pagarés	482	555	577	529
Cédulas y bonos de titulización	329	460	1.740	2.849
Resto	90	93	83	314
Mercado bursátil de renta fija	93	90	80	75
Mercado bursátil de renta variable	1.156	1.670	1.245	898
Mercados MEFF de derivados	934	1.451	1.073	710
IBEX 35	883	1.384	989	622
Opciones sobre acciones	23	27	23	43
Futuros sobre acciones	28	41	61	45

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

a. Solo incluye operaciones con valores del Estado.

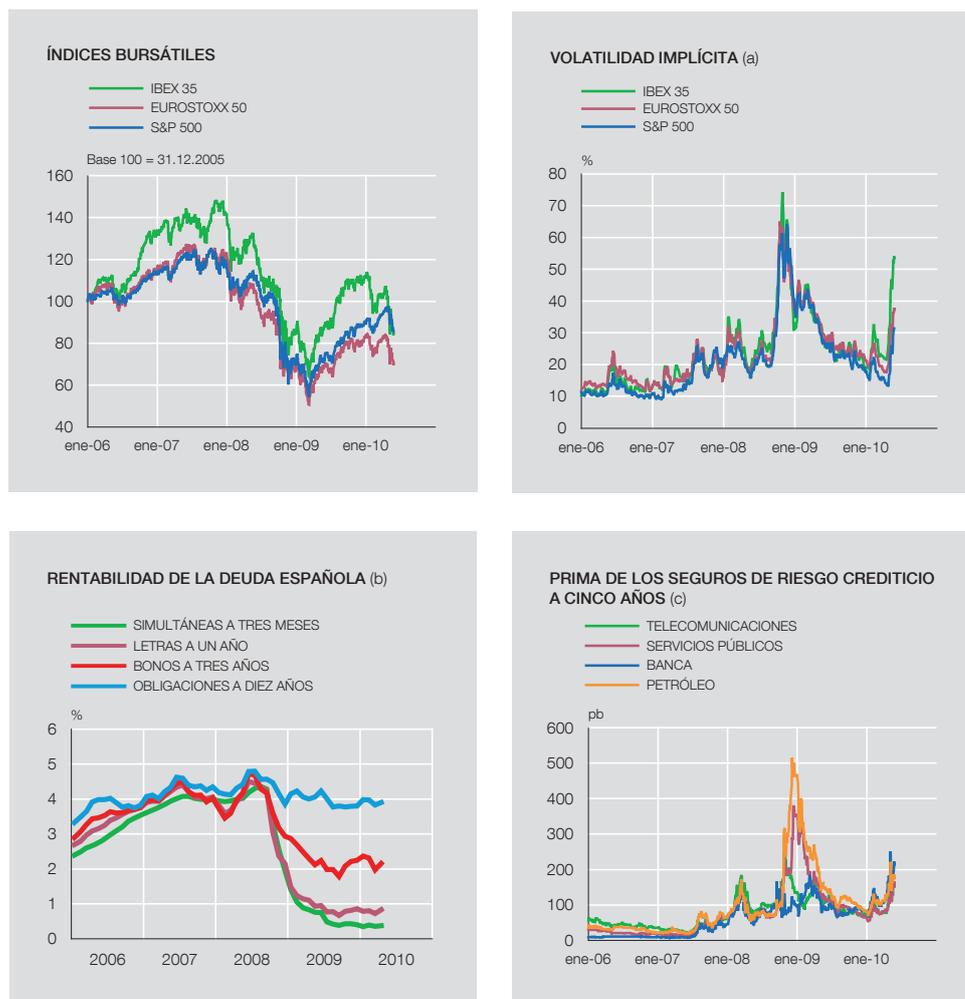
### 2.3 LOS PRECIOS NEGOCIADOS EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS

Las cotizaciones bursátiles experimentaron una recuperación acompañada de una reducción de su volatilidad, aunque ambas tendencias se quebraron, a comienzos de 2010, a raíz de la crisis fiscal griega

El IBEX 35 acumulaba en marzo de 2009 unas minusvalías superiores al 57% desde los máximos alcanzados en noviembre de 2007, en línea con las experimentadas por el EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM y por el S&P 500 de las de Estados Unidos (véase gráfico 6.2). Desde entonces, las cotizaciones bursátiles siguieron una senda de recuperación gradual, que estuvo acompañada por una tendencia descendente en los niveles de volatilidad, que alcanzaron a final de año valores similares a los de los meses previos al recrudecimiento de la crisis financiera internacional en el otoño de 2008. Sin embargo, esta tendencia se quebró durante los primeros meses de 2010 a raíz de la crisis fiscal griega, registrando en este período el índice español retrocesos que fueron superiores a los de la referencia del área del euro.

Tras los descensos experimentados en la segunda mitad de 2008, las rentabilidades de la deuda pública han fluctuado en un margen más estrecho, permaneciendo, con una perspectiva histórica, en niveles reducidos, especialmente en los instrumentos de corto plazo. Así, el tipo de las letras del Tesoro se situó por debajo del 1% desde el segundo trimestre de 2009, y el de las obligaciones a diez años, en torno al 4% desde finales de 2008. Por su parte, el diferencial entre esta rentabilidad y la del bono alemán del mismo plazo mostró una tendencia descendente desde el máximo alcanzado en febrero de 2009, que se ha quebrado en los primeros meses de 2010 en el contexto de las tensiones desencadenadas a raíz de la crisis fiscal griega, que se han reflejado en un repunte de dicho indicador, dentro de una pauta de elevada volatilidad, llegando a superarse durante este período los registros de comienzos de 2009.

Las primas de los seguros de riesgo crediticio (CDS), tanto de las empresas financieras como, especialmente, de las no financieras, experimentaron un descenso muy acusado desde los máximos alcanzados a finales de 2008, hasta situarse en los niveles previos a la agudización de la crisis en el otoño de dicho año. La inestabilidad de los mercados financieros durante los primeros meses de 2010 se materializó, al igual que en el caso de las rentabilidades de la deuda pública, en repuntes de las primas de estos instrumentos, que fueron de mayor intensidad en los valores financieros, que se vieron afectados, en parte, por sus exposiciones a los riesgos soberanos.



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

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

### 3 Los intermediarios financieros españoles

#### 3.1 LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Las entidades se están viendo severamente afectadas por el entorno recesivo

Las entidades de crédito españolas se vieron poco afectadas en las etapas iniciales de la crisis financiera internacional, debido a su modelo de banca minorista, a la ausencia de activos tóxicos en sus balances y de vehículos de inversión, y al sistema de provisiones contracíclicas. Además, pudieron sortear las dificultades en los mercados de financiación mayorista gracias a una estructura de pasivos centrada en plazos de vencimiento dilatados, a un aumento de la captación de depósitos favorecida por su amplia red comercial y a un mayor recurso a la emisión de pagarés. Sin embargo, la debilidad del entorno macroeconómico posterior está resultando especialmente pronunciada en España por el fuerte incremento del desempleo y el ajuste del sector inmobiliario. Esta evolución está incrementando la morosidad y presionando a la baja la cuenta de resultados, especialmente en el caso de los intermediarios que asumieron mayores riesgos durante la etapa expansiva.

En este contexto, el volumen total de crédito concedido descendió por primera vez en muchos años, y los activos totales se estancaron, con crecimientos nulos, de acuerdo con los estados individuales, y del -0,4%, a nivel consolidado (véase cuadro 6.3), frente a incrementos del 8,6% y del 9,5%, respectivamente, en 2008. Únicamente el negocio en el extranjero mostró una tasa de variación positiva (8,6%), en parte como resultado de la adquisición de nuevas instituciones extranjeras por una gran entidad española.

	CONSOLIDADO			INDIVIDUAL		
	dic-08	dic-09	T. interan. (%)	dic-08	dic-09	T. interan. (%)
<b>PRINCIPALES PARTIDAS DEL BALANCE (% de AT):</b>						
ACTIVO TOTAL (mm de euros)	3.713,0	3.697,2	-0,4	3.142,4	3.142,4	0,0
Crédito	67,3	64,8	-4,1	63,2	61,5	-2,7
<i>Del cual: sector privado residente en España</i>				57,8	56,1	-3,0
Valores representativos de deuda	10,5	13,5	27,7	10,3	13,2	29,1
Otros instrumentos de capital y participaciones	2,9	3,1	7,2	5,4	5,6	4,4
Resto de activo	19,3	18,6	-4,1	21,1	19,6	-7,1
<b>PASIVO:</b>						
Banco de España y otros bancos centrales	3,6	3,2	-12,1	3,7	3,6	-4,0
Depósitos interbancarios	13,0	13,5	3,1	17,3	17,6	1,9
Depósitos de la clientela	48,9	50,1	2,1	51,1	50,5	-1,3
<i>Del cual: hogares y soc. no fin. residentes en España</i>				28,4	29,3	3,0
Valores negociables	18,1	17,2	-5,9	11,8	12,5	6,5
Resto de pasivo	14,4	13,1	-9,4	14,1	13,4	-5,3
Patrimonio neto	5,6	6,2	9,4	5,7	6,0	5,5
<b>CUENTA DE RESULTADOS (% de ATM):</b>						
(+) Productos financieros	5,75	4,03	-22,5	4,91	3,42	-27,3
(-) Costes financieros	3,93	2,09	-41,3	3,67	1,97	-43,9
Margen de intereses	1,82	1,94	18,2	1,25	1,45	21,6
(+) Rendimiento de instrum. de capital y ent. participadas	0,23	0,14	-33,6	0,40	0,25	-35,2
(+) Comisiones netas	0,70	0,61	-3,7	0,46	0,41	-5,4
(+) Resultado de operaciones financieras	0,25	0,27	22,6	0,19	0,13	-30,6
(+) Otros resultados de explotación (neto)	0,02	0,00	-78,7	0,03	0,01	-38,3
Margen bruto	3,01	2,96	8,8	2,32	2,26	1,5
(-) Gastos de explotación	1,37	1,28	3,3	1,04	0,98	-1,2
(-) Dotaciones y saneamiento de activos financieros	0,84	1,03	35,8	0,68	0,91	39,3
Resultado de la actividad de explotación	0,81	0,66	-9,9	0,60	0,37	-36,6
(+) Otros resultados (neto)	0,03	-0,05	—	0,10	0,11	11,5
(-) Impuestos	0,15	0,08	-43,7	0,07	0,05	-30,7
Resultado después de impuestos	0,77	0,53	-24,0	0,63	0,42	-29,8
Resultado neto del grupo	0,73	0,49	-25,3			
<b>RATIOS (%):</b>						
Posición interbancaria neta / AT (a)	-8,3	-8,8		-8,7	-9,4	
Solvencia	11,3	12,2				
Activos dudosos / AT	2,2	3,1		2,1	3,1	
Cobertura de dudosos	71,3	60,7		69,5	57,6	
Negocio en el extranjero / AT	22,1	24,1				
Eficiencia (GE / MB)	46,2	43,2		45,1	43,7	
ROE	13,1	8,9		11,2	7,2	

FUENTE: Banco de España.

a. Incluye activo neto con bancos centrales.

Aunque se ha recuperado la financiación en los mercados de valores...

Por el lado del pasivo, la concesión de avales públicos y la progresiva recuperación de la demanda de los inversores en los mercados primarios de valores, junto con la reducción en las necesidades de nuevos fondos por el estancamiento de la actividad, contribuyeron a moderar las presiones. Las entidades pudieron emitir de nuevo valores a medio y a largo plazo, y el recurso a nueva financiación en el mercado interbancario y en el propio banco central se redujo significativamente con respecto al año anterior, estabilizándose el préstamo neto del Eurosistema en torno a un 2% del activo total, desde agosto.

... la fuerte competencia en la captación de depósitos...

Continuó, sin embargo, la intensa competencia por la captación de depósitos minoristas, lo que ha llevado a que el tipo de interés medio de las nuevas operaciones con los clientes se sitúe, en general, por encima de los tipos negociados en el mercado interbancario al plazo correspondiente, sin que esto haya impedido que, en conjunto, su coste se haya reducido para las entidades. En cualquier caso, los fondos captados de hogares y de sociedades no financieras en España crecieron solo un 3%, mostrando una clara desaceleración frente al año anterior.

... y el aumento de los dudosos siguen presionando la cuenta de resultados...

El resultado neto después de impuestos disminuyó en torno a un 25% (véase cuadro 6.3), evolución similar a la registrada un año antes. Consecuentemente, la rentabilidad sobre recursos propios, a escala consolidada, volvió a reducirse, hasta el 9%, pero sigue comparándose favorablemente con la de otros sistemas bancarios. No obstante, de cara al futuro, existen riesgos a la baja sobre el margen de intereses, relacionados con el agotamiento —y posible reversión— del efecto positivo que el descenso en los costes de pasivo ha tenido sobre dicho margen. Por otra parte, las dotaciones y los saneamientos de activos financieros volvieron a registrar un crecimiento intenso, en línea con el incremento de los dudosos, aunque el ritmo de avance de estos últimos se ha moderado algo desde marzo de 2009. Sin embargo, la reducción en el colchón de provisiones y la persistencia todavía de un escenario de crecimiento económico débil para los próximos trimestres harán que este componente siga presionando sobre la cuenta de resultados de las entidades españolas.

... limitando el margen de maniobra de las entidades, dentro de un contexto de solidez financiera del sector en su conjunto

Estas mantienen en conjunto una posición financiera sólida, la cual se habría reforzado adicionalmente con el incremento en los recursos propios y con la acumulación de un importante volumen de activos líquidos (valores de renta fija) disponibles para su utilización en caso de problemas de financiación. No obstante, el margen de maniobra disponible se ha reducido, en relación con años anteriores, como consecuencia de la disminución en los resultados y de los riesgos a la baja sobre los mismos. Además, es importante destacar que existe una notable dispersión entre entidades en la magnitud de los riesgos incurridos, en la capacidad de generación de beneficios y en la holgura en términos de solvencia. Esta heterogeneidad explica el diseño de las distintas medidas adoptadas para apoyar al sistema bancario y, en particular, la creación del FROB, instrumento proyectado para facilitar el necesario redimensionamiento del sistema bancario español, teniendo en cuenta la diversa situación de las entidades (véase recuadro 6.1).

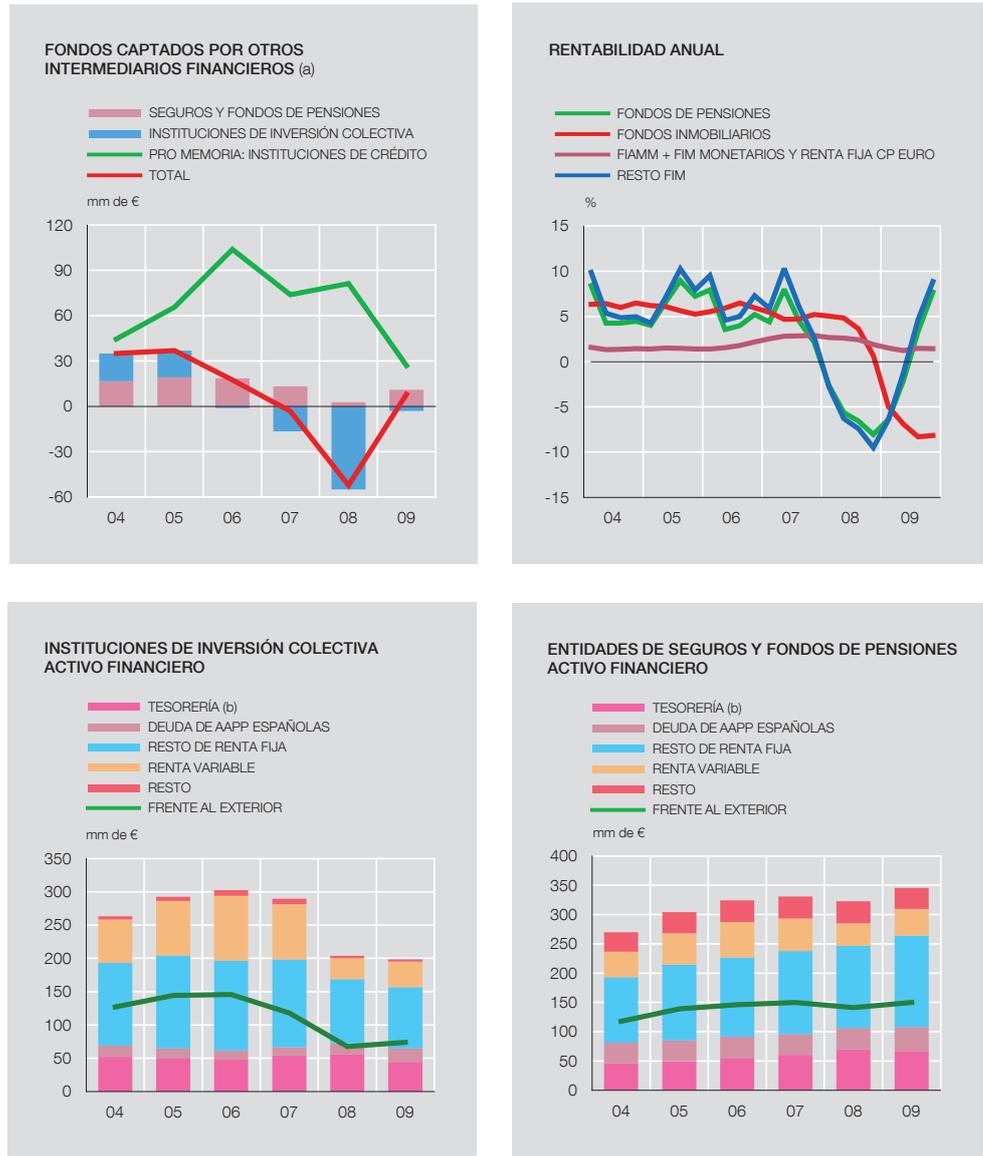
### 3.2 LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

El ajuste del sector se modera...

Los recursos netos captados por las instituciones de inversión colectiva (IIC) continuaron siendo negativos en 2009, pero en una cuantía sustancialmente inferior a la registrada en el período anterior (véase gráfico 6.3). En un contexto de descenso en los tipos de interés a corto plazo y de mejoría de las perspectivas en los mercados financieros, la detracción neta de recursos del sector se concentró en aquellos fondos (monetarios y de renta fija a corto plazo) más directamente sustitutivos de los depósitos. Por su parte, los seguros y los fondos de pensiones, como viene siendo habitual, mostraron un comportamiento más estable, captando un volumen de recursos positivo, similar al registrado dos años atrás.

... revistiendo una mayor intensidad en los instrumentos menos tradicionales

Los instrumentos menos tradicionales —como las IIC de inversión libre, las inmobiliarias y las entidades de capital-riesgo— continuaron registrando, en general, un ajuste más intenso. No obstante, las primeras mostraron una cierta recuperación desde mediados de 2009. En el caso de las IIC inmobiliarias, la existencia de importantes volúmenes de peticiones de reembolso pendientes siguió pesando negativamente en la evolución del segmento, al tiempo que se prolongó el ajuste en las valoraciones de los activos. Esta situación podría complicar las posibilidades de desarrollo inmediato de las denominadas «sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario» (SOCIMI), reguladas en la Ley 11/2009 y



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

a. Acciones y participaciones de IIC y reservas de entidades de seguros y fondos de pensiones. En el caso de las instituciones de crédito, depósitos y cesiones temporales de hogares y sociedades no financieras.  
 b. Incluye efectivo, depósitos y cesiones temporales.

que pretenden ser una nueva vía para el acceso de los inversores minoristas a los rendimientos de una cartera diversificada de inmuebles en alquiler. Finalmente, en las entidades de capital-riesgo el principal problema continuó siendo la dificultad de obtención de financiación externa, de forma que la actividad se sostuvo —en una parte importante— por el papel de los operadores públicos, los cuales actúan principalmente en el segmento de operaciones de menor cuantía.

Persiste una estructura de inversión conservadora...

En cualquier caso, estos instrumentos siguieron representando una parte menor, dentro de un sector que continuó caracterizándose por un elevado conservadurismo en su política de inversión (véanse los paneles inferiores del gráfico 6.3). Si bien el peso relativo de la renta variable se incrementó ligeramente —como consecuencia, en gran parte, de las revalorizaciones registradas—, este siguió siendo reducido (19,2% en las IIC y 13,2% en las

entidades de seguros y fondos de pensiones en diciembre de 2009). Asimismo, de acuerdo con la CNMV, los activos poco líquidos (principalmente, títulos de renta fija de emisores financieros) representaban tan solo un 8,7% del patrimonio total de las IIC de carácter financiero al cierre del año pasado. Cabe destacar también el aumento en 9 mm de euros de las tenencias de deuda pública española por parte del conjunto de inversores institucionales.

... que favorece la sostenibilidad de los resultados

Esta estructura conservadora de la cartera de inversión habría permitido que los beneficios de las entidades de seguros españolas mostrasen una notable resistencia, en un contexto de intensa desaceleración económica. Asimismo, el patrimonio gestionado por el resto de los inversores institucionales volvió a registrar revalorizaciones de sus activos a lo largo de 2009, tras las caídas observadas en períodos precedentes (véase gráfico 6.3).

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

##### **4.1 LOS HOGARES**

La intensa desaceleración de la deuda de los hogares situó su tasa de crecimiento en torno a cero

La deuda de las familias ha experimentado una intensa desaceleración en el último trienio, situándose su tasa de crecimiento en valores próximos a cero a principios de 2010, 20 pp por debajo de los registros máximos de finales de 2006. Esta evolución ha sido el resultado de un avance muy modesto de la financiación para adquisición de vivienda y una ligera contracción de la destinada a consumo y otros fines (véase gráfico 6.1).

La moderación de las rentas del sector ha propiciado que la ralentización de la deuda se traduzca en un limitado descenso de su ratio de endeudamiento. El elevado nivel de esta limita sus posibilidades de financiar el gasto mediante nuevo recurso al crédito (véase recuadro 6.2), lo que, unido al momento cíclico en el que se encuentra la economía, frena las posibilidades de recuperación a corto plazo de la financiación del sector.

El descenso de los tipos de interés ha aliviado la presión financiera de los hogares endeudados y la incertidumbre ha situado el ahorro en valores muy altos

El descenso del coste de la financiación ha permitido que, desde finales de 2008, la carga financiera asociada haya descendido. En este contexto, la notable caída del gasto de los hogares ha propiciado que el ahorro bruto del sector se sitúe en máximos históricos y ha permitido un importante aumento de la capacidad de financiación del sector, que alcanzó el 5,4% del PIB en 2009 (5,1 pp más que en 2008), y del ahorro, una vez descontados los pagos por las deudas contraídas (véase gráfico 2 del recuadro 6.2).

Se modera el ritmo de caída de la riqueza de las familias, gracias a la menor disminución del precio de la vivienda y a la revalorización de los activos financieros...

Por su parte, la senda descendente que ha mostrado el valor del patrimonio neto de las familias a partir del segundo semestre de 2008, tras la intensa revalorización registrada en la última fase alcista, se ha ralentizado desde mediados de 2009 (véase gráfico 6.4). A esta evolución reciente han contribuido tanto la moderación en el descenso del precio de la vivienda (entre junio y marzo, su ritmo de caída interanual se moderó en casi 4 pp, hasta situarse en el 4,7%) como el aumento del valor de la cartera financiera, impulsado por el incremento de las cotizaciones bursátiles y por la recuperación de la inversión neta (adquisiciones menos ventas) en instrumentos financieros. Esta última, tras los registros mínimos de 2008, aumentó 1,4 pp en relación con el PIB en 2009 y alcanzó el 4,2%. Por instrumentos, destacó el ascenso de los depósitos a la vista y de los fondos de inversión —estos últimos, no obstante, registraron un flujo ligeramente negativo—, en detrimento de los depósitos a plazo, que concentraron un elevado volumen de fondos en 2008, en un contexto de elevada rentabilidad de los mismos.

... pero se incrementa el grado de presión financiera soportado por los hogares

A pesar del descenso de la carga financiera, el deterioro macroeconómico, y en particular el ascenso de la tasa de paro, ha seguido incrementando el grado de presión financiera soportada por algunos segmentos del sector, lo que ha vuelto a reflejarse en aumentos de la ratio de morosidad —que, no obstante, se ha ralentizado desde mediados de 2009—, alcanzando el 3,7% a finales del pasado ejercicio, 2,9 pp más que a principios de 2007.

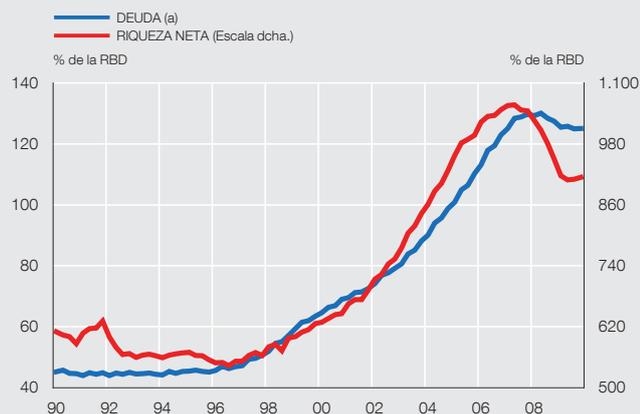
La posición patrimonial de los hogares y de las sociedades es un determinante importante de la capacidad de recuperación de la economía española, ya que puede condicionar sus decisiones de gasto. En este contexto, el objetivo de este recuadro es la valoración de dicha posición desde una perspectiva histórica.

El elevado dinamismo que presentó la deuda de los hogares durante el período 1995-2007, favorecido en parte por los cambios estructurales que supuso la entrada en la UEM, situó la ratio de endeudamiento del sector en niveles muy altos (véase gráfico 1). La moderación posterior en el dinamismo del crédito posibilitó una pequeña corrección de este indicador, si bien actualmente se mantiene en valores históricamente elevados. Así, la ratio de deuda sobre renta bruta disponible del sector (RBD) se situaba en 2009 en torno al 125%, 80 puntos porcentuales (pp) por encima de los registros de mediados de los noventa. Este aumento tan acusado fue el resultado de importantes ascensos tanto de la proporción de población endeudada como de los importes medios de los pasivos de esta. Así,

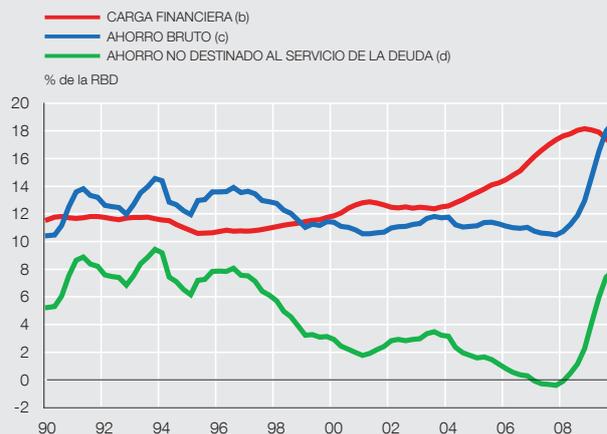
desde 1996 el porcentaje de personas con más de 18 años con créditos y el importe medio de sus deudas en relación con el salario bruto promedio se ha incrementado en torno a 20 pp y 100 pp, respectivamente<sup>1</sup>. El elevado nivel de endeudamiento alcanzado sugiere que el margen para sustentar la recuperación de los niveles de gasto de los hogares en incrementos del crédito es ahora menor que en el pasado. Por otra parte, las familias han destinado gran parte de los pasivos contraídos en los últimos años a financiar inversiones, sobre todo inmobiliarias, de forma que, a pesar del sustancial ascenso de estos, la riqueza neta del sector también aumentó significativamente entre 1995 y 2007, reduciéndose algo posteriormente como consecuencia de la caída en el precio de la vivienda (principal activo del

1. La información de las encuestas a familias del Panel de Hogares Europeos y la Encuesta Financiera de las Familias para el período 1994-2005 indica que el ascenso en la proporción de agentes con deudas ha sido generalizado por grupos de renta, aunque especialmente acusado en los hogares con rentas intermedias, si bien sigue existiendo una clara relación positiva entre la tenencia de deudas y el nivel de ingresos.

1 RATIO DE ENDEUDAMIENTO Y RIQUEZA. HOGARES



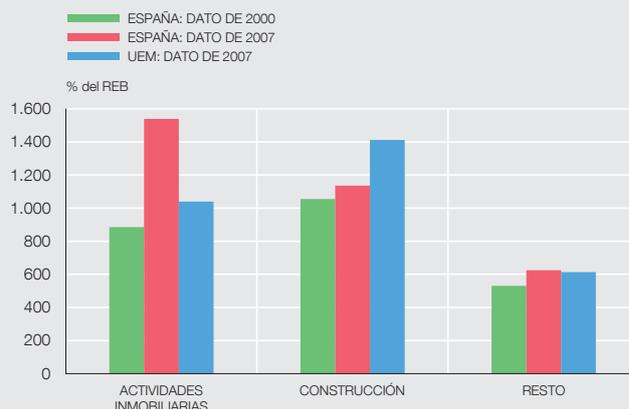
2 CARGA FINANCIERA Y AHORRO. HOGARES



3 RATIO DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA. SOCIEDADES



4 RATIO DE ENDEUDAMIENTO. SOCIEDADES. DESGLOSE SECTORIAL (e)



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

a. Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.  
 b. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.  
 c. Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.  
 d. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.  
 e. Construido a partir de las empresas incluidas en la base de datos BACH. Para la UEM, incluye sociedades de Alemania, Francia, Italia y Portugal. La deuda incluye los pasivos sin coste.

patrimonio). Con todo, en 2009 la ratio entre la riqueza y la RBD se situaba en torno a 360 pp por encima del nivel de 1995. Por tanto, los hogares disponen en la actualidad de un mayor patrimonio, que les permitiría, en principio, destinar un volumen comparativamente menor que en el pasado al ahorro por motivo precaución.

Asimismo, como resultado del notable ascenso de la deuda de las familias, y a pesar de que este ha estado acompañado de una reducción de los costes de financiación y de un alargamiento de los períodos de amortización, los pagos regulares asociados a la devolución de las deudas absorben en la actualidad una mayor proporción de la renta de las familias, en detrimento de la disponible para otros usos (véase gráfico 2). En esta línea, en 2009 la capacidad de ahorro de los hogares, una vez descontadas las obligaciones asociadas a los pasivos, se situaba en torno a los niveles de mediados de los noventa, a pesar de que en los últimos trimestres el ahorro bruto —es decir, antes de deducir los pagos por amortización de créditos— se situaba 4 pp por encima de su anterior máximo, registrado durante la recesión de principios de los noventa.

El volumen de recursos ajenos de las sociedades también aumentó de forma notable entre finales de los noventa y 2007. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido con los hogares, la evolución menos favorable de las rentas ha impedido que la ratio de endeudamiento descienda durante la etapa de crisis económica. Así, estos pasivos en relación con las rentas generadas (el resultado económico bruto —REB— más los ingresos financieros) se situaban próximos al 600% en 2009, en torno a 315 pp por encima de finales de los noventa (véase gráfico 3). Esta posición agregada es, no obstante, compatible con una gran dispersión sectorial. Concretamente, justo antes del inicio de la crisis, la rama de servicios inmobiliarios era la que presentaba unos valores más altos de endeudamiento, que, si bien responde en parte a diferencias estructurales, es también fruto del rápido ascenso de los pasivos de estas compañías durante los años del *boom* inmobiliario, que han llegado a situar la ratio en una cifra muy superior a la del promedio del resto de países de la UEM (véase gráfico 4). En las otras ramas, las diferencias entre España y el resto del área del euro no eran en 2007 tan acusadas (siendo incluso inferior la ratio en el caso de la construcción), si bien se registraron también ascensos durante la etapa expansiva. Más recientemente, la caída de los beneficios empresariales asociada a la crisis económica ha

incrementado el grado de presión financiera soportado por las sociedades con deudas pendientes, y en mayor medida en el caso de las más apalancadas.

A pesar del importante ascenso del endeudamiento del sector empresarial, la reducción de los costes de financiación ha permitido que la proporción de las rentas que absorben los pagos por intereses haya disminuido más de 10 pp en relación con lo observado a principios de los noventa. En particular, el descenso reciente de los tipos de interés ha contribuido a aliviar el nivel de presión financiera soportado por las sociedades, en un contexto en el que sus beneficios han mostrado una evolución desfavorable. Así, de acuerdo con la información de la Central de Balances Anual, mientras que el porcentaje de empresas con REB negativo era en 2008 superior al observado en la recesión de 1992-1993, la proporción de sociedades con resultado ordinario neto (que se obtiene a partir del REB restando los gastos por amortización del capital y sumándole el resultado financiero) negativo y de aquellas cuyos pagos financieros con vencimiento próximo (intereses más deuda a corto plazo) se situaban por encima de sus rentas era también inferior al de principios de los noventa. El margen para que el componente financiero siga ejerciendo un impacto positivo sobre los beneficios empresariales es, no obstante, pequeño, dado el nivel alcanzado por los tipos de interés. Cabe esperar, por tanto, que, en un contexto de ascensos en estos últimos, su contribución a la evolución de las rentas netas de las sociedades pase a ejercer una influencia desfavorable.

En conjunto, la importante transformación que han presentado los balances de empresas y familias en los últimos 15 años sitúa a estos sectores con una posición financiera menos saneada que en el pasado. El elevado endeudamiento alcanzado (y, en el caso de las sociedades, especialmente en la rama de servicios inmobiliarios) implica que, a diferencia de lo observado tras la recesión de principios de los noventa, su capacidad para sustentar la recuperación de sus niveles de gasto en una expansión de sus pasivos es ahora más limitada. Asimismo, la reducción de los costes de financiación observada en los últimos años, que ha contribuido a mitigar el impacto sobre los gastos financieros del ascenso de la deuda, los ha situado en niveles muy reducidos, por lo que reducciones adicionales de la carga financiera soportada por estos agentes difícilmente se podrán conseguir sin una disminución de sus pasivos.

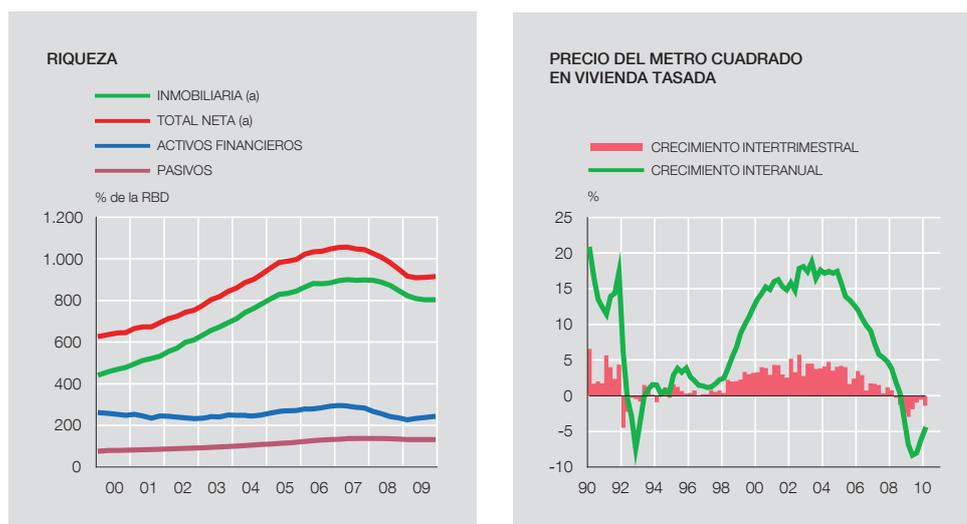
#### 4.2 LAS SOCIEDADES

La deuda de las sociedades se está contrayendo...

... apreciándose diferencias por instrumentos, sectores y tamaños

La intensa desaceleración que desde principios de 2007 está mostrando la financiación captada por las sociedades ha llevado a que su tasa de crecimiento se sitúe en valores negativos. Así, a principios de 2010 se encontraba en torno al -2%, 30 pp por debajo de la registrada a finales de 2006.

Detrás de esta evolución subyace un comportamiento heterogéneo por instrumentos, tamaño de los prestatarios y ramas de actividad. Así, en primer lugar, mientras que el crédito concedido por las entidades españolas se ralentizó de forma muy intensa, el procedente del resto del mundo y la emisión de títulos de renta fija, utilizados fundamentalmente por las empresas de



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

a. Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado.

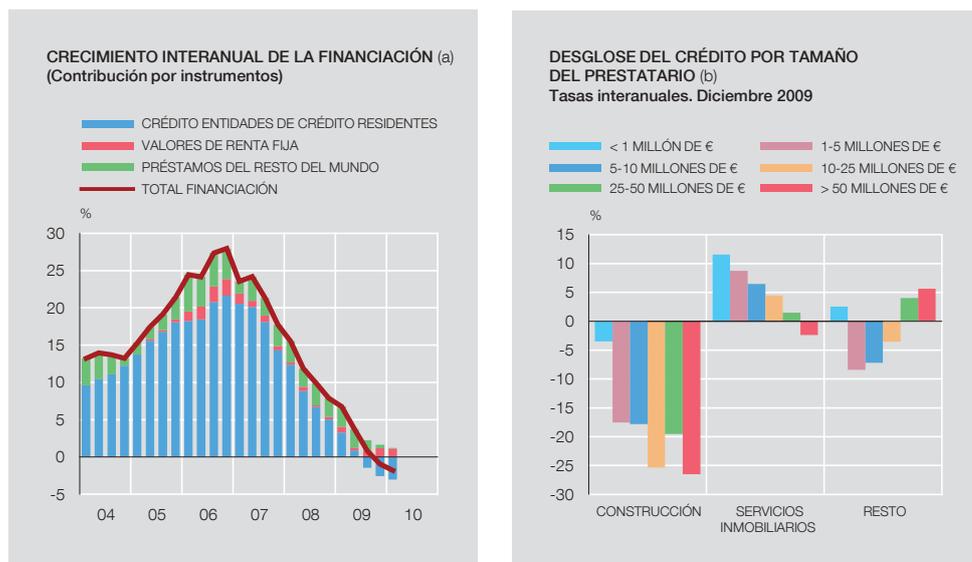
mayor tamaño, han mostrado un comportamiento más dinámico, que está, en parte, relacionado con las mejores perspectivas para este grupo de compañías, algunas de las cuales se encuentran en procesos de expansión internacional (véase panel izquierdo del gráfico 6.5). En la misma línea, se observa una contracción mayor de la financiación concedida por las entidades residentes a las pymes —en comparación con la otorgada a las sociedades de mayor dimensión— en los sectores distintos de la construcción y los servicios inmobiliarios. Este desarrollo fue consecuencia, probablemente, del comportamiento más negativo de sus beneficios y de su situación financiera más comprometida, que habría contribuido a deprimir en mayor medida su demanda de fondos y a incrementar los riesgos asociados a la concesión de préstamos, en un clima de mayor rigor en el control de la exposición de las entidades de crédito. Finalmente, se aprecia también una importante heterogeneidad por ramas productivas. Así, aumentó ligeramente el otorgado a los servicios inmobiliarios (lo que podría explicarse, en parte, en un contexto como el actual, porque el ritmo de venta de los inmuebles se está reduciendo y esto implica el mantenimiento de la correspondiente financiación durante un tiempo más prolongado), mientras que el destinado a los sectores de construcción y agricultura se contrajo sustancialmente, y también —aunque en menor medida— el del resto de servicios.

Las necesidades de fondos del sector han disminuido, en gran parte por la caída de la inversión empresarial

La intensa desaceleración de la inversión empresarial ha propiciado una rápida corrección de las necesidades netas de financiación del sector. Así, a finales de 2009 estas suponían el 0,5% del PIB, 11 pp menos que en 2007. La brecha de financiación, que incorpora además la inversión en el exterior de carácter permanente, se ha reducido en mayor medida durante este período (casi 15 pp), en línea con la importante caída de la inversión directa en el resto del mundo, y se situaba a finales de 2009 en el 1,2% del PIB. En paralelo, se ha producido un importante retroceso del saldo de crédito comercial —más acusado que el registrado en la recesión de principios de los noventa—, debido posiblemente al menor dinamismo de la actividad y a una mayor reticencia de las empresas a conceder este tipo de financiación.

La contracción de la actividad económica se reflejó en la evolución de las rentas empresariales...

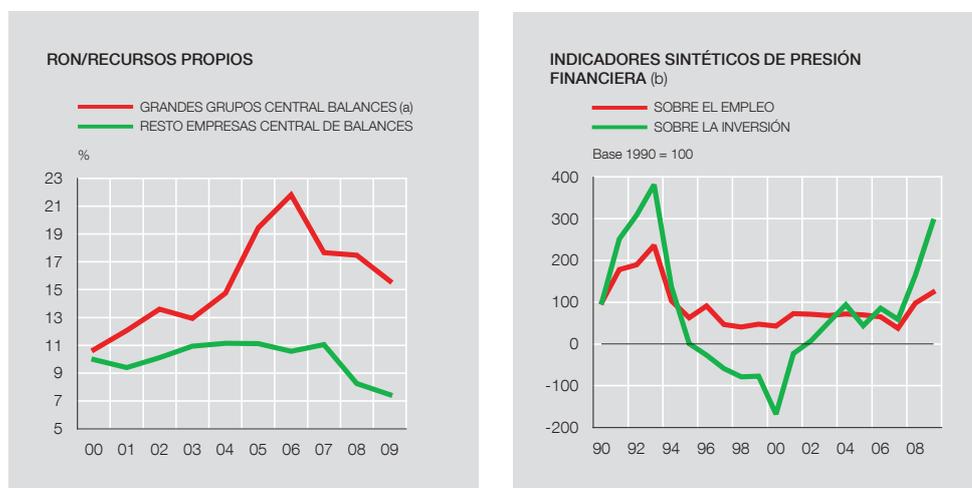
La contracción de la actividad económica se ha reflejado también en la evolución de las rentas empresariales. Así, en la muestra de empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), en la que predominan las sociedades de mayor tamaño, en 2009 aumentó nuevamente el porcentaje de empresas con resultados ordinarios negati-



FUENTE: Banco de España.

- a. Incluye crédito titulizado fuera de balance.
- b. Aproximado con datos de la CIR. Las empresas se clasifican por tamaño según el volumen total de deuda que tenían registrado en la CIR a diciembre de 2008. Los nuevos deudores que aparecen en 2009 se clasifican según el nivel total de deuda a finales de dicho año.

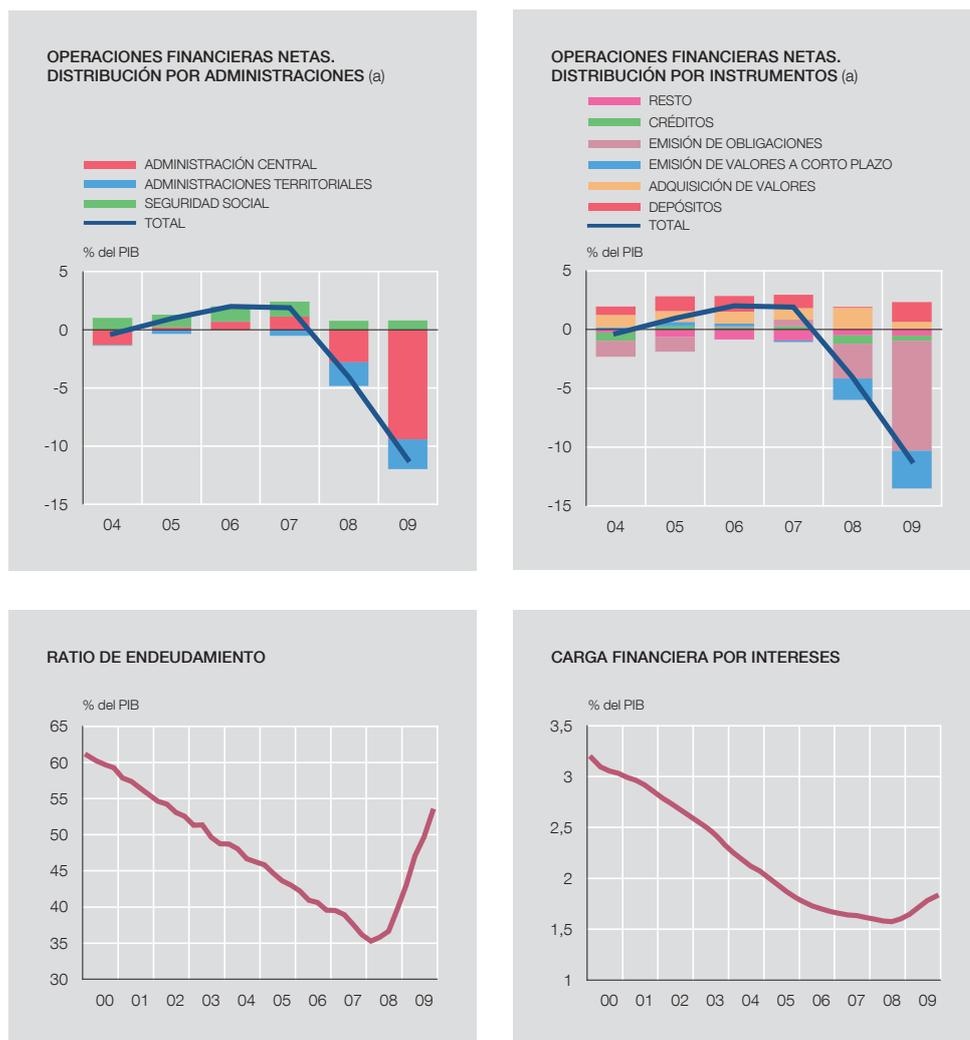
INDICADORES DE RENTABILIDAD Y PRESIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



FUENTE: Banco de España.

- a. 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.
- b. 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.

vos. De acuerdo con la información disponible para 2008 de los registros mercantiles y la Central de Balances, el deterioro de los resultados estaría siendo más acusado en las sociedades de menor dimensión, excepto en la construcción y en los servicios inmobiliarios, donde el retroceso es más homogéneo por tamaños. No obstante, cabe mencionar que los últimos datos disponibles de la CBT, relativos al cuarto trimestre de 2009, apuntan a que se habría frenado el deterioro de las rentas empresariales. En este mismo sentido, los analistas estiman que los beneficios de las compañías cotizadas experimentarán solo



FUENTE: Banco de España.

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

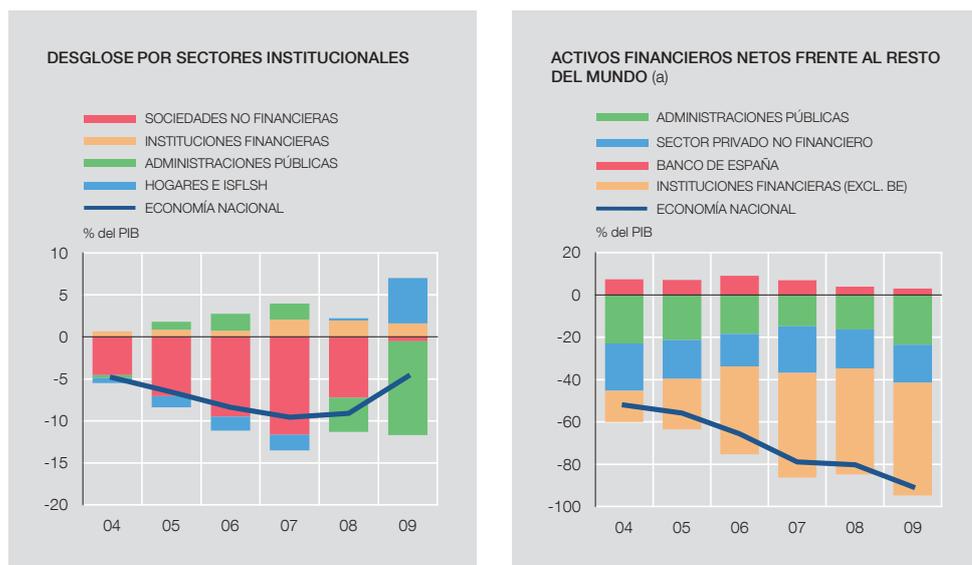
ligeros descensos durante los próximos doce meses, lo que supone una revisión al alza en comparación con trimestres anteriores.

... que ha impedido que la disminución de sus pasivos se traduzca en una corrección de su ratio de endeudamiento...

La evolución desfavorable de las rentas ha hecho que, a pesar de la contracción de los pasivos del sector, su ratio de endeudamiento en relación con las rentas generadas haya mantenido una tendencia ascendente, hasta alcanzar valores algo por debajo del 600% (véanse gráficos 3 y 4 del recuadro 6.2). La reducción que han presentado los costes de financiación de las empresas ha permitido que, a pesar de esta evolución, la carga financiera asociada haya descendido hasta situarse próxima al 22,5% de las rentas generadas, 6,9 pp menos que un año antes, cuando alcanzó su máximo histórico. De cara al futuro, resulta poco probable, como en el caso de los hogares, que, dado el reducido nivel alcanzado por los costes de financiación, esta variable pueda seguir contribuyendo a aliviar la presión financiera del sector (véase recuadro 6.2).

... y ha aumentado la proporción de empresas con dificultades para hacer frente al pago de sus deudas

Como resultado del deterioro observado en la posición patrimonial de las sociedades, los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo han aumentado notablemente hasta situarse en torno a los valores observados en la anterior recesión, aunque los valores más recientes apuntan a una moderación de esta tendencia (véase gráfico 6.6).



FUENTE: Banco de España.

a. No incluye activos y pasivos sin sectorizar.

También se han incrementado el número de empresas en situación concursal y la ratio de morosidad. Las empresas con mayores dificultades financieras continúan siendo las de las ramas de construcción y servicios inmobiliarios, cuya ratio de morosidad se situaba en diciembre en el 9,6%, prácticamente el triple de la observada para el resto de actividades (véase gráfico 6.1).

#### 4.3 LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

La política fiscal expansiva se ha traducido en un marcado incremento del déficit público...

... que se ha financiado, en gran medida, mediante la emisión valores de renta fija

El endeudamiento del sector en relación con el PIB supera el 50%, 17 pp más que en 2006

La política fiscal expansiva ha conllevado un marcado deterioro de las finanzas públicas. Así, las AAPP han pasado de presentar una capacidad de financiación próxima al 2% del PIB en 2007 a registrar un saldo deudor del 11,2% en 2009 (véase gráfico 6.7). Por subsectores, este deterioro ha sido más intenso en la Administración Central y también, aunque en menor medida, en las Comunidades Autónomas. Por su parte, la Seguridad Social ha seguido manteniendo una posición excedentaria, aunque por un importe inferior al de los años anteriores.

Las abultadas necesidades de financiación y el aumento en las tenencias de activos se han cubierto, fundamentalmente, mediante emisiones de valores, tanto a corto como, en especial, a medio y a largo plazo. Los recursos captados a través de este tipo de instrumentos supusieron conjuntamente casi el 90% del total de fondos obtenidos y alcanzaron, en términos netos, un importe equivalente al 3,2% y al 9,4% del PIB, respectivamente, un volumen mucho más elevado que en los años anteriores. Por el lado de los activos, se incrementó el saldo de depósitos, reflejando, en parte, las dotaciones efectuadas al FROB, mientras que la adquisición de valores descendió.

El rápido avance de la deuda pública, que se ha incrementado en más de un 45% en dos años, unido al retroceso del PIB, se ha traducido en un notable incremento de la ratio de deuda sobre el PIB, que aumentó en 13,5 pp en 2009, hasta alcanzar el 53%, 18 pp por encima del mínimo alcanzado en el primer trimestre de 2008. La intensidad en la emisión de valores de renta fija por parte de las AAPP se ha moderado en los primeros meses de 2010, aunque sigue manteniendo un ritmo elevado.

% del PIB	2006	2007	2008	2009
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-8,4	-9,6	-9,1	-4,7
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	18,1	14,8	2,5	1,0
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	5,2	2,1	-0,3	-1,8
De los cuales:				
<i>Interbancario (a)</i>	3,4	4,2	-0,5	-1,7
Valores distintos de acciones	-1,2	1,6	1,3	0,0
De los cuales:				
<i>Entidades de crédito</i>	-2,0	1,8	1,6	1,3
<i>Inversores institucionales</i>	0,7	0,0	-1,3	-0,5
Acciones y otras participaciones	10,8	8,8	1,9	1,5
De las cuales:				
<i>Sociedades no financieras</i>	8,3	6,6	3,1	0,0
<i>Inversores institucionales</i>	1,2	-1,1	-1,6	0,3
Préstamos	2,1	1,2	0,8	0,7
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	26,5	24,3	11,6	5,7
Depósitos	0,3	7,3	9,0	0,9
De los cuales:				
<i>Interbancario (a)</i>	0,6	6,7	6,2	0,7
Valores distintos de acciones	21,3	8,1	-2,6	3,8
De los cuales:				
<i>Administraciones Públicas</i>	1,0	-1,3	1,2	5,1
<i>Entidades de crédito</i>	8,0	3,6	-1,9	1,1
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	12,3	5,8	-1,9	-2,4
Acciones y otras participaciones	0,5	4,6	3,3	0,9
De las cuales:				
<i>Sociedades no financieras</i>	0,1	4,7	2,4	0,1
Préstamos	3,5	3,1	2,7	1,0
Otros neto (b)	-0,4	0,3	0,4	-1,5
PRO MEMORIA:				
Inversión directa de España en el exterior	8,4	9,5	4,7	1,1
Inversión directa del exterior en España	2,5	4,5	4,6	1,0

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.

No obstante, el impacto sobre la carga financiera se ha visto aminorado por el descenso de los costes de financiación

El descenso de los costes medios de financiación ha permitido mitigar el impacto del sustancial aumento de la deuda pública sobre los pagos por intereses. Estos aumentaron un 10%, en términos interanuales, pasando a representar un 1,8% del PIB, solo 0,2 pp más que en 2008.

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

Las necesidades de financiación de la nación se han reducido

En 2009 se produjo una notable reducción de las necesidades de financiación del conjunto de la nación, que se situaron, en términos acumulados de doce meses, en el 4,7% del PIB, cifra alejada de los valores próximos al 9% del PIB observados entre 2006 y 2008 (véase gráfico 6.8). Esta mejora ha sido el resultado de la recuperación en la capacidad de financiación de los hogares y la menor necesidad de fondos de las sociedades —como reflejo de la intensa contención en sus planes de gasto—, que más que compensaron el aumento del déficit de las AAPP (y el menor ahorro de las instituciones financieras) (véase capítulo 5).

Las entradas de capital se canalizaron principalmente mediante instrumentos emitidos por las AAPP

Las entradas de capital continuaron la tendencia descendente mostrada desde el inicio de la crisis y alcanzaron un volumen equivalente al 5,7% del PIB, aproximadamente la mitad del de 2008 (véase cuadro 6.4). Además, se apreciaron notables cambios en su composición. Así, el grueso de la financiación se canalizó mediante emisiones de deuda de las AAPP, que representaron un importe superior al 5% del PIB. La captación neta de fondos a través de títulos de renta fija de las entidades de crédito alcanzó el 1% del PIB, frente a un valor del -1,9% en el ejercicio anterior, lo que refleja una cierta mejora de los mercados de financiación mayorista y la buena acogida de las emisiones avaladas. Por el contrario, la posición neta en el mercado interbancario descendió hasta el 2,4% del PIB, desde el 6,7% del año anterior. También disminuyeron los flujos captados mediante la adquisición de acciones y otras participaciones por no residentes, hasta suponer en torno al 1% del PIB, en consonancia con la caída de la inversión directa del exterior en España, que se situó igualmente en el 1% del PIB.

Tras experimentar intensas caídas en los dos ejercicios precedentes, las salidas de capital se redujeron ligeramente —en 1 pp—, hasta suponer el 1% del PIB. Este descenso afectó tanto a los valores de renta fija como a las acciones y participaciones. En particular, disminuyeron las adquisiciones de estas últimas por parte de las sociedades no financieras, hasta hacerse prácticamente nulas, desde el 3,1% del PIB en 2008. En línea con este desarrollo, la inversión directa de España en el exterior se contrajo, hasta suponer el 1,1% del PIB, continuando la tendencia descendente desde el 9,5% alcanzado en 2007.

El saldo deudor de la Posición de Inversión Internacional aumentó

Como consecuencia de los flujos de inversión y de los cambios de precios en los activos, el saldo de los pasivos netos del conjunto de la nación frente al resto del mundo representaba al cierre de 2009 algo más del 90% del PIB, lo que supone más de 10 pp por encima del registro del año anterior, de los que algo más de 7 pp corresponden al aumento del saldo neto de deuda pública en poder del resto del mundo<sup>1</sup> (véase gráfico 6.8).

---

1. Para más detalles, puede consultarse la publicación *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España*.