

## 1 Introducción

La economía española volvió a verse afectada por las tensiones financieras, que se tradujeron en un endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados mayoristas

En este contexto, se adoptaron nuevas medidas, y continuó avanzándose en el proceso de saneamiento, recapitalización y reestructuración del sector bancario

Las medidas adoptadas consiguieron aliviar las tensiones, aunque desde entonces se han producido nuevos episodios de inestabilidad

Las entidades de crédito siguen sometidas a importantes presiones y han trasladado al crédito concedido el endurecimiento de las condiciones de financiación a las que se enfrentan

A lo largo del pasado año, la economía española volvió a situarse entre las más afectadas por las tensiones en los mercados de deuda soberana del área del euro, que se intensificaron sobre todo a partir del verano, cuando adquirieron un carácter sistémico y se elevaron los peligros de una creciente retroalimentación entre riesgo soberano, riesgo bancario y pérdida dinamismo económico en varios países del área. En este contexto, los agentes residentes se enfrentaron a un importante endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados mayoristas, en los que se registró un ascenso notable de las primas de riesgo y se redujo la disponibilidad de fondos. Las entidades de crédito y las AAPP, sectores que acuden con mayor asiduidad a estos mercados para cubrir las necesidades de financiación de la nación, fueron los más afectados. Las dificultades a las que siguió enfrentándose la economía española para captar recursos del exterior se reflejaron en un deterioro de la posición del Banco de España frente al resto del mundo, que compensó el menor acceso a los fondos por parte de los demás agentes residentes.

La persistencia y la intensificación de estas tensiones condujeron a la adopción de nuevas medidas en los ámbitos tanto nacional como europeo. En el primero, y ciñéndose al entorno financiero, que es el objeto de este capítulo, se llevaron a cabo diversas acciones con el fin de reforzar la solvencia de las entidades de crédito (EC). Así, en febrero de 2011 se aprobó un real decreto ley (RDL) que elevó los requisitos de capital principal al 8% o al 10%, dependiendo de determinadas características de la entidad; y en octubre la EBA instó a los supervisores nacionales a exigir con carácter temporal unos requisitos de capital más estrictos a las instituciones más grandes de cada país, lo que en España afecta a las cinco mayores. En febrero y mayo del año en curso, se aprobaron dos RDL que suponen un importante esfuerzo de saneamiento adicional para las EC de los activos vinculados a la promoción inmobiliaria, por la vía de incrementos de provisiones y de capital (para más detalle, véase recuadro 1.2). Además, el último de estos RDL introdujo la obligatoriedad de traspasar los activos inmobiliarios adjudicados o recibidos en pago de deudas a una sociedad de capital. En paralelo con el desarrollo de estas medidas, cinco entidades fueron intervenidas o adquiridas por el FROB, se generalizó el ejercicio indirecto de la actividad financiera de las cajas de ahorros a través de bancos comerciales, se produjeron nuevas fusiones, y las EC continuaron reduciendo personal y oficinas.

Las medidas adoptadas, y especialmente la inyección de fondos a tres años por parte del BCE, contribuyeron a moderar las tensiones, al reducir los riesgos de liquidez de la banca. No obstante, a finales de marzo de 2012 se registró un nuevo rebrote de la inestabilidad, que ha afectado de forma particularmente intensa a España, como reflejo de la mayor preocupación de los inversores internacionales por la estrategia seguida para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas y por el efecto de la recaída de la economía sobre la situación de las entidades financieras. La incertidumbre ligada a la marcha del sistema financiero se acentuó en mayo, cuando una parte significativa del capital de la cuarta entidad por tamaño del país pasó a estar en manos del FROB.

A las presiones sobre la banca resultantes de las dificultades para captar recursos en los mercados se unieron, a partir de mediados de 2011, las derivadas de la recaída de la economía española. La debilidad del crecimiento económico, unida a la prolongación de la crisis inmobiliaria, se ha traducido en deterioros adicionales de la cartera crediticia, especialmente en el segmento vinculado a la promoción inmobiliaria, en el que se registró un repunte importante de la ratio de morosidad.

En este contexto de tensiones financieras, las entidades han trasladado a la financiación al sector privado no financiero las mayores dificultades a las que se enfrentan para la captación de fondos en los mercados mayoristas. Dicha traslación parece haberse producido tanto por la vía de un mayor coste de los préstamos como por la de descensos en la oferta crediticia. El impacto sobre esta última se habría visto amortiguado, no obstante, por los colchones de los que disponían estas instituciones financieras para obtener recursos a través de fuentes alternativas, como los depósitos minoristas o el mercado de *repos*. Así, hasta mediados de 2011 la evolución expansiva de los depósitos, junto con el descenso del crédito y las desinversiones en otros activos, redujeron las necesidades de renovación de la financiación mayorista de las entidades. A partir de julio, el saldo de los depósitos de empresas y familias ha descendido de forma moderada, evolución a la que habría contribuido un cierto desplazamiento de la inversión de estos agentes hacia otros instrumentos financieros, entre ellos los valores de renta fija y variable emitidos por las propias instituciones de crédito. Por otro lado, las medidas excepcionales adoptadas por el BCE (y, especialmente, la realización de subastas de liquidez a tres años) evitaron la materialización de un escenario de contracción drástica de la oferta de préstamos.

La deuda de empresas y familias ha descendido, pero los niveles de endeudamiento son todavía elevados y la proporción de agentes en situación vulnerable se ha incrementado

El endurecimiento de las condiciones de financiación crediticia, junto con la atonía de la demanda de fondos de empresas y familias, se tradujo en una contracción de la deuda de estos sectores. En el caso de las sociedades no financieras, el retroceso de los pasivos pasó a ser generalizado por ramas de actividad, aunque fue más intenso en las ligadas al sector inmobiliario. Este descenso contribuyó al desapalancamiento de ambos sectores, aunque este proceso siguió avanzando lentamente debido al escaso dinamismo de las rentas (véase recuadro 6.1).

El descenso del endeudamiento agregado fue compatible con un aumento de la proporción de agentes sujetos a un grado mayor de presión financiera, como se refleja en el ascenso de la ratio de dudosos de empresas y familias, en un contexto de deterioro de la situación económica y de desaparición del efecto amortiguador que en los años anteriores había desempeñado la caída de los costes medios de la deuda viva. La contracción que, previsiblemente, registrará la actividad en 2012 tenderá a incrementar el porcentaje de hogares y sociedades en situación vulnerable. En contraposición, la progresiva traslación al coste medio de sus deudas del descenso de las rentabilidades interbancarias iniciado en la segunda mitad de 2011 ejercerá una influencia en la dirección contraria.

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

En el caso de las AAPP, el aumento de los pasivos, con tasas de crecimiento (13 % en marzo del año en curso) muy superiores a las del PIB nominal, resultó en un nuevo incremento de la ratio de endeudamiento, que alcanzó el 68,5 % del PIB a finales de 2011. Esta evolución, junto con el ascenso en los costes medios de financiación, se reflejó en una elevación de la carga financiera, que se situó en el 2,5 % del PIB.

Completar el saneamiento, recapitalización y reestructuración del sistema bancario y reducir la dependencia del ahorro externo resulta crucial para reducir la vulnerabilidad de nuestra economía

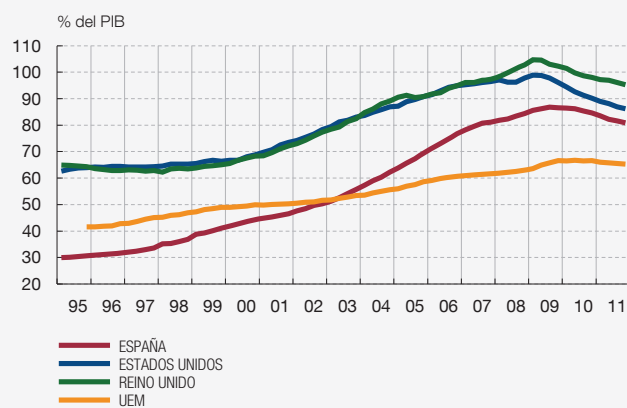
En este marco de elevadas tensiones en los mercados financieros y debilidad de la situación económica, completar el saneamiento, la recapitalización y la reestructuración del sistema financiero resulta esencial para que este sector pueda desarrollar adecuadamente su papel de intermediador en la canalización de recursos hacia otros agentes cuando se recupere la demanda de financiación, permitiendo así que el necesario desapalancamiento agregado de los hogares y las sociedades sea compatible con la disponibilidad de fondos para proyectos solventes. Resulta asimismo imprescindible que la economía en su conjunto disminuya su dependencia del ahorro externo, dados los riesgos de refinanciación que esta conlleva y que se ven acrecentados en un contexto de mayor incertidumbre y desconfianza como el actual. Aunque en el corto plazo este elemento de vulnerabilidad parece estar relativamente cubierto (véase recuadro 6.2), es crucial recuperar la confianza de los inversores internacionales en nuestra economía.

El endeudamiento de los hogares y de las sociedades no financieras españolas creció a un ritmo muy alto durante la última fase alcista (entre 1995 y 2007), alcanzando niveles elevados en relación con el PIB tanto desde una perspectiva histórica como en comparación con otras economías de nuestro entorno<sup>1</sup> (véanse gráficos 1 y 2). Aunque una parte importante del incremento de estos indicadores responde a los cambios estructurales experimentados por nuestra economía en ese período (pertenencia a un área de mayor estabilidad macroeconómica, reducción permanente en los tipos de interés), las cotas alcanzadas resultaron excesivas, siendo imprescindible su reconducción hacia valores más moderados.

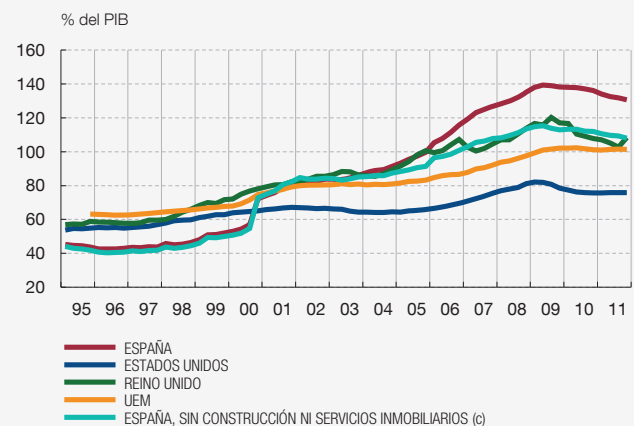
El proceso de desapalancamiento ya se ha iniciado, aunque no ha seguido hasta ahora un ritmo homogéneo. Tras el estallido de la crisis, las ratios de endeudamiento siguieron avanzando debido a la inercia de los flujos de financiación y a la fuerte contracción del PIB (denominador de la ratio). Posteriormente, tendieron a estabilizarse y, a partir del segundo semestre de 2009, se adentraron en una senda descendente. Desde el máximo alcanzado en septiembre de 2009 (87 % del PIB) y hasta finales de 2011, la ratio de deuda de las familias se ha reducido en 5,9 pp (véase gráfico 3). Esta contracción resultó del efecto conjunto de una serie de factores: 1,9 pp se explican por el hecho de que el volumen de los préstamos nuevos ha sido inferior al de las amortizaciones de la deuda viva (el flujo neto de las operaciones fue negativo), 1,9 pp son consecuencia de la inflación (que reduce el valor real de las deudas previamente contraídas), 0,7 pp tienen su origen en el crecimiento real del PIB (denominador de la ratio), y otros 1,3 pp, en los préstamos

1 En este recuadro los ratios de endeudamiento se calculan como el cociente entre la deuda y el PIB del trimestre anualizado y están ajustadas de estacionalidad. Esta aproximación, que no es la que se utiliza habitualmente, permite fechar mejor el máximo de la serie.

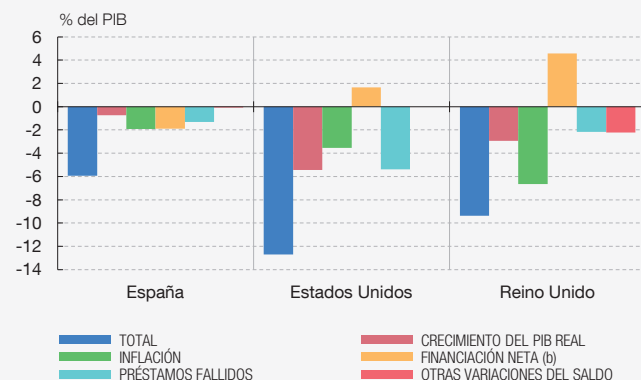
1 RATIO DE ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES (a)



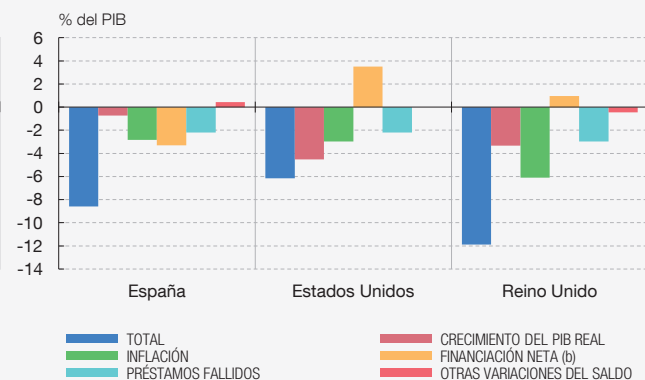
2 RATIO DE ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)



3 VARIACIÓN DE LA RATIO DE ENDEUDAMIENTO DESDE EL MÁXIMO. HOGARES (a)



4 VARIACIÓN DE LA RATIO DE ENDEUDAMIENTO DESDE EL MÁXIMO. SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)



FUENTES: Banco Central Europeo, Reserva Federal, Office for National Statistics y Banco de España.

- a La ratio de endeudamiento se obtiene como el cociente entre la deuda y el PIB del trimestre anualizado y está ajustada de estacionalidad.
- b En el caso de Estados Unidos, calculada como variación de saldo menos préstamos fallidos.
- c Calculada como el cociente entre la deuda de las sociedades no financieras, excluyendo el crédito a la construcción y los servicios inmobiliarios, y el PIB nacional sin incluir el valor añadido bruto de estas ramas de actividad.

## COMPARACIÓN CON OTROS PAÍSES Y LECCIONES DE LA EVIDENCIA HISTÓRICA (cont.)

fallidos (créditos que se han dado de baja del activo de los prestamistas por considerarse de difícil cobro). En el caso de las empresas (véase gráfico 4), el indicador se ha reducido en mayor medida (8,6 pp) desde el máximo registrado en el segundo trimestre de 2009 (139 % del PIB). El desglose por factores evidencia que, al igual que en el caso de los hogares, todos los componentes contribuyeron al retroceso del indicador (excepto la rúbrica «otras variaciones del saldo»), especialmente las operaciones netas y la inflación.

En Estados Unidos y el Reino Unido, economías en las que el endeudamiento privado también había alcanzado niveles elevados, se ha observado igualmente en el período reciente un proceso de desapalancamiento, que presenta, no obstante, algunas diferencias con el observado en España. En Estados Unidos el ajuste ha sido, hasta la fecha, más intenso en el caso de los hogares, cuyo endeudamiento también creció extraordinariamente durante la última etapa expansiva, hasta alcanzar un nivel superior al de nuestro país (99 % del PIB en el primer trimestre de 2009). Así, en menos de tres años se ha registrado una reducción de la ratio de deuda de este sector en 13 pp. Los dos factores que han contribuido en mayor medida a esta evolución han sido el incremento de los impagos de préstamos, de los destinados tanto a la adquisición de vivienda como a la financiación del consumo, y la recuperación de la actividad, especialmente en 2010 (véase gráfico 3). Asimismo, la notable reducción de los flujos netos de nuevos préstamos ha facilitado el proceso, si bien el flujo neto acumulado de financiación a este sector siguió siendo positivo, a diferencia de lo que ocurrió en España. Por su parte, el endeudamiento de las empresas no financieras, que se había expandido más moderadamente durante la fase de dinamismo económico, hasta representar un 82 % del PIB en el primer trimestre de 2009 (claramente inferior al valor alcanzado en nuestro país), ha experimentado una corrección algo más moderada (de alrededor de 6 pp), habiéndose estabilizado la ratio durante 2011, ya que la recuperación de los flujos de las nuevas operaciones se ha visto aproximadamente compensada por el crecimiento nominal del PIB (véase gráfico 4).

En el Reino Unido, donde los niveles de endeudamiento habían alcanzado niveles en porcentaje del PIB muy elevados en los dos sectores (105 % los hogares en primer trimestre de 2009 y 120 % las sociedades en septiembre de ese mismo año), el ajuste ha sido más acusado hasta ahora que en España (véanse gráficos 3 y 4), tanto en el caso de los hogares (9 pp) como en de las sociedades no financieras (12 pp). La mayor intensidad del proceso de desapalancamiento se explica fundamentalmente por la elevada inflación, que se ha situado persistentemente por encima del objetivo del banco central, y por el mayor crecimiento real de la economía británica. Es asimismo destacable

que, al igual que ocurre en el caso de Estados Unidos, y a diferencia de lo observado en España, el desapalancamiento del sector privado no se está apoyando en una contracción de la financiación.

La comparación del proceso de desapalancamiento en España con el de Estados Unidos y el Reino Unido evidencia que en nuestro país está siendo más lento y está descansando en mayor medida en un descenso de los flujos financieros, debido, por un lado, a que el PIB español crece menos y, por otro, sobre todo en relación con el Reino Unido, a una menor inflación. En el caso de las familias norteamericanas, también ha desempeñado un papel importante el volumen elevado de impagos, un fenómeno que puede estar asociado tanto a la peor calidad de las hipotecas concedidas durante los años previos a la crisis como a factores institucionales que tienden a favorecer el aumento de los préstamos fallidos en situaciones adversas. Lógicamente, el desendeudamiento de los hogares por esta vía tiene un impacto negativo sobre la rentabilidad del sistema bancario.

La evolución observada hasta ahora en nuestro país no se aleja, en todo caso, de los patrones históricos de anteriores procesos de desapalancamiento, que muestran que estos tienen una duración relativamente prolongada (de alrededor de seis años, en media), especialmente si vienen acompañados de crisis inmobiliarias y bancarias<sup>2</sup>. En este último caso, es habitual que durante los primeros años el ajuste descansa en gran medida en flujos de financiación neta negativos, debido al nulo dinamismo económico que normalmente caracteriza esta primera etapa. Si se tienen en cuenta adicionalmente el grado de presión al que viene estando sometida la banca española desde el inicio de la crisis como resultado del sobredimensionamiento y del exceso de riesgos inmobiliarios acumulados durante la fase expansiva del ciclo y los compromisos que, en términos de estabilidad de precios, se derivan de nuestra pertenencia a la UEM, resulta difícil pensar en una dinámica alternativa para el comportamiento observado de las deudas del sector privado no financiero. La duración del proceso de contracción del crédito dependerá crucialmente, por tanto, de la capacidad de la economía para restaurar una senda de crecimiento que no pivote sobre el recurso a la financiación ajena. Como se explica detalladamente en este *Informe Anual*, ese escenario pasa por un mayor empuje de las exportaciones, que tendrá que estar basado en una pronta recuperación de la competitividad perdida a lo largo del ciclo expansivo anterior.

<sup>2</sup> Véanse, por ejemplo, McKinsey Global Institute (2010), «Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences», y O. Aspachs-Bracons, S. Jódar-Rosell y J. Gual (2011), «Perspectivas de desapalancamiento en España», Documentos de Economía «La Caixa».

La internacionalización de los flujos financieros y, en general, la creciente globalización de las finanzas amplían las posibilidades de diversificación de las carteras y de las fuentes de financiación de las economías. Desde esta perspectiva, un volumen elevado de deuda externa, sobre todo si viene acompañado de un saldo también alto de activos foráneos, no constituye necesariamente un problema. No obstante, la acumulación de pasivos frente al exterior aumenta la exposición al riesgo de refinanciación en los mercados internacionales, lo que, en el entorno actual de tensiones financieras en el área del euro y de desconfianza hacia algunos países de la zona, entre los que se encuentra España, supone un importante factor de vulnerabilidad. En nuestro caso, además, la cuantía de los activos

acumulados frente a no residentes se sitúa muy por debajo de la suma de nuestras deudas frente a ellos. Reducir este elemento de riesgo requiere un ajuste significativo en el saldo de nuestros flujos con el exterior basado en ganancias de competitividad cuyos frutos sobre la posición neta de inversión internacional solo se pueden alcanzar en un horizonte de medio plazo.

En este contexto, resulta relevante analizar con detalle los riesgos de refinanciación a corto plazo a los que se encuentra expuesta la economía española. Para valorarlos es preciso conocer tanto el volumen de deuda total frente al exterior, que a finales de 2011, y excluyendo el Banco de España, ascendía a la cifra de 1.600 mm

### DEUDA EXTERNA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a) Saldos a Diciembre de 2011

mm de euros

	Valores			Depósitos (incl. interbancarios)			Préstamos y créditos comerciales	Total
	Total	Vencimiento (b)		Total	Vencimiento (c)		Total	Total
		En 2012	Posterior		En 2012	Posterior		
AAPP	247,6	53,7	193,9				34,7	282,3
Administración Central	213,2	50,4	162,8				4,9	218,1
Comunidades Autónomas	27,4	3,2	24,1				26,5	53,8
Administraciones Locales	1,0	0,1	1,0				3,4	4,4
FROB y FADE	6,0	0,0	3,8				0,0	6,0
IFM (excl. Banco de España)	223,0	45,2	177,7	493,5	354,5	139,0		716,4
<i>Del cual:</i>								
<i>Cédulas hipotecarias</i>	122,6	6,7	115,9					122,6
Otros sectores residentes	237,5	28,1	209,4				363,5	601,0
Seguros y fondos de pensiones	0,0	0,0	0,0				7,1	7,1
Fondos titulización	112,9	5,6	107,3				0,4	113,3
Auxiliares financieros	0,0	0,0	0,0				0,2	0,2
Resto de intermediarios financieros (d) (e)	114,2	21,7	92,5				1,8	116,0
<i>Del cual:</i>								
<i>Filiales IFM</i>	65,3	20,5	44,8					65,3
Sociedades no financieras (e)	9,7	0,8	8,9				173,4	183,1
Préstamos de empresas del grupo (inversión directa)							178,4	178,4
Personas físicas e ISFL	0,8	0,0	0,8				2,3	3,0
<b>TOTAL SECTORES</b>	<b>708,1</b>	<b>127,0</b>	<b>581,1</b>	<b>493,5</b>	<b>354,5</b>	<b>139,0</b>	<b>398,2</b>	<b>1.599,8</b>

FUENTE: Banco de España.

a Datos individuales no consolidados. Excluido Banco de España.

b La diferencia entre el total y la suma de los dos tramos especificados se debe a emisiones cuyo vencimiento no se ha podido determinar. Esta diferencia no es significativa en ningún caso.

c Para las IFM la separación por vencimiento residual se ha estimado utilizando como base información del T9 relativo al detalle por plazos remanentes de préstamos y depósitos. Hay que tener en cuenta que este estado (el T9) se refiere a los negocios totales, y que en el caso de las IFM no separa entre las residentes y las no residentes.

d Fundamentalmente, filiales de IFM y de grandes sociedades no financieras.

e No se incluyen los préstamos entre empresas del grupo, correspondientes a inversión directa.

de euros (149 % del PIB)<sup>1</sup>, como la naturaleza de estos pasivos. En este sentido, el cuadro adjunto muestra una descomposición de dicho endeudamiento por instrumentos, sectores y, cuando esto es posible, vencimientos. Así, por ejemplo, puede observarse cómo, de los 708 mm de deuda externa materializada en valores, menos de una quinta parte (127 mm de euros) vence en 2012. Si bien es cierto que los no residentes pueden vender en el mercado los valores con vencimiento posterior a 2012, esto no supone una reducción inmediata de los fondos disponibles para los emisores españoles, aunque sí puede implicar una disminución en su precio y, consiguientemente, un encarecimiento de potenciales emisiones posteriores.

Del resto de los pasivos exigibles a corto plazo, la mayor parte correspondía a depósitos captados por las IFM españolas, que suponían 354 mm de euros. Las IFM, no obstante, tenían también depositados 149 mm de euros a corto plazo en instituciones no residentes, de manera que el importe neto que se había de refinar en 2012, por el sector en su conjunto, se reduciría a 205 mm de euros. Además, dos tercios de estas transacciones eran operaciones interbancarias con colateral, que, aunque no exentas de riesgos, están menos expuestas a eventuales problemas de refinanciación, particularmente desde que las entidades españolas comenzaron a operar a gran escala en el mercado de *repos* a través de cámaras de contrapartida central. De la parte no colateralizada, por otro lado, 103 mm de euros correspondían a sucursales y filiales españolas de bancos extranjeros, que cabe pensar que se estén financiando principalmente en sus propias matrices. En consecuencia, los riesgos de refinanciación se concentrarían fundamentalmente en la posición neta de la banca nacional sin garantías, que ascendía a 20 mm de euros a finales de 2011.

Finalmente, en el caso de los préstamos y créditos comerciales de no residentes a entidades españolas (398 mm de euros en total),

<sup>1</sup> Esta cifra tiene en cuenta la deuda exigible, que es inferior al total de pasivos frente al exterior (2.201 mm) como consecuencia de la existencia de pasivos no exigibles (principalmente, participaciones extranjeras en el capital de las sociedades españolas).

como puede apreciarse en el cuadro adjunto, aproximadamente la mitad de los mismos corresponde a operaciones entre empresas del mismo grupo, cuyos criterios de renovación cabe pensar que estén menos influidos por el contexto generalizado de incertidumbre actual.

Ahora bien, un análisis de los riesgos de refinanciación a corto plazo debe tener en cuenta también la posible existencia de elementos mitigadores. En este sentido, cabe señalar, primeramente, que los agentes residentes (excluido el Banco de España) contaban con un saldo de 258 mm de euros de inversiones en cartera en el exterior. Así, en presencia de eventuales dificultades de financiación de la economía española, existe algún margen para que los sectores que necesiten recursos puedan captarlos, en parte, de aquellos que tienen materializado su ahorro en valores exteriores, tal y como ha venido ocurriendo en general en los últimos cuatro años, en los que el saldo de la inversión en cartera en el exterior se ha reducido en un 40 %. Del mismo modo, el notable aumento en el recurso de las IFM residentes al Eurosistema en los primeros meses de 2012 les ha proporcionado un colchón con el que poder hacer frente en los próximos tres años a posibles complicaciones propias o de otros sectores nacionales para renovar sus pasivos.

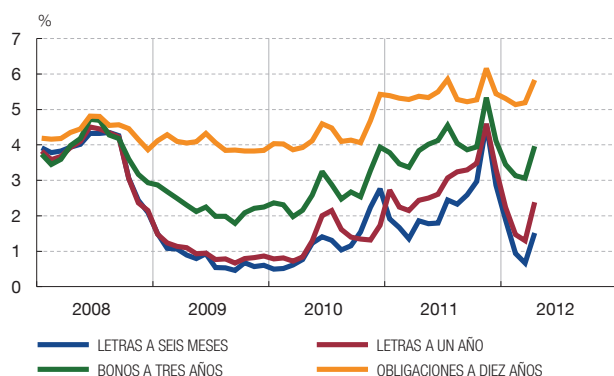
Estas vías alternativas de financiación no son, sin embargo, ilimitadas y su uso conlleva costes. El grado de sustituibilidad entre la cartera exterior y la interior no es perfecto y, además, este colchón solo puede actuar transitoriamente, ya que a medida que los residentes se deshacen de sus posiciones exteriores se reduce el margen para seguir recurriendo en el futuro a nuevas ventas para hacer frente a las necesidades de financiación de la economía. Del mismo modo, el aumento del recurso al Eurosistema no puede ser permanente y la reducción significativa del nivel de endeudamiento exterior sobre la base de ganancias de competitividad es un proceso dilatado en el tiempo. Por lo tanto, en el corto plazo es crucial que se persevere en las actuaciones encaminadas a la recuperación de la confianza de los inversores extranjeros en la economía española, para que se puedan restaurar los flujos normales de financiación con el resto del mundo.

La corrección del endeudamiento de empresas y familias condicionará sus decisiones de gasto a corto plazo

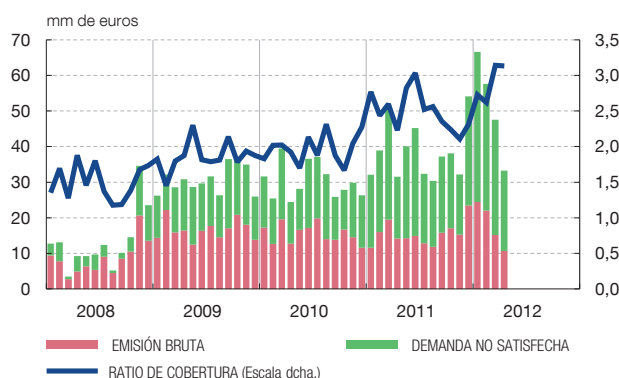
El avance del proceso de corrección de los ratios de endeudamiento de las empresas y las familias, que se mantienen en niveles elevados, se verá dificultado por el contexto recesivo que se prevé para el año en curso. Es previsible que en el corto y medio plazo dicho proceso siga descansando en gran medida en flujos de financiación neta negativos, en línea con la evidencia histórica internacional disponible sobre procesos de desalancamiento en períodos de crisis inmobiliarias y bancarias. Esto condicionará el gasto del sector privado, que deberá basarse en menor medida que en el pasado en el recurso a la deuda.



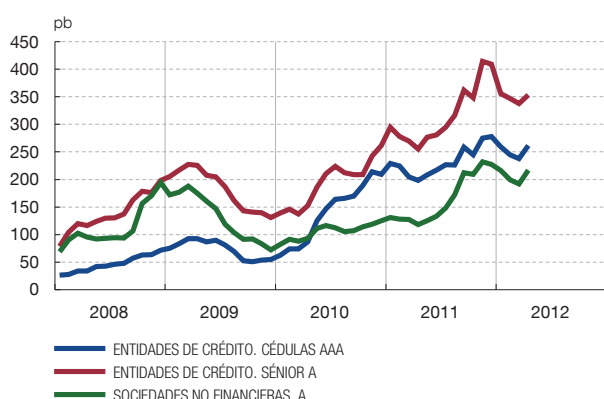
RENTABILIDAD DE LA DEUDA ESPAÑOLA (a)



SUBASTAS DE DEUDA PÚBLICA (b)



RENTABILIDAD DE TÍTULOS A CINCO AÑOS. DIFERENCIAL SOBRE EL TIPO SWAP



ÍNDICES BURSÁTILES



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

a Medias mensuales.

b Incluye letras a doce meses, y bonos y obligaciones a tres, cinco y diez años.

## 2 Los mercados financieros españoles

### 2.1 LOS PRECIOS NEGOCIADOS

La acentuación de la crisis de la deuda soberana se tradujo en un endurecimiento de las condiciones de financiación de los sectores residentes en los mercados mayoristas...

La agudización y la extensión de las tensiones financieras incidieron de forma significativa sobre los precios negociados en los mercados nacionales. Así, entre abril y mediados de noviembre de 2011 aumentaron las rentabilidades y las primas de riesgo de los títulos emitidos por los agentes residentes (véase gráfico 6.1). En el caso del Estado, la rentabilidad del bono a diez años llegó a situarse en valores próximos al 7 % en los momentos de máxima tensión, casi 500 puntos básicos (pb) por encima de la referencia alemana al mismo plazo. También se elevaron las primas de riesgo crediticio de la deuda emitida por las entidades bancarias y, en menor medida, las de las sociedades no financieras. La mayor moderación del incremento en este último caso reflejaría la menor exposición a los riesgos soberanos y la elevada diversificación geográfica de la actividad de las compañías que suelen utilizar este tipo de instrumentos para financiarse (las de mayor tamaño).

A lo largo de diciembre de 2011 y en los dos primeros meses de 2012 se atenuaron las tensiones en los mercados financieros y tanto los tipos negociados como los diferenciales se redujeron sensiblemente. Las medidas desplegadas a escala nacional y europea, y en especial la introducción de subastas de liquidez a tres años por parte del BCE, contribuyeron a explicar esta evolución. No obstante, desde finales de marzo de 2012 se ha registrado un rebrote de inestabilidad, que se ha reflejado en un ascenso notable de las primas de riesgo de los emisores residentes, y en especial de las correspondientes a las AAPP y a las entidades de crédito.

mm de euros

	2008	2009	2010	2011
EMISIONES NETAS DE RESIDENTES	145,9	199,8	87,1	126,1
Renta fija	131,1	189,6	71,6	92,6
Instituciones financieras monetarias	-26,9	39,6	7,9	72,6
Otros intermediarios financieros	104,8	21,9	-12,2	-58,8
<i>De los cuales:</i>				
Fondos de titulización	95,0	14,9	-5,9	-46,7
Filiales de instituciones financieras monetarias	7,4	-8,8	-12,6	-15,6
Filiales de sociedades no financieras	3,0	14,5	7,1	5,1
Sociedades no financieras	1,7	0,1	-0,7	1,2
Administración Central	50,2	119,4	63,2	69,9
AATT	1,4	8,6	13,3	7,7
Renta variable	14,8	10,2	15,5	33,5
Instituciones financieras monetarias	10,0	3,0	7,3	26,9
Otros intermediarios financieros	1,4	0,4	0,1	0,2
Sociedades no financieras	3,4	6,8	8,1	6,4
OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA	0,0	0,0	0,5	0,0
PRO MEMORIA				
Variación de la autocartera de las instituciones financieras monetarias	2,5	2,7	12,6	67,3
Emisiones netas de filiales en el extranjero	12,9	-2,0	-8,7	-19,1
Instituciones financieras	14,3	-3,4	-10,6	-20,0
Sociedades no financieras	-1,4	1,4	2,0	0,8

FUENTE: Banco de España.

... y en un descenso de las cotizaciones bursátiles

La situación de inestabilidad se trasladó también a las bolsas, donde a lo largo de 2011 y la parte transcurrida de 2012 las cotizaciones descendieron, en un contexto de elevada volatilidad. De este modo, entre finales de 2010 y el 25 de mayo de 2012 el IBEX 35 acumulaba una caída del 33,6 %, superior a la del EUROSTOXX 50 (22,6 %), y que contrasta con la revalorización del 4,8 % del S&P 500 americano durante este mismo período. El comportamiento comparativamente más desfavorable del índice español con respecto al de la UEM está en parte relacionado con el mayor peso que el sector bancario, que es uno de los que ha registrado un comportamiento más desfavorable en ambas áreas, tiene en el indicador de nuestro país.

## 2.2 LOS MERCADOS PRIMARIOS

Un porcentaje elevado de las emisiones de valores negociables de las entidades de crédito fueron retenidas para aumentar el volumen de activos de garantía

La emisión neta de valores de renta fija realizada por las instituciones financieras monetarias aumentó notablemente en 2011, al pasar de 7,9 a 72,6 mm (véase cuadro 6.1). Sin embargo, la mayor parte (67 mm) se explica por el ascenso de las operaciones retenidas para utilizarlas como activos de garantía en las operaciones con el Eurosistema, dadas las dificultades a las que se enfrentaban para obtener recursos en los mercados mayoristas.

Por su parte, el volumen neto colocado por los otros intermediarios financieros continuó siendo negativo, y por un importe superior al de 2010, que resultó fundamentalmente de la reducción del saldo vivo de los valores emitidos por los fondos de titulización. La oferta neta de estos fue de -47 mm, 41 mm menos que al año precedente. Las filiales no resi-



dentos continuaron realizando amortizaciones netas, que en el caso de las correspondientes a las instituciones financieras alcanzaron los 20 mm.

Las emisiones netas de las AAPP se mantuvieron en importes elevados, y descendieron las de las sociedades no financieras, aunque volvieron a ser positivas

Las emisiones netas de las AAPP alcanzaron los 78 mm, importe similar al del año anterior. A pesar del complicado panorama derivado de las crisis de la deuda soberana y de las reducciones de su calificación crediticia, la Administración Central<sup>1</sup> aumentó un 11 % su oferta neta de títulos, manteniendo unas altas ratios de cobertura en la mayoría de las subastas. Por el contrario, las colocaciones netas de las AATT descendieron un 43 %, tras los registros relativamente abultados de 2010, lo que refleja las dificultades a las que se enfrentaron para acceder a la financiación de los mercados.

En consonancia con el menor impacto que las tensiones financieras tuvieron sobre las condiciones de financiación de las sociedades no financieras en los mercados, sus emisiones netas de deuda siguieron mostrando un elevado dinamismo, si bien el volumen continuó representando un porcentaje limitado del total del mercado de renta fija privada. El importe obtenido alcanzó un nivel de 7,1 mm (incluyendo las filiales residentes y no residentes), lo que equivale a alrededor del 10 % del saldo vivo de estos instrumentos. El grueso de esta oferta neta (5,1 mm) la siguieron realizando las filiales residentes, que mostraron un comportamiento más expansivo que las radicadas en el resto del mundo (0,8 mm) y que las empresas matrices (1,2 mm).

Las emisiones de renta variable volvieron a aumentar, impulsadas por el proceso de reestructuración del sistema financiero

A pesar de la inestabilidad dominante en los mercados bursátiles, las emisiones de renta variable aumentaron por segundo año consecutivo, y a un ritmo elevado (por encima del 100 %), aunque siguen en niveles reducidos (34 mm) en comparación con el conjunto del mercado primario de valores negociables. La mayor parte de las ampliaciones de capital (27 mm) se concentró en el sector bancario, evolución que se ha visto impulsada por el proceso de reestructuración en el que está inmerso. En cambio, la elevada volatilidad en las bolsas condujo a la paralización de diversos proyectos de privatización de empresas públicas previstos para 2011.

### 2.3 LA ACTIVIDAD EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS

A pesar del agravamiento de las turbulencias financieras, la negociación de valores de renta fija aumentó

A pesar de las tensiones, en los mercados secundarios de renta fija aumentaron los volúmenes negociados de forma generalizada en todos los segmentos (véase cuadro 6.2). Así, el mercado de deuda pública, el de la AIAF y el de renta fija privada bursátil experimentaron avances de contratación del 9 %, 49 % y 6 %, respectivamente<sup>2</sup>. En el primer caso, el detalle por tipo de operaciones revela que la negociación al contado mantuvo el perfil ascendente que presenta desde 2008, mientras que las transacciones dobles (*repos* y simultáneas) volvieron a descender, aunque menos que en ejercicios previos. Este retroceso está, al menos en parte, relacionado con el desplazamiento de la actividad hacia otras plataformas electrónicas, como BrokerTec o Eurex, que liquidan sus operaciones a través de cámaras de contrapartida central. Por su parte, el incremento de la negociación en AIAF está en buena parte vinculado con la utilización de papel privado en las operaciones de instrumentación de política monetaria y, sobre todo, con las transacciones realizadas por el Tesoro, con el fin de rentabilizar sus activos líquidos.

En cambio, la actividad en los mercados secundarios de renta variable disminuyó

Por el contrario, el importe efectivo de negociación en el mercado de acciones cayó un 11 %, como consecuencia de la caída de las cotizaciones y de los efectos de la prohibición de incrementar las posiciones cortas sobre acciones del sector financiero, vigente entre

<sup>1</sup> La Administración Central comprende el Estado y organismos dependientes, empresas públicas no productoras de mercado, el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros, el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria y el Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico.

<sup>2</sup> Para un mayor detalle sobre la actividad en el primero de estos segmentos, véase *Mercado de deuda pública, 2011*, del Banco de España.

mm de euros

	2008	2009	2010	2011
Mercado de deuda pública en anotaciones (a)	19.944	18.522	18.552	20.312
Contado	2.202	2.470	4.635	6.957
Repo y simultáneas	17.477	15.903	13.761	13.128
Plazo	265	150	156	226
Mercado AIAF de renta fija	2.401	3.692	3.658	5.445
Pagarés	577	529	383	225
Cédulas y bonos de titulización	1.740	2.849	2.413	4.787
Resto	83	314	862	433
Mercado bursátil de renta fija	80	75	67	71
Mercado bursátil de renta variable	1.245	898	1.038	926
Mercados MEFF de derivados	1.073	710	1.263	634
IBEX 35	989	622	1.158	571
Derivados sobre acciones	84	88	105	63

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

a Solo incluye operaciones con valores del Estado.

agosto de 2011 y febrero de 2012. Dicha prohibición incidió sobre el volumen de actividad tanto en la operativa al contado a través de las ventas en corto (*short selling*, en la terminología anglosajona) como, especialmente, en la del segmento de derivados de renta variable, en el que la negociación de los futuros y opciones cayó un 51 % con respecto a 2010.

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

En 2011 se prolongó la senda de corrección de las necesidades de financiación de la economía española, que en términos acumulados de doce meses se situaban, al cierre del año, en el 3,4 % del PIB, 0,6 pp menos que en 2010.

Las necesidades de financiación de la economía española han seguido descendiendo...

... y se cubrieron fundamentalmente a través de la posición intrasistema del Banco de España, ya que los no residentes desinvertieron en nuestra economía y la inversión nacional en el exterior pasó a ser positiva

El clima de menor confianza de los inversores en la economía española, junto con las tendencias hacia un mayor sesgo nacional de las inversiones, se tradujo en una importante desinversión del resto del mundo en la economía española (véase cuadro 6.3). En particular, la posición deudora neta en el mercado interbancario sin colateral se redujo, por un importe equivalente al 3,6 % del PIB, y los no residentes disminuyeron también sus tenencias de valores distintos de acciones emitidos tanto por instituciones financieras como, en menor medida, por las AAPP. Más positivo fue el comportamiento de las compras de acciones de sociedades no financieras por parte del resto del mundo, que se mantuvieron en torno al 2,5 % del PIB, en línea con la estabilidad de la inversión directa del exterior, aunque ello fue insuficiente para compensar el resto de movimientos. En consecuencia, las necesidades de financiación se cubrieron principalmente a través de la posición intrasistema del Banco de España (flujos que supusieron un 10,5 % del PIB). Hay que tener en cuenta, en todo caso, que esta evolución está condicionada, en parte, por el resultado de la subasta extraordinaria de liquidez a tres años del Eurosistema de diciembre, que, dadas las favorables condiciones y plazos, hizo que algunas entidades utilizaran una proporción de los recursos obtenidos para reemplazar otras formas de endeudamiento, como el interbancario colateralizado, frente al exterior.

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

CUADRO 6.3

% del PIB

	2008	2009	2010	2011
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-9,2	-4,7	-4,0	-3,4
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	1,7	-1,1	-2,5	2,3
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	-1,3	-3,2	-1,4	0,4
<i>De los cuales:</i>				
<i>Interbancario entidades de crédito (a)</i>	-0,5	-1,7	-1,3	0,0
Valores distintos de acciones	1,3	0,0	-7,1	-1,1
<i>De los cuales:</i>				
<i>Entidades de crédito</i>	1,5	1,2	-3,1	0,6
<i>Inversores institucionales</i>	-0,5	-1,0	-2,9	-1,2
Acciones y otras participaciones	1,7	1,6	3,2	1,1
<i>De las cuales:</i>				
<i>Sociedades no financieras</i>	3,5	0,2	3,0	-0,1
<i>Inversores institucionales</i>	-2,3	0,5	1,0	0,5
Préstamos	0,8	0,3	1,0	1,4
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	10,9	3,6	1,5	5,6
Depósitos	8,0	-0,5	-0,5	8,7
<i>De los cuales:</i>				
<i>Interbancario entidades de crédito (a)</i>	6,2	0,7	-7,4	-3,6
<i>Cesiones temporales entidades de crédito (b)</i>	0,2	0,1	5,8	2,7
<i>Interbancario Banco de España (posición intrasistema)</i>	1,9	-0,8	0,2	10,5
Valores distintos de acciones	-2,7	3,5	-2,0	-6,9
<i>De los cuales:</i>				
<i>Administraciones Públicas</i>	1,1	5,1	1,9	-0,4
<i>Entidades de crédito</i>	-1,9	1,0	-1,3	-3,1
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	-1,9	-2,6	-2,6	-3,4
Acciones y otras participaciones	3,2	1,0	2,3	2,6
<i>De las cuales:</i>				
<i>Sociedades no financieras</i>	2,4	0,4	2,3	2,5
Préstamos	2,9	0,1	1,3	1,0
Otros neto (c)	0,3	-0,7	-1,5	-0,3
PRO MEMORIA				
Inversión directa de España en el exterior	4,7	0,9	2,8	2,4
Inversión directa del exterior en España	4,8	0,7	2,9	1,8

FUENTE: Banco de España.

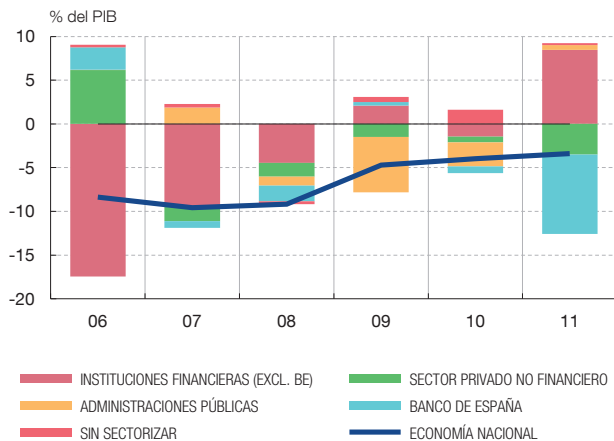
**a** Excluidas operaciones temporales.

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

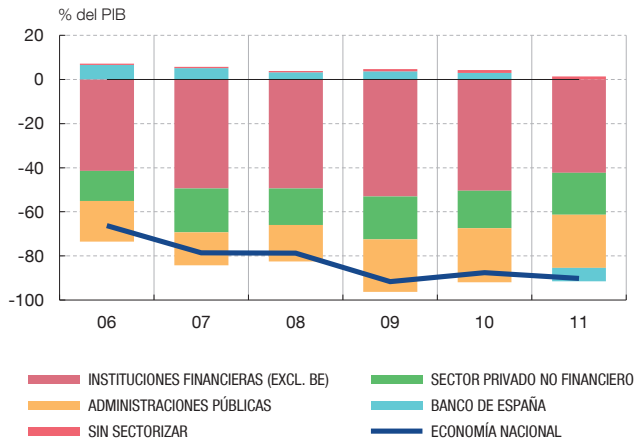
**c** Incorpora, además de otras partidas, la rúbrica de activo que recoge las reservas técnicas de seguro y el flujo neto de crédito comercial.

Por su parte, la inversión de los sectores residentes en el resto del mundo pasó a ser positiva, a diferencia de lo sucedido en los dos años previos, alcanzando un volumen equivalente al 2,3 % del PIB. Aun así, los agentes nacionales volvieron a desinvertir en valores distintos de acciones, aunque en menor medida que en 2010. La inversión directa de España en el exterior se recuperó ligeramente, hasta alcanzar el 2,4 % del PIB.

FLUJOS



SALDOS



FUENTE: Banco de España.

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

Como consecuencia de esta evolución de los flujos de inversión, así como de las variaciones en los precios de los activos, el saldo de los pasivos netos de la nación frente al resto del mundo alcanzaba al cierre de 2011 algo más del 90 % del PIB, según las cuentas financieras, 2,5 pp más que en 2010 (véase gráfico 6.2). Por sectores, destacó el descenso de 9 pp de la posición acreedora del Banco de España, que pasó, de este modo, a presentar un saldo deudor frente al exterior, por un importe equivalente al 6 % del PIB. En contraposición, descendió 8 pp la deuda externa de las instituciones financieras. Para el resto de los sectores las variaciones fueron menos significativas.

#### 4 Los intermediarios financieros españoles

##### 4.1 LAS ENTIDADES DE CRÉDITO<sup>3</sup>

Las EC españolas se enfrentaron a un entorno macrofinanciero muy complejo

La actividad de las EC estuvo marcada por la necesidad de profundizar en los esfuerzos de ajuste iniciados anteriormente y por los efectos negativos derivados de la crisis de la deuda soberana en la UEM y del deterioro de las perspectivas económicas. Todo ello conformó un escenario complicado en el que, a pesar de los avances realizados, continuaron enfrentándose a retos importantes que dificultaron su operativa.

Se dieron nuevos pasos en el saneamiento, recapitalización y reestructuración del sistema...

La aprobación, en febrero de 2011, del RDL 2/2011 para el reforzamiento del sistema financiero indujo nuevos avances en el proceso de saneamiento, recapitalización y reestructuración de las entidades, y en particular de las cajas de ahorros. Dicho RDL estableció la obligación para las EC de mantener un volumen de capital principal<sup>4</sup> superior al 8 % de los riesgos ponderados de forma general, y superior al 10 % en determinados casos. Las entidades que no lograran alcanzar dicha cifra se verían obligadas a recurrir al apoyo del FROB, materializado en forma de acciones ordinarias. Como resultado, a lo largo de 2011 nueve

<sup>3</sup> Para más detalles sobre la situación financiera de las entidades de crédito españolas, véanse la *Memoria de la Supervisión Bancaria en España* y el *Informe de Estabilidad Financiera*, del Banco de España, donde se tratan estos temas con mayor profundidad.

<sup>4</sup> Que incluye, en línea con lo definido en Basilea III para 2013, el capital, las reservas, las primas de emisión, los ajustes positivos por valoración, los intereses minoritarios, y, adicionalmente, los instrumentos suscritos por el FROB y, transitoriamente, los instrumentos obligatoriamente convertibles en acciones antes de 2014 y que cumplan ciertos requisitos que garanticen una alta capacidad de absorción de pérdidas.

entidades recurrieron a inversores privados por un total de 5,8 mm de euros (incluyendo la salida a Bolsa de dos de los nuevos bancos creados por grupos de cajas). Otras dos entidades fueron intervenidas por el FROB y en tres este adquirió la mayoría del capital (véase recuadro 1.2). En mayo del año en curso, la cuarta entidad financiera del país por dimensión solicitó la conversión de participaciones preferentes que había suscrito previamente el FROB en acciones ordinarias, de manera que este último pasará a ostentar un porcentaje muy significativo de su capital. Posteriormente, esa misma entidad acordó pedir al FROB la suscripción de una ampliación de capital por un importe de 19.000 millones de euros, en el contexto de un plan de saneamiento. Asimismo, se generalizó el ejercicio indirecto de la actividad financiera de las cajas de ahorros a través de bancos comerciales (con solo dos excepciones de cajas muy pequeñas). Se produjeron también nuevas fusiones, incluyendo la venta posterior, tras un proceso de subasta pública, de dos de las entidades controladas por el FROB. De este modo, a comienzos de abril de 2012 el número de entidades de depósito españolas operativas (excluyendo las sucursales extranjeras y las cajas de ahorros que han traspasado su actividad financiera) se había reducido en 43, desde 2007.

Al cierre del año, el coeficiente de solvencia total de las EC españolas se elevaba al 12,4 % (cinco décimas más que doce meses atrás), con un nuevo aumento del peso de los componentes con mayor capacidad de absorción de pérdidas, con lo que las entidades seguían adelantándose así, en parte, a la futura entrada en vigor de Basilea III<sup>5</sup>. Esta cifra agregada es compatible, por otro lado, con un cierto grado de dispersión entre las distintas instituciones. El esquema de recapitalización de la EBA acordado en la cumbre de jefes de Estado y de Gobierno del área del euro de 26 de octubre (que obliga a situar el nivel de capital básico de elevada calidad —*core tier 1*— por encima del 9 % y a la constitución de un colchón de recursos propios vinculado a la exposición a deuda soberana europea en las entidades europeas sistémicas en junio de 2012), y los nuevos requisitos de capital del RDL 2/2012, de saneamiento del sector financiero, aprobados por el Gobierno español en febrero de este año, obligaron a las entidades a continuar en esta línea de esfuerzo.

... en un contexto en el que los beneficios descendieron notablemente como consecuencia de las mayores provisiones y del estrechamiento del margen de intermediación

Los beneficios de las entidades continuaron presionados por el estrechamiento del margen de intereses y por los efectos del limitado dinamismo económico sobre la calidad de su activo (véase cuadro 6.4). Así, a pesar de las medidas de contracción de los gastos de explotación (reducción del 7 % en el número de oficinas y del 6 % en el de empleados), en 2011 los resultados antes de saneamientos disminuyeron en un 12 % a nivel consolidado (17 % a nivel individual). A esto hay que añadir el esfuerzo adicional realizado en términos de dotaciones a provisiones, lo que se tradujo en un beneficio neto reducido a nivel consolidado y prácticamente nulo a nivel individual para el conjunto del sistema, que resultó de la agregación de valores que, a nivel de las entidades, muestran un cierto grado de heterogeneidad. El deterioro del activo hizo que los préstamos dudosos en España se elevaran al 7,8 % del total a final de año, frente al 5,9 % doce meses atrás, resultado, principalmente, del repunte (hasta el 20 %) en los créditos dudosos a constructores y promotores inmobiliarios (véase gráfico 6.3).

El acceso a los mercados mayoristas de financiación resultó complicado y los depósitos de la clientela comenzaron a descender a partir de junio, aumentando el recurso al Eurosistema

Por el lado de la financiación, tal y como se describe en el epígrafe 6.2, a partir de abril de 2011 el acceso de las EC españolas a los mercados de valores volvió a encarecerse y a complicarse. La mejoría registrada en los meses iniciales del año en curso tras las subastas extraordinarias de inyección de liquidez a tres años por parte del Eurosistema se interrumpió a finales de marzo, debido al rebrote de las tensiones financieras.

5 El coeficiente de solvencia básico se situaba, a diciembre de 2011, en el 10,6 %, y el de capital principal, en el 9,4 %.

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

CUADRO 6.4

	Consolidado			Individual		
	dic-10	dic-11	T. interan. (%)	dic-10	dic-11	T. interan. (%)
PRINCIPALES PARTIDAS DEL BALANCE (% de AT)						
ACTIVO TOTAL (mm de euros)	3.816,3	3.927,6	2,9	3.121,9	3.183,5	2,0
Crédito	63,4	61,4	-0,2	61,2	57,9	-3,5
<i>Del cual: sector privado residente en España</i>				55,4	52,1	-4,2
Valores representativos de deuda	12,8	12,6	2,0	12,7	13,0	4,2
Resto de activo	23,9	25,9	11,8	26,1	29,1	13,8
PASIVO						
Bando de España y otros bancos centrales	2,5	5,3	118,0	2,4	5,9	153,3
Depósitos interbancarios (b)	15,8	15,3	0,1	19,6	19,4	0,9
Depósitos de la clientela (c)	50,6	48,0	-2,4	49,9	45,9	-6,2
<i>Del cual: hogares y soc. no fin. residentes en España</i>				30,3	29,0	-2,3
Valores negociables	14,6	13,8	-2,8	11,4	10,6	-5,6
Resto de pasivo	10,7	11,7	11,9	11,0	11,8	8,8
Patrimonio neto	5,8	5,9	4,6	5,6	6,4	16,1
CUENTA DE RESULTADOS (% de ATM)						
(+) Productos financieros	3,36	3,75	12,7	2,54	2,80	9,1
(-) Costes financieros	1,57	2,03	30,5	1,39	1,78	26,7
Margen de intereses	1,78	1,71	-3,0	1,15	1,02	-12,2
Margen bruto	2,79	2,63	-4,5	2,10	1,90	-10,7
(-) Gastos de explotación	1,31	1,35	4,0	0,97	0,95	-2,8
(-) Dotaciones y saneamiento de activos financ.	0,85	0,90	6,8	0,72	0,72	-0,8
Resultado de la actividad de explotación	0,62	0,38	-38,1	0,42	0,23	-46,2
Resultado después de impuestos	0,47	0,20	-56,9	0,31	0,06	-80,9
RATIOS (%)						
Solvencia	11,9	12,4				
Solvencia básico	9,7	10,6				
Activos dudosos / AT	3,4	4,2		3,5	4,4	
Negocio en el extranjero / AT	26,3	27,4				
Eficiencia (GE / MB)	47,1	51,3		46,1	50,2	
ROE (d)	7,4	2,9		5,3	1,0	

FUENTE: Banco de España.

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

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

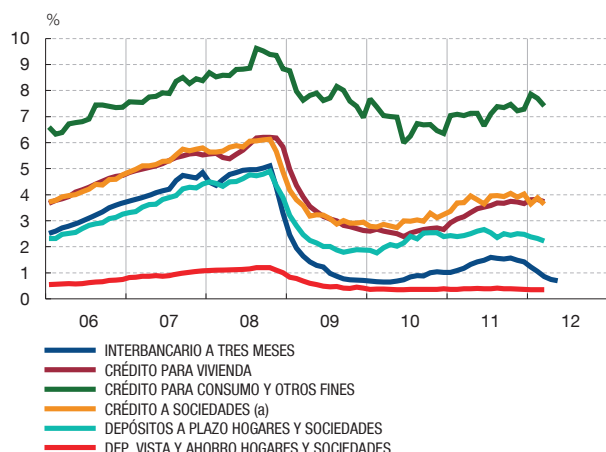
c Incluye pasivos con fondos de titulización.

d Aunque se presenta a nivel tanto consolidado como individual, debe tenerse en cuenta que esta medida es más representativa en el primer caso, ya que el segundo no incluye todos los negocios del grupo.

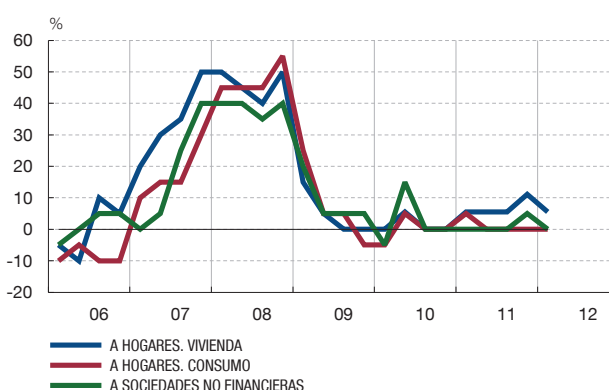
Asimismo, desde el inicio del verano el volumen de los depósitos de la clientela comenzó a descender, hasta situarse su tasa de crecimiento interanual en el -3% en los meses finales del año. En el negocio en España, el descenso fue más marcado en los fondos captados de las sociedades que en los de los hogares, mientras que en los procedentes de las AAPP se observó un comportamiento más volátil. El retroceso de los mantenidos por el sector privado no financiero parece responder a una combinación de factores. Entre ellos, cabe destacar, por una parte, un contexto macroeconómico adverso que ha llevado a una menor inversión en activos financieros de dicho sector y, por otra, una cierta recomposición de su cartera en favor de otros pasivos emitidos por las propias entidades residentes (tanto valores de renta fija como variable), de títulos de deuda pública y, en menor



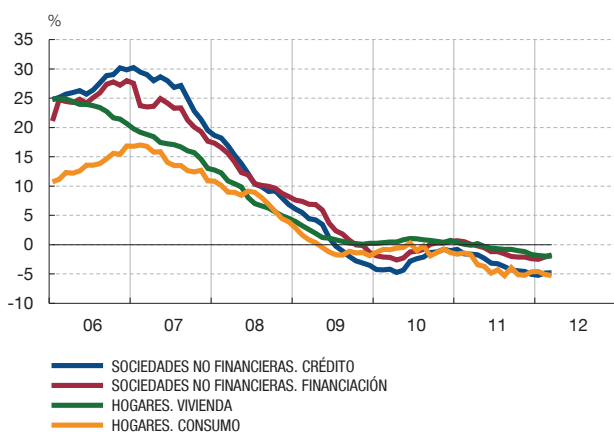
TIPOS DE INTERÉS



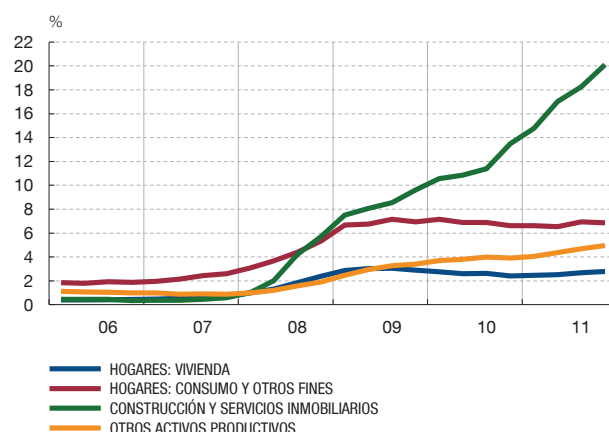
CONDICIONES DE OFERTA DE PRÉSTAMOS BANCARIOS (b)



EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO (c)



RATIOS DE MOROSIDAD (d)



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

medida y sobre todo en el caso de las empresas, de depósitos en el resto del mundo. Los depósitos de no residentes también tendieron a reducirse en la segunda mitad de 2011, mostrando una tasa de variación interanual del -9% en marzo del año en curso, mientras que los de las otras instituciones financieras residentes disminuyeron de forma continuada durante todo el año, como consecuencia de las amortizaciones de bonos de titulización y de participaciones preferentes emitidas por entidades filiales.

Ante la acumulación de vencimientos de deuda y las dificultades para emitir nuevos valores, las EC españolas tuvieron que elevar primeramente su financiación neta en el mercado interbancario, mediante operaciones de préstamo colateralizadas realizadas a través de las cámaras de contrapartida central, y posteriormente recurrieron al Eurosistema. En este sentido, las operaciones extraordinarias de inyección de liquidez a tres años de diciembre de 2011 y febrero de 2012 fueron importantes para reducir los riesgos de des-

apalancamiento acelerado y contracción del crédito, asociados a posibles problemas de refinanciación. Gracias a las mismas, las EC españolas pudieron incrementar los colchones de liquidez disponibles a finales de marzo (materializados fundamentalmente en depósitos en el propio Eurosistema —49 mm de euros— y en valores de renta fija de AAPP e IFM —105 mm de euros de incremento desde noviembre—) con los que afrontar próximos vencimientos, permitiendo además reducir el endeudamiento neto interbancario, tanto con garantía como sin ella, en 93 mm de euros.

La financiación concedida al sector privado se contrajo

En este entorno complicado, la financiación total al sector privado residente se redujo cerca del 4 %, frente al retroceso del 0,5 % de 2010. Por el contrario, la otorgada al sector público se elevó un 17 %, con un fuerte impulso, como ya se ha señalado, de la adquisición de valores emitidos por dicho sector en diciembre. Ambas tendencias se habrían mantenido en los primeros meses del año en curso. De acuerdo con los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), el descenso en los préstamos concedidos a hogares y sociedades se debería en una parte importante a la atonía de la demanda, más acusada en el caso de las familias, cuyo volumen de peticiones descendió sustancialmente, tanto para consumo como para adquisición de vivienda. No obstante, los criterios de concesión de fondos al sector privado no financiero, que partían de unos niveles muy exigentes, habrían registrado un cierto endurecimiento adicional, más intenso en el último trimestre del año, y los márgenes aplicados se habrían ampliado significativamente. En línea con esto último, la información de los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito a empresas y familias muestra aumentos, con respecto a los tipos de interés de referencia en cada caso, de entre 40 pb y 60 pb a lo largo del año, con incrementos adicionales —aunque algo menores— en el período transcurrido de 2012.

De cara al futuro, persisten retos significativos

De cara al futuro, las EC españolas seguirán afrontando retos significativos. Pese a que los saneamientos acumulados desde el inicio de la crisis son elevados (112 mm de euros hasta diciembre de 2011; véase recuadro 1.2 del capítulo 1 de este Informe), estos volverán a ser sustanciales en 2012, a lo que contribuirán tanto el RDL 2/2012 y el RDL 18/2012 como la propia evolución de la economía española. Por tanto, los resultados seguirán viéndose presionados a la baja. En contrapartida, los problemas de liquidez se han visto aliviados sustancialmente por las medidas extraordinarias de inyección de liquidez del BCE, si bien hay que tener en cuenta que su carácter transitorio implica que en el medio plazo resulta esencial restablecer la confianza en el sistema bancario, para que las EC puedan volver a captar financiación en los mercados mayoristas con normalidad.

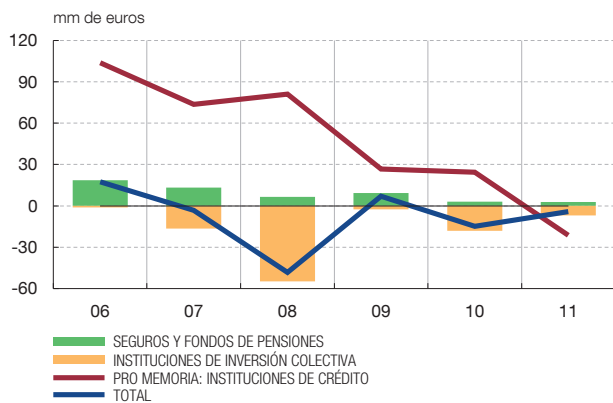
#### 4.2 LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

Los ahorradores continuaron retirando fondos del sector. Las rentabilidades fueron en general negativas y el patrimonio tendió a disminuir

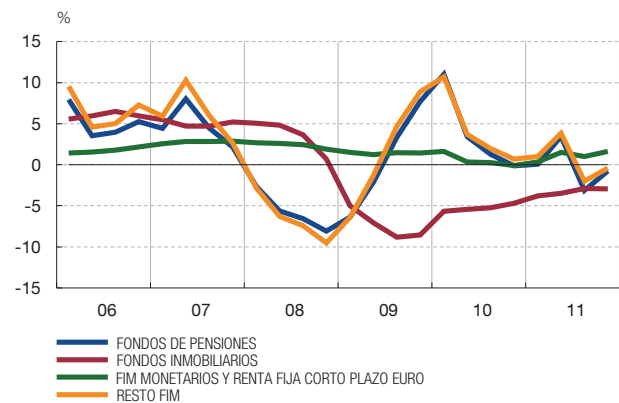
Los inversores institucionales continuaron enfrentándose a grandes dificultades para la obtención de nuevos recursos del sector privado residente, dada la reducción en la adquisición de activos financieros por parte de los hogares y las empresas, y la fuerte competencia por parte de las entidades de crédito. Como muestra el gráfico 6.4, en las instituciones de inversión colectiva (IIC) los fondos captados volvieron a ser negativos en el conjunto del año, aunque en menor medida que lo ocurrido en el ejercicio precedente. Los seguros de vida registraron entradas netas moderadas (en torno a 6 mm de euros), pero que se vieron compensadas por las salidas en reservas de jubilación (fondos de pensiones y mutualidades).

Las rentabilidades obtenidas se vieron afectadas negativamente por la evolución de los mercados de renta variable, por lo que, en el caso de los fondos de inversión y de pensiones, únicamente aquellos con una vocación inversora en activos de renta fija registraron rendimientos positivos. Consecuentemente, el patrimonio gestionado por las IIC disminuyó nuevamente, aunque menos que en 2010, y aumentó tan solo ligeramente en las entidades de seguros y fondos de pensiones. Dentro de las primeras, volvieron a ganar peso

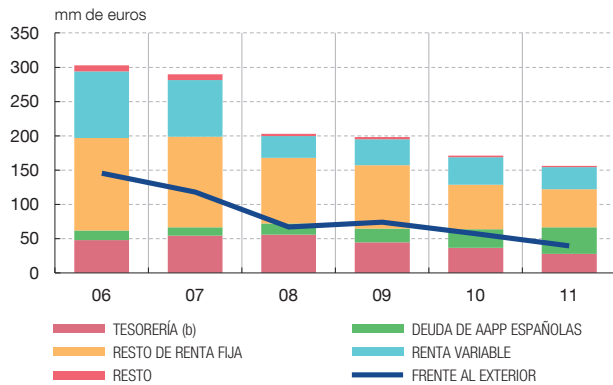
FONDOS CAPTADOS POR OTROS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS (a)



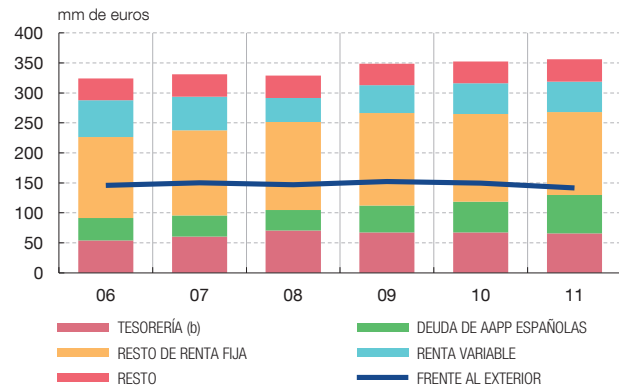
RENTABILIDAD ANUAL



INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: ACTIVO FINANCIERO



ENTIDADES DE SEGUROS Y FONDOS DE PENSIONES: ACTIVO FINANCIERO



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

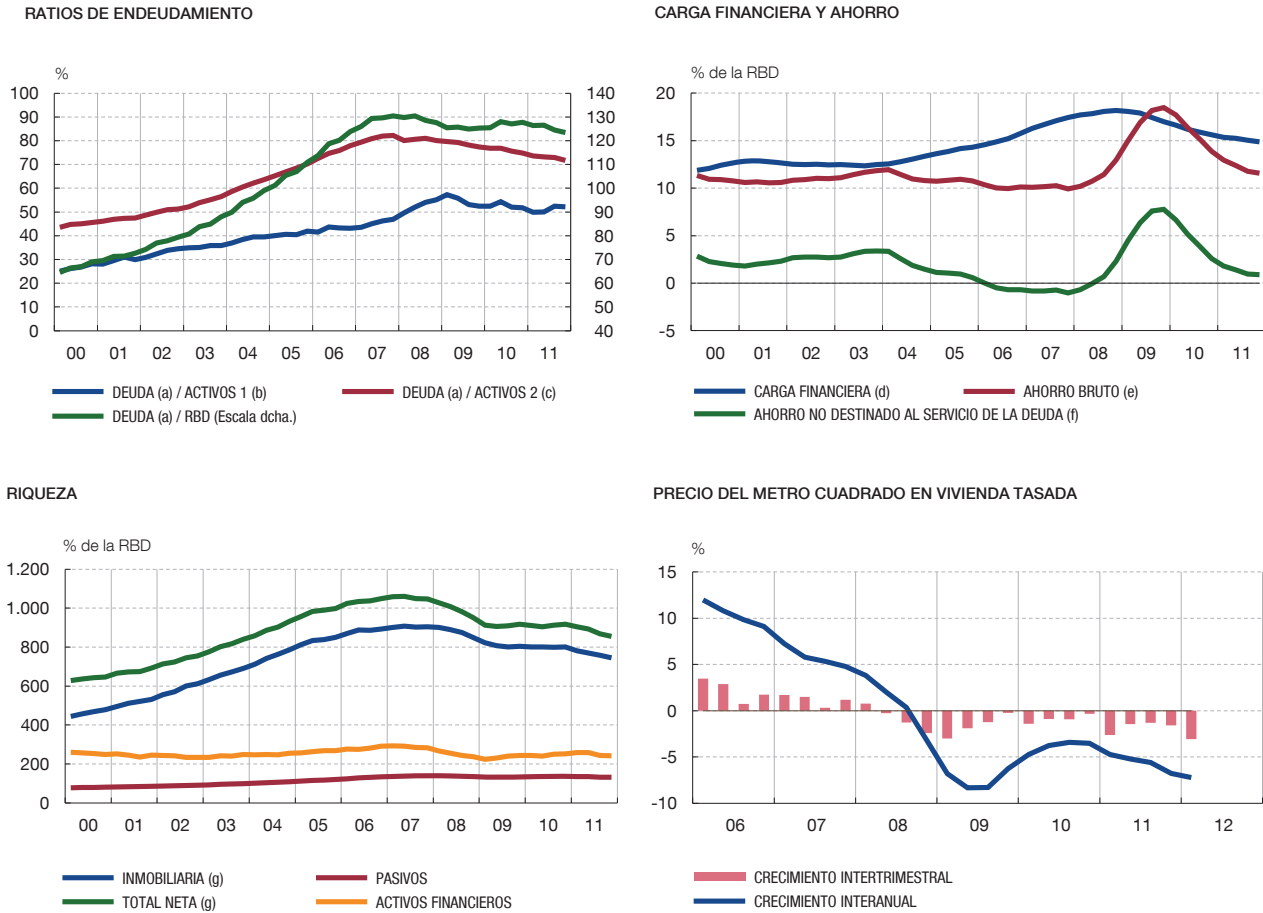
- a Acciones y participaciones de IIC y reservas de entidades de seguros y fondos de pensiones. En el caso de las instituciones de crédito, depósitos y cesiones temporales de hogares y sociedades no financieras.
- b Incluye efectivo, depósitos y cesiones temporales.

relativo las que siguen una estrategia de inversión en renta fija con rendimientos garantizados, y lo perdieron las que invierten en instrumentos de renta fija a corto plazo y los fondos monetarios, cuya naturaleza les hace sustitutos más directos de los depósitos en entidades de crédito. Los fondos y sociedades de inversión inmobiliaria siguieron registrando descensos importantes en su activo y rentabilidades negativas, mientras que las IIC de inversión libre mostraron también resultados negativos, si bien su patrimonio se incrementó algo en el año. Estos dos grupos de entidades representaban a diciembre de 2011 tan solo un 3% y un 1%, respectivamente, del activo total de las IIC.

Por su parte, la captación de fondos de las entidades de capital riesgo españolas fue reducida, suponiendo tan solo un 17% de los 2,4 mm de euros obtenidos por el total de las residentes y no residentes durante el año pasado. El volumen de inversiones realizadas en 2011 fue de 3,2 mm, un 7% inferior al de 2010 y nuevamente explicado en una parte muy importante (60%) por la actividad de las instituciones foráneas.

Prosiguieron las ventas de activos exteriores y las compras de deuda pública española

En cuanto a la estructura de la cartera del sector en su conjunto, continuaron predominando las inversiones en activos de renta fija (79% del total en las IIC y 85% en los seguros y fondos de pensiones), al tiempo que siguió produciéndose una reducción de las posiciones



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

- a Incluye crédito bancario y crédito titulizado fuera de balance.
- b Activos 1 = Total de activos financieros menos la rúbrica de «Otros».
- c Activos 2 = Activos 1 menos acciones menos participaciones de FIM.
- d Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- e Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
- 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.

en valores exteriores (de 28 mm de euros) y un aumento significativo en las tenencias de deuda pública española (21 mm de euros), un desarrollo que está en línea con las tendencias hacia una mayor preferencia de los inversores por valores nacionales que se ha observado en la mayoría de los países europeos (véase capítulo 4).

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

**5.1 LOS HOGARES**

La deuda de los hogares descendió, con lo que continúa su proceso de desapalancamiento, y su riqueza siguió cayendo...

Tras el estancamiento que presentó en 2010, la deuda de los hogares pasó a presentar un ritmo de avance interanual negativo desde principios de 2011, como resultado del descenso de la destinada tanto a la compra de inmuebles como a la financiación para consumo y otros fines. En marzo de 2012, la tasa de disminución alcanzaba el 2% en el primer caso y el 5,3% en el segundo.

La contracción de la deuda permitió que se siguiera avanzando lentamente en el proceso de desapalancamiento de las familias, aunque los pasivos se mantienen en valores elevados [123% de la renta bruta disponible (RBD) (véase gráfico 6.5)]. Esta evolución contribuyó a que disminuyese ligeramente la carga financiera soportada por estos agentes,

pero la amortización de las deudas sigue absorbiendo el grueso del ahorro bruto, de tal manera que la capacidad de ahorro una vez descontada esta partida se sitúa en niveles muy reducidos (apenas un 1 % de la RBD) e inferiores a los de 2010. Otro factor que también debilitó la posición financiera de los hogares fue el descenso de su riqueza neta, como resultado del retroceso del valor tanto de su cartera de activos financieros como, sobre todo, del componente inmobiliario, en línea con la disminución del precio de la vivienda, que cayó un 6,8 % en 2011. Esta trayectoria se habría prolongado en la parte transcurrida de 2012, al acentuarse el ritmo de caída interanual del valor de los inmuebles (el 7,2 % en el primer trimestre), que acumula una pérdida del 21,5 % (26,7 % en términos reales) desde comienzos de 2008.

... y aumentó el porcentaje de hogares sometidos a mayor presión financiera

A pesar del descenso en el endeudamiento agregado de las familias, el deterioro del mercado laboral y el retroceso de su riqueza neta han contribuido a que aumente el porcentaje de hogares sometido a un elevado grado de presión financiera, como refleja el incremento registrado en la ratio de dudosos del sector. Así, en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda se situó en el 2,8 % a finales de 2011, mientras que en los de consumo y otros fines alcanzó el 6,9 % (0,37 y 0,24 pp, respectivamente, por encima de los niveles de 2010).

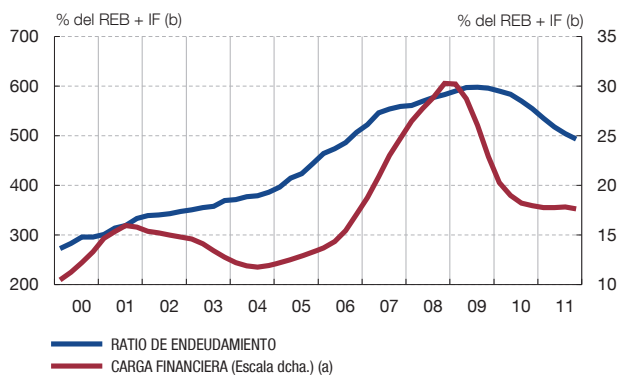
## 5.2 LAS SOCIEDADES

Se contrajo la deuda de las sociedades, de forma generalizada por ramas de actividad, y volvieron a presentar una capacidad de financiación positiva

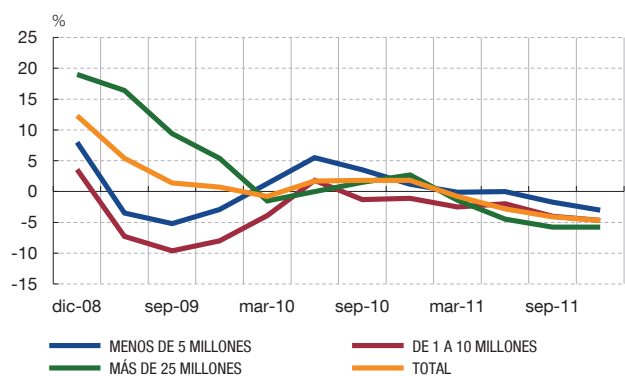
La deuda de las sociedades también pasó a presentar un crecimiento interanual negativo desde mayo de 2011, situándose la tasa de contracción en el 1,7 % en marzo de 2012. Este retroceso resultó del menor avance de todos los instrumentos, y en especial del crédito bancario concedido por entidades residentes, cuya caída interanual en esa misma fecha era del 4,8 % (3,8 pp más que al cierre de 2010). Los préstamos de no residentes y, sobre todo, la financiación mediante valores de renta fija, modalidades utilizadas por las empresas de mayor dimensión, han seguido mostrando un mayor dinamismo, con tasas de expansión positivas (3,6 % y 13 % interanual, respectivamente), algo superiores a las de finales de 2010. Por ramas de actividad, la reducción del crédito bancario pasó a ser generalizada, si bien los descensos siguen siendo especialmente pronunciados en la construcción (15,8 %) y menos acentuados en los servicios distintos a los inmobiliarios (2,4 %). Por otra parte, la información disponible apunta a que las reducciones habrían sido más acusadas para las compañías de mayor dimensión que para las pymes en las actividades no vinculadas al mercado de la vivienda (para estas últimas, en cambio, se observa lo contrario), contrastando, de este modo, con lo observado en los primeros años de la crisis (véase gráfico 6.6). En este sentido, la última encuesta sobre acceso a financiación de las pymes elaborada por el BCE refleja una cierta convergencia en la evolución de los criterios de oferta aplicados a estas empresas y a las grandes, que, no obstante, registraron un cierto endurecimiento adicional a lo largo de 2011. En este sentido, el ICO siguió facilitando el acceso a la financiación de las pymes durante la crisis, contribuyendo a corregir, de este modo, algunas de las ineficiencias derivadas de la existencia de fallos de mercado, que se intensifican en períodos como el actual, de importantes tensiones financieras. En cualquier caso, esta institución pública no puede suplir el papel realizado por el sistema financiero.

Según las cuentas financieras, las empresas presentaron, por segundo año consecutivo, una capacidad de financiación positiva (del 1,1 % del PIB), aunque algo inferior a la de 2010 (1,3 %), en un contexto de débil crecimiento de la formación bruta de capital fijo. En cambio, la brecha de financiación de las sociedades no financieras, indicador que incorpora además la inversión en el exterior de carácter permanente, aumentó 2,7 pp durante este período, en línea con la importante caída de la inversión en renta variable de las compañías residentes en el resto del mundo, y pasó a ser positiva, por un importe equivalente al 0,6 % del PIB.

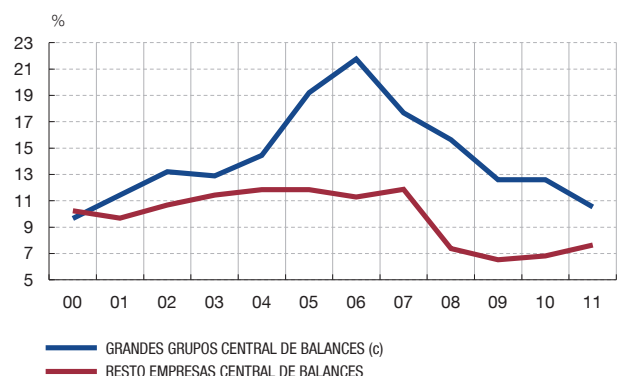
RATIO DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA



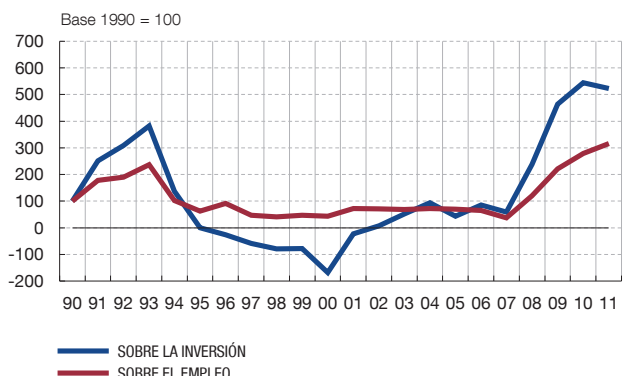
TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL CRÉDITO CONCEDIDO POR ENTIDADES RESIDENTES SEGÚN EL SALDO VIVO DE LA DEUDA (c)



RON/RECURSOS PROPIOS



INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (d)



FUENTE: Banco de España.

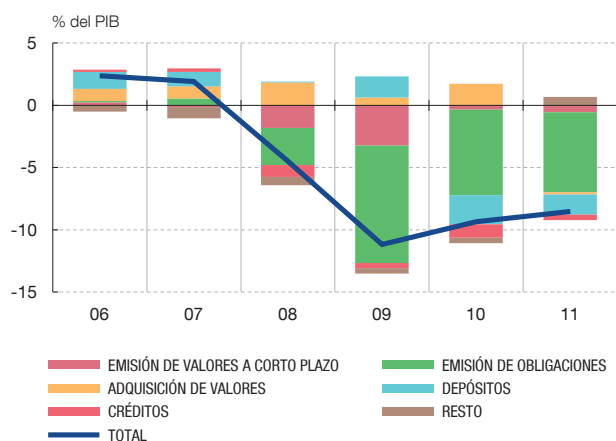
- a Estimación de pagos por intereses.
- b Excedente bruto de explotación más ingresos financieros.
- c Excluidas construcción y actividades inmobiliarias.
- d Indicadores calculados a partir de los ratios de endeudamiento, carga financiera y rentabilidad de las empresas colaboradoras con la Central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

Prosigue el desapalancamiento del sector, pero los indicadores de presión financiera se mantienen en niveles elevados...

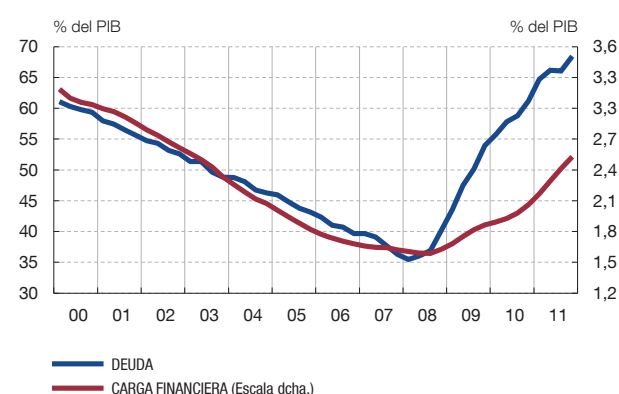
La contracción de la deuda de las sociedades, unida al avance de sus rentas que recoge la Contabilidad Nacional, permitió proseguir el proceso de corrección del endeudamiento empresarial, de forma que estos pasivos pasaron de representar alrededor de un 550 % de sus ingresos en 2010 a algo menos del 500 % en 2011. Este nivel sigue, no obstante, siendo elevado, lo que incrementa la sensibilidad del sector ante variaciones en el tipo de interés. Así, el ligero aumento de los costes medios de financiación en 2011 impidió que el retroceso del endeudamiento se tradujese en una evolución paralela de la carga financiera asociada, que apenas varió. Es de esperar, no obstante, que este factor vuelva a ejercer un efecto amortiguador en los próximos meses, a medida que el coste medio de los recursos ajenos incorpore los descensos registrados en las referencias interbancarias desde mediados de 2011. Para la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, se observa, de forma generalizada en todos los sectores, una caída de la actividad y de las rentas empresariales. Como resultado, la rentabilidad ordinaria de los recursos propios cayó más de 1 pp, hasta el 7,4 %, evolución que refleja el retroceso en los grandes grupos empresariales (para el resto, en cambio, aumentó).



OPERACIONES FINANCIERAS NETAS. DISTRIBUCIÓN POR INSTRUMENTOS (a)



RATIO DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES



FUENTE: Banco de España.

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

Como resultado de la evolución conjunta del endeudamiento, la carga financiera y la rentabilidad aumentó el indicador sintético de presión financiera sobre el empleo y se redujo marginalmente el de la inversión, construidos ambos a partir de la CBT. En los dos casos alcanzan niveles superiores a los de la crisis de principios de los noventa, lo que indica unas condiciones financieras poco propicias para la contratación de personal y para la inversión.

... y la morosidad ha seguido creciendo, especialmente entre las empresas ligadas a la construcción y al sector inmobiliario

En línea con el ascenso que recoge el indicador de presión financiera sobre el empleo, las ratios de morosidad del sector han aumentado, siendo especialmente acusado el deterioro registrado en las ramas de la construcción y los servicios inmobiliarios, en las que pasó del 13,5 % en 2010 al 20,1 % en 2011. En el resto de sectores dicha ratio presenta valores mucho más moderados, por debajo del 5 %, aunque algo superiores (1 pp) a los de 2010.

### 5.3 LAS AAPP

Las necesidades de financiación de las AAPP siguieron siendo elevadas y el notable avance de los pasivos volvió a traducirse en un ascenso de las ratios de endeudamiento y carga financiera del sector

Las necesidades de financiación de las AAPP continuaron siendo elevadas (un 8,5 % del PIB, de acuerdo con la última información de las cuentas financieras), con una reducción de apenas un 0,8 pp con respecto al cierre de 2010. La principal fuente de financiación del sector continuó siendo la emisión de títulos de renta fija de largo plazo. Los recursos captados por esta vía ascendieron al 6,4 % del PIB (véase gráfico 6.7). Otras fuentes —como los títulos de corto plazo o los créditos— tuvieron un peso menor que en años anteriores, alcanzando los fondos obtenidos a través de estos instrumentos el 0,5 % y el 0,4 % del PIB, respectivamente. Por su parte, las adquisiciones de valores, que en 2010 habían sido elevadas como reflejo de las inversiones ligadas a las medidas de apoyo al sistema financiero, descendieron en 2011 hasta hacerse ligeramente negativas (-0,2 % del PIB). Esta evolución fue resultado en gran medida de la progresiva amortización de los activos financieros de la cartera FAAF, cuya liquidación fue aprobada en marzo de 2012.

El notable avance que, a pesar de su desaceleración, siguen presentando los pasivos de las AAPP (su tasa de crecimiento se situaba en diciembre en el 14,3 % interanual), muy superior a la del PIB nominal, resultó en un nuevo incremento de las ratios de endeudamiento y de carga financiera del sector, que alcanzaron el 68,5 % y el 2,5 % del PIB a finales de 2011.

