

INFORME DE GESTIÓN INTERMEDIO

1. Análisis entorno económico

A comienzos de año las previsiones de los analistas apuntaban hacia una suave desaceleración de la actividad económica mundial en 2008, principalmente en los países desarrollados. La economía internacional debía encajar la crisis financiera y superar el frenazo de la economía de Estados Unidos. La crisis financiera hipotecaria "subprime" iniciada en la segunda mitad del año 2007, llevó a los bancos centrales a ambos lados del Atlántico a intervenir inyectando liquidez para evitar el colapso de los mercados de crédito. El Banco Central Europeo mantuvo el tipo de referencia en el 4%, mientras que los bancos centrales de EE.UU. y del Reino Unido bajaron hasta el 2% y el 5% respectivamente.

Seis meses después, no se ha recuperado aún la normalidad en los mercados de crédito y las perspectivas se han deteriorado aún más. Por una parte, las perspectivas para el crecimiento económico han empeorado por el efecto combinado del alza del precio de las materias primas y del petróleo y el fuerte tensionamiento en los mercados financieros. Por otra parte, han vuelto los temores inflacionistas hasta el punto de vislumbrar un escenario de estanflación. Los principales organismos económicos internacionales han revisado a la baja sus previsiones de crecimiento para 2008 y al alza sus estimaciones de inflación. Los mercados han reaccionado elevando la curva de tipo de interés en todos los plazos.

Las bolsas de valores de los países desarrollados, que habían cerrado el año con un incremento moderadamente positivo, caen con fuerza en esta primera mitad del año ante la situación de menor crecimiento y mayor inflación. Sólo se han salvado los índices de algunos países emergentes. La evolución de las bolsas de los países desarrollados, el endurecimiento de las condiciones de crédito en los mercados minoristas y la persistencia de elevadas primas de riesgo en el mercado monetario y de crédito, hace pensar que el final de la crisis financiera aun no está cerca.

En este contexto el euro sigue manteniendo una situación de fortaleza frente al dólar americano, depreciándose éste cerca de un 7% frente al euro y cerrando el semestre en torno a 1,57\$/€.

En la zona euro, la actividad se mantiene durante el primer trimestre gracias al consumo y la inversión, y empieza a desacelerarse en el segundo. Unas condiciones de crédito más duras, mayores dificultades para la exportación y la caída de la inversión residencial han sido los motivos para que la OCDE haya rebajado las previsiones de crecimiento. Al mismo tiempo las tensiones en precios no cesan y se espera una inflación en 2008 del 3,0%. Los tipos de interés a un año han repuntado de manera importante en el semestre acercándose al 5,50%, tanto por las expectativas de subidas de tipos como por la percepción de riesgo de contrapartida y de liquidez.

La economía española está sufriendo un proceso de ajuste mayor del que se esperaba para este año 2008. La actividad económica española está sufriendo tres impactos simultáneos: el menor dinamismo del sector inmobiliario (fuerte ajuste en la construcción de viviendas), la escalada inflacionista y el endurecimiento de las condiciones de financiación.

El deterioro de la confianza de los consumidores, influida por la inflación creciente y por el fuerte repunte de la tasa de paro, ha provocado que el consumo continúe ralentizándose. La tasa de paro, que cerró 2007 con un 8,3%, ha sido en el primer trimestre de 2008 del 9,6%, mostrando una evolución comparativamente peor que la presentada por los países de la zona euro. El IPC se ha situado en el primer trimestre de 2008 en el 4,6%, la tasa interanual más alta desde 1995, aunque se mantiene el diferencial de inflación con la eurozona en un punto porcentual. El ascenso de la inflación se está trasladando a los costes laborales. Por otra parte, la situación de



P 8820529 C

deceleración de las ventas y el aumento de los tipos de interés está provocando un aumento de la morosidad y la creación de menos empresas.

2. Evolución del negocio en el primer semestre de 2008

La evolución del negocio durante la primera mitad del año debe entenderse en el conjunto de la actividad de BBK. El periodo ha transcurrido en un entorno difícil con unos mercados de capitales con un funcionamiento anómalo.

No obstante y tal vez por ello, la actividad de emisión de pagarés ha aumentado considerablemente respecto al primer semestre de 2007. Dentro de la política de financiación de la sociedad matriz y garante del programa de emisión, el recurso al mercado de pagarés para la captación de pasivo tanto por la vía de venta a vencimiento como por la vía de repos ha sido una piedra angular.

En el mes de mayo se procedió a la renovación del programa de pagarés de BBK Empréstitos y debido a la importante demanda recibida durante la vigencia del programa anterior, se decidió una ampliación del mismo desde los 2.000 mm de euros hasta los 3.000 mm de euros de forma que se evitase llegar a la saturación del nuevo programa.

De acuerdo con la política de BBK, se procedió a realizar en dicha renovación dos emisiones de importe elevado (eur 200 mm) y con vencimiento lejano cuyo fin será cubrir las necesidades de los clientes de BBK que demandan repos de pagarés para materializar sus excedentes de tesorería a corto plazo.

Dicha actividad representa aproximadamente la tercera parte en términos de saldos vivos de la emisión/colocación de pagarés de BBK Empréstitos. La característica principal de la misma es el que los vencimientos son a muy corto plazo y la rotación muy elevada.

Las dos terceras partes restantes son colocaciones a clientes institucionales (principalmente instituciones de inversión colectiva y cuentas propietarias de instituciones financieras) cuyos plazos de vencimiento son más elevados y que demandan el papel de BBK Empréstitos dentro de su política de inversión en activos financieros. En este apartado cabe señalar que el objetivo de la sociedad ha sido buscar el alargamiento de los plazos de colocación ante la situación de incertidumbre que domina los mercados de capitales. En el cierre de semestre, dicho plazo medio de vencimiento se situaba en los 7 meses.

Cabe señalar que a pesar de que los plazos de colocación estén ampliándose, la sociedad no asume riesgos de tipo de interés en su balance puesto que la gestión está diseñada de forma que BBK Empréstitos traslada el conjunto de dichos riesgos a la sociedad matriz mediante la contratación de depósitos en BBK que replican los plazos y los tipos de interés de los pagarés colocados a excepción de un pequeño diferencial que constituye la fuente de generación de margen financiero para la sociedad.

BBK es quien realiza las actividades de colocación de los pagarés emitidos por la sociedad y es quien determina junto con los clientes finales las condiciones de los mismos en términos de tipos de interés y plazos.

3- Principales Riesgos

Tal y como hemos señalado, BBK Empréstitos traslada el conjunto de riesgos a la sociedad matriz que es quien gestiona las posiciones globales del grupo consolidado. A pesar de su actividad financiera, la sociedad no asume riesgo de crédito porque sus inversiones se limitan a la colocación de depósitos con la sociedad matriz que es a su vez garante de los pagarés emitidos y con la que mantiene firmado un acuerdo de netting para evitar riesgos de entrega intradía.

Respecto al riesgo de tipo de interés, tal y como se ha manifestado previamente, la gestión de la posición se traslada a la sociedad matriz mediante la contratación de depósitos que son espejo de los pagarés emitidos por BBK Empréstitos de forma que los plazos quedan perfectamente igualados. Existe un pequeño diferencial positivo para la sociedad entre el tipo de interés que se establece para el depósito y el tipo de interés del pagaré cubierto con el depósito de forma que se genera un margen financiero positivo para BBK Empréstitos.

Puesto que no se prevén cambios significativos en la política de actuación de BBK Empréstitos, no parece que se puedan vislumbrar riesgos significativos en la gestión del balance de la sociedad.

Las previsiones para el segundo semestre siguen dominadas por el entorno de los mercados financieros en general donde no parece atisbarse una mejora significativa de la crisis de confianza a la que se enfrentan el conjunto de las entidades financieras.

Sin embargo y pese a la situación de mal funcionamiento de los mercados de emisión primarios, dada la especial actividad desarrollada por BBK Empréstitos no es previsible una ralentización de su actividad durante la segunda mitad del ejercicio.

La esperada menor actividad de los mercados primarios a largo plazo respecto del segundo semestre del ejercicio anterior puede provocar un aumento del recurso de las entidades financieras al mercado de pagarés buscando unos niveles más atractivos de financiación al tiempo que la demanda final de los inversores puede mantenerse elevada por la falta de confianza generalizada que genera una preferencia en los mismos por las inversiones a corto plazo.

Igualmente, la búsqueda de una mayor calidad crediticia por parte de las instituciones de inversión colectiva puede generar una desviación de la inversión de las mismas hacia productos de alta calificación y liquidez como son los pagarés de BBK Empréstitos.

No obstante, la dificultad para conocer la evolución futura de la actividad crediticia en un marco macroeconómico caracterizado por una clara desaceleración del crecimiento incorpora una complejidad significativa para las previsiones de actividad de la sociedad en esta segunda mitad del ejercicio.