

### ***La estabilización financiera inhibe la recuperación***

Eduardo Barrera

- El crédito al sector privado residente en España sigue registrando tasas de variación negativas por las dificultades de financiación mayorista y el aumento de las provisiones.
- Las cámaras de contrapartida están evitando generar nuevos riesgos de contrapartida.
- El Tesoro público está consiguiendo financiación barata a largo plazo, con lo que el tipo de interés medio de su deuda desciende más intensamente que en los últimos años.

En el Boletín Económico publicado por el Banco de España aparece publicado un crecimiento del PIB del 0,2% sobre el trimestre anterior, lo que supone un avance del 0,7% respecto al primer trimestre de 2010.

Este dato confirma nuestras previsiones de crecimiento para dicho periodo, gracias a unos avances de las exportaciones mejores que los de las importaciones. La demanda interna sigue sin dar señales intensas de recuperación, y se espera que registre unos crecimientos incluso menores en el segundo trimestre el año; a consecuencia del repunte del segundo trimestre de 2010 provocado por el aumento de los gravámenes del IVA.

El proceso de desapalancamiento por el que atraviesa España ha interrumpido la tendencia de unos criterios para la concesión de crédito cada vez menos exigentes, que comenzó desde mediados de 2006 según la Encuesta de Préstamos Bancarios en España que se incluye en el Boletín. El crédito al sector privado residente en España sigue registrando tasas de variación interanuales negativas, aunque menos intensas en los últimos meses.

Los condicionantes que impiden la recuperación de la financiación son el crecimiento de los activos dudosos y el repunte de la morosidad en la construcción y promoción inmobiliaria (que impiden superar los criterios de concesión), y las dificultades de acceso a la financiación mayorista por parte de las entidades. A la reducción de los márgenes de intermediación se añaden los recortes en los resultados de las entidades derivados del aumento de las provisiones, que obligan a apartar unos recursos que no podrán incorporarse al volumen de financiación que alimenta la actividad económica.

Como se observa en el gráfico 1, la financiación a sociedades no financieras y hogares e ISFLSH se ha frenado desde 2007, llegando a descender durante 2010.

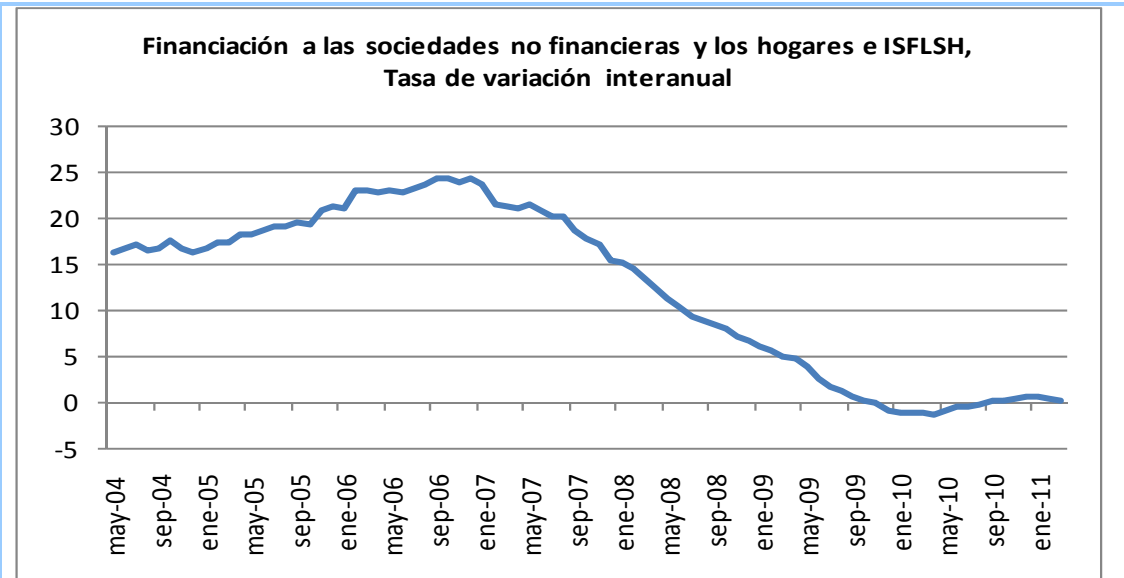


Gráfico 1. Evolución de la financiación a sociedades no financieras y hogares e ISFLSH. Fuente: Banco de España.

La primera mitad de 2010 quedó protagonizada por la crisis fiscal en Grecia, creando un entorno de desconfianza que afectó principalmente a las economías que habían registrado unos desequilibrios fiscales mayores. Del mismo modo, entre finales de 2010 y principios de 2011 sucumbieron las economías de Irlanda y Portugal. Estos episodios de tensión hicieron que las primas de riesgo se incrementasen, lo que afectó a las emisiones tanto de deuda pública como de títulos de renta fija de las entidades de crédito, como afirma el Banco de España.

Las entidades de crédito españolas siguieron acudiendo al Eurosistema para obtener financiación, pero en menor medida **desde julio de 2010, momento a partir del que accedieron al mercado interbancario a través de las cámaras de contrapartida central, que permiten eludir los riesgos de contrapartida** (que son absorbidos por dichas cámaras al actuar como compradores de las emisiones). Son este tipo de entidades las que están encargándose de no generar nuevos riesgos en el sistema financiero.

Como señala el Banco de España, las autoridades españolas adoptaron programas de consolidación fiscal y se publicaron unas pruebas de resistencia del sector financiero con unos resultados muy favorables, lo que a su vez contribuyó a facilitar información a los mercados; permitiendo así eliminar parte del riesgo generado por la desconfianza. Sólo 12 de las 54 entidades o grupos precisan capital, de las que 8 son cajas (responsables del 93% de las necesidades de capital), y dos son filiales de bancos de la UE.

Con la reducción de la prima de riesgo y la mejora del dinamismo en los mercados primarios de emisión se registraron cada vez unos menores aportes de liquidez a partir del Eurosistema.

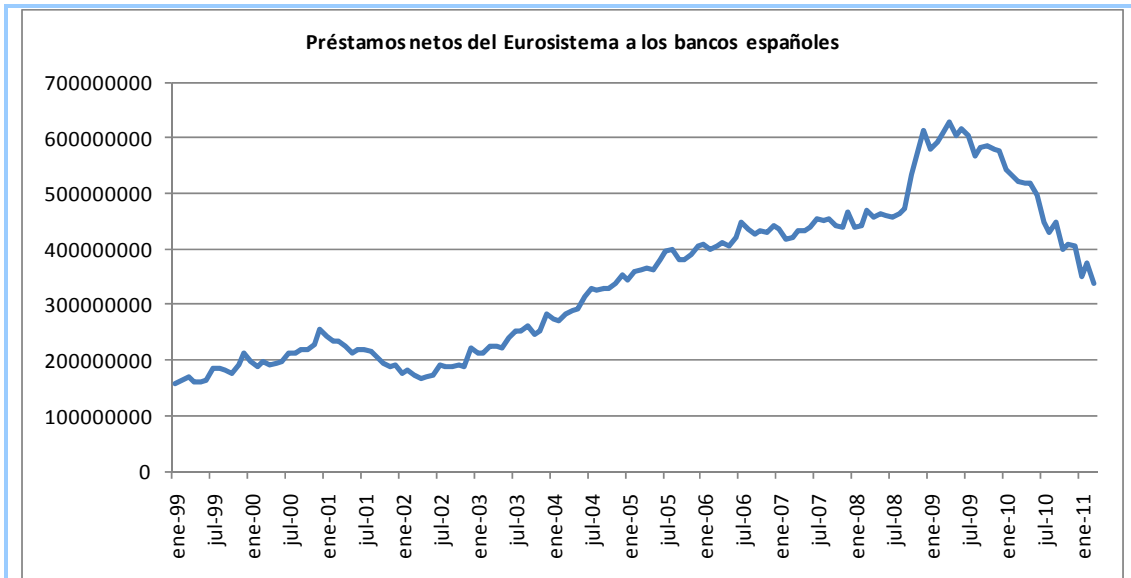


Gráfico 2. Volumen de préstamos de Eurosistema a los bancos españoles desde Enero de 1999. Fuente: Banco de España.

La menor apelación a la financiación obtenida del Eurosistema muestra que las entidades de depósito españolas acuden al mercado mayorista cuando existen posibilidades de acceso al mismo, especialmente a través de cámaras de contrapartida.

El imperativo legal de elevar la ratio de capital principal o Tier 1 al 8%, y al 10% para las entidades más dependientes de la financiación mayorista (cuya relación entre financiación mayorista menos activos líquidos y el crédito a la clientela supere el 20%), junto con los activos dudosos (que no devengan intereses) han hecho que acumulen un elevado volumen de fondos y que el margen de intereses se reduzca. Los resultados de las entidades seguirán sufriendo pérdidas por el deterioro de activos financieros e inmobiliarios en un momento en el que los márgenes de intermediación se comprimen, lo que disminuirá la rentabilidad financiera de la banca, por lo que aflorarán riesgos que presionarán el Euríbor al alza (y pérdidas de eficiencia en el uso de los recursos financieros, ya que **las provisiones suponen el 9% de PIB** según el BdE).

Bajo un escenario económico con tipos de interés bajos o con expectativas de incremento de los mismos, como en el que nos encontramos en 2010 y 2011, la estrategia financiera óptima consiste en maximizar el endeudamiento. De esta forma, cuando los tipos de interés sean altos o sin expectativas de incremento la estrategia financiera óptima para los agentes económicos consistiría en invertir su posición financiera a prestamista (márgenes ínter temporales).

El Tesoro Público ha estado aprovechando unos tipos de interés bajos para obtener recursos al máximo plazo posible, coincidiendo con un momento en el que los agentes económicos mantienen una fuerte demanda sobre deuda del estado por la desconfianza sobre la recuperación. Así, del total de financiación neta conseguida en 2010 sólo el 5,64%<sup>1</sup> de estas emisiones se ejecutaron con letras del tesoro (títulos a corto plazo), y el resto en bonos y obligaciones. Ahora en 2011, la administración encargada de las finanzas públicas está continuando la estrategia de abaratamiento de la financiación pública. **El Tesoro aglomera las emisiones de deuda en el largo plazo (con bonos y obligaciones), a la vez que amortiza efectos a corto plazo.** En Enero se produjo una amortización neta<sup>2</sup> de letras del tesoro de -876 millones de euros, en Febrero de 1029 millones de euros (aumentó el volumen en términos netos), y en Marzo de -1476 millones de euros según las estadísticas del Tesoro. Mientras que la financiación neta en obligaciones aumentó en 8792, 15434 y 27104 millones de euros en los respectivos meses.

<sup>1</sup> Sin tener en cuenta emisiones en divisas ni amortizaciones de préstamos en operaciones de intercambio financiero.

<sup>2</sup> Amortización neta de letras del Tesoro consiste en que las nuevas emisiones sean inferiores a las que vencen, eliminando deuda a corto plazo.

Como resultado, los costes de financiación pública bajan (gráfico 3).

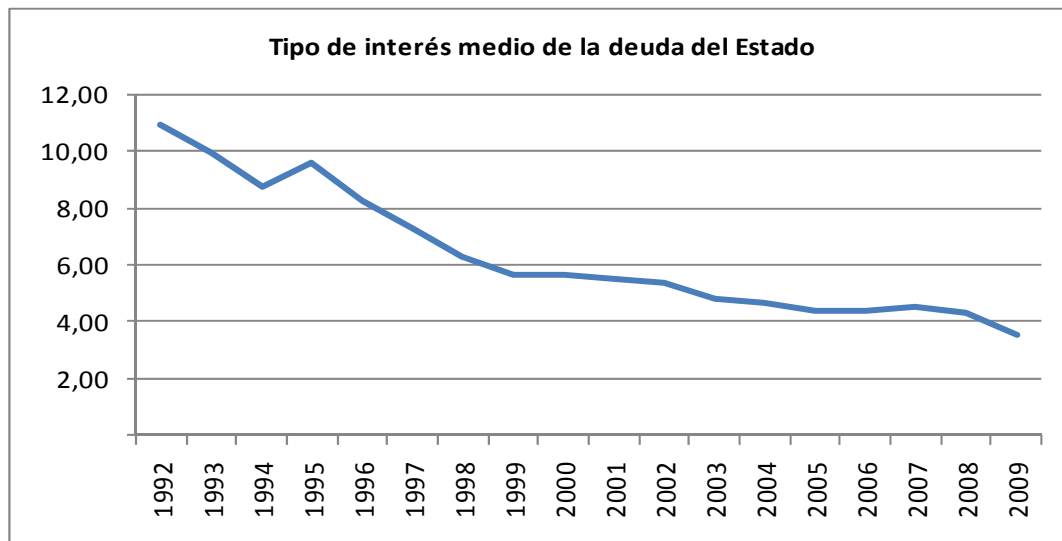


Gráfico 3. Tipo de interés medio de la deuda del Estado. Fuente: Tesoro Público.

Sin embargo, las familias no acceden a nueva financiación, por lo que el ahorro se contrae. **En términos de contabilidad nacional, el ahorro es la parte de la renta que no se destina a consumo, como son la inversión en activos financieros o inmobiliarios y la amortización de pasivos financieros. Teniendo en cuenta que la adquisición de activos financieros e inmobiliarios no se está recuperando con fuerza, se puede deducir que si el ahorro disminuye (en 2010 cayó un 4%) es porque las familias están reestructurando sus deudas,** aunque se las impide obtener nueva financiación barata. De esta forma las entidades financieras evitan acumular activos adjudicados.

El sobreendeudamiento familiar empuja a buscar empleo, lo que, según el BdE, explica una elevada tasa de actividad (del 60%) por la alta oferta de empleo (y el sostenimiento de un fuerte nivel de paro). Sin embargo, la tasa de actividad media entre 2005 y 2010 es del 59%, frente al 53% de media del periodo 1996-2004; por lo que la oferta de empleo ya era fuerte con anterioridad a la crisis.

Por otro lado, un aumento de los salarios del 3,1% coincidente con un fuerte nivel de desempleo llevará a un aumento de las desigualdades en la distribución de la renta, por lo que el BdE está advirtiendo contra el repunte de los salarios.

En conclusión, aunque la recuperación se está favoreciendo del avance de las exportaciones, como se pretende para la Eurozona, la recuperación económica sufre de pérdidas de eficiencia y del aumento de las desigualdades. La banca todavía no ha finalizado el proceso de reestructuración y aún debe afrontar la eliminación de los riesgos generados durante el ciclo alcista y amortiguar las pérdidas de la construcción. Las cajas de ahorro comenzarán a materializar las sinergias a medida que los procesos de integración progresen, aunque deberán mantener ratios de Tier 1 del 10% por su dependencia de la financiación mayorista. El crecimiento alcanzará mayores tasas de avance en cuanto las familias superen los criterios de acceso al crédito de la banca, y los mercados de financiación mayorista permitan la recuperación de los márgenes de intermediación.