

**INFORME DE ESTABILIDAD
FINANCIERA**

11/2004

BANCO DE ESPAÑA



INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA NOVIEMBRE 2004

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA NOVIEMBRE 2004

Se permite la reproducción para fines docentes
o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2004

Depósito legal: M. 46406-2004
Impreso en España por Artes Gráficas Coyve, S. A.

SÍMBOLOS Y ABREVIATURAS

€:	Euro(s)
AAPP:	Administraciones Pùblicas
AIAF:	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
APR:	Activos ponderados por riesgo
ASR:	Activos en suspenso regularizados
AT:	Activos totales
ATM:	Activos totales medios
BCBS:	Basel Committee on Banking Supervision (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea)
BCE:	Banco Central Europeo
BIS:	Bank for International Settlements (Banco de Pagos Internacionales)
B:	Bancos
C:	Consolidado
CA:	Cajas de ahorros
CBE:	Circular del Banco de España
CBBE:	Central de Balances del Banco de España
CC:	Cooperativas de Crédito
CDS:	Credit default swaps
CIR:	Central de Información de Riesgos del Banco de España
DI:	Datos de los estados individuales
EC:	Entidades de crédito
ED:	Entidades de depósito
EEUU:	Estados Unidos de América
EFC:	Establecimientos financieros de crédito
EMBI:	Índice de bonos soberanos de países emergentes
FMI:	Fondo Monetario Internacional
ICO:	Instituto de crédito Oficial
IEF:	Informe de Estabilidad Financiera
ISFLSH:	Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares
LGD:	Pérdida en caso de impago
MEFF:	Mercado Español de Futuros y Opciones
MTS:	Market for Treasury Securities
m:	Millones
mm:	Miles de millones
pb:	Puntos básicos
PD:	Probability of Default (Probabilidad de impago)
PER:	Price Earnings Ratio
PIB:	Producto interior bruto
pp:	Puntos porcentuales
PYMES:	Pequeñas y medianas empresas
RBD:	Renta bruta disponible
ROA:	Return on Assets (Rentabilidad del activo)
ROE:	Return on Equity (Rentabilidad de los recursos propios)
SENAF:	Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros
SPV:	Special purpose vehicle (Sociedad instrumental)
T. Var.:	Tasa de variación
UE:	Unión Europea
UEM:	Unión Económica y Monetaria
VAB:	Valor añadido bruto
VABpm:	Valor añadido bruto a precios de mercado
VaR:	Value at Risk (Valor en riesgo)

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN 11

I EVOLUCIÓN DE LOS RIESGOS
BANCARIOS 15

I.1 Introducción al riesgo de las entidades de depósito españolas 15
I.2 Riesgo de crédito 25
 I.2.1 Impacto del contexto macroeconómico 25
 a. España y la Unión Económica y Monetaria 25
 b. Resto del mundo 28
 I.2.2 Impacto de la política crediticia de las entidades 32
I.3 Riesgo de liquidez 39
I.4 Riesgo de mercado 41

II RENTABILIDAD 47

II.1 Situación general de la rentabilidad 47
II.2 Análisis por entidades 51

III SOLVENCIA 59

III.1 Situación general de la solvencia 59
III.2 Análisis por entidades 60

ANEJO: NOTAS EXPLICATIVAS
Y GLOSARIO 71

1 Notas explicativas 73
2 Glosario 77

Introducción

La rentabilidad ha seguido aumentando en las entidades de depósito españolas en el primer semestre de 2004, mientras que los indicadores de solvencia han mostrado una muy ligera disminución. El crecimiento de la actividad en los negocios en España, la evolución más favorable de los negocios en el extranjero, la disminución de los activos dudosos y el esfuerzo en la contención de costes, con el consiguiente aumento de la eficiencia, explican la favorable evolución de los resultados, a pesar del entorno fuertemente competitivo en el que se mueven las entidades.

Evolución de los riesgos bancarios

El crecimiento sostenido de la actividad económica en España, junto con la recuperación de los países de nuestro entorno y de los latinoamericanos, ha permitido una aceleración en el crecimiento de los activos de las entidades de depósito españolas y, en particular, de la financiación al sector privado. Sin embargo, el crecimiento de la inversión crediticia y, más concretamente, del crédito a las actividades productivas sigue mostrando una marcada dicotomía entre el concedido a la construcción y promoción inmobiliaria frente al resto del crédito a empresas. En anteriores IEF se ha señalado ya el elevado *riesgo de crédito* que este tipo de operaciones vinculadas al sector inmobiliario mostró en la anterior fase recesiva de la economía española.

Los activos dudosos han descendido significativamente en términos interanuales, lo que, unido al crecimiento del crédito, se ha traducido en una nueva disminución de las ratios de morosidad. Esta caída ha sido más marcada en las ratios de morosidad del negocio en el extranjero, que, no obstante, continúan siendo significativamente superiores a las del negocio en España. La recuperación de la actividad en los países desarrollados y, dentro de los emergentes, en Latinoamérica explica buena parte de esta evolución. El perfil de riesgo de la cartera crediticia de las entidades y de los activos en el exterior ha mostrado también una tendencia descendente. En definitiva, los indicadores *ex post* de riesgo de crédito muestran una evolución favorable. Sin embargo, conviene recordar que existe un desfase muy largo entre el rápido crecimiento del crédito y la aparición de los problemas de morosidad y que el crédito a algunos sectores está aumentando a tasas muy elevadas en los últimos años.

El elevado crecimiento del precio de la vivienda, sostenido en los últimos años, el bajo nivel de los tipos de interés y el crecimiento del empleo y de la renta bruta de los hogares han continuado favoreciendo el aumento del endeudamiento de los hogares españoles. Aunque la posición patrimonial de estos continúa siendo sólida y la carga financiera que soportan permanece estable, el crecimiento sostenido del endeudamiento incrementa la sensibilidad de los hogares frente a perturbaciones adversas. Además, la elevada proporción de préstamos a tipo de interés variable aumenta la sensibilidad de la carga financiera a variaciones en el coste de la financiación de los hogares.

El creciente saldo deudor que presentan las entidades de depósito frente al sector privado residente, consecuencia del sostenido crecimiento de la financiación a empresas y familias y de la evolución más moderada de los pasivos bancarios con dichos residentes, les está obligando a obtener fondos a través del recurso creciente a la financiación interbancaria exterior y a la emisión de valores, con el consiguiente impacto negativo en la estructura de costes de financiación de las entidades y, en definitiva, sobre sus diferenciales y márgenes.

La necesidad que tienen las entidades de depósito españolas de financiar la fuerte expansión del crédito les ha llevado a desarrollar una estrategia de creciente *titulización* de su cartera crediticia, en particular hipotecaria, y a incrementar la emisión de cédulas hipotecarias. Por otro lado, las entidades continúan potenciando las actividades de *gestión de activos* para sus clientes. Esta actividad, que desarrollan en España y en el extranjero, en particular en Latinoamérica, otorga a las entidades de depósito españolas una presencia muy significativa en la gestión de fondos de inversión y de pensiones. Además, las entidades bancarias complementan la prestación de servicios financieros a sus clientes a través de las *compañías de seguros* que controlan, lo que les permiten diversificar sus fuentes de ingresos y aumentar la eficiencia (economías de gama). En general, las compañías de seguros en manos de entidades de depósito españolas muestran una elevada rentabilidad y una presencia significativa en el mercado, aunque varía dependiendo del ramo de seguros.

Los índices bursátiles se han mantenido relativamente estables desde principios de año, con una volatilidad implícita reducida. Las subidas de tipos de interés oficiales en EEUU han sido asimiladas de una forma ordenada en los mercados de bonos. El *rriesgo de mercado* de las entidades de depósito españolas no parece, en estos momentos, elevado, por lo que los resultados de la cartera de negociación han sido muy reducidos este semestre.

Rentabilidad

Los resultados de las entidades de depósito españolas se han acelerado en el primer semestre de 2004, consolidando la evolución mostrada en los dos últimos IEF. La rentabilidad de los recursos propios (ROE) ha vuelto a aumentar, ampliándose el diferencial con la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo. Esta evolución es el resultado, por un lado, de las menores necesidades de dotaciones y saneamientos de las entidades, al disminuir los activos dudosos y por las sustanciales amortizaciones en los fondos de comercio de años anteriores, y, por otro lado, del aumento de la eficiencia, como consecuencia del esfuerzo desarrollado por las entidades en la contención de costes.

Por primera vez desde que se inició la publicación del IEF, en noviembre de 2002, los tres márgenes crecen, en términos absolutos, para el conjunto de entidades de depósito españolas. Dicho aumento responde al fuerte crecimiento de la actividad, resultado de la aceleración en España y de una evolución mucho menos desfavorable del negocio en el exterior, después de los descensos en los últimos años y a pesar del nuevo estrechamiento del diferencial entre la rentabilidad del activo y el coste del pasivo en el negocio en España. Las actividades de gestión de activos y comercialización de seguros que llevan a cabo las entidades han permitido un crecimiento de las comisiones en línea con el del activo total. Finalmente, el reducido crecimiento de los gastos de explotación, muy por debajo de la evolución de la actividad, ha posibilitado una mejora de la ratio de eficiencia y ha contribuido al crecimiento del resultado. La evolución favorable de las necesidades de saneamiento (dotaciones por riesgo-país y amortización del fondo de comercio) se ha añadido a los elementos anteriores para conseguir un nuevo aumento del ROE.

La comparación con la banca europea, con datos de diciembre de 2003, vuelve, de nuevo, a poner de manifiesto la sólida posición de las entidades españolas en términos de rentabilidad. El ROE de las entidades españolas es sustancialmente superior al del promedio de las entidades europeas, como resultado de unos mayores márgenes, del crecimiento de la actividad, de unos gastos de explotación en términos relativos parecidos y de una mayor eficiencia.

Solvencia

Los coeficientes de solvencia han mostrando una leve disminución. El crecimiento de los recursos propios ha sido algo inferior al de los requerimientos. Los recursos propios básicos han aumentado gracias a la mejora de los resultados bancarios, con el consiguiente aumento de

reservas, y a pesar del aumento del fondo de comercio y de la relativa estabilidad de las participaciones preferentes. Los recursos propios de segunda categoría han crecido debido a la aceleración de la emisión de deuda subordinada. El crecimiento de la actividad y, sobre todo, del crédito ha impulsado el aumento de los activos ponderados por riesgo.

La posición cíclica de la economía española ha continuado siendo favorable y se ha traducido en una disminución de las necesidades de dotaciones específicas para insolvencias. Como resultado, el fondo de dotaciones estadístico ha seguido creciendo, lo que ha permitido que un número muy significativo de entidades haya alcanzado ya el límite de dicho fondo.

La comparación con el resto de países europeos muestra a las entidades de crédito españolas ligeramente por debajo de la media en el coeficiente de solvencia total y en el coeficiente básico. El fuerte crecimiento de la actividad crediticia en España y, por tanto, de los activos ponderados por riesgo explica esta situación. Además, hay que añadir las exigencias prudenciales de dotaciones en España, un elemento que contribuye sustancialmente al reforzamiento de la estabilidad del sistema financiero español.

En definitiva, el crecimiento del negocio, sobre todo en España, y los esfuerzos en la contención de costes han dado sus frutos en términos de una aceleración de los resultados y un incremento significativo de la rentabilidad de los recursos propios. No obstante, el fuerte crecimiento del crédito vinculado al sector inmobiliario demanda una atenta gestión del riesgo de crédito por parte de las entidades.

I Evolución de los riesgos bancarios

I.1 Introducción al riesgo de las entidades de depósito españolas

El análisis de los balances consolidados de las entidades de depósito españolas muestra conclusiones similares a las reflejadas en el último IEF. En particular, el dinamismo de la actividad del negocio en España, unido al incremento —si bien modesto— del activo total del negocio en el extranjero por primera vez desde 2001, explica la aceleración del activo total de las entidades de depósito. El crecimiento de la actividad en España se justifica, en gran medida, por la evolución de la financiación al sector privado, que de nuevo crece a mayores ritmos que los pasivos bancarios más tradicionales. Asimismo, los activos dudosos se reducen y las ratios de morosidad se sitúan, una vez más, en niveles mínimos.

BALANCES CONSOLIDADOS¹

El activo total de las entidades de depósito españolas continuó la tendencia apuntada en el anterior IEF, creciendo en junio de 2004 6,6 pp más que en el mismo período del año anterior², a una tasa del 12,7%, la más elevada de las registradas desde mediados de 2001 (cuadro I.1).

Esta evolución se explica, fundamentalmente, por los negocios en España, que, con un peso algo superior al 85% del activo total, registran un incremento del 14,9%, 4 pp más que en junio de 2003. Al tiempo, el activo total del negocio en el extranjero aumenta por primera vez desde mediados de 2001 (1,4%, frente al -12,7% en junio de 2003). La relativa mejoría de la situación económica y financiera en Latinoamérica, así como la evolución de las principales monedas de la región frente al euro, ayudan a explicar este comportamiento.

Con todo, el diferente ritmo de avance entre los negocios en España y en el extranjero hace que, una vez más, el peso relativo de los segundos en los balances consolidados de las entidades de depósito españolas se vea reducido, pasando del 16,5% al 14,8%. Se registra, por lo tanto, un nuevo mínimo, confirmándose la tendencia decreciente iniciada tras un período de intensa expansión de la banca española en Latinoamérica, que llevó al negocio en el extranjero a suponer un máximo del 27,6% del activo total en diciembre de 2000.

Por lo que se refiere a la estructura del activo, el peso relativo de la financiación al sector privado continúa incrementándose, y ya supone un 59,8% del activo total, casi 2 pp más que en el mismo período del año anterior (gráfico I.1 A). La tasa de crecimiento alcanzada por esta partida, la más elevada desde mediados de 2001, es 5,5 pp mayor que la del pasado año, situándose en el 16,6%.

La evolución de la financiación al sector privado se debe, en buena medida, a su comportamiento en los negocios en España, donde creció un 17,8% (4 pp más que en junio de 2003), impulsada por el elevado dinamismo del crédito con garantía real. Si bien dicho crédito se ha desacelerado ligeramente (13 pb), su tasa de crecimiento es todavía superior al 20%. Asimismo, en el negocio en el extranjero, confirmándose lo ya apuntado en el último IEF, se produce un avance de la financiación al sector privado, en contraste con las caídas que se venían registrando desde finales de 2001. En particular, en junio de 2004 se registra un crecimiento del 7,3%, frente a un descenso del 5,2% el pasado año.

1. Los datos presentados en el cuadro I.1 y referidos a fechas anteriores a junio de 2003 pueden haber sufrido ligeras modificaciones respecto a los publicados en anteriores IEF, debidas tanto a revisiones realizadas por las propias entidades como a variaciones en la composición de los grupos de consolidación. Dichas pequeñas modificaciones no alteran en absoluto las conclusiones antes alcanzadas. 2. Salvo mención en contrario, los importes se refieren a junio de 2004 y las comparaciones son siempre entre dicho mes y junio de 2003.

BALANCE CONSOLIDADO

CUADRO I.1

Entidades de depósito

ACTIVO	JUN-04 (M €)	PESO RELATIVO EN JUN-04 (%)	VAR. J-03/J-02 (%)	VAR. J-04/ J-03 (%)	PASIVO	JUN-04 (M €)	PESO RELATIVO EN JUN-04 (%)	VAR. J-03/J-02 (%)	VAR. J-04/J-03 (%)
Caja y depósitos en bancos centrales	29.207	1,7	5,3	8,6	Bancos centrales	31.147	1,8	0,1	31,8
Entidades de crédito	190.781	11,1	4,7	6,1	Entidades de crédito	317.320	18,4	9,3	22,3
Crédito a las AAPP	49.306	2,9	-9,6	4,7	Acreedores AAPP	49.349	2,9	9,6	7,9
Crédito otros sectores privados	961.860	55,8	11,6	15,4	Acreedores otros sectores privados	867.145	50,3	4,3	9,4
Cartera de renta fija	278.230	16,1	0,9	15,3	Empréstitos y otros val. negociables	170.074	9,9	21,4	28,4
Activos dudosos	10.460	0,6	6,8	-14,6	Cuentas diversas	50.629	2,9	9,3	2,3
Cartera de renta variable	70.528	4,1	1,3	23,7	Cuentas de periodificación	19.808	1,1	-13,2	-8,5
Inmovilizado	25.082	1,5	-5,4	-0,3	Fondos especiales	54.204	3,1	-2,7	3,7
Fondo de comercio de consolidación	18.330	1,1	-16,0	7,0	Dif. negativa de consolidación	196	0,0	67,9	-10,7
Activos inmateriales	1.499	0,1	-8,3	-4,8	Financiaciones subordinadas	35.238	2,0	7,4	6,2
Valores propios y accionistas	408	0,0	-52,6	81,0	Intereses minoritarios	20.031	1,2	1,2	-4,7
Cuentas diversas	51.416	3,0	1,4	0,3	Capital o fondo de dotación	9.080	0,5	2,7	3,6
Cuentas de periodificación	22.846	1,3	-11,1	-4,0	Reservas de la entidad dominante	68.766	4,0	5,1	9,8
Pérdidas ejer. ant. entidad dominante	699	0,0	17,9	23,4	Reservas en entidades consolidadas	24.062	1,4	1,9	15,5
Pérdidas en entidades consolidadas	14.210	0,8	8,7	12,7	Resultado neto del ejercicio (+/-)	7.814	0,5	7,7	14,8
ACTIVO TOTAL	1.724.926	100	6,1	12,7	Del grupo	7.065	0,4	11,0	19,4
					PASIVO TOTAL	1.724.926	100	6,1	12,7
PRO MEMORIA:									
Financiación al sector privado	1.032.362	59,8	11,1	16,6					
Financiación a las AAPP	230.297	13,4	-2,5	3,2					

FUENTE: Banco de España.

Los activos dudosos totales se reducen a un ritmo del 14,6%, frente al incremento del 6,8% registrado en el mismo período del año anterior. Este comportamiento se debe a los negocios tanto en España (-5,6%, frente al 4,8%) como en el extranjero (-28,9%, frente al 10,1%), ratificándose en ambos casos el descenso observado en diciembre de 2003.

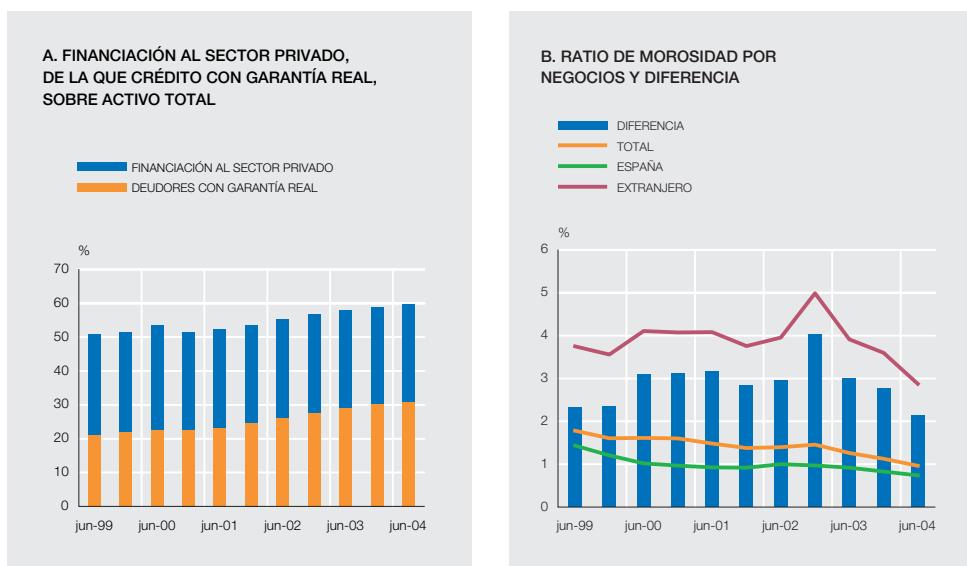
El crecimiento de la financiación al sector privado, unido al descenso de los activos dudosos, motiva una nueva reducción de la ratio de morosidad, que ya se sitúa 4 pb por debajo del 1%. Esta evolución se debe a los negocios tanto en España como en el extranjero, entre los que, no obstante, persisten importantes diferencias en el nivel (gráfico I.1 B). Sin embargo, dichas diferencias se han estrechado desde el máximo alcanzado en diciembre de 2002. Ello podría venir motivado, entre otros factores, por la relativa mejoría en la coyuntura económica latinoamericana, así como por las mejoras de gestión introducidas por las entidades españolas.

Confirmando una evolución iniciada a mediados de 2001, el peso relativo de la financiación a las AAPP se ha reducido. No obstante, al igual que en el anterior IEF, ha pasado de caer un 2,5% el pasado año a incrementarse un 3,2%. Ahora bien, la intensidad de dicho cambio es menor, debido a que el crecimiento que se experimenta en el negocio en el extranjero por primera vez desde finales de 2001 se ve compensado por la ralentización sufrida en el negocio en España. Así, el peso relativo de la financiación a las AAPP del negocio en el extranjero sube hasta el 22,8% del negocio total, interrumriendo el continuado descenso que se observaba desde diciembre de 2000, fecha en la que alcanzó el 45,6%.

FINANCIACIÓN CONCEDIDA Y RATIOS DE MOROSIDAD

GRÁFICO I.1

Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

La renta variable ha incrementado su peso relativo en 36 pb, creciendo a la mayor tasa (23,7%) desde finales del año 2000, motivada por su comportamiento en el negocio en España. Parece confirmarse la posibilidad, apuntada en el anterior IEF, de un cambio de tendencia de esta partida en un contexto bursátil más estable.

El fondo de comercio, a pesar de registrar un crecimiento del 7%, frente a una caída del 16% el pasado año, se mantiene en el entorno del 1% del activo total.

En cuanto al pasivo, los acreedores del sector privado continúan, al igual que en el anterior IEF, acelerando su ritmo de avance, que pasa del 4,3% en junio de 2003 al 9,4%. No obstante, en la medida en que crece menos que el activo total, su peso relativo se reduce 1,5 pp, hasta el 50,3%. Además, persiste su menor crecimiento con respecto a la financiación concedida al sector privado.

En línea con lo observado en anteriores informes, para compensar la evolución de los acreedores del sector privado se ha intensificado el ritmo de avance de la financiación interbancaria, proveniente del exterior, en 13 pp, así como el de empréstitos y otros valores negociables, que crece casi 7 pp más que el año pasado. Ambas partidas han incrementado su peso relativo sobre el activo total, hasta el 18,4% y el 9,9%, respectivamente.

Por su parte, la financiación subordinada crece respecto a junio de 2003, pero lo hace con menor intensidad (1,2 pp menos). Continúa, por lo tanto, perdiendo peso relativo, hasta situarse por debajo de los niveles de diciembre de 2001. Las participaciones preferentes también pierden importancia relativa, ya que, una vez más, su tasa de variación es negativa, si bien cercana a cero (-0,6%).

Por último, el buen comportamiento de los resultados de las entidades españolas, que ya señaló en el anterior IEF, se confirma con la evolución del resultado neto atribuido al grupo, que crece un 19,4%.

Además de ofertar pasivos bancarios, las entidades de depósito, a través de diferentes sociedades, prestan servicios de gestión de activos a sus clientes. En junio de 2004, los activos administrados por las gestoras de las entidades de depósito alcanzaron los 343.300 millones de euros, con una tasa de variación del 25,1% respecto a junio de 2003, lo que ha llevado a que su tasa de crecimiento media anual de los últimos cinco años alcance el 10,8%. Sin embargo, los activos gestionados no han evolucionado de forma similar entre los países de residencia de las gestoras de las entidades de depósito. Así, entre junio de 1999 y junio de 2004, las que residen en España han perdido 9 pp en el conjunto de los activos gestionados a favor de las que residen en el extranjero, ya que han pasado de gestionar el 91,5% del patrimonio total a, en junio de 2004, gestionar el 82,5%. Las gestoras latinoamericanas han ganado 5,3 pp, situándose en el 12,9%; el resto de la antigua Unión Europea (UE-15) ha ganado 1,2 puntos, al situarse en el 1,6%, y el resto de países desarrollados ha ganado su actual participación del 2,8% (gráfico I.2 A).

La comercialización de participaciones en instituciones de inversión colectiva y de fondos de pensiones y de titulización por parte de las entidades compite en la captación del ahorro de los clientes a través de productos bancarios (cuentas a la vista, depósitos a plazo, empréstitos, etc.). Para las entidades de depósito, los activos gestionados representan un 24% del conjunto de fondos captados de la clientela (esto es, pasivos onerosos no interbancarios más activos gestionados). No obstante, existen diferencias significativas entre bancos y cajas de ahorros. En los primeros dicho porcentaje se eleva, en junio de 2004, al 33%, mientras que en las cajas alcanza el 12,3%. Por lo tanto, se observa una mayor especialización en la gestión de activos por parte de los bancos, que, en parte, puede responder a la demanda de sus clientes y, en parte, a su estrategia de negocio.

En el conjunto del total de activos gestionados por los bancos y las cajas españolas, la cuota de los bancos ha oscilado en torno al 80% en los últimos cinco años, cuota que desciende al 77% si nos centramos solo en los activos administrados por las gestoras españolas (gráfico I.2 B).

Por tipo de institución gestionada (graficos I.2 C y I.2 D), para el total países, en junio de 2004 los fondos de inversión mobiliaria siguen siendo los que mayor peso tienen en los activos gestionados, tanto en las gestoras de los bancos (45% del total) como en las de las cajas (el 52,3% del total), a pesar de su pérdida de peso relativo desde junio de 1999. Esta importancia relativa en ambos grupos se debe principalmente a su peso en España. A continuación, para los bancos, les sigue la gestión de activos de fondos de pensiones, con un 20,7% del total, de los cuales algo más del 56% está gestionado en Latinoamérica. Para las cajas, por su parte, los siguientes en importancia son los fondos de titulización hipotecaria, con el 13,2%, debido a su peso en España, si bien el importe gestionado en España por la banca es algo mayor que el de las cajas. Los otros fondos, mayoritariamente de titulización de activos no hipotecarios, son el 10,2% en la banca y el 3,6 % en las cajas, y sus gestoras están localizadas principalmente en España. Finalmente, los activos gestionados de los FIAMM son prácticamente españoles en su totalidad.

En el mercado español, la cuota que las gestoras de las entidades de depósito gestionan del patrimonio total de las instituciones de inversión colectiva y fondos de titulización y de pensiones no ha variado respecto a la situación descrita en el anterior IEF. Así, gestionan alrededor del 90% de los FIAMM, del 84% de los FIM, del 73% de las SIMCAV, del 27% de los SIM, del 48% de los fondos de titulización y del 50% de los fondos de pensiones.

En España, los grupos económico-financieros formados por entidades de depósito y de seguros, también denominados conglomerados financieros (*bancassurance*, en terminología

ACTIVOS COLECTIVOS Y FONDOS GESTIONADOS

GRÁFICO I.2



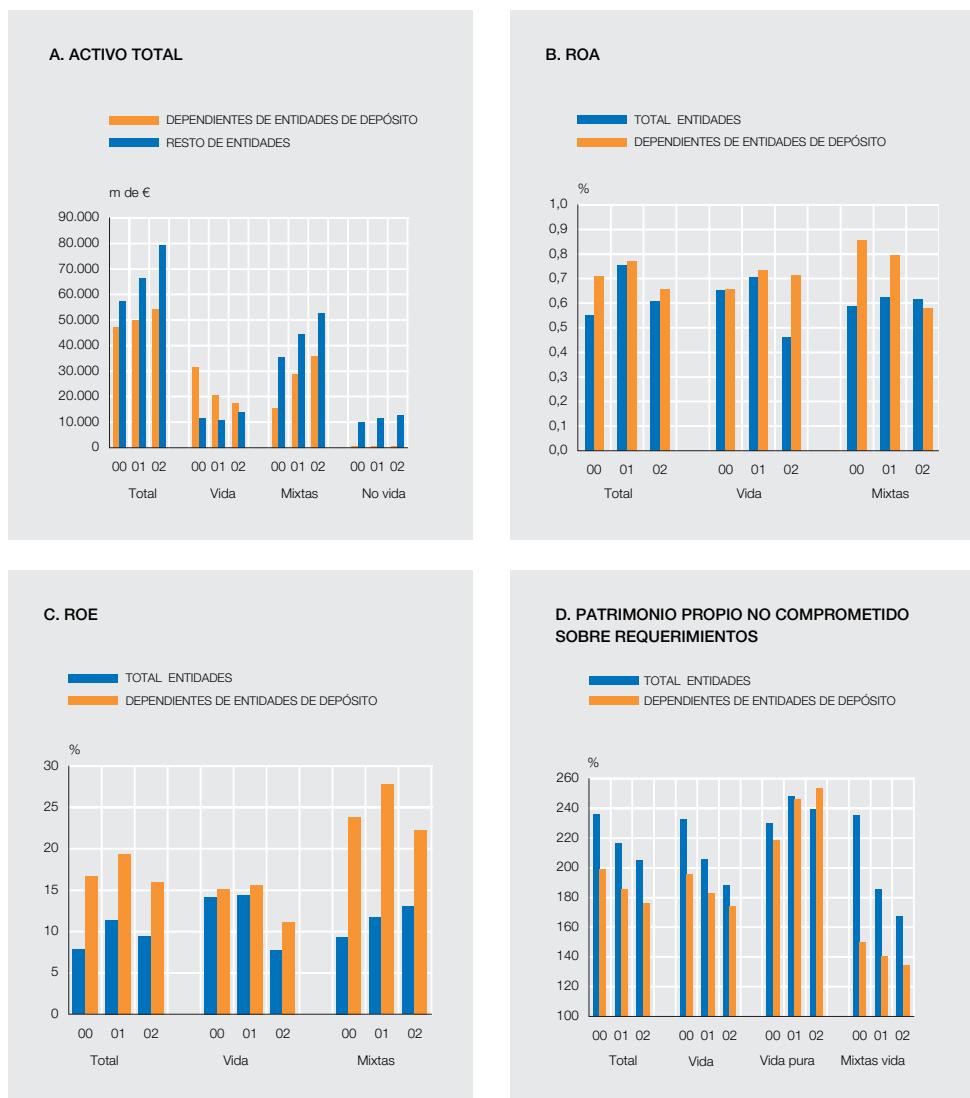
FUENTE: Banco de España.

internacional), son, en general, grupos en los que las entidades de depósito controlan a las aseguradoras. De entre las aseguradoras³ españolas, las sociedades anónimas representan más del 90% del activo total, parte de las cuales depende de entidades de depósito. De esta manera, las entidades de depósito españolas diversifican su negocio, pues los activos y pasivos de las aseguradoras, especialmente los del ramo vida, en general, son productos de ahorro con plazos de vencimiento mucho más largos que los bancarios. Así, las entidades de depósito pueden utilizar su propia red de oficinas para ofrecer tanto productos bancarios como de seguros, ampliando el número y la calidad del servicio al cliente, a la vez que diver-

3. Como aseguradoras, además de las sociedades anónimas, se han tomado las mutuas, las sucursales de fuera de la Unión Europea y las reaseguradoras puras.

SOCIEDADES ANÓNIMAS ASEGURADORAS

GRÁFICO I.3



FUENTE: DGSFP y elaboración propia.

sifican sus fuentes de ingresos y aumentan la productividad, a través de la generación de economías de gama.

Las entidades de depósito controlan en torno al 100% (salvo cuando son multigrupo⁴) de las aseguradoras españolas de su grupo económico, que son las que centran el interés de este IEF. Además, no controlan pero tienen asociadas y/o pequeñas participaciones en otras sociedades anónimas aseguradoras, que no se tratan aquí.

Las aseguradoras españolas dependientes de entidades de depósito, en el año 2002 (últimos datos disponibles), representaban el 40,6% del activo del total de las sociedades anónimas aseguradoras, lo que por ramos⁵ supone casi el 56% del de vida, el 40,5% de las mixtas y el 5,2% del de no vida (gráfico I.3 A). Además, separando la actividad de todas las sociedades

4. Sociedades multigrupo son aquellas en las que dos o más entidades, no pertenecientes al mismo grupo, participan en su capital y las gestionan conjuntamente. 5. Las sociedades anónimas aseguradoras se clasifican en ramo vida, ramo no vida y mixtas (operan tanto en el ramo vida como en el de no vida). La asignación a uno u otro ramo se ha basado en la cuenta de resultados que presentan, de manera que, para un año concreto, las mixtas son aquellas que presentan a la vez cuenta técnica vida y no vida.

mixtas en vida y no vida (utilizando para ello el desglose vida/no vida de las primas imputadas netas de reaseguro de las entidades mixtas), se obtiene que las mixtas dependientes de entidades de depósito representan el 45% de las primas del ramo vida del total mixtas y el 2,7% del ramo no vida. Por lo tanto, existe una clara especialización de las entidades de depósito en el ramo vida.

Las sociedades aseguradoras son entidades fuertemente apalancadas debido al elevado volumen de provisiones técnicas de seguro que necesitan (sobre todo, las provisiones matemáticas del ramo vida) y que son ahorro financiero de los tomadores de seguro. Por ello, la rentabilidad de su activo (ROA) es baja, en comparación con otros tipos de empresas no financieras, menos apalancadas. La rentabilidad de sus recursos propios (ROE) es relativamente elevada. Existen diferencias entre el conjunto de sociedades aseguradoras y las dependientes de entidades de depósito en términos de rentabilidad (gráficos I.3 B y I.3 C). Así, las aseguradoras dependientes de entidades de depósito, con un ROA algo superior al del total de sociedades aseguradoras, tienen un ROE bastante mayor que el del conjunto, resultado, en parte, de su mayor apalancamiento.

El margen de solvencia⁶ de las sociedades aseguradoras y de las dependientes de las entidades de depósito es, en general, mucho más elevado que su cuantía mínima o requerimientos mínimos regulatorios. Las aseguradoras de las entidades de depósito, en el período 2000-2002, tienen un exceso sobre requerimientos algo inferior al del total sociedades, derivado del margen de solvencia de la operativa vida de las aseguradoras mixtas, que, aunque holgado, es más ajustado que el resto (gráfico I.3 D).

En definitiva, la actividad de seguros que llevan a cabo las entidades de depósito españolas a través de sus sociedades aseguradoras dependientes muestra que su posición en el conjunto de compañías de seguros es sólida, en términos tanto de rentabilidad como de recursos propios, lo que, a su vez, refuerza la estabilidad de las entidades de depósito y, por extensión, del conjunto del sistema financiero español.

EVOLUCIÓN DE LOS RIESGOS

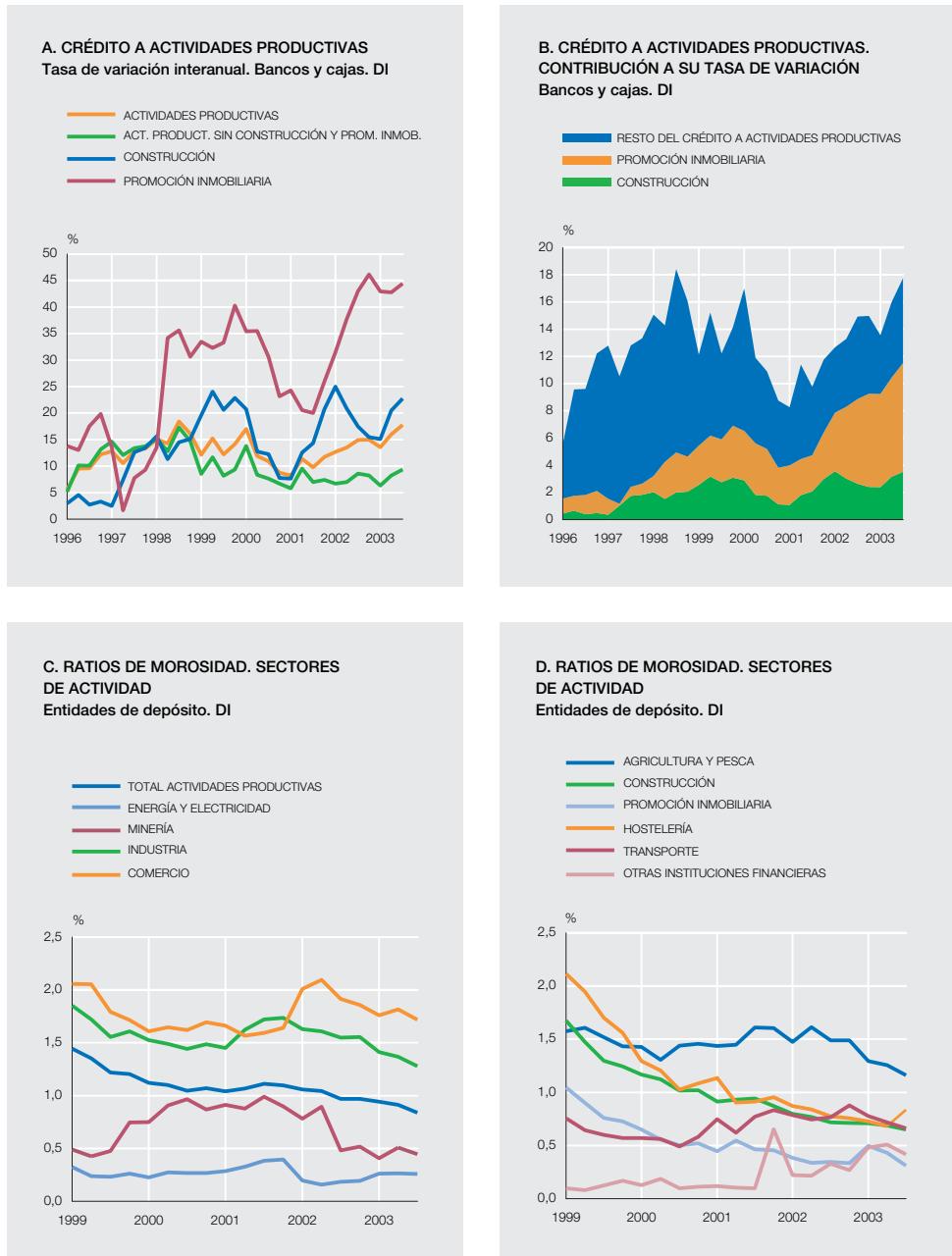
La *financiación al sector privado residente*, con datos de los balances individuales, se ha acelerado en la primera mitad de 2004 (crecimiento del 16,9% en junio, frente al 14,4% en el mismo período del año anterior), reforzando la tendencia mantenida en los dos últimos años. Entre el crédito a las actividades productivas destaca la creciente separación entre la evolución del saldo con las empresas de construcción y promoción inmobiliaria (crecimiento del 34,4%) frente al del resto de empresas, que, aunque se ha acelerado en el primer semestre de 2004, todavía no alcanza los dos dígitos (9,4%). La significativa aceleración del crédito a empresas desde finales de 2001 es el resultado, casi exclusivo, del sustancial crecimiento del saldo con el sector de construcción y, en particular, con el de promoción inmobiliaria (gráfico I.4 A).

En el primer semestre de 2004, el crédito a empresas de construcción se ha acelerado sustancialmente (del 15,1% en diciembre de 2003 al 22,8% en junio de 2004), mientras que el crédito a promotores inmobiliarios ha continuado con tasas de crecimiento muy elevadas (44,4% en junio de 2004), sin mostrar, por tanto, ningún síntoma de desaceleración. Por el contrario, el crédito para la adquisición de vivienda ha mantenido relativamente constante su elevado ritmo de crecimiento en el primer semestre de este año (aumento del 17,1%). Este mantenimiento ha sido compatible con una ligera aceleración de la financiación efectivamente recibida por los hogares para este fin, que, junto con los préstamos que figuran en los balances de las entidades, incluye los datos de baja de los mismos como consecuencia de su ti-

6. Patrimonio propio no comprometido, equivalente a los recursos propios de las entidades de depósito.

EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO Y RATIOS DE MOROSIDAD

GRÁFICO I.4



FUENTE: Banco de España.

tulización. En anteriores IEF se ha destacado el mayor riesgo de crédito, traducido en ratios de morosidad muy elevadas, que históricamente ha mostrado la financiación a empresas del sector inmobiliario en las fases recesivas de la economía española.

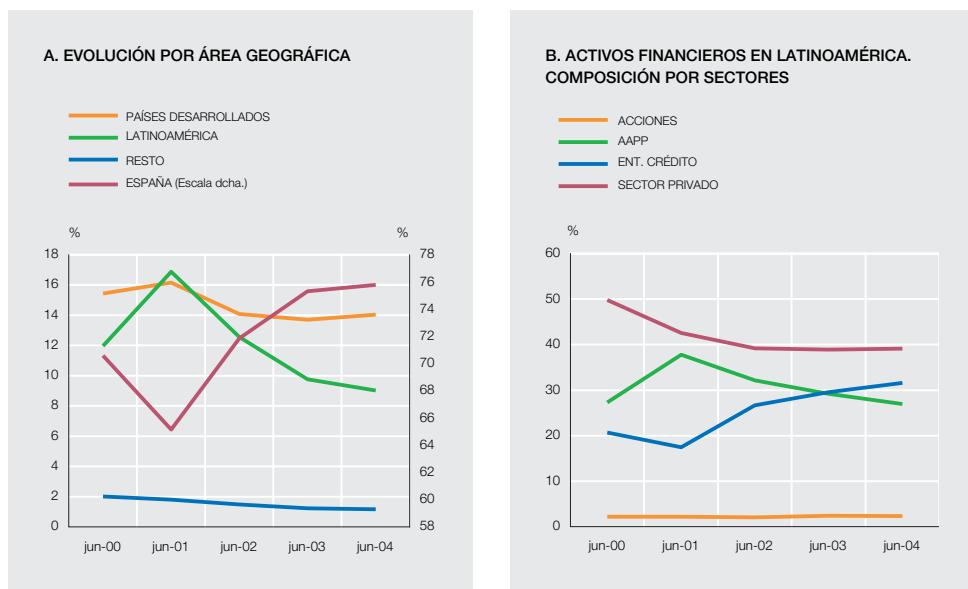
La creciente dicotomía entre el crédito empresarial al sector de construcción y promoción inmobiliaria y al resto de empresas justifica que su variación haya pasado de explicar una quinta parte del crecimiento del crédito total a empresas a finales de 1998, a cerca de dos terceras partes en junio de 2004 (gráfico I.4 B), aumentando su peso relativo del 11,9% al 19,8% sobre el conjunto del crédito a empresas entre ambas fechas.

Al igual que en anteriores IEF, las *ratios de morosidad* han continuado mostrando una evolución favorable, con ligeros descensos respecto al nivel de diciembre de 2003. La ratio de

ACTIVOS FINANCIEROS EN EL EXTERIOR

GRÁFICO I.5

Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

morosidad del crédito a las actividades productivas se sitúa en el 0,8%, mientras que la del crédito a los hogares en el 0,58%, en el 0,30% para la adquisición de vivienda y en el 1,62% para el consumo. No obstante, entre ramas de actividad existen sustanciales diferencias en el nivel de la ratio (gráfico I.4 C y I.4 D), resultado, en parte, de las características intrínsecas de cada una de ellas, pero también de la tasa de crecimiento del crédito en los últimos años. Aunque la ratio de morosidad del crédito a la construcción y la promoción inmobiliaria es de las más bajas, los activos dudosos en estos sectores están creciendo a tasas elevadas (11,1% en construcción y 30% en promoción inmobiliaria en junio de 2004), lo que viene compensado por el mayor crecimiento del crédito.

La presencia de las entidades de depósito españolas en el exterior ha continuado disminuyendo ligeramente a lo largo de 2004, debido a la reducción de los activos en Latinoamérica, prosiguiendo la tendencia iniciada en 2002, y a pesar del aumento de la presencia en los países desarrollados (gráfico I.5 A). La apreciación del euro frente al resto de divisas y las nuevas estrategias de negocio, centradas el primer semestre en la consolidación de los negocios adquiridos, explican dichos cambios. Entre los activos en los que invierten las entidades en Latinoamérica, que concentra la práctica totalidad de los activos exteriores de las entidades de depósito españolas en países emergentes, se observa, desde 2002, una pérdida de peso relativo de los valores públicos, absorbida fundamentalmente por los activos interbancarios, mientras que la financiación al sector privado residente se mantiene relativamente estable (gráfico I.5 B).

La reorientación de los activos financieros en el exterior y la disminución del riesgo de crédito en Latinoamérica explican la disminución del *perfil de riesgo de los activos en el exterior*⁷ de las entidades españolas. Además, para la mayoría de los países, los diferenciales soberanos se han situado a lo largo de 2004 en los niveles más bajos de los últimos años.

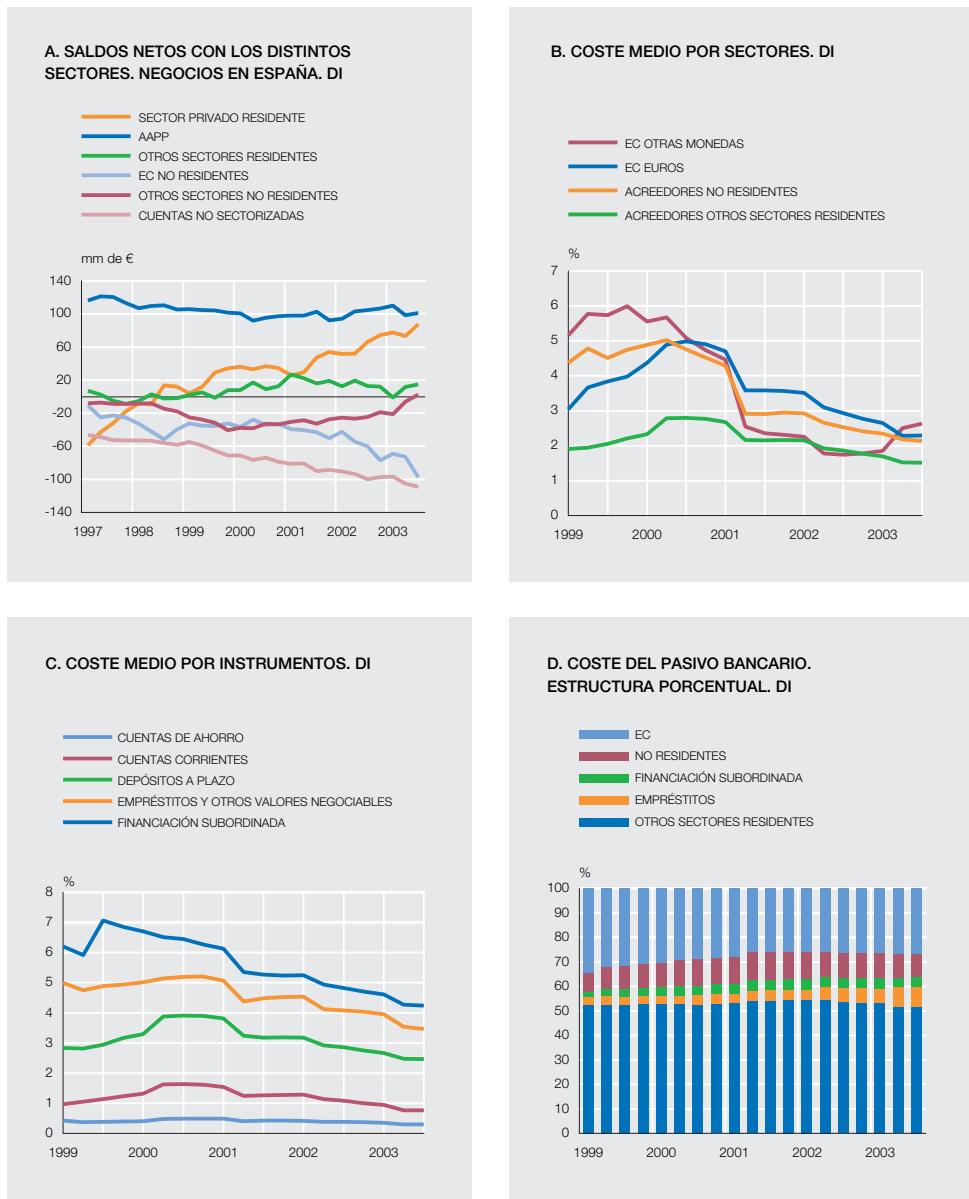
El *saldo deudor* de las entidades de depósito españolas con el sector privado residente ha continuado aumentando en el primer semestre de 2004, prosiguiendo con la tendencia de los

7. Un análisis más detallado puede verse en el capítulo III.

SALDOS NETOS Y COSTE MEDIO DEL PASIVO BANCARIO

GRÁFICO I.6

Bancos y cajas



FUENTE: Banco de España.

últimos años (gráfico I.6 A). El desequilibrio entre inversión y financiación con el sector privado residente, al igual que en 2003, se ha financiado fundamentalmente con un mayor recurso al mercado interbancario internacional, lo que también ha servido para reducir los pasivos con otros sectores no residentes. En anteriores IEF se han analizado ya con detalle los retos que esta evolución tendencial del saldo con el sector privado residente plantea no solo en términos de su sostenibilidad a medio plazo, sino también del impacto en la rentabilidad de las entidades.

El coste del pasivo obtenido por las entidades difiere sustancialmente en función del origen de los fondos, residentes o no residentes, y por instrumentos (gráfico I.6 B y C). Así, la captación de fondos de acreedores no residentes o en el mercado interbancario es más cara que la proveniente de residentes. Dentro de esta última hay sustanciales diferencias por instrumentos. La financiación en los últimos años del elevado crecimiento del crédito al sector privado residente acudiendo al mercado interbancario o mediante la emisión de empréstitos y, en

menor medida, de financiación subordinada ha afectado a la estructura de costes del pasivo bancario (gráfico I.6 D), lo que, a su vez, presiona sobre los márgenes de las entidades.

Los *mercados bursátiles*, desde el anterior IEF, han mostrado una tendencia al estancamiento, mientras que las volatilidades implícitas se mantienen en niveles bajos, tanto en España como en el resto de Europa y EEUU.

I.2. Riesgo de crédito

I.2.1 IMPACTO DEL CONTEXTO

MACROECONÓMICO

- a. España y la Unión Económica y Monetaria

Los datos más recientes disponibles para la *zona del euro*, correspondientes al segundo trimestre del año, confirman la continuidad de la fase de recuperación económica iniciada a finales de 2003. Así, la tasa de variación intertrimestral del PIB se situó en el 0,5%, favorecida por el impulso procedente de Estados Unidos y de los países asiáticos y que, en términos interanuales, alcanzó el 2%, 0,6 pp por encima del registro del trimestre anterior (gráfico I.7). En *España*, la tasa de variación intertrimestral del PIB fue también del 0,5%, mientras que el ritmo de avance interanual, aunque siguió siendo superior al del conjunto de la UEM, se redujo ligeramente hasta el 2,6%, una décima por debajo del observado durante los tres primeros meses del año en curso.

Durante el primer semestre de 2004 no se han observado correcciones significativas en ninguno de los desarrollos que en anteriores IEF se identificaban como factores de riesgo para el crecimiento económico de España a medio plazo. Así, el endeudamiento de los hogares ha continuado creciendo a tasas elevadas, en el mercado de la vivienda no se aprecian todavía síntomas de que se haya iniciado un proceso de ajuste de los precios hacia valores más próximos a lo que indican sus determinantes de largo plazo y el diferencial de inflación con la UEM ha vuelto a ampliarse hasta 1,1 pp.

Sociedades no financieras

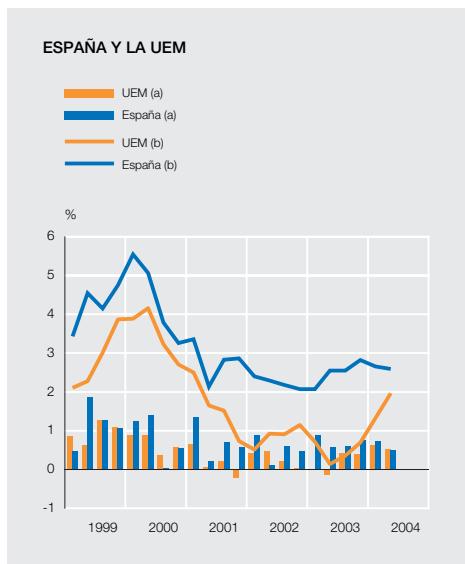
Los *resultados económicos* de las empresas que colaboran con la Central de Balances del Banco de España volvieron a mostrar, durante el primer semestre de 2004, un comportamiento muy favorable. Así, el resultado económico bruto creció a un ritmo interanual del 7,2%, una tasa similar a la observada durante el mismo período del año anterior, y el resultado ordinario neto, que incluye ingresos y gastos financieros, avanzó un 22,5%, un registro muy superior al observado durante el mismo período de 2003 (12,1%). A la evolución de este último agregado contribuyó tanto el descenso de los gastos financieros, resultado de la reducción de los costes de financiación, como, sobre todo, el aumento de los ingresos financieros, que se incrementaron un 21,7% gracias a los dividendos procedentes de filiales en el extranjero. En cambio, el resultado neto disminuyó un 9,3%, como reflejo, fundamentalmente, de la disminución de los ingresos extraordinarios. Las expectativas de los analistas sobre la evolución tanto a corto como a largo plazo de los beneficios de las empresas cotizadas también mostraron, en general, una mejoría.

La positiva evolución de los resultados ordinarios permitió que las ratios de *rentabilidad* se mantuviesen elevadas. Así, mejoraron tanto la rentabilidad ordinaria del activo como la de los recursos propios, quedando situadas en el 7,6% y 10,7%, respectivamente. Además, se observó una disminución en el porcentaje de empresas para las que estos indicadores presentaron valores negativos. Esta evolución, junto con la nueva reducción que mostró el coste de la financiación ajena, determinó que la diferencia entre la rentabilidad ordinaria del activo y el coste medio de los recursos ajenos aumentase en 1,2 pp respecto al primer semestre de 2003, hasta alcanzar el 3,7%.

La financiación ajena total recibida por el conjunto de las sociedades no financieras españolas (créditos de entidades financieras y emisión de valores) se aceleró ligeramente durante el primer semestre de 2004, de modo que su tasa de expansión se situó en junio en el entorno del

EVOLUCIÓN DEL PIB

GRÁFICO I.7



FUENTES: INE y Eurostat.

- a. Tasas intertrimestrales.
- b. Tasas interanuales.

14%. Esta evolución de la financiación se tradujo en un nuevo aumento de las ratios de *endeudamiento* agregadas. En el caso de las grandes empresas, este indicador se redujo ligeramente, como resultado del comportamiento más expansivo mostrado por el denominador de dicha ratio (resultado económico bruto más los ingresos financieros). A pesar del avance en el endeudamiento agregado, la reducción de los costes de financiación permitió que la carga financiera asociada se mantuviese en niveles moderados y, de hecho, mostró un cierto descenso con respecto a finales de 2003. También la ratio de carga financiera total (intereses más deuda a corto plazo) se redujo algo para las empresas colaboradoras con la CBBE.

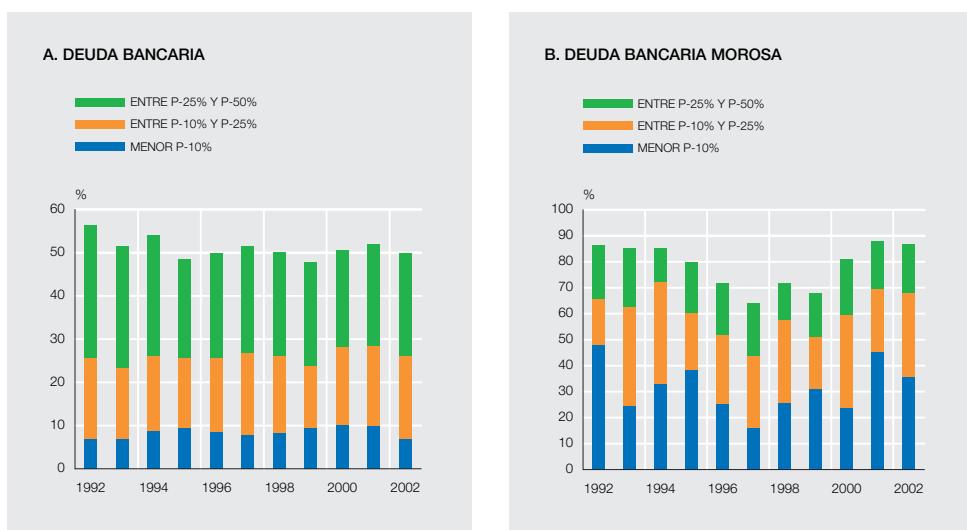
La favorable evolución de los resultados observados y esperados de las empresas, junto con el mantenimiento de una posición financiera sólida, que se reflejó en un descenso de las cifras de suspensiones de pagos y declaraciones de quiebra, se tradujo en una nueva reducción de las primas de riesgo crediticio de las sociedades no financieras negociadas en los mercados de derivados de crédito.

En el anterior IEF se documentó una sustancial disminución de la carga financiera por intereses en el transcurso de la última década, generalizable a todas las ramas de actividad y relacionada con la caída de los tipos de interés propiciada por la entrada en la zona del euro. El gráfico I.8 A y B representa la distribución de la deuda bancaria total y de la deuda bancaria morosa por tramos de la distribución de la carga financiera de la deuda⁸ en el conjunto de empresas no financieras españolas para los años comprendidos entre 1992 y 2002⁹.

8. La carga financiera se define como la inversa del cociente entre el beneficio antes de intereses e impuestos, incluidos los ingresos financieros, y los gastos financieros. Dicho cociente no es más que el resultado de dividir el valor de mercado de la empresa por su volumen de deuda, tal como se explica en el artículo de S. Ruano y V. Salas «Indicadores de riesgo a partir de los resultados contables de las empresas», que aparece en el número 7 de *Estabilidad Financiera*. **9.** La información proviene del cruce de los datos a nivel de empresa que proporcionan el Registro Mercantil y la Central de Información de Riesgos (CIR). En particular, los datos de carácter contable se han extraído del Registro, mientras que la información sobre el endeudamiento bancario total y en mora se ha extraído de la CIR. Después de aplicar varios filtros a la información contable para excluir a empresas que reportan información incoherente, la base de datos con la que se ha confeccionado el gráfico I.8 contiene información para, en media, algo más de 100.000 empresas (siendo el mínimo de unas 30.000 empresas en 1992, y el máximo de unas 165.000 en 2000).

DISTRIBUCIÓN DE LA DEUDA BANCARIA TOTAL Y MOROSA DE EMPRESAS
NO FINANCIERAS POR PERCENTILES DE SU CARGA FINANCIERA

GRÁFICO I.8



FUENTES: Informa y Banco de España.

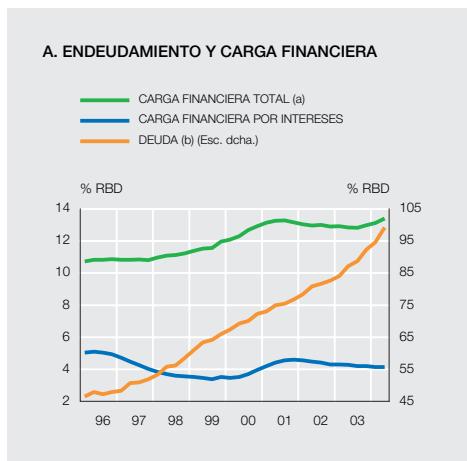
La distribución de la deuda bancaria por percentiles de la distribución de la carga financiera es muy uniforme (gráfico I.8 A). Así, el 10% de empresas con mayor carga financiera concentra en torno al 10% de la deuda bancaria. En consecuencia, no parecen existir diferencias significativas en los niveles de endeudamiento bancario medios entre empresas con distinta carga financiera.

Por el contrario, hay una clara relación entre el nivel de la carga financiera de la deuda en las empresas y la incidencia de la morosidad (gráfico I.8 B). Concretamente, el 50% de las empresas con menor ratio de beneficios sobre gastos financieros, en las que se concentra en torno a la mitad de la deuda bancaria, llega a concentrar un porcentaje de deuda morosa próximo al 90%. Además, dicha relación no es proporcional, ya que el 10% de empresas con un menor cociente entre su valor de mercado y su deuda concentra en torno al 30%, en media, de la deuda bancaria morosa. Por lo tanto, la evolución de la carga financiera (o del valor de mercado en relación con el endeudamiento) de las empresas no financieras es un indicador muy significativo de su situación financiera. Como ya se comentó en el anterior IEF, el nivel de carga financiera de las empresas españolas es bajo en la perspectiva temporal de los últimos diez años.

Hogares

Durante la primera mitad de 2004, los hogares continuaron presentando un elevado recurso a la financiación externa, que, de hecho, incrementó su tasa de variación interanual, hasta situarse en torno al 20%. Este crecimiento fue el resultado de la aceleración de la financiación para adquisición de vivienda (que incluye tanto los créditos en los balances bancarios como los datos de baja de los mismos por su titulización) y del mantenimiento del ritmo de avance del crédito destinado a consumo y otros fines.

Esta evolución de la financiación, junto con el crecimiento más moderado de la renta bruta disponible de los hogares, determinó que sus niveles de *endeudamiento* alcanzasen en junio un nivel del 95% de la RBD del sector (gráfico I.9). La carga financiera asociada, también en relación con su RBD, se incrementó igualmente, por tercer trimestre consecutivo, a pesar de la reducción de la parte correspondiente al pago de intereses, y alcanzó los valores máximos registrados en 2001. Por su parte, la riqueza del sector mostró un nuevo avance durante el primer semestre del año, como resultado fundamentalmente de la revalorización de la vivienda, ya que la riqueza financiera neta permaneció relativamente estable.



FUENTE: Banco de España.

- a. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- b. Incluye crédito bancario y titulización.

La posición patrimonial agregada de los hogares continúa siendo sólida. No obstante, tal y como se señaló en el anterior IEF, el elevado nivel de endeudamiento alcanzado por estos ha incrementado su sensibilidad frente a perturbaciones adversas, y, además, la muy elevada proporción de préstamos a tipo de interés variable ha aumentado la sensibilidad de la carga financiera a variaciones en el coste de financiación. Adicionalmente, tal como se ilustra en el recuadro I.1, la información desagregada disponible muestra una elevada dispersión en la posición financiera de las distintas familias, por lo que, para un cierto porcentaje de las mismas, la capacidad para hacer frente al pago de las deudas contraídas sería menor que la que reflejan los indicadores agregados.

b. Resto del mundo

La economía internacional registró durante la primera mitad de 2004 un aumento generalizado del ritmo de actividad económica. Este positivo comportamiento llevó a revisar nuevamente al alza las expectativas de crecimiento para el conjunto del año, hasta situarlas cerca del 5%, tasa notablemente superior al 3,9% registrado en 2003. La recuperación económica fue particularmente acusada en el primer trimestre, sobre todo en Estados Unidos y en las economías asiáticas, en particular China y Japón. También se observó un fuerte repunte de la actividad en otras áreas emergentes, como, por ejemplo, Latinoamérica. El mayor ritmo de crecimiento económico estuvo acompañado por un mayor dinamismo del comercio mundial y por una recuperación de la producción industrial. Posteriormente, durante el segundo trimestre los datos relativos a Estados Unidos, Japón y, en mucho menor medida, China, principales motores de la economía global, mostraron un cierto debilitamiento, sin que se desfigurara el escenario central de crecimiento notable para el conjunto del año. Las presiones inflacionistas han aumentado ligeramente, aunque se mantienen en niveles moderados, a pesar del fuerte repunte experimentado por el precio de las materias primas y del petróleo, que podría consolidarse. La evolución en los próximos meses de los factores de demanda y oferta que afectan al precio del petróleo será importante para evaluar el impacto en la actividad económica mundial de los niveles de precios alcanzados.

En Estados Unidos, el producto interior bruto creció en el segundo trimestre de 2004 a una tasa interanual del 4,7%, frente al 5% del primer trimestre. La causa principal de esta desaceleración fue una significativa reducción en el crecimiento del consumo privado. No obstante, los datos disponibles relativos al tercer trimestre parecen apuntar a una recuperación en la demanda de consumo. La inversión empresarial registró un notable crecimiento (12,1%) en el

El Panel de Hogares de la Unión Europea (PHOGUE), que elabora Eurostat en el ámbito comunitario, incluye un conjunto de variables que permiten estudiar con algún detalle determinados aspectos de la posición financiera de las familias. Más concretamente, para el período muestral disponible (1994-2000), el panel permite analizar la distribución estadística de la ratio de la carga financiera asociada a la adquisición de primera vivienda, definida como el cociente entre los pagos ligados a los préstamos con dicho fin (amortización del capital más intereses) y los ingresos netos totales de la unidad familiar, y examinar su relación con factores que pueden influir en la capacidad para hacer frente al pago de las deudas contraídas, como la propia renta, la riqueza (aproximada a partir de las rentas de capital y alquiler) o la edad del cabeza de familia.

El análisis de la distribución de la ratio de carga financiera de las familias españolas que puede realizarse a partir del PHOGUE pone de manifiesto la existencia de una elevada dispersión de la misma. Así, más del 75% de los hogares entrevistados no disponía de deudas sobre la vivienda en la que residía, aunque este porcentaje muestra un perfil descendente en el período considerado, mientras que aproximadamente un 10% de los que tenían préstamos de este tipo dedicaba más del 40% de sus rentas al pago de estos créditos¹. Por otra parte, resulta también interesante resaltar que la ratio correspondiente a la familia endeudada representativa (aquella cuya ratio coincide con la mediana de la distribución) superaba en más de cuatro

veces la media del sector. Estos resultados ilustran la relevancia del uso de datos microeconómicos para caracterizar de modo más preciso la posición patrimonial de los hogares relevantes en los análisis de estabilidad financiera en los que, como es conocido, el énfasis ha de ponerse en las «colas» de las distribuciones y no en sus valores medios.

Por otro lado, el PHOGUE permite también llevar a cabo una caracterización del perfil de las familias que soportan una mayor carga financiera. Así, como muestra el cuadro 1, el 10% de las unidades familiares con préstamo para adquisición de vivienda que, en el período analizado, soportaron una ratio de carga financiera más elevada, tendió a concentrarse en los segmentos de población con niveles de renta y riqueza comparativamente reducidos, lo que, en principio, limita su capacidad para hacer frente al pago de las deudas ante una posible evolución adversa en los tipos de interés o en sus ingresos. No obstante, los cabezas de dichas familias eran relativamente jóvenes, por lo que el crecimiento potencial de sus rentas puede considerarse, en términos generales, mayor. Esto favorecería su eventual acceso a financiación adicional en los mercados crediticios en caso de materializarse alguno de los desarrollos desfavorables antes comentados.

1. Para más detalle, véase «La carga financiera de las familias españolas: un primer análisis desagregado», *Boletín Económico*, Banco de España, junio de 2004.

PERFIL DEL HOGAR CON LA CARGA FINANCIERA MÁS ELEVADA (POR ENCIMA DEL PERCENTIL 90 DE LA DISTRIBUCIÓN): INGRESOS, RENTAS DE CAPITAL Y DE ALQUILER Y EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA

CUADRO 1

	1994	1997	2000
INGRESOS TOTALES (a)			
Renta < p25	46,9	71,8	46,5
Renta entre p25 y p50	21,8	10,8	34,4
Renta entre p50 y p75	25,3	14,4	11,4
Renta a partir de p75	6,0	3,1	7,8
RENTAS DE CAPITAL Y DE ALQUILER (a)			
Rentas de capital y de alquiler < p75	90,5	91,1	82,5
Rentas de capital y de alquiler entre p75 y p90	2,8	6,9	14,1
Rentas de capital y de alquiler a partir de p90	6,7	2,1	3,4
EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA			
Menor 35 años	32,3	35,4	34,0
Entre 35 y 55 años	50,2	50,4	49,8
Mayor 55 años	17,5	14,2	16,2

a. p25, 50, 75 y 90 indican, respectivamente, los percentiles 25, 50, 75 y 90 de la distribución de la variable analizada para el total de la población.

segundo trimestre, sustentada por resultados positivos en los beneficios de las empresas y por condiciones de financiación favorables. El déficit por cuenta corriente siguió una senda de deterioro, impulsado por el fuerte crecimiento de las importaciones, hasta situarse en el 5,7% durante el segundo trimestre. Por su parte, el déficit público podría situarse a finales del ejercicio fiscal en el 3,6% del PIB, a pesar del comportamiento positivo de los ingresos, fruto, a su vez, del fuerte crecimiento de la economía.

Los escenarios de riesgo a los que se enfrenta la economía estadounidense son: una corrección brusca del dólar y de los tipos de interés a largo plazo, sustentada por la elevada magnitud de los desequilibrios exterior y público; una caída fuerte de la demanda interna, ante la titubeante evolución de las cifras de empleo y el elevado nivel del endeudamiento de las familias; y un deterioro inesperado de la inflación que modificara la esperada pauta gradual de elevación de los tipos de interés oficiales. No obstante, no hay indicios de que ninguno de estos tenga probabilidades significativas de materializarse a corto plazo.

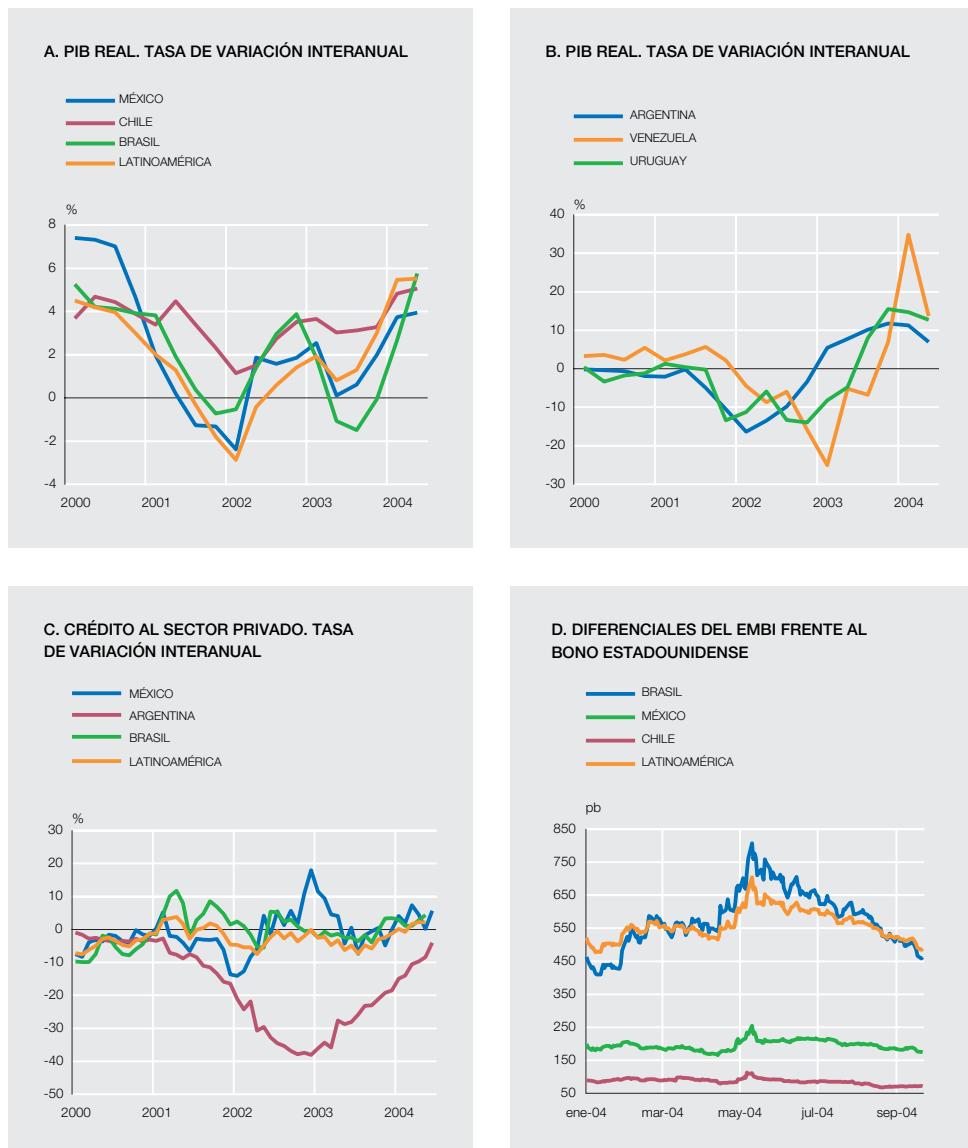
En Japón, el crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2004 continuó acelerándose, hasta situarse en el 5,9% en tasa interanual. Este crecimiento estuvo basado en la positiva evolución de la inversión, el consumo privado y las exportaciones. Posteriormente, en el segundo trimestre el crecimiento de la producción se redujo hasta el 4,2%, debido a la contribución negativa de la inversión. En todo caso, a pesar de esta desaceleración, las perspectivas de crecimiento para el conjunto del año siguen siendo positivas, con un crecimiento esperado del 4,2%.

En China, el ritmo de actividad se mantuvo muy elevado, con un crecimiento del PIB del 9,6% en tasa interanual en el segundo trimestre, frente a tasas del 9,9% en los trimestres anteriores. En este sentido, aunque los datos sobre producción industrial e importaciones de julio apuntan un moderado enfriamiento adicional, el ritmo de actividad permanece por encima del potencial, en un contexto en el que la inflación, medida por los precios de consumo, ha aumentado hasta situarse en el 5,3%, frente al 3,2% a inicios de año.

En Latinoamérica, la actividad económica se aceleró fuertemente durante la primera mitad de 2004 (gráfico I.10 A y B). El crecimiento del PIB se situó en el 5,5% (tasa interanual) en el segundo trimestre, consolidándose la cifra registrada en el primero. Esta positiva evolución fue resultado de una tendencia a la normalización en las tasas interanuales de aquellos países cuya actividad había repuntado con mucha fuerza en los trimestres anteriores, tras sus respectivas crisis económicas (Venezuela, Argentina y Uruguay), y del mantenimiento o ligero aumento en el resto. De este modo, disminuyó la dispersión del crecimiento y las tasas en todos los casos superaron el 3,5% al concluir la primera mitad del ejercicio. Es particularmente destacable el dinamismo de la recuperación en Brasil, que pasó de registrar una tasa interanual prácticamente nula al final de 2003 a crecer el 5,7% en el segundo trimestre del año.

Un aspecto destacable de la evolución económica reciente fue el fortalecimiento de la demanda interna, en todos sus componentes, tras una larga fase de atonía provocada por el ajuste económico derivado de las pasadas turbulencias financieras. El menor protagonismo de la demanda exterior se debió a la recuperación de las importaciones, puesto que las exportaciones mantuvieron un fuerte dinamismo, al hilo de la expansión global y, asociado a esta, del buen comportamiento del precio de las materias primas.

La evolución de los precios registró un movimiento de ida y vuelta. Tras romper durante el primer trimestre del año el suelo del 5% para el agregado del área, la inflación rebotó posteriormente de modo vigoroso para situarse por encima del 6% en julio. La paulatina consolida-



FUENTES: Bancos centrales, IFS del FMI, JP Morgan-Chase y Banco de España.

ción de la demanda interna y el deterioro de las expectativas de inflación propiciaron que las políticas monetarias se endurecieran de modo generalizado, sobre todo a partir del tercer trimestre, en tanto que las políticas fiscales adoptaron un tono algo más relajado.

En el segundo trimestre del año, el crédito del sistema bancario al sector privado registró un crecimiento positivo en términos reales para el conjunto de la región (gráfico I.10 C), gracias, principalmente, a los crecimientos positivos que se están produciendo en Brasil (por encima del 4%) y México (por encima del 5%), en paralelo con el mayor dinamismo de la actividad económica. La estabilización que se viene observando en Argentina, tras el desplome del crédito que sucedió a la crisis, también ayudó a esta mejora agregada.

Tras un período prolongado en el que los *diferenciales soberanos* se habían reducido, en el primer semestre de 2004 se produjeron dos episodios de cierta inestabilidad que pusieron fin de forma momentánea al proceso de reducción de los diferenciales (gráfico I.10 D). El primero de ellos se produjo a mediados de enero y fue de carácter moderado y transitorio. Posteriormente, a mediados de abril, coincidiendo con la revisión al alza de las expectativas del mer-

cado sobre las subidas de tipos de interés oficiales en EEUU, los inversores reaccionaron deshaciendo posiciones en los mercados de deuda de las economías emergentes.

En concreto, para el conjunto de Latinoamérica, el deterioro supuso que el diferencial regional llegara a situarse en 700 pb en mayo, cerca de 230 pb por encima del mínimo registrado a mediados de enero, con Brasil y Colombia como países más afectados, cuyos diferenciales aumentaron en torno al 60%, evolución imputable a su situación fiscal menos favorable. La turbulencia fue, sin embargo, transitoria y desde finales de mayo se produjo una notable compresión de los diferenciales soberanos de los países latinoamericanos.

A pesar de la mejora de la actividad económica, se mantuvo una cierta cautela a la hora de revisar al alza la *calificación crediticia* soberana por parte de las agencias calificadoras. Entre los países clasificados como «grado de inversión», Chile vio mejorada su calificación. Para el resto de países, solo se revisó al alza la calificación de Perú y a la baja la de la República Dominicana. Sin embargo, en el tercer trimestre el mejor clima de los mercados financieros emergentes se tradujo en revisiones al alza de las calificaciones de Brasil, Venezuela y Uruguay.

I.2.2 IMPACTO DE LA POLÍTICA CREDITICIA DE LAS ENTIDADES

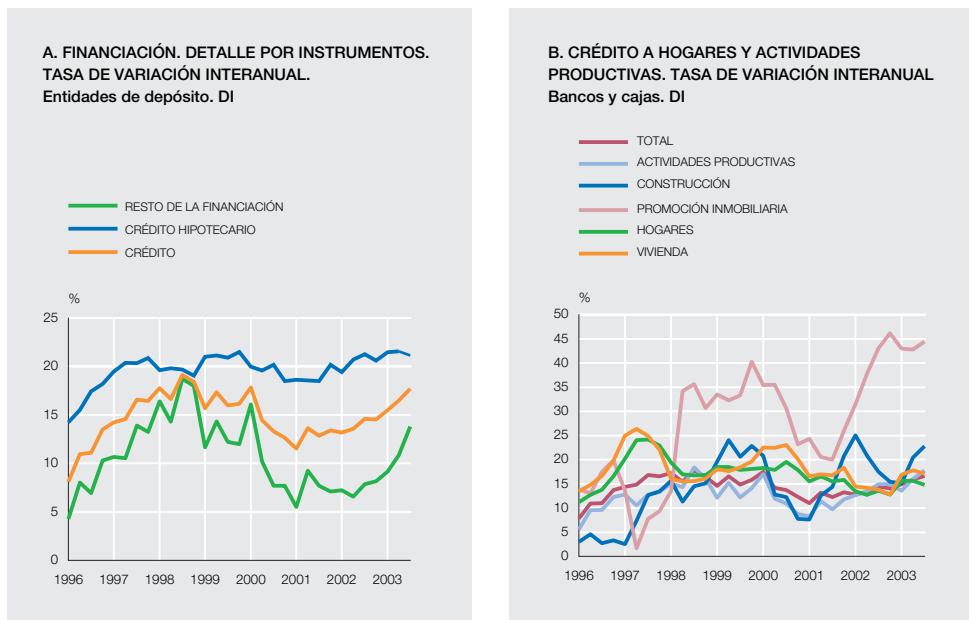
Crecimiento del crédito

La aceleración de la financiación al sector privado residente que se ha producido desde el anterior IEF se debe a la financiación sin garantía hipotecaria (gráfico I.11 A). No obstante, la tasa de crecimiento del crédito hipotecario es superior al resto de instrumentos, aunque en el último año y medio se ha estabilizado (crecimiento del 21,1% en junio de 2004). Entre el resto de instrumentos, la adquisición de renta fija muestra un mayor crecimiento (59,2%), aunque su peso relativo sobre la financiación total es baja (3,5% en junio de 2004). El crédito comercial, los préstamos personales y las cuentas de crédito se han acelerado también a lo largo de 2004. Un análisis de los posibles usos del crédito hipotecario se presenta en el recuadro I.2.

El crédito para la adquisición de vivienda se ha desacelerado en el segundo trimestre de 2004 (hasta el 17,1%), después de la fuerte aceleración experimentada en torno al final de 2003 y comienzo de 2004. En cualquier caso, sigue creciendo muy por encima del crédito al consumo (gráfico I.11 B). En junio de 2004 se ha producido una práctica convergencia de las tasas de crecimiento del crédito a la vivienda, a las actividades productivas y total. No obstante, como ya se ha comentado en la sección introductoria, la evolución del crédito a empresas está muy influenciada por el del sector *inmobiliario*. En los dos últimos años, el crédito a promotores inmobiliarios ha pasado de crecer el 20% hasta el 45%. Un conjunto no despreciable de entidades ha visto cómo su cartera de créditos a promotores aumentaba muy significativamente en un corto espacio de tiempo (cuadro I.2). Por ejemplo, en solo dos años, 72 entidades con un peso relativo en términos del crédito total cercano al 40%, como mínimo, han duplicado su cartera de préstamos al sector inmobiliario; de ellas 26, como mínimo la han triplicado y 15 la han más que quintuplicado. Anteriores IEF han puesto de manifiesto el elevado riesgo de crédito que muestra este sector en las fases de menor crecimiento económico y, por tanto, la necesidad de extremar la admisión, selección y seguimiento de los acreditados.

Titulización de activos

Los importes absolutos de los activos titulizados por las entidades de depósito, tanto hipotecarios como el resto de activos titulizados, han continuado creciendo a lo largo de 2004. Además, el importe de las cédulas hipotecarias también ha aumentado sustancialmente en el primer trimestre, para disminuir ligeramente en el segundo. Se trata de la primera disminución en dos años, y han estado caracterizados por un crecimiento muy intenso: los bancos han multiplicado casi por cinco su stock de cédulas hipotecarias (hasta los 30.000 millones de



FUENTE: Banco de España.

euros), mientras que en las cajas, más familiarizadas con este producto, el importe se ha doblado (hasta cerca de 22.000 millones de euros).

En términos relativos, el conjunto de los activos titulizados y de las cédulas ya representan el 11,7% de la inversión crediticia en el sector privado residente, casi el doble del peso relativo dos años antes (gráfico I.12 A). Entre los activos titulizados predominan los hipotecarios, debido al escaso uso que hacen las cajas de ahorros del resto de posibilidades de titulización. En los bancos ambos tipos de activos tienen un peso similar.

Lógicamente, un aumento sostenido de la titulización de activos tiene que acabar trasladándose a la medición del crecimiento del crédito. Si añadimos los importes titulizados por instrumentos al crédito al sector privado residente del balance se observa, al final del período, un aumento en la tasa de crecimiento del crédito total de unos dos puntos porcentuales, en torno a los tres en los créditos con garantía hipotecaria y casi no hay impacto en el resto (gráfico I.12 B). Aunque los niveles de las tasas de crecimiento aumentan, la evolución tendencial es parecida¹⁰.

Perfil de riesgo
de la cartera crediticia

Entre junio de 2003 y junio de 2004, el perfil de riesgo de la cartera crediticia de las entidades de depósito españolas ha disminuido. La disminución ha sido mayor en los bancos (desde el 0,4% hasta el 0,38%), aunque las cajas presentan un nivel inferior (0,34% en junio de 2004). Esta evolución (gráfico I.13 A y B) responde, fundamentalmente, a la disminución del peso relativo de los activos de riesgo medio-alto (crédito a empresas sin garantías) a favor de los de riesgo medio-bajo (crédito con garantía real distinta de la garantía hipotecaria sobre viviendas con importe financiado inferior al 80% del valor de tasación). Conviene señalar que existe una diferencia sustancial entre la calidad de ambos tipos de garantías, en términos de los incentivos a cumplir con las obligaciones del préstamo y de los importes recuperados, en caso de que se produzca tal incumplimiento.

10. Como ya se comentó en el anterior IEF, la nueva normativa contable no va a permitir dar de baja de balance los activos titulizados, a no ser que exista una sustancial transferencia de riesgo.

El crédito hipotecario concedido por las entidades de depósito al sector privado no financiero está compuesto por el crédito con garantía hipotecaria concedido a los hogares y a las empresas no financieras no solo para la adquisición de vivienda e inmuebles, sino también para cualquier otro uso.

El análisis de la importancia relativa del crédito hipotecario no ligado a transacciones inmobiliarias es relevante desde el punto de vista de la estabilidad financiera, porque este tipo de crédito refuerza la relación entre las variaciones de los precios de los activos inmobiliarios y las decisiones de gasto y de endeudamiento de los hogares y las empresas no financieras. Como resultado, su crecimiento puede afectar a la situación de estos sectores y, por ende, a la del proveedor de esta financiación, el sistema bancario. Así, por ejemplo, la coexistencia de un comportamiento excesivamente expansivo de los precios de la vivienda con una política crediticia relativamente agresiva por parte de las entidades de crédito puede estimular el uso del crédito hipotecario para financiar consumo que en otro caso no hubiera tenido lugar. En estas circunstancias, un ajuste a la baja de los precios en el mercado inmobiliario puede ver intensificados sus efectos macroeconómicos y afectar a la posición financiera de aquellos hogares y empresas que, en la fase expansiva del ciclo e incentivados por el mayor valor de su patrimonio inmobiliario, asumieron un endeudamiento excesivo, que no hubiera tenido lugar en otro caso.

En algunos países, como Estados Unidos y el Reino Unido, la financiación del consumo mediante préstamos con garantía hipotecaria, sobre los que existe abundante información, ha tenido y tiene gran relevancia no solo para explicar el crecimiento de este tipo de crédito, sino también el sostenimiento del consumo en etapas de ralentización económica. Sin embargo, en el área del euro no existen, por el momento, estadísticas armonizadas que permitan analizar los distintos usos del crédito hipotecario. De hecho, en este último caso solo es posible analizar el volumen de crédito ligado al sector inmobiliario, más concretamente el crédito para la adquisición de vivienda, sea o no hipotecario¹.

En España, las entidades solo proporcionan información sobre el crédito a los hogares concedido para la adquisición de vivienda con o sin garantía hipotecaria y sobre el crédito concedido a las empresas no financieras de los sectores de la construcción y de la promoción inmobiliaria que, en general, se supone que se invierte en su totalidad en el sector inmobiliario. Por tanto, a partir de la información disponible no se puede derivar el volumen de crédito hipotecario concedido por las entidades para financiar actividades distintas de las inmobiliarias. Así, en el caso de los hogares, la posible parte del crédito hipotecario destinada a fines distintos de la adquisición y rehabilitación de vivienda estaría incluida en crédito al consumo o en

otros préstamos, según la clasificación establecida en las regulaciones contables vigentes.

El crédito hipotecario destinado a usos distintos de los inmobiliarios es una de las principales vías que tienen los propietarios de riqueza inmobiliaria de movilizar dicha riqueza para financiar sus gastos corrientes sin necesidad de realizar transacciones en el mercado inmobiliario (*mortgage equity withdrawal*, en terminología anglosajona). La financiación hipotecaria del consumo presenta ventajas tanto para los prestatarios como para los prestamistas. En efecto, la existencia de garantías conlleva un coste más bajo para los prestatarios y un menor riesgo de crédito y de consumo de capital para los prestamistas.

La utilización del crédito hipotecario para usos distintos de la adquisición de activos inmobiliarios se ha visto condicionada en algunos países, y en determinados períodos de tiempo, por la normativa legal sobre la constitución y transmisión de hipotecas y su tratamiento fiscal. En la actualidad, en la mayoría de los países de la Unión Europea, es posible utilizar crédito hipotecario para financiar gastos distintos de los ligados al mercado inmobiliario². Sin embargo, solo en Reino Unido y Holanda es posible cuantificar la importancia relativa de estas prácticas³.

En España, a partir de la relación agregada entre el crédito concedido a los hogares para la adquisición de vivienda y la inversión neta de estos en activos inmobiliarios se puede inferir que el crédito hipotecario que financia consumo no ha sido, hasta el momento, demasiado significativo⁴. A pesar de ello, progresivamente está adquiriendo importancia la oferta por parte de las entidades de depósito españolas de productos que permiten este tipo de financiación, fundamentalmente a través de dos modalidades. En algunos casos, los productos ofrecidos permiten obtener un crédito con la garantía de la vivienda habitual y hasta un 80% de su valor (en algunos casos con un límite al volumen absoluto financiado de hasta 150.000 euros) para financiar cualquier necesidad distinta de la adquisición de vivienda con plazos de vencimiento entre 10 y 15 años, y con distintas modalidades de tipo de interés a elegir. En otros casos, las entidades ofrecen productos que permiten utilizar la parte amortizada de un crédito hipotecario concedido en un principio para la adquisición de vivienda para financiar otro tipo de gastos, si bien, en algunos casos, con ciertas limitaciones en cuanto al vencimiento y la cantidad de la que se puede disponer. Aunque hasta el momento este tipo de prácticas no haya tenido una importancia relativa demasiado alta, existen indicios de que, al menos, esta ha aumentado en los últimos años, por lo que resulta interesante seguir estos desarrollos.

1. Véase Regulación (EC) n.º 2423/2001 del Banco Central Europeo, de 22 de noviembre de 2001.

2. ECB (2003), *Structural Factors in the EU Housing Markets*, y European Mortgage Federation (2002), *Efficiency of Mortgage collateral in the European Union*. 3. Bank of England (2001), «Mortgage Equity Withdrawal and Consumption», *Quarterly Bulletin*, primavera, y De Nederlandsche Bank (2003), «Financial Behaviour of Dutch Households», *Quarterly Bulletin*, septiembre. 4. Banco de España (2003), «¿Aprovechan los hogares la revalorización de su riqueza inmobiliaria para financiar un aumento del consumo?», *Boletín Económico*, marzo.

CRECIMIENTO DE LA FINANCIACIÓN A PROMOTORES INMOBILIARIOS

CUADRO I.2

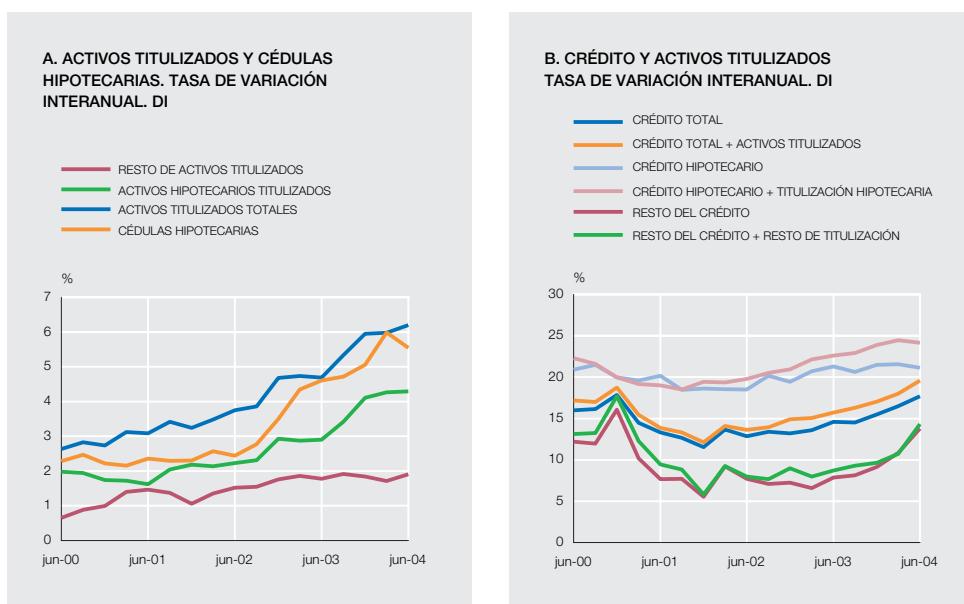
	NÚMERO	PESO EN EL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO RESIDENTE	PESO EN EL CRÉDITO A LA PROMOCIÓN INMOBILIARIA
Entidades sin operativa en el período	69	1,3	
Entidades que no operaban en 2002	13	0,7	3,0
Entidades con una tasa de crecimiento entre junio de 2002 y junio de 2004			
Negativa	47	4,3	0,8
Entre 0% y 50%	37	8,0	4,2
Entre 50% y 75%	19	39,5	39,1
Entre 75% y 100%	9	8,2	9,2
Entre 100% y 200%	46	25,1	24,4
Entre 200% y 300%	6	5,8	7,3
Entre 300% y 400%	5	4,1	7,3
Más del 400%	15	3,2	4,8

FUENTE: Banco de España.

TITULIZACIÓN DE ACTIVOS DEL SECTOR PRIVADO RESIDENTE

GRÁFICO I.12

Entidades de depósito



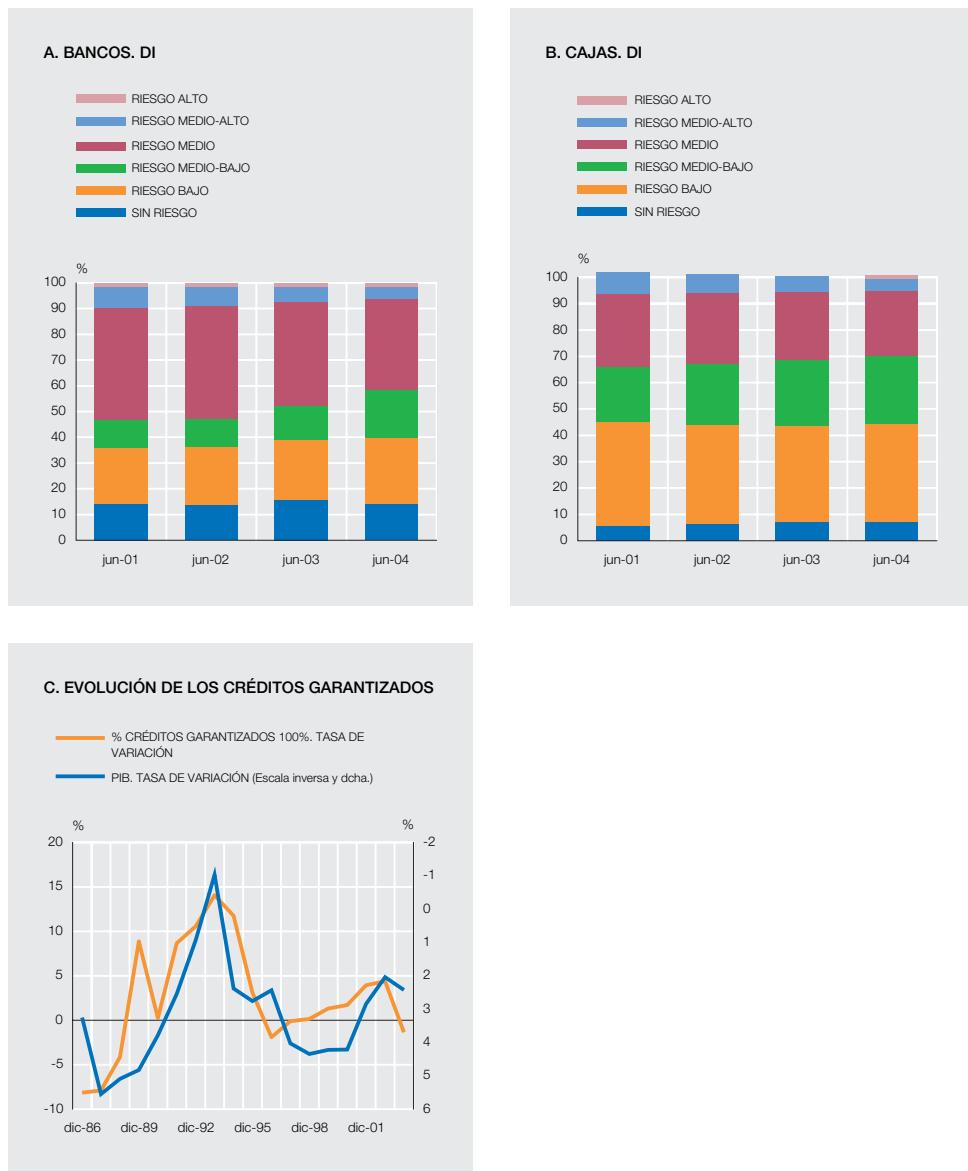
FUENTE: Banco de España.

Existe una relación negativa y muy significativa entre la tasa de variación del PIB (la posición cíclica de la economía) y la probabilidad de exigir garantías en una operación de préstamo a una empresa¹¹. Es decir, en las fases expansivas las entidades rebajan las exigencias de garantías, mientras que las aumentan en las fases menos favorables. El cambio del perfil de riesgo en el último año, al menos en las operaciones con empresas, muestra que están incrementando el número de operaciones con garantías reales. Con una perspectiva temporal amplia (gráfico I.13 C), se observa una aceleración en el peso relativo de las operaciones con

11. Un análisis más detallado puede verse en el trabajo de G. Jiménez, V. Salas y J. Saurina (2004) *Determinants of collateral*, de próxima publicación como Documento de Trabajo del Banco de España.

PERFIL DE RIESGO

GRÁFICO I.13



FUENTES: Banco de España e INE.

garantía en las fases de ralentización de la actividad económica y una desaceleración, o incluso caída, de dicho peso relativo en las fases expansivas (el coeficiente de correlación entre la variación del PIB y la del porcentaje de operaciones garantizadas de -0,64, significativo al 1%).

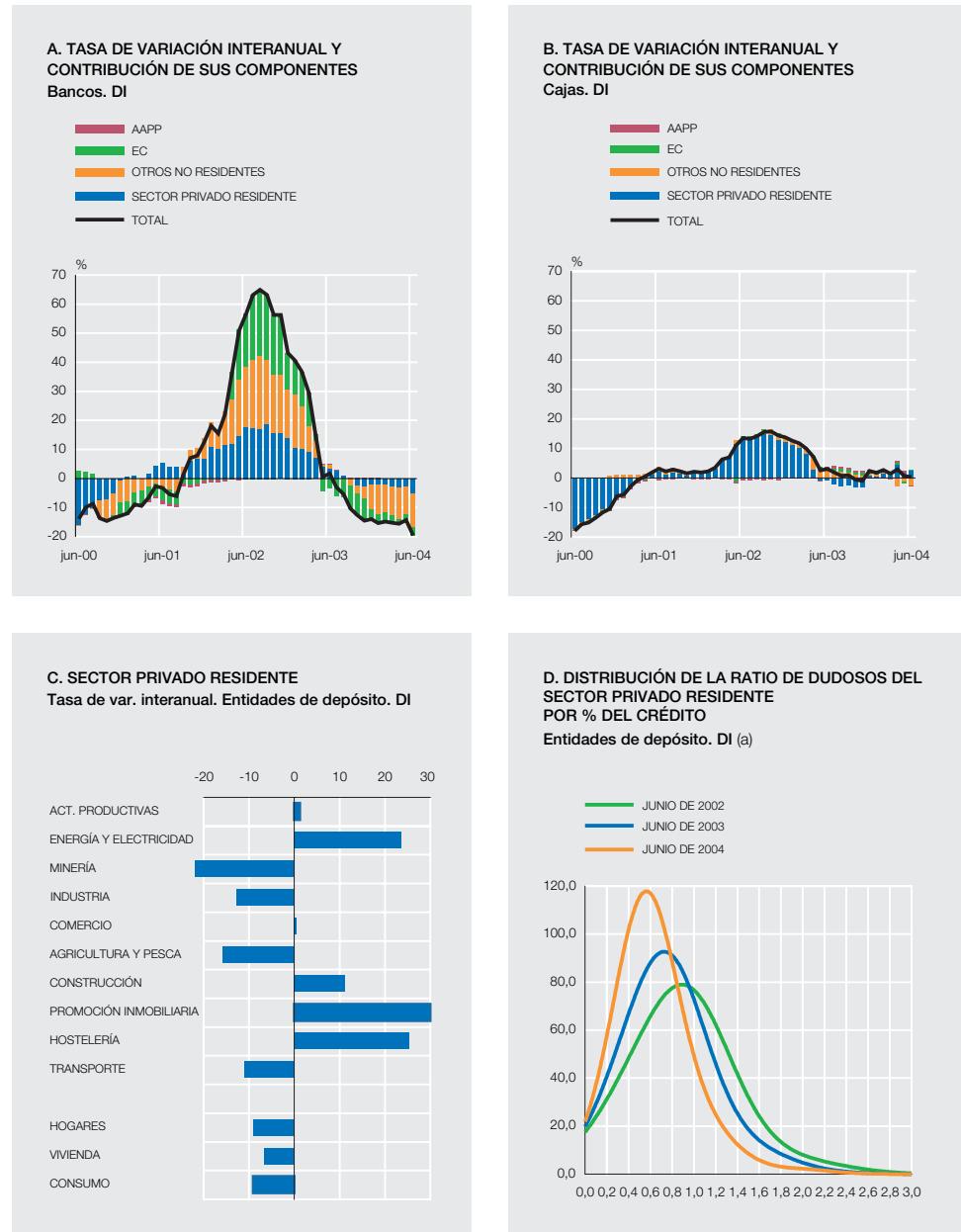
Activos dudosos

Los activos dudosos totales han seguido disminuyendo en valor absoluto en las entidades individuales. No solo han disminuido los dudosos con el sector no residente y las entidades de crédito, sino que también han disminuido ligeramente los dudosos del sector privado residente (gráfico I.14 A y B), que representan en torno al 85% de los dudosos totales de las entidades de depósito, en un contexto de crecimiento significativo de la actividad económica en España y bajos niveles de tipos de interés.

La desagregación de la evolución de los activos dudosos del sector privado residente entre empresas y hogares y, dentro de ambos, en los diferentes segmentos (gráfico I.14C) muestra que solo están aumentando los activos dudosos de manera significativa en los sectores de

ACTIVOS DUDOSOS

GRÁFICO I.14



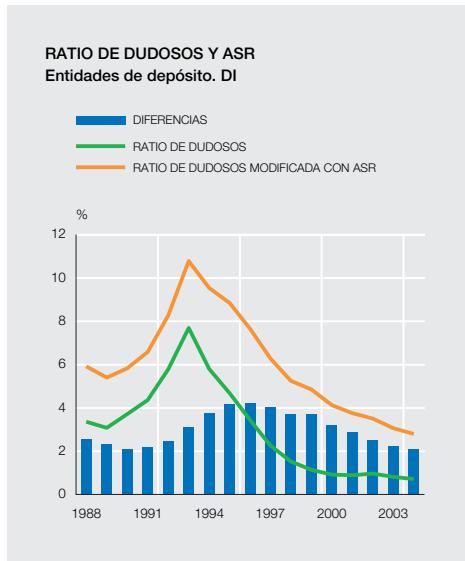
FUENTE: Banco de España.

a. Tanto en este caso como en el resto del IEF, la función de densidad se aproxima mediante un estimador *kernel*.

construcción y promoción inmobiliaria y hostelería, sin que, de momento, afecte a las ratios de morosidad, debido al mayor crecimiento del crédito a dichos sectores.

La distribución de la ratio de morosidad del sector privado residente ha continuado mejorando, poniendo de manifiesto que el descenso de los activos dudosos (y también el crecimiento del crédito) es un fenómeno generalizado entre las entidades de depósito españolas (gráfico I.14 D). Aunque 101 entidades tienen una ratio de morosidad superior al 1%, su peso relativo sobre el crédito al sector privado residente es muy reducido (10,8%), lo que refuerza la estabilidad del sistema bancario español.

El crecimiento del crédito bancario y de la actividad económica son dos elementos estrechamente positivamente relacionados; es decir, la financiación otorgada por las entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

presenta un perfil procíclico. No obstante, existen además argumentos teóricos (miopía frente a los desastres, comportamiento gregario, problemas de agencia, hipótesis de la memoria institucional) que explican que dicho perfil del crédito bancario pueda resultar excesivamente procíclico. Este último comportamiento, caracterizado por una disminución de los estándares de la política crediticia de las entidades (admisión, concesión, seguimiento del riesgo y condiciones de las operaciones, incluyendo plazo, garantías y prima de riesgo) en las fases económicas expansivas, se traduce en unas ratios de morosidad muy bajas en dichas fases, que, al cambiar el ciclo económico, aumentan considerablemente, lo que pone de manifiesto los errores cometidos en la política crediticia de la fase expansiva. Dichos errores pueden permanecer larvados durante largo tiempo. Estos elementos de prociclicidad del crédito, si son muy acentuados, constituyen una de las mayores amenazas para la estabilidad de un sistema financiero.

En España existe evidencia empírica de que un deterioro de la política crediticia de las entidades se acaba traduciendo, con un desfase elevado, en un aumento de las ratios de morosidad. En efecto, existe una relación positiva y muy significativa entre el crecimiento del crédito hoy y la ratio de morosidad cuatro años más tarde¹². Esta evidencia no solo corrobora los argumentos teóricos que subyacen a la prociclicidad del crédito, sino que, además, fundamenta una política de regulación bancaria que incorpore elementos contracíclicos, por ejemplo, a través de las dotaciones a insolvencias.

Activos en suspenso regularizados

La normativa contable española obliga a dar de baja de balance los activos dudosos transcurridos tres años (seis si tienen garantía hipotecaria) desde su entrada en mora. Dichos activos están provisionados completamente; es decir, han sido saneados con cargo a la cuenta de resultados. Al darlos de baja de balance se registran en cuentas de orden en el epígrafe activos en suspenso regularizados (ASR), que disminuye si se recupera el importe efectivo adeudado (abonándose dicho importe en la cuenta de resultados), si la entidad se adjudica inmovilizado en pago de la deuda pendiente o si se condonan o prescriben definitivamente. Si añadimos los ASR a los activos dudosos de balance, obtenemos una medida de los activos

12. Un análisis más detallado puede verse en el trabajo no publicado de G. Jiménez y J. Saurina (2004) «Credit cycles, credit risk, and prudential regulation».

dañados totales, estén o no provisionados completamente, que, en cierta forma, al dividirla por la inversión crediticia total más los ASR, podemos interpretar como una cota máxima de la ratio de pérdidas por riesgo de crédito (pérdidas que pueden remontarse muchos años atrás). Dicha cota máxima se sitúa entre 2 y 4 pp por encima de la ratio de dudosos, dependiendo del período (gráfico I.15). No obstante, el perfil cíclico prácticamente no se ve alterado¹³.

I.3 Riesgo de liquidez

MERCADOS

El tono negativo de la liquidez en los sistemas electrónicos europeos de contratación de deuda, que ya se apuntaba en el anterior IEF, ha tenido continuidad en los meses transcurridos desde entonces. La expresión cuantitativa de este empeoramiento de la liquidez se observa en la debilidad de los volúmenes contratados en los sistemas electrónicos MTS o SENAF¹⁴.

Un suceso excepcional acontecido a comienzos de agosto ha puesto también a prueba la liquidez y el funcionamiento de los mercados electrónicos de deuda en Europa. En dos tandas masivas de órdenes introducidas en distintos mercados, una primera consistente en instrucciones de venta y otra posterior de órdenes de compra, uno de los mayores bancos del mundo agotó la liquidez disponible en el mercado en esos momentos. Tras la ejecución en el espacio de un minuto de ventas por un importe cercano a los 11.000 millones de euros, de los cuales 455 millones fueron sobre bonos españoles, dicha entidad recompró bonos una hora más tarde por un valor próximo a los 4.000 millones de euros.

El suceso está siendo analizado desde distintas vertientes. Los reguladores competentes han iniciado investigaciones sobre el trasfondo del asunto. La valoración del suceso desde un punto de vista de estabilidad financiera presenta rasgos duales. Por un lado, parece positiva la profundidad que manifestó el mercado en unas fechas especialmente poco propicias. Sin embargo, la coexistencia de esa profundidad y de un reducido nivel de contratación cuestiona la calidad de la misma. En este sentido, los reguladores y emisores son conscientes de las posibilidades que ofrece la tecnología electrónica no solo para orquestar una operación masiva como la descrita, sino también para gestionar la probabilidad de ejecución de órdenes introducidas en el sistema.

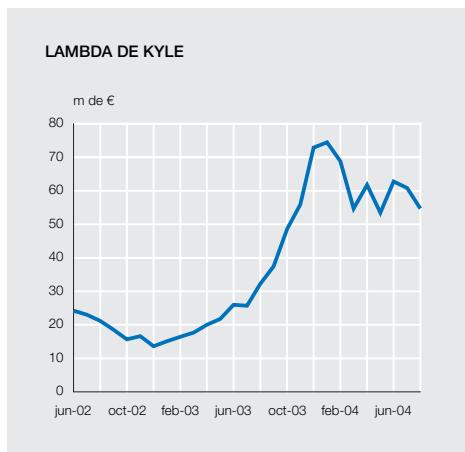
En el *mercado bursátil* español, el crecimiento de la profundidad del IBEX 35, medida en términos de la lambda de Kyle, parámetro que se determina como el efectivo medio necesario para desplazar el precio de un valor o de un índice un 1%, reafirma, en una perspectiva de medio plazo, la positiva evolución de la liquidez que se identificaba en términos de volúmenes contratados en anteriores IEF (gráfico I.16). Sin embargo, las horquillas medias de los tres valores de mayor capitalización del mercado español han seguido manteniéndose estables.

En el *mercado de cambios*, uno de los hechos más significativos en relación con su liquidez es la creciente expansión que está registrando el *prime brokerage*, servicio bajo el cual los clientes de una entidad mayorista traspasan a esta el procesamiento de las órdenes que los primeros desean cursar en el mercado al por mayor. Así, por ejemplo, el broker electrónico de cambios EBS ha ampliado sus servicios de EBS Prime a los *hedge funds*.

ENTIDADES

El análisis de la liquidez de las entidades de depósito exige un conocimiento detallado del plazo remanente de los activos y pasivos. A través de la información sobre activos y pasivos

13. Si a la ratio anterior le añadiéramos el inmovilizado procedente de adjudicaciones y recuperaciones, el importe prácticamente sería el mismo, al menos desde 1999, primera fecha disponible de este último concepto. **14.** Conviene señalar que es esta perspectiva, y no una basada en diferenciales de compraventa vigentes, la que permite valorar mejor la liquidez en mercados como los referidos, donde los miembros tienen obligaciones vinculantes de cotizar posiciones de compra y venta dentro de horquillas de precios predeterminadas.



FUENTE: Sociedad de Bolsas.

clasificados por plazo remanente, es decir, hasta el vencimiento de la operación, es posible obtener una aproximación a los desajustes de liquidez por plazos. Se trata de una aproximación porque en algunos epígrafes, con un peso sustancial, es difícil conocer el plazo remanente efectivo. Este es el caso de los depósitos a la vista (cuentas corrientes y de ahorro), que, aunque teóricamente pueden traducirse en una exigencia de liquidez inmediata, presentan saldos medios que suelen tener una elevada permanencia. La amortización anticipada de los préstamos también puede llegar a distorsionar el plazo remanente medio del activo.

La estructura de los activos y pasivos de las entidades de depósito españolas en los últimos cinco años (gráfico I.17 A y B) muestra la preponderancia, como cabía esperar, de los activos y pasivos más líquidos (hasta un mes), seguidos de las operaciones a más de cinco años (o con plazo de vencimiento indeterminado)¹⁵. Estas últimas operaciones han ganado peso de forma continua en los últimos años a costa, fundamentalmente, de las operaciones hasta un mes. Esta evolución se ha traducido en un alargamiento del plazo medio del activo¹⁶, para bancos y cajas, en torno a dos años desde 1999 (desde algo menos de cuatro años hasta los actuales seis años), más pronunciado en el crédito al sector privado residente (desde algo más de cinco años hasta ocho años) y, en particular, en el crédito con garantía real (desde los ocho años hasta cerca de los trece años).

La diferencia entre los activos y los pasivos por plazos remanentes (gráfico I.17 C), conocida como desfases, brechas o *gaps* de liquidez, muestra una posición corta hasta el plazo de un año que se invierte ya a partir del año, con unos importes crecientes a lo largo del tiempo, pero relativamente reducidos en términos del activo total (gráfico I.17 D)¹⁷. Tanto la estructura temporal de los desfases como sus importes relativos se encuentran dentro de lo esperable para un tipo de entidades acostumbradas a la gestión activa de su liquidez¹⁸.

15. Los activos líquidos incluyen los siguientes epígrafes: caja, bancos centrales, inversión en entidades de crédito y las carteras de valores públicos, de negociación e inversión ordinaria (ajustadas de sus minusvalías latentes). Los pasivos líquidos incluyen: bancos centrales, pasivos con entidades de crédito, cuentas de recaudación y, como hipótesis, un 25% del resto de pasivos a la vista. 16. Las entidades informan del plazo medio de su activo, pero no del pasivo. Para el cálculo del plazo medio del pasivo sería necesaria la consideración de una serie de hipótesis que condicionarían de forma muy importante el resultado. 17. Una hipótesis diferente sobre los pasivos a la vista (por ejemplo, su consideración total) se traduce, lógicamente, en unas posiciones cortas hasta un mes y largas a más de cinco años sustancialmente mayores, aunque las conclusiones cualitativas respecto a la evolución tendencial siguen siendo válidas. En cualquier caso, considerar todos los depósitos a la vista como exigibles a muy corto plazo parece una hipótesis extrema, difícilmente observable en la realidad. 18. Conviene matizar que este análisis es para el conjunto de entidades de depósito y sin distinguir por monedas. En algunas entidades concretas los desfases pueden ser más acentuados.

PLAZOS REMANENTES DEL ACTIVO Y PASIVO BANCARIO

GRÁFICO I.17

Bancos y cajas



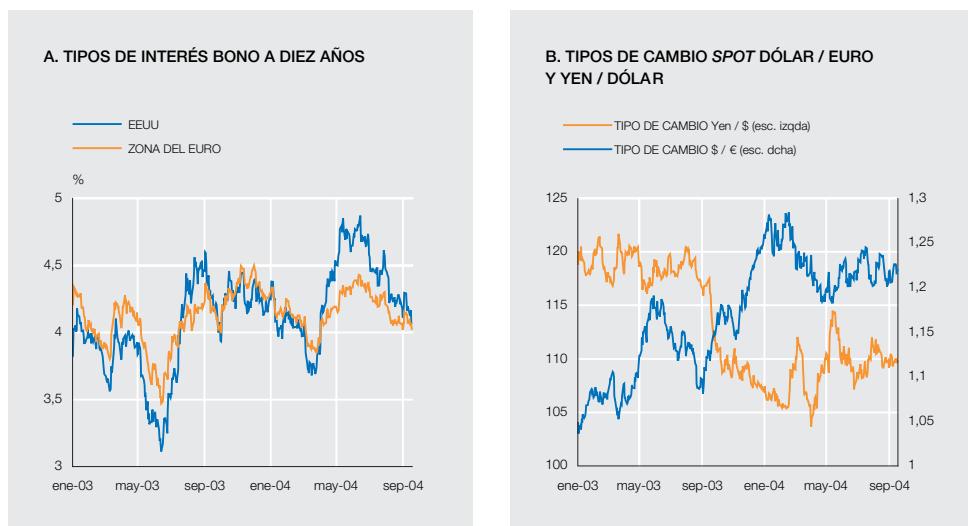
FUENTE: Banco de España.

I.4 Riesgo de mercado

MERCADOS

La evolución financiera internacional, sobre todo a partir de abril de 2004, estuvo condicionada por el cambio en las expectativas de mercado sobre la cuantía y el horizonte temporal de las elevaciones de los *tipos de interés oficiales* en Estados Unidos. La evidencia de un ritmo de actividad sólido, mejoras en el mercado de trabajo, moderados incrementos en las presiones inflacionistas y un cambio en el tono y mensaje de los comunicados de enero y marzo de la Reserva Federal prepararon a los mercados para el ajuste a una política monetaria menos laxa.

Estas expectativas se corroboraron posteriormente. El 30 de junio se produjo el primer movimiento de los tipos oficiales, con un incremento de 25 pb, al cual han seguido dos movimientos adicionales, en julio y septiembre, hasta situar la tasa objetivo de los fondos federales en el 1,75%. Las expectativas de mercado sobre los tipos de interés oficiales apuntan un incre-



FUENTE: DataStream.

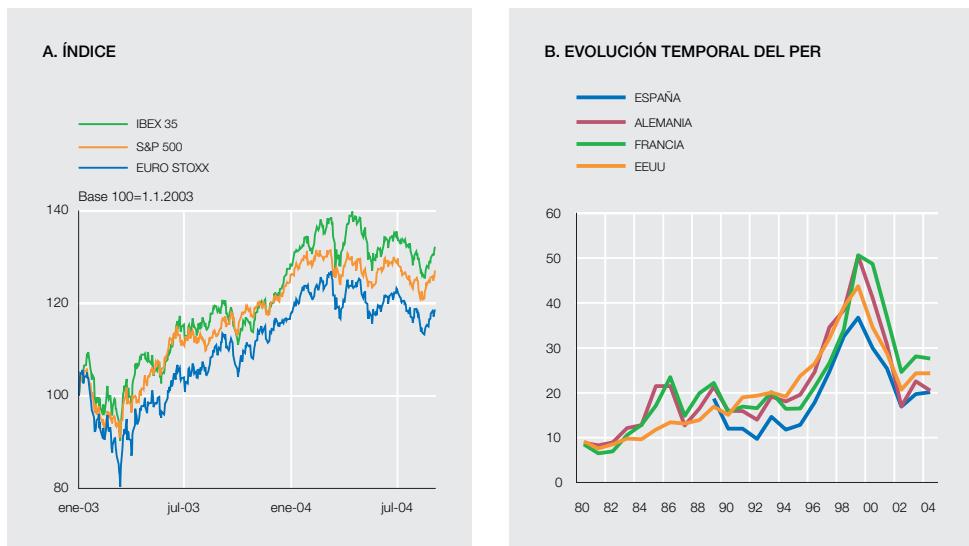
mento adicional muy gradual de los mismos, que situaría el tipo de interés en el 2% a finales de 2004.

La reacción de los mercados al movimiento de los tipos de interés oficiales en EEUU ha sido, en el conjunto del período, muy ordenada, sin que se hayan materializado los riesgos de ajustes bruscos asociados al volumen elevado de operaciones de arbitraje (*carry trades*) entre tipos a corto muy reducidos, con expectativas de mantenimiento prolongado de los mismos en torno a esos niveles, y unos tipos a largo plazo o en activos de mayor riesgo (soberano o corporativo) más atractivos. La política de comunicación de la Reserva Federal y el ritmo elevado de actividad han contribuido decisivamente a esta evolución.

En los *mercados monetarios* del área del euro, los tipos de interés negociados aumentaron durante la primera mitad del año a partir del plazo de tres meses, reflejando así expectativas de un aumento moderado en el tipo de intervención del BCE hacia finales de año. No obstante, estos movimientos se han corregido parcialmente durante el tercer trimestre.

Los *tipos de interés a largo plazo* en EEUU inicialmente aumentaron significativamente en respuesta al reajuste en las expectativas de mercado sobre los tipos oficiales (gráfico I.18 A). No obstante, esta reacción fue transitoria y luego iniciaron una tendencia bajista, que permitió situarlos en niveles en torno al 4%. Es importante notar que las oscilaciones de los mercados de bonos, tras la reacción inicial mencionada, estuvieron más condicionadas por la evolución de los fundamentos en términos de precios y crecimiento económico que por los movimientos de los tipos oficiales. Además, también se produjo una diferenciación en el comportamiento de los tipos de interés a largo plazo por áreas geográficas, no tanto en la dirección del movimiento de los mismos como en su intensidad.

Así, en los *mercados de deuda pública* de la UEM, tras la trayectoria descendente observada durante los primeros meses del año, las rentabilidades a largo plazo mostraron una evolución alcista entre abril y junio, movimiento que fue, no obstante, inferior al observado en EEUU, por lo que el diferencial entre la referencia a diez años de dicho país y la de la UEM volvió a ser positiva. Posteriormente, los tipos a largo plazo han vuelto a reducirse, en parte como reflejo de algunas incertidumbres sobre el crecimiento económico global. De este modo, a mediados



FUENTES: DataStream, Morgan Stanley y Banco de España.

de septiembre la rentabilidad de la referencia del área del euro a diez años se situaba en el 4,08%, 22 pb por debajo de los valores observados a finales de 2003.

En los *mercados de divisas* destacó la elevada estabilidad del dólar frente a las principales monedas, en torno a 1,20 dólares por euro y 110 yenes por dólar (gráfico I.18 B). Es notorio que el dólar no haya reaccionado a factores tales como el movimiento en los tipos de interés a corto plazo en EEUU, el fuerte incremento en el precio y en la volatilidad de la cotización del crudo o el deterioro adicional registrado por el déficit exterior estadounidense. En todo caso, la dependencia de EEUU de la adquisición, por parte de no residentes, de activos de renta fija, privada y pública, sigue ofreciendo un elemento de riesgo para la evolución de la divisa norteamericana. Este riesgo podría ser particularmente grave para algunas áreas económicas, que presentan un crecimiento económico débil, ya que se enfrentarían a una fuerte apreciación de su moneda, en un contexto de elevados precios del petróleo.

Los mercados de *renta variable* registraron un comportamiento relativamente átono, sin que las cotizaciones a finales de agosto de los principales índices bursátiles difieran en gran medida de las observadas a inicios del año (gráfico I.19 A). En este sentido, los mercados parecen haber consolidado el fuerte repunte de las cotizaciones observado en la segunda mitad de 2003. En concreto, en la UEM las cotizaciones bursátiles no presentaron, durante los tres primeros trimestres del año una tendencia definida. Así, tras períodos de alzas se observaron episodios, ligados en varias ocasiones a la evolución ascendente en el precio del petróleo, en los que los precios negociados mostraron descensos que vinieron acompañados de un aumento de las volatilidades. De este modo, a mediados de septiembre el DJ Euro Stoxx presentaba una ganancia del 3% en relación con el cierre de 2003, al tiempo que la volatilidad implícita era moderada. Por sectores, destaca la revalorización de las empresas farmacéuticas y de servicios financieros (20,7% y 18%, respectivamente). En contraste, los sectores de tecnología y consumo cíclico mostraban pérdidas respectivas del 16% y 7,5%.

En el caso de las *bolsas españolas*, el IBEX 35 acumulaba una mejora del 4,9%. Las mayores alzas se registraron en las sociedades de las ramas de servicios de mercado (22,5%) y de bienes de inversión e intermedios (19,5%), mientras que el índice de servicios financieros

descendió un 3,5% durante el mismo período. Esta evolución de las cotizaciones, junto con el comportamiento de los beneficios empresariales, determinaron escasos movimientos de las ratios PER, por lo que continúan todavía algo por encima de sus valores medios históricos en las principales bolsas (gráfico I.19 B).

En resumen, tal como ya se señaló en el anterior IEF, y aunque la probabilidad no parece elevada, los principales riesgos para la evolución financiera internacional podrían derivarse de un cambio en la percepción de los mercados sobre la evolución de los tipos de interés oficiales en EEUU que provocara una depreciación desordenada del dólar, un repunte de los tipos de interés a largo plazo o una combinación de ambos efectos.

LATINOAMÉRICA

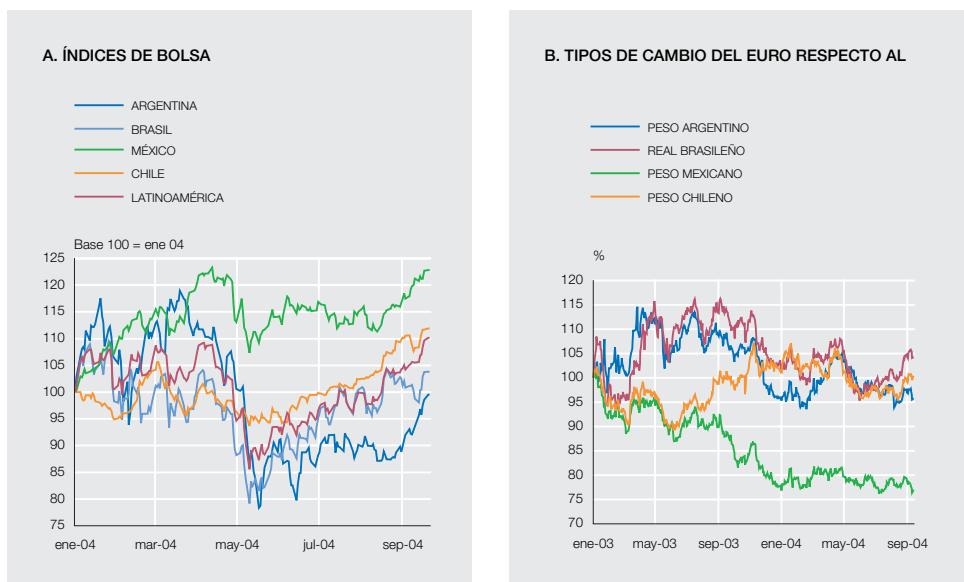
El comportamiento *bursátil* en Latinoamérica en el primer semestre de 2004 fue, en su conjunto, algo más positivo que en los países desarrollados y otros países emergentes, aunque estuvo muy lejos de las fuertes subidas experimentadas en el segundo semestre de 2003. Así, tomando como referencia un índice regional, durante este primer semestre los mercados bursátiles, tras oscilaciones significativas en abril y mayo, descendieron en conjunto un 3,5%. En cualquier caso, se produjeron diferencias sustanciales entre países. México experimentó subidas del 15%, mientras que Brasil y Argentina sufrieron descensos. Desde mediados de año, el comportamiento está siendo más positivo, con avances generalizados, de tal modo que, con la excepción de Argentina (afectada por la reestructuración de la deuda), todos los países a finales de septiembre acumulan ganancias desde el inicio del año y el índice regional se revalorizaba en un 10% (gráfico I.20 A).

En los *mercados de cambios*, la evolución de las principales divisas latinoamericanas respecto al euro durante 2004 puede dividirse en tres períodos (gráfico I.20 B): el primero, hasta abril, donde se observa una ligera apreciación; el segundo, desde mediados de abril hasta finales de junio, de depreciaciones casi generalizadas; y el tercero, con apreciación de casi todas las monedas (el peso argentino y el peso mexicano serían las excepciones, pues se mantuvieron estables). Los tres períodos coincidieron con los cambios que se produjeron en los mercados de bonos de los países desarrollados ante la evolución de las expectativas sobre las subidas de tipos de interés en EEUU. Por otro lado, Venezuela devaluó el bolívar un 20% en febrero, manteniendo una relativa estabilidad desde entonces.

La inestabilidad financiera de mediados de abril, asociada a los avatares de los mercados desarrollados, se reflejó en la reducción del ritmo de *emisiones soberanas* en el mercado primario de deuda. Así, aunque durante el primer trimestre de 2004 las emisiones se elevaron por encima de los 11.000 millones de dólares, niveles similares a los del mismo período de 2003, en el segundo trimestre se limitaron a 6.800 millones de dólares, por debajo del mismo trimestre del año anterior. Desde junio, sin embargo, se ha vuelto a reactivar el mercado y las emisiones del tercer trimestre confirman esta mejor evolución.

De cualquier forma, durante 2004 se ha producido una pérdida progresiva de peso de la región latinoamericana en las emisiones realizadas por los países emergentes, no solo en el mercado de bonos, sino también en el de acciones y de préstamos sindicados. Al considerar la distribución de emisiones en el mercado primario de deuda por países, destacan México (más de un 40% del total) y Brasil (más de un 30% del total).

Es importante destacar que la mejora de la situación y de las perspectivas financieras no se ha reflejado en una reactivación de la *inversión directa del exterior*, al menos durante el primer semestre de 2004. Los flujos permanecen estabilizados en Brasil, en el entorno de los 10.000



FUENTE: DataStream

millones de dólares anuales. El repunte observado en México durante el primer semestre del año (10.300 millones de dólares) responde a una operación puntual.

ENTIDADES

RIESGO DE TIPO DE INTERÉS

Respecto al *riesgo de tipo de interés* asociado a la *cartera de negociación*, la normativa vigente establece unas necesidades de recursos propios mínimos específicos. Estas necesidades se pueden calcular mediante un método estandarizado de medición del riesgo o bien mediante modelos internos desarrollados por las entidades, siempre y cuando dichos modelos, que tienen que cumplir determinados requisitos, hayan sido validados por el Banco de España. Esta última posibilidad fue abierta en septiembre del 2003 a través de la CBE 3/2003.

En la información pública suministrada por las entidades es posible encontrar estimaciones del VaR (diario y/o medio, mínimo y máximo) de sus carteras de negociación. Los métodos utilizados para el cálculo del VaR difieren entre entidades, así como, también, el grado de detalle de la información. Por ello, no es fácil realizar comparaciones entre entidades a partir de los mismos.

No obstante, según los datos publicados en los informes anuales de las entidades de depósito de mayor tamaño, los VaR de la cartera de negociación estimados (con un nivel de confianza del 99% y a un horizonte de un día) suponen porcentajes muy poco significativos de los recursos propios de las entidades. En general, el VaR de las carteras de negociación de las grandes entidades no superó en media en el 2003 el 0,2% del *tier 1* y, en algunos casos, ni el 0,1%¹⁹. Además, según los VaR de la cartera de negociación publicados por las grandes entidades de depósito españolas, en el 2003 se produjo un reducción generalizada del riesgo de mercado asociado a dicha cartera.

Como es sabido, en la normativa vigente no se establecen recursos propios mínimos específicos asociados al *riesgo de tipo de interés estructural* (*riesgo de tipo de interés en el banking*

19. Para facilitar la comparación entre entidades, las estimaciones del VaR mencionadas se refieren a la totalidad del riesgo de mercado y no solo al riesgo de interés de las carteras, lo que, en general, refuerza aún más las conclusiones sobre el bajo nivel de riesgo de tipo de interés en las carteras de negociación de las entidades de depósito españolas.

book, en terminología anglosajona). No obstante, los servicios de supervisión del Banco de España realizan un seguimiento y análisis de este riesgo y de las herramientas disponibles de control interno en cada entidad. Este enfoque está en línea con lo establecido en el Pilar II del nuevo marco de capital que ha anunciado el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS).

En la mayoría de las instituciones, el análisis de la estructura de *gaps* de vencimientos del total de sus activos y pasivos (vencimiento residual en el caso de los contratos a tipo de interés fijo y tiempo restante hasta la siguiente revisión del tipo de interés en el caso de los contratos a tipo de interés variable), junto con el análisis de la duración del activo y pasivo, son las principales herramientas de análisis del riesgo de interés estructural. Adicionalmente, las entidades pueden utilizar también técnicas de simulación, tanto estáticas como dinámicas. Estas herramientas permiten a las entidades evaluar el impacto sobre el margen financiero y sobre el valor económico de la entidad de hipotéticas variaciones en los tipos de interés. Sin embargo, aunque las entidades realizan dichos análisis de sensibilidad, en la mayoría de los casos los resultados no se publican²⁰. Por ello, resulta difícil realizar alguna generalización a partir de la información pública disponible.

Hay que tener en cuenta que la sensibilidad de las entidades de depósito a una variación en los tipos de interés dependerá no solo del riesgo de interés asumido, sino también de cómo el riesgo de crédito se vea afectado en los diversos escenarios de variaciones en los tipos de interés. Así, por ejemplo, una subida de tipos de interés no solo afecta a los beneficios de una entidad vía *gaps* de vencimientos y duración, sino que también puede afectar a la posición financiera de sus prestatarios. La importancia relativa de estos efectos dependerá no solo de la especialización de cada entidad y de la magnitud de la variación de los tipos, sino también del nivel de endeudamiento de los acreditados.

20. La mayoría de entidades publica solo su matriz de vencimientos o repreciaciones, pero no el impacto en el margen financiero o en el valor económico de una determinada variación de los tipos de interés.

II Rentabilidad

II.1 Situación general de la rentabilidad

En el primer semestre de 2004, la actividad de las entidades de depósito se ha desarrollado en un contexto económico caracterizado por la mejora de las perspectivas de recuperación de las principales economías y un mayor crecimiento en los países latinoamericanos. Ello ha permitido la consolidación del crecimiento de los resultados de las entidades de depósito españolas, que, en esta ocasión, se ha fundamentado en la recuperación, en valor absoluto, de todos los márgenes, a pesar de que los diferenciales de tipos de interés han continuado estrechándose y de que la evolución de las cotizaciones bursátiles en el segundo trimestre del año han incidido negativamente en los resultados de las entidades. Esta recuperación incluye un cierto impacto negativo de la conversión a euros de las magnitudes relativas a los negocios en el extranjero, menos importante que en semestres anteriores.

El resultado neto atribuido al grupo se ha acelerado hasta el 19,6% en las entidades de depósito¹ (cuadro II.1)², con un aumento de 7 pb en términos de ATM, hasta el 0,91%. Este crecimiento del resultado neto atribuido al grupo, que ha excedido ampliamente al de los recursos propios medios del grupo (9,2%), es lo que ha permitido un aumento del ROE del conjunto de las entidades de depósito de 1,3 pp, hasta situarse en el 15,3% (gráfico II.1A). Con ello, el diferencial de rentabilidad respecto a la deuda pública ha vuelto a aumentar por segundo año consecutivo, hasta situarse en los 11 pp.

Para el conjunto de entidades de depósito (gráfico II.1 B), la evolución del ROE en el último año responde³, en primer lugar, a menores dotaciones y saneamientos, tanto de insolvencias como del fondo de comercio, lo que se refleja en la contribución positiva a la evolución del ROE del cociente entre el resultado neto del grupo y el margen de explotación. En segundo lugar, las mejoras en la ratio de eficiencia han continuado contribuyendo de forma significativa a los aumentos de rentabilidad. Ambos factores han sido minorados por el impacto negativo de la productividad de los activos ponderados por riesgo, debido a que el crecimiento del margen ordinario se ha situado muy por debajo del crecimiento de dichos activos. Finalmente, el impacto del perfil de riesgo del activo, del apalancamiento y de la calidad de los recursos propios ha sido mínimo.

El margen de intermediación ha iniciado su recuperación en las entidades de depósito, tras las caídas de los últimos semestres. La descomposición de la variación interanual del margen (gráfico II.2 A) revela que, al igual que en 2002, el crecimiento de este margen⁴ (6%) se ha basado en la expansión de los activos financieros rentables, contrarrestada por un mayor

1. En este capítulo del IEF y en el siguiente no se incluyen las sucursales de la banca extranjera con origen en el resto de países de la Unión Europea, ya que este subgrupo no está sujeto a requerimientos de recursos propios en España. De esta forma se mantiene constante el número de entidades analizadas en ambos capítulos. En cualquier caso, el peso relativo de las entidades excluidas es muy reducido. 2. La cuenta de resultados analítica que aparece en este capítulo presenta, en algunas agrupaciones de epígrafes, ciertas diferencias con la cuenta de resultados pública. 3. En el anterior IEF (recuadro II.1) se explicó con detalle esta descomposición de la evolución del ROE en seis elementos: el cociente entre el resultado neto del grupo y el margen de explotación (RNG/ME), uno menos la ratio de eficiencia (equivalente al cociente entre el margen de explotación y el ordinario, ME/MO), la productividad de los activos ajustados por riesgo (MO/APR), el perfil de riesgo del activo (APR/A), el apalancamiento ($A/(T_1+T_2)$) y la calidad de los recursos propios ($(T_1+T_2)/RRPP$). 4. La variación del MI, esto es, $\Delta MI = (rAt \times At - rPt \times Pt) - (rAt - 1 \times At - 1 - rPt - 1 \times Pt - 1)$, donde A, P, rA y rP denotan, respectivamente, los activos financieros rentables, los pasivos financieros onerosos, la rentabilidad media de los activos financieros rentables y el coste medio de los pasivos financieros onerosos, se puede expresar como suma de cinco efectos: 1) el efecto volumen de activos: $rAt - 1 \times (At - At - 1)$; 2) el efecto volumen de pasivos: $-rPt - 1 \times (Pt - Pt - 1)$; 3) el efecto diferencial activo: $[(rAt - ret) - (rAt - 1 - ret - 1)] \times At$; el efecto diferencial pasivo: $[(ret - rPt) - (ret - 1 - rPt - 1)] \times Pt$; y 5) el efecto EURIBOR: $(ret - ret - 1) \times (At - Pt)$, donde re denota el EURIBOR a tres meses.

	JUN-03		JUN-04		
	% ATM	% VAR J. 03-J. 02	M €	% ATM	% VAR J. 04-J. 03
Productos financieros	4,69	-14,8	32.040	4,17	-2,4
Costes financieros	2,26	-20,7	13.958	1,81	-11,6
Margen de intermediación	2,44	-8,4	18.082	2,35	6,0
Comisiones netas	0,93	-4,1	7.126	0,93	9,7
Resultado de operaciones financieras	0,17	63,3	972	0,13	-17,8
Margen ordinario	3,53	-5,3	26.179	3,40	5,8
Gastos de explotación	2,04	-6,7	14.680	1,91	2,9
Margen de explotación	1,50	-3,3	11.499	1,49	9,8
Dotaciones y saneamientos (netos)	0,49	-19,8	3.157	0,41	-8,0
Resultados por operaciones del grupo	0,05	-66,5	618	0,08	82,6
Resultados extraordinarios y diversos	0,18	139,7	1.004	0,13	-19,3
Resultados antes de impuestos	1,23	6,8	9.964	1,30	15,5
Resultado neto	0,96	6,3	7.712	1,00	14,9
PRO MEMORIA:					
Resultado neto del grupo	0,83	9,4	6.963	0,91	19,6
ATM	100	1,5	1.538.369	100	9,9

FUENTE: Banco de España.

volumen de pasivos financieros onerosos, y en la mejora del diferencial por el lado del pasivo, gracias a la bajada de los tipos medios pasivos. No obstante, ambos efectos han sido contrarrestados en parte por el impacto negativo del estrechamiento del diferencial de tipos de interés por el lado del activo, debido a la intensa competencia que ha presionado a la baja sobre los tipos más allá de la caída del tipo de referencia (EURIBOR a tres meses).

La evolución favorable del margen de intermediación refleja también un menor impacto de la apreciación interanual del euro frente a algunas de las principales monedas latinoamericanas en comparación con semestres anteriores. Ello se refleja en el crecimiento de este margen en los negocios en el extranjero (5%), por primera vez en los últimos años, que se ha visto impulsado por la mejora del diferencial total (16 pb).

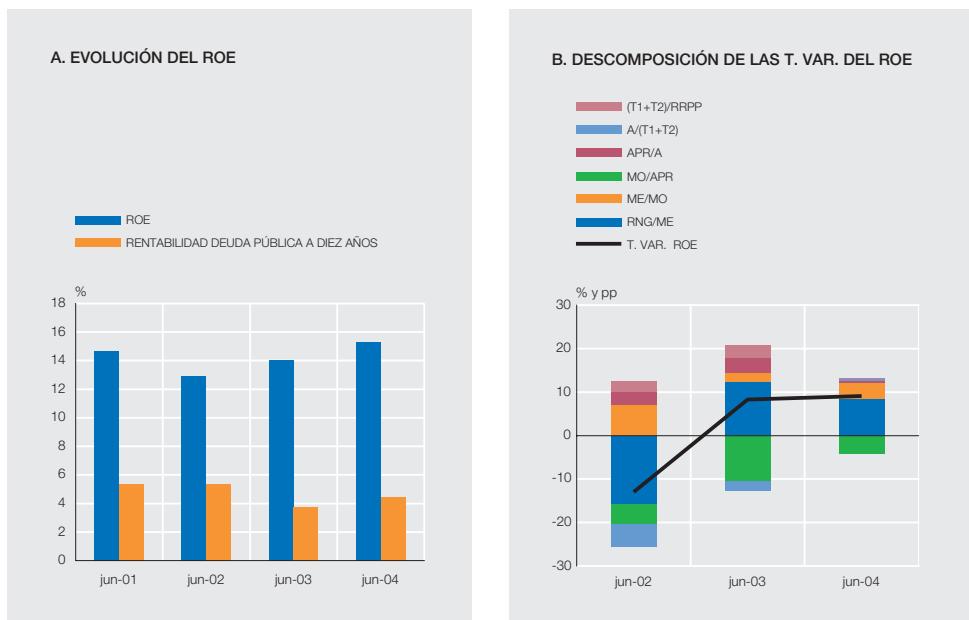
Los ingresos por *comisiones* han vuelto a crecer, tras las caídas en términos absolutos de los dos últimos años (gráfico II.2 B). Esta evolución es el resultado, en primer lugar, de la fuerte expansión de las comisiones asociadas a la comercialización de productos financieros no bancarios, ligada a la recuperación del patrimonio gestionado de los fondos y, en menor medida, a la mayor distribución de seguros, y, en segundo lugar, de la recuperación de las comisiones por servicios de cobros y pagos (6,3%), tras la caída de 2003. Asimismo, aunque con menor relevancia, también han influido positivamente el cambio de tendencia de los ingresos asociados a servicios de valores (1,7%) y el crecimiento de las comisiones asociadas a pasivos contingentes (11,1%), en línea con su comportamiento de los últimos años.

Los *resultados por operaciones financieras* han descendido en términos absolutos (17,8%), lo que ha significado una caída de 4 pb, en términos de ATM. Esta evolución refleja fundamentalmente el acusado descenso de los beneficios de la cartera de negociación (10 pb), que se relaciona con la atonía de las cotizaciones bursátiles en el segundo

ROE Y SUS DETERMINANTES

GRÁFICO II.1

Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

trimestre del año (gráfico II.2 C) y con los movimientos de los tipos de interés. Este comportamiento de los resultados de la cartera de negociación contrasta con la favorable evolución de 2003, que justificó en gran medida la fuerte expansión de los resultados por operaciones financieras en aquella fecha. El deterioro de los resultados de esta cartera ha sido contrarrestado en gran medida por las menores pérdidas en otras operaciones de futuro y los mayores beneficios por diferencias de cambio. Finalmente, los beneficios de la cartera de inversión ordinaria de renta fija se han mantenido relativamente estables.

El *margen ordinario* ha invertido su tendencia decreciente de los últimos trimestres (5,8%), aunque ha crecido a una tasa inferior a la de los ATM, por lo que ha continuado disminuyendo en términos relativos (13 pb, hasta el 3,4%).

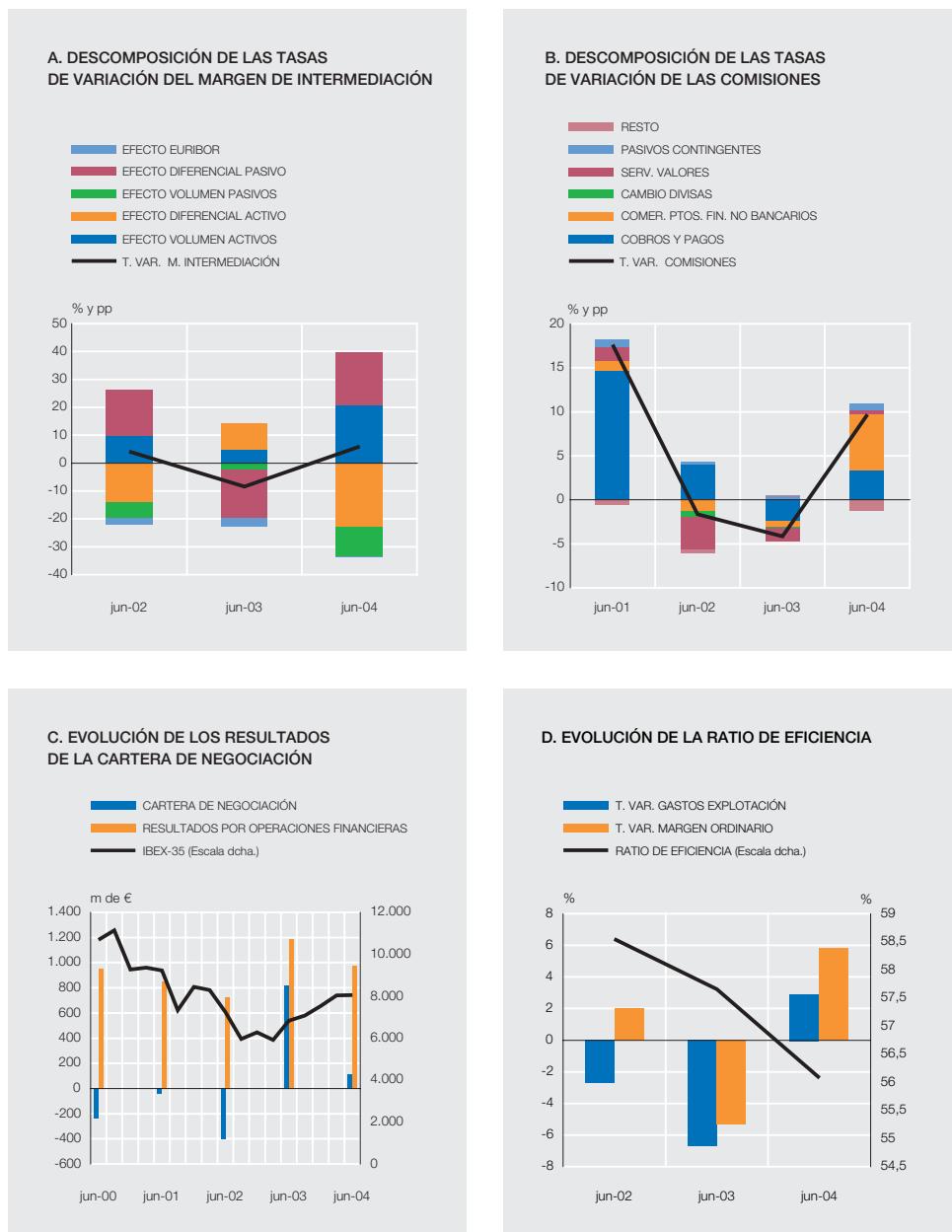
Los *gastos de explotación* han crecido un 2,9%, debido a los aumentos de los gastos de personal (2,8%) y de los gastos generales y tributos (4,9%), muy por debajo del crecimiento de la actividad, lo que ha permitido un nuevo descenso en términos de ATM (13 pb). Las amortizaciones, por el contrario, han continuado cayendo (3%). Este moderado crecimiento del gasto en las entidades de depósito, en comparación con el del margen ordinario, ha permitido una mejora de la *ratio de eficiencia* (gráfico II.2 D) de 1,6 pp (56,1%). El *margin de explotación* ha crecido a una tasa del 9,8%, similar a la de la actividad, por lo que este margen ha permanecido prácticamente estable en términos de ATM.

La evolución de las *dotaciones y saneamientos* ha continuado incidiendo positivamente en la cuenta de resultados de las entidades de depósitos, gracias a que estas han continuado disminuyendo en términos absolutos (8%). Con ello, el porcentaje del margen de explotación absorbido por esta rúbrica se ha situado en el 27%, 6 pp menos que en 2001. En concreto, el descenso de las dotaciones es atribuible a las menores dotaciones para riesgo-país. Las dotaciones a insolvencias, que detraen la cuarta parte del margen de explotación en junio de 2004, han crecido (5,4%), a pesar de la menor necesidad de dotaciones al fondo específico, asociada a la caída de los activos dudosos, y como consecuencia del aumento de las dota-

INGRESOS, GASTOS Y EFICIENCIA

GRÁFICO II.2

Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

ciones genérica y estadística. Finalmente, las dotaciones netas a otros fondos específicos han duplicado las realizadas en 2003.

Los *resultados netos por operaciones del grupo* han sido apreciablemente superiores a los del año anterior, en gran medida a causa de la importante disminución de las dotaciones para amortizar el fondo de comercio, tras los importantes esfuerzos realizados en años anteriores por algunas entidades de gran tamaño para su amortización acelerada. Asimismo, la mejora de los resultados de las empresas no financieras participadas por las entidades de depósito se ha traducido en mayores ingresos. En sentido contrario, destaca el escaso peso en los beneficios por enajenación de participaciones en sociedades consolidadas por integración global o proporcional, que, tras el fuerte aumento de 2003, se han situado en un nivel similar al del año anterior.

Los resultados extraordinarios han sido inferiores a los del mismo período de 2003, aunque su importe sigue siendo dos veces superior al de 2002. Dichos resultados han disminuido 5 pb en términos de ATM, hasta el 0,13%, básicamente por los menores beneficios procedentes de la venta de inmuebles y de participaciones de la cartera de inversión ordinaria de renta variable.

En definitiva, los resultados de las entidades de depósito españolas han continuado creciendo a un ritmo elevado, lo que consolida la recuperación ya apuntada en los últimos IEF. En esta ocasión, el crecimiento se ha apoyado en el buen comportamiento de los resultados de carácter más recurrente, lo que se manifiesta en los aumentos de los principales márgenes, a pesar de que los diferenciales de tipos de interés han continuado estrechándose. Además, han continuado el proceso de contención de los gastos de explotación y el aumento de la eficiencia.

II.2 Análisis por entidades

La distribución de los ATM según el *ROE* ha mejorado apreciablemente, excepto en los percentiles más bajos (gráfico II.3). Por el contrario, la distribución del número de entidades se ha desplazado ligeramente hacia la izquierda respecto a la del mes de junio de 2003, lo que indica la disminución del *ROE* en algunas entidades, cuya rentabilidad se sitúa en los niveles intermedios. En conjunto, lo anterior indica que el *ROE* ha tendido a mejorar, aunque se ha mantenido estable en las empresas con niveles de *ROE* relativamente bajos. Además, las mejoras han sido más apreciables en las entidades más grandes, mientras que las caídas del *ROE* afectan a algunas entidades de pequeño tamaño.

La distinción entre bancos y cajas revela que existen algunas diferencias en el nivel y, sobre todo, en los determinantes de la evolución del *ROE* de estos dos grupos de entidades (gráficos II.4 A, B y C). Los bancos presentan un mayor *ROE*, en particular en el último semestre, frente a una mayor estabilidad temporal del *ROE* de las cajas.

En los *bancos*, la descomposición de la variación interanual del *ROE* revela que el aumento de la rentabilidad es atribuible en buena parte al aumento del cociente entre el resultado neto del grupo y el margen de explotación, consecuencia a su vez de la disminución de las dotaciones para amortizar los fondos de comercio y para riesgo-país y, en menor medida, de la mejora de la ratio de eficiencia (gráfico II.4 B). Cabe reseñar también las mejoras del perfil de riesgo del activo y de la calidad de los recursos propios, aunque han incidido negativamente y en una magnitud reducida en la rentabilidad.

En las *cajas*, sin embargo, el mismo tipo de descomposición indica que el reducido crecimiento del margen ordinario, traducido en una menor productividad de los activos ponderados por riesgo, ha neutralizado las mejoras en la rentabilidad inducidas, por un lado, por los aumentos en los resultados por operaciones del grupo y en la ratio de eficiencia y, por otro lado, por el crecimiento del perfil de riesgo del activo y el leve deterioro de la calidad de los recursos propios (gráfico II.4 C).

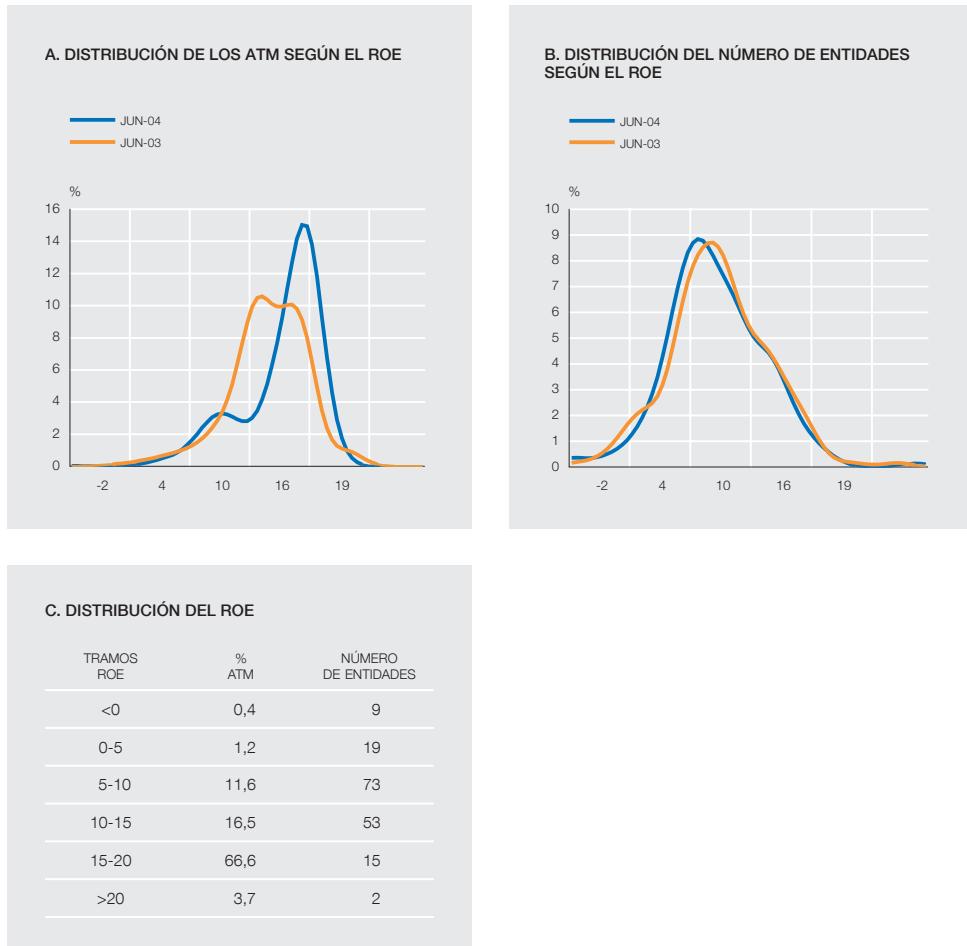
La distribución de los ATM según la *ratio de eficiencia* ha mejorado respecto a la del primer semestre de 2003. Este desplazamiento hacia tramos menores de la *ratio de eficiencia* se ha concentrado en entidades relativamente grandes, mientras que en algunas entidades de pequeño tamaño la *ratio de eficiencia* ha empeorado, por lo que la distribución del número de entidades se ha deteriorado ligeramente (gráficos II.5 A, B y C).

En los dos últimos IEF se analizó específicamente la evolución del negocio, la rentabilidad y la solvencia de las cooperativas de crédito y de las sucursales de la banca extranjera en España,

DISTRIBUCIÓN DE LA RENTABILIDAD

GRÁFICO II.3

Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

respectivamente. En este IEF se estudian los establecimientos financieros de crédito (recuadro II.1).

COMPARACIÓN CON LA BANCA EUROPEA

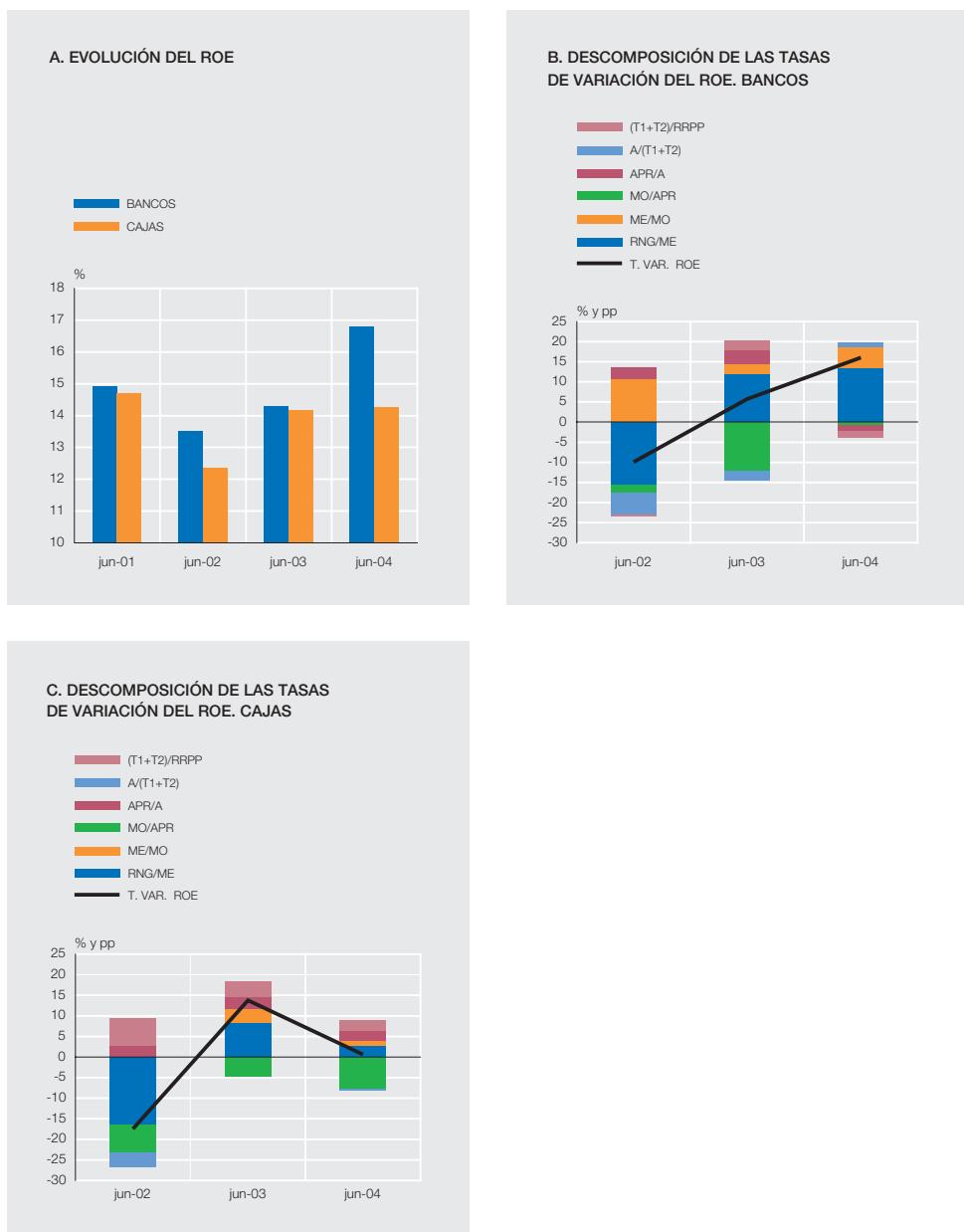
La coyuntura económica y financiera en la que la banca europea ha desarrollado su actividad a lo largo del año 2003 fue algo más favorable que la registrada en 2002, pero no ha estado exenta de dificultades. En particular, el PIB de la UE continuó creciendo por debajo del 1%, si bien a lo largo de 2004 ha mejorado la tasa de crecimiento promedio, fundamentalmente la de algunos de los países que mayores dificultades han venido afrontando en los últimos años. En consonancia con esas perspectivas de recuperación, recientemente ha remitido el deterioro de la situación financiera que padecían numerosas empresas. Así, en los mercados bursátiles se observó un mejor comportamiento que en años anteriores (el índice DJ Stoxx 50 acumuló un crecimiento en torno al 10% a lo largo del 2003, frente a la caída del 35% registrada durante el año anterior).

En esta situación, las condiciones para las entidades cuyas principales actividades son la banca de inversión y la gestión de activos han mejorado ligeramente frente a 2002, pero es la actividad minorista la que continúa contribuyendo en mayor medida a fortalecer la rentabilidad. Asimismo, los procesos de venta de activos no estratégicos y de racionalización de costes, que en años anteriores iniciaron las entidades que estaban experimentando mayores dificultades, se están viendo reflejados en sus resultados.

ROE Y SUS DETERMINANTES

GRÁFICO II.4

Bancos y cajas



FUENTE: Banco de España.

Los resultados obtenidos en 2003 por las entidades de crédito españolas, en comparación con la media europea, las sitúan, como en ejercicios anteriores, en una buena posición relativa. En particular, tanto el ROA como el ROE⁵ casi duplican al registrado para la media de la UE. El tipo de operativa desarrollado por las entidades españolas, más centrado en el negocio minorista, con fuerte crecimiento de la actividad en España, unido a la actividad en Latinoamérica, donde, en general, los márgenes son mayores, explican que el margen de intermediación sobre el activo total⁶ sea en torno a un 50% superior al de la media europea. Por su parte, las comisiones netas se sitúan también casi un 50% por encima de la media de la UE.

5. El ROE se define como el resultado después de impuestos sobre los recursos propios de primera categoría (*tier 1*). Esta definición difiere sustancialmente de la utilizada a lo largo del IEF. Sin embargo, permite una comparación homogénea entre los 15 países de la UE. 6. Nótese que no se promedia el activo; es decir, no son ATM. Existen además algunas diferencias en las definiciones de los márgenes. De nuevo, la ventaja es que se trata de datos homogéneos entre países.

DISTRIBUCIÓN DE LA RATIO DE EFICIENCIA

GRÁFICO II.5

Entidades de depósito



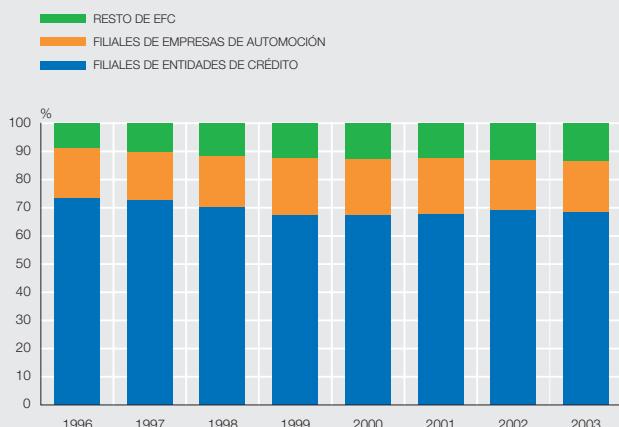
FUENTE: Banco de España.

En los últimos años, las entidades españolas han realizado un importante esfuerzo por incrementar los niveles de eficiencia con los que vienen operando, conscientes de su importancia en un contexto cada vez más competitivo. Los esfuerzos realizados han llevado a que los gastos de explotación sobre el activo total se sitúen en línea con los de la media europea (un 5% mayores, en contraste con 2002, donde eran en torno a un 40% más elevados). Los mayores ingresos obtenidos, que se reflejan en un margen ordinario casi un 20% mayor, unido a unos gastos de explotación solo ligeramente superiores a los de la media europea, permiten obtener un margen de explotación algo más de un 40% superior y una ratio de eficiencia también más favorable para las entidades españolas.

Finalmente, aunque la comparación en términos de ratios de morosidad es favorable también a las entidades españolas, hay que tomarla con enorme precaución, porque la definición de activos dudosos varía entre países. Por ejemplo, en algunos países europeos los activos dudosos permanecen en el balance bancario hasta su recuperación o cancelación definitiva, aunque estén completamente provisionados. Ya se ha comentado en el capítulo I que este no es el caso en España, donde transcurridos tres o seis años se dan de baja y se reflejan como activos en suspenso regularizados (ASR).

CUOTA DEL TOTAL ACTIVO POR GRUPOS
DE ENTIDADES

GRÁFICO 1



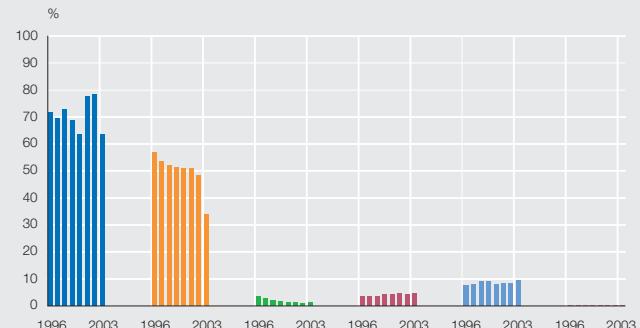
Los establecimientos financieros de crédito (EFC) son entidades de crédito autorizadas a realizar toda la gama de actividades especializadas desarrolladas anteriormente por sus predecesoras, las entidades de crédito de ámbito operativo limitado (ECAOL): *leasing*, préstamos hipotecarios, financiación de bienes de equipo y de otros bienes inmuebles y la gestión de cobros de crédito (*factoring*), con una ampliación a determinadas actividades complementarias del *leasing* y a la emisión y gestión de tarjetas de crédito. Su financiación procede de recursos propios, de pasivos con entidades de crédito y de la emisión de valores con plazo superior al año, teniendo prohibida la captación de depósitos del público, por lo que no pertenecen a los Fondos de Garantía de Depósitos.

El número de EFC en 2003 ascendía a 78, después de un continuado descenso desde las 114 entidades que existían en 1996, lo que, a su vez, supuso una reducción de 57 entidades con relación a las ECAOL que operaban en 1995. Entre los EFC, el grupo más importante lo componen las filiales de entidades de crédito (42, de las que 13 son de entidades extranjeras), con una cuota en el total activo de los EFC del 69% (17% corresponden a las extranjeras). El segundo grupo en importancia son las filiales de empresas automovilísticas (11), cuya cuota es del 18%. De las 25 entidades restantes, que incluyen a las filiales de las grandes empresas de distribución, 6 son de procedencia extranjera, y acumulan el 13% del activo total de los EFC (gráfico 1).

La actividad de los EFC consiste, básicamente, en la captación de fondos en el mercado interbancario y la concesión de créditos al sector privado residente. Su cuota de mercado sobre el total de entidades de crédito en dicho sector es reducida: 4,3% (cuatro décimas menos que en 1996). No obstante, en algunos tipos de crédito se alcanzan cuotas mucho más elevadas (gráfico 2), como es el caso del *factoring* (64%), el arrendamiento financiero (34%) o incluso en deudores por tarjetas de crédito (9%).

CUOTA DE LOS EFC EN EL TOTAL DE
ENTIDADES DE CRÉDITO POR CATEGORÍA
DE CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO RESIDENTE

GRÁFICO 2



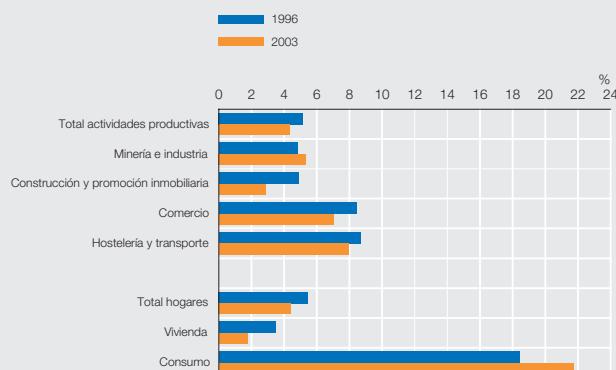
No obstante, el crédito hipotecario y el crédito a plazo, a pesar del escaso peso en el conjunto, son epígrafes relevantes en la actividad desarrollada por los EFC extranjeros. En las filiales de entidades de crédito extranjeras el crédito hipotecario supone más de la mitad de su inversión crediticia, y dos tercios del conjunto del crédito hipotecario concedido por los EFC. Por su parte, en las entidades dependientes de fabricantes de automóviles, el crédito a plazo supera el 70% de su crédito total, lo que a su vez representa el 45% del crédito a plazo del total EFC.

Esta especialización operativa es, de hecho, una de las principales características que definen la actividad de los EFC: un 37% de las entidades concentra más del 90% de todo su crédito al sector privado residente en una actividad (*factoring*, crédito hipotecario, arrendamiento financiero, crédito a plazo o tarjetas de crédito), y el 87% concentra más de un 50%. Además hay un porcentaje elevado de entidades que no desarrollan actividades como el *factoring* (73%), la gestión de tarjetas de crédito (87%), el crédito hipotecario (65%) o el arrendamiento financiero (63%). Todo ello tiene como consecuencia un elevado nivel de concentración y especialización en cada una de las distintas parcelas de negocio de estas entidades.

El crédito concedido por los EFC está repartido prácticamente a partes iguales entre el destinado a empresas no financieras y el crédito a familias. Pero, mientras que el crédito a empresas no financieras está distribuido de forma muy homogénea entre las distintas actividades productivas, casi dos tercios del crédito concedido a las familias se concentran en el crédito para la adquisición de bienes de consumo. Esta actividad de los EFC tiene un peso en el conjunto de entidades de crédito del 21,7%, con una ganancia de cuota en los últimos siete años de algo más de 3 pp. El resto de finalidades del crédito tienen un peso en el sistema considerablemente menor, que incluso ha disminuido en el

CUOTA DE LOS EFC EN EL TOTAL DE ENTIDADES DE CRÉDITO POR FINALIDAD DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO RESIDENTE

GRÁFICO 3



período considerado, con la excepción del destinado a la minería e industria (gráfico 3).

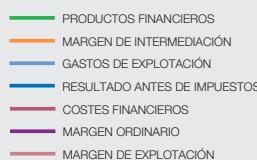
En el pasivo, dadas las restricciones de estas entidades en cuanto a la captación de depósitos y a la emisión de empréstitos, la principal fuente de financiación es la proveniente de otras entidades de crédito, y en el caso de las filiales, de sus propias matrices. Únicamente en las entidades filiales de empresas de automoción los pasivos con el sector privado residente registran una cierta relevancia, lo que es debido a que en dicho epígrafe se incluye la financiación de la matriz, que, en este caso, no es una entidad de crédito.

La cuenta de resultados de los EFC, en términos de ATM, se caracteriza por unos altos productos y costes financieros, que dan lugar a un elevado margen de intermediación (3,1% sobre

CUENTA DE RESULTADOS

Porcentaje sobre ATM

GRÁFICO 4



CUENTA DE RESULTADOS. DIFERENCIAS CON RESPECTO A LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO

GRÁFICO 5

Porcentaje sobre ATM



ATM); unos escasos ingresos por comisiones y por resultados de operaciones financieras (0,1%); unos gastos de explotación con valores relativos algo inferiores a los del resto de entidades de crédito (1,6%); y un margen de explotación y un resultado antes de impuestos (1,6% y 1,2%, respectivamente) algo superiores, en promedio, a los obtenidos por las entidades de depósito (gráficos 4 y 5).

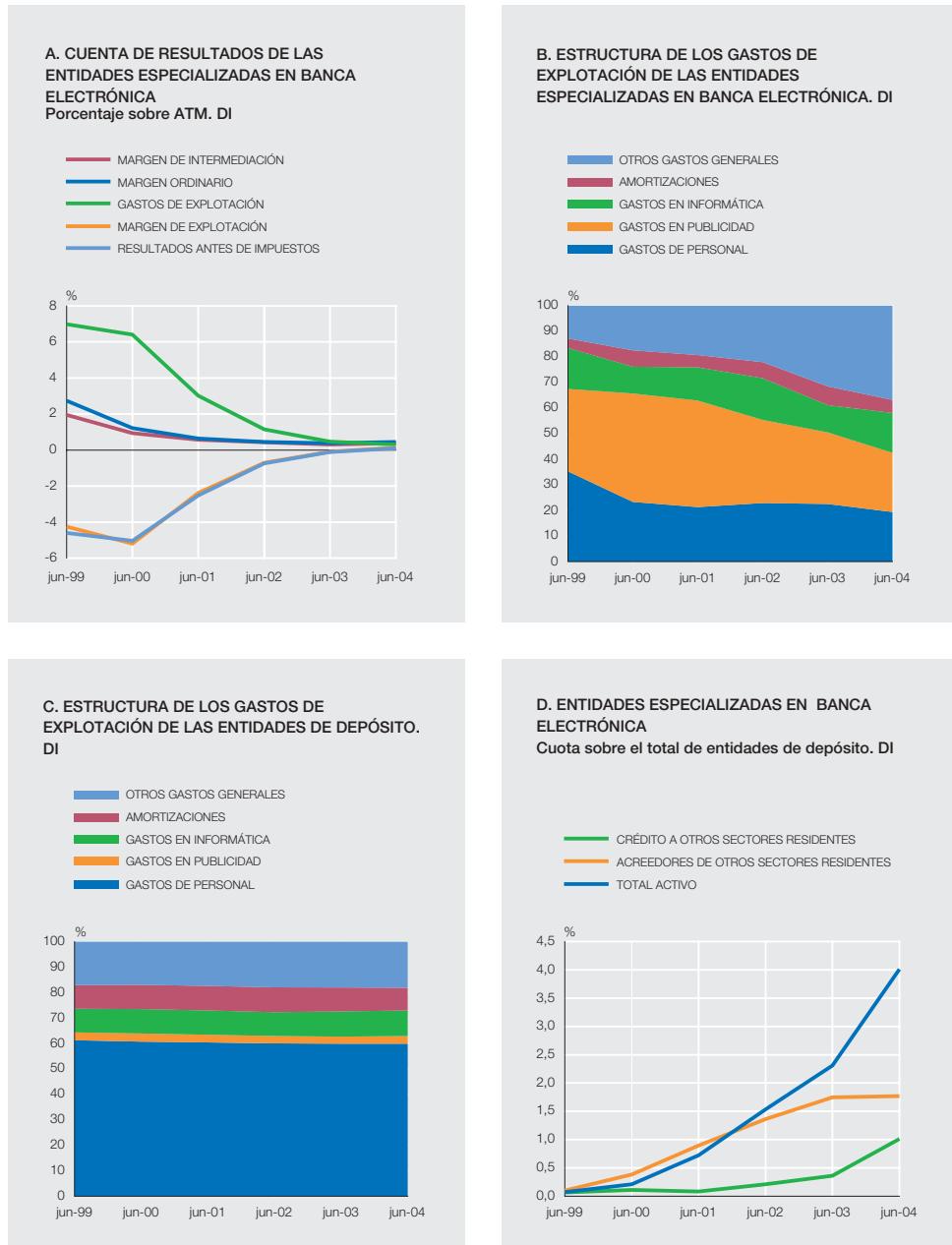
No obstante, la cuenta de resultados presenta sustanciales diferencias cuando agrupamos a las entidades en función de su especialización operativa. Las empresas especializadas en tarjetas de crédito y, en menor medida, las dedicadas al crédito a plazo y al crédito hipotecario presentan márgenes más elevados que las entidades de depósito. Entre ellas destacan las de tarjetas de crédito, únicas en las que los ingresos por comisiones tienen cierta relevancia. Por el contrario, las entidades especializadas en el arrendamiento financiero o en el *factoring* registran menores rentabilidades, inferiores incluso a las de las entidades de depósito. A su vez, la mayor rentabilidad va asociada a un mayor nivel de riesgo, que se manifiesta en una morosidad y unos saneamientos de crédito más elevados.

En la evolución de la cuenta de resultados, destaca el aumento de márgenes de los últimos dos años, incrementándose las diferencias positivas en relación con el resto de entidades de crédito. Este aumento está muy generalizado entre las distintas especializaciones, siendo la base de todas ellas la mejora que ha experimentado el margen de intermediación basado en la elevación de la rentabilidad media del activo.

Por último, el coeficiente de solvencia de los EFC se sitúa actualmente en el 12,2%, ampliamente por encima del mínimo exigido. La ratio, que registró un descenso tendencial hasta 2000, se ha incrementado ligeramente en los últimos dos años, igualándose con el coeficiente de solvencia del grupo de entidades de depósito con un volumen de actividad similar al de los EFC, cuya ratio ha sido tradicionalmente superior a la de los EFC.

BANCA ELECTRÓNICA

GRÁFICO II.6



FUENTE: Banco de España.

Si el análisis anterior se limita a las *grandes entidades de crédito europeas*⁷, las conclusiones acerca de la situación relativa de las españolas son análogas. En particular, el margen de explotación es mayor para las grandes entidades españolas, al tiempo que operan con mejores niveles de eficiencia que la media de los grandes bancos europeos. Ello se debe a los mayores ingresos recibidos, observados en mayor medida en el margen de intermediación que en el margen ordinario, y a unos gastos de explotación algo por encima de la media (en torno al 15%). Esta mejor situación relativa en términos de rentabilidad se ve reflejada tanto en el ROA como en el ROE (un 132% más elevados). Como sucedía para el conjunto de entidades de crédito, lo anterior se ve reforzado por un menor nivel de la ratio de morosidad y unas mayores dotaciones a insolvencias.

7. Aquellas cuyos activos consolidados superan el 0,5% del total de activos consolidados del conjunto de las entidades de crédito de la UE.

En definitiva, a lo largo de 2003, como ya se apuntaba en el anterior IEF, se ha observado una relativa mejoría de la situación financiera de las entidades de crédito europeas. En este contexto, las entidades españolas se han comportado, al igual que ya se observó en 2002, relativamente mejor que la media de la UE.

Por lo que respecta al año en curso, la información de mercado indica que las *cotizaciones* de los principales bancos europeos se han mantenido relativamente estables, al igual que sus *volatilidades implícitas*. Los grandes bancos españoles, por su parte, han mostrado un perfil parecido.

Los diferenciales de los *credit default swaps* (CDS) indican también que la percepción de los participantes en los mercados de estos productos acerca del grado de riesgo que tienen las entidades europeas, y las españolas, es estable y relativamente reducida. Una indicación adicional que confirma esta percepción es el hecho de que el diferencial entre la deuda subordinada y la senior se ha mantenido estable y en un nivel reducido a lo largo de 2004.

Por último, las *betas* de los grandes bancos españoles no han experimentado ningún cambio significativo en relación con el último IEF. Así, se han situado en una posición intermedia, análoga a la que han venido registrando en los últimos años.

BANCA ELECTRÓNICA

En los últimos años, en España han aparecido entidades de nueva creación o se han instalado entidades extranjeras (sucursales de bancos europeos) ofreciendo productos y servicios bancarios principal, cuando no exclusivamente, a través del canal telefónico y, en particular, a través de Internet (lo que denominamos como especialistas en banca electrónica). Las entidades establecidas, que utilizan mayoritariamente las oficinas como canal de venta, han reaccionado a esta entrada ofreciendo a sus clientes la posibilidad de operar también a través de estos canales alternativos.

Algunos de estos especialistas en banca electrónica han abandonado ya el mercado español o han limitado sus planes de expansión. Otros, por el contrario, después de varios años con pérdidas, muestran ya un resultado antes de impuestos positivo, aunque todavía muy reducido (gráfico II.6 A). Dicho resultado se basa, fundamentalmente, en la disminución del coste medio de las operaciones, debido al fuerte crecimiento de la actividad, dado que los márgenes obtenidos en el negocio son, en general, reducidos, como cabía esperar de unas entidades que basan buena parte de la captación de clientes en el pago de una rentabilidad muy cercana a los tipos del mercado interbancario. En cuanto a la estructura de costes, difiere sustancialmente de la del conjunto de entidades de depósito (gráfico II.6 B y C), debido a la distinta tipología de negocio y a la entrada masiva que han realizado algunas entidades en el mercado español. Finalmente, la cuota de mercado de las entidades especializadas en banca electrónica en el conjunto de entidades de depósito es todavía reducida (gráfico II.6 D).

Cerca del 90% de los fondos captados por esta vía, en junio de 2004, se concentran solo en las cinco primeras entidades, mientras que la cuota del resto de entidades es muy reducida⁸. Como cabía esperar, este canal de captación de fondos representa la vía principal, si no exclusiva, de las entidades especializadas en este tipo de negocio y, por el contrario, solo contribuye marginalmente a la captación de depósitos en el resto de entidades multicanal o cuyo canal principal son las oficinas tradicionales.

8. La información está disponible desde primeros de 2003.

III Solvencia

III.1 Situación general de la solvencia

El *coeficiente de solvencia* de las entidades de depósito españolas ha alcanzado el 10,3% en junio de 2004, 20 pb por debajo del nivel de junio de 2003 y el mismo valor de junio de 2002. Con la definición del *Comité de Supervisión Bancaria de Basilea* (BCBS) se viene observando una ligera tendencia decreciente, que ha llevado a la reducción de 1 pp en seis años, hasta alcanzar el 12,2% (gráfico III.1 A).

Por su parte, el *coeficiente de solvencia básico* mantiene una holgada diferencia sobre el mínimo del 4%, aunque sigue disminuyendo, hasta situarse en el 7,8% (gráfico III.1 A).

Este comportamiento descrito obedece a que los *recursos propios* han seguido creciendo de forma moderada (8,8%) impulsados por el aumento de los básicos (*tier 1*) y, en gran medida, por el fuerte repunte de los de segunda categoría (*tier 2*), que crecen a una tasa del 17,3%, frente al 6,6% de junio de 2003 (gráfico III.1 B). Asimismo, los *requerimientos*¹, en línea con la aceleración del crédito, han continuado aumentando (10,8%) a un ritmo de 3 pp por año (gráfico III.2 A).

Dentro de los *recursos propios básicos* (que suponen el 75,8% de los totales), el fuerte peso de las reservas ha dominado su comportamiento global. La recuperación de los resultados de las entidades ha tenido como consecuencia un incremento del 6,1% de estas, al mismo tiempo que las reservas en entidades consolidadas se han visto incrementadas de forma importante (15,5%), parcialmente compensadas por el aumento de las pérdidas en sociedades consolidadas, tras su desaceleración en junio de 2003. No obstante, el saldo vivo de las participaciones preferentes (que supone el 18,4% de las reservas) no ha sufrido una variación significativa, aunque existen diferencias por grupos de entidades. Por otro lado, los activos inmateriales han contribuido negativamente a la evolución del tier1 como resultado del aumento del fondo de comercio (7%), atribuible en buena medida al aumento de la participación en una entidad de depósito latinoamericana (gráfico III.1 C).

Después de un año en el que la financiación subordinada prácticamente se había estancado, ha tenido lugar un sustancial crecimiento en su saldo vivo (18,4%), lo que ha originado que los *recursos propios de segunda categoría* vuelvan a acelerarse (gráfico III.1 D). El peso que sobre los recursos propios totales tiene la suma de las participaciones preferentes y la financiación subordinada ha aumentado ligeramente, hasta el 41%.

Como ya se comentó en el anterior IEF, los *activos ponderados por riesgo* (APR) han continuado acelerándose desde junio de 2002 (gráfico III.2 A). En términos de requerimientos, esta tendencia es atribuible, casi en su totalidad, al crecimiento de los exigibles por riesgo de crédito (11,1%) y derivados casi en su totalidad por el crecimiento de los activos de balance (12,4%), encontrándose la causa principal de este avance en el incremento del crédito concedido en el negocio en España (16,7%).

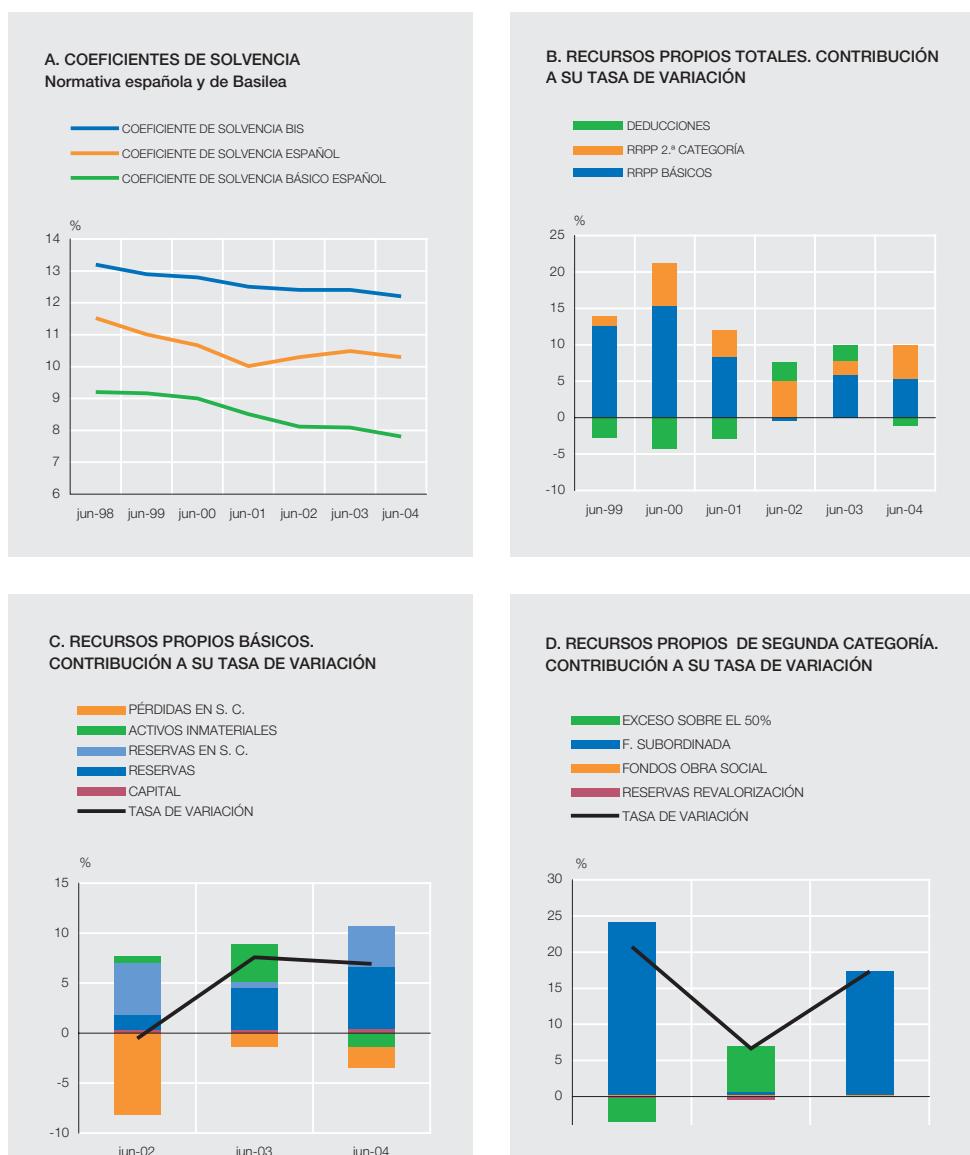
Destaca el comportamiento de los créditos al sector privado sin garantía hipotecaria, que constituyen el 49,6% de la cartera de créditos de las entidades, al haber aumentado su importe en un 11% (cerca de 3 pp más que en junio de 2003 y 7 pp más que en junio de 2002). Puesto que su ponderación es del 100%, su contribución a los requerimientos es la más des-

1. Calculados como el 8% de los activos ponderados por riesgo.

COEFICIENTES DE SOLVENCIA Y VARIACIÓN DE LOS RECURSOS PROPIOS

GRÁFICO III.1

Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

tacable de todos los activos (gráfico III.2 C). Por otra parte, los riesgos con garantía hipotecaria (ponderación del 50%) son los segundos en importancia en la cartera (20,9%), seguidos de cerca de los créditos frente a AAPP (18,7%), que no consumen capital. Los activos con garantía hipotecaria se han acelerado, al crecer un 21,1%, frente al 13,2% del período anterior (gráfico III.2 B).

En cuanto a los requerimientos asociados a la cartera de negociación, han crecido a una tasa del 27,9%, pero su reducido peso relativo hace que su aportación sea muy limitada (gráfico III.2 A).

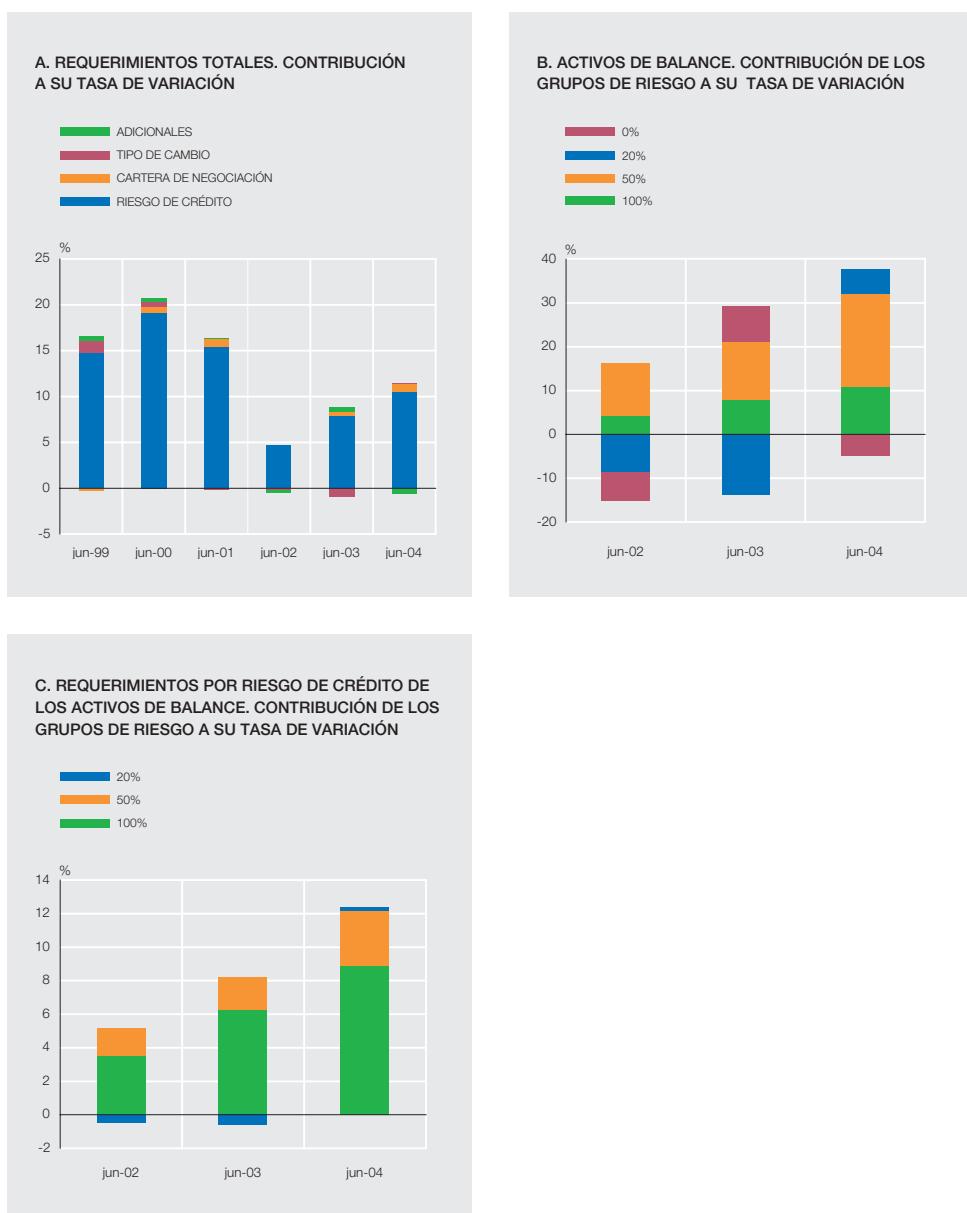
III.2 Análisis por entidades

La evolución del coeficiente de solvencia (normativa española) de los bancos no muestra cambios significativos, aunque en el último año dicho coeficiente se ha reducido 13 pb, hasta el 9,7%. De forma similar se ha comportado el calculado siguiendo la normativa de Basilea, al permanecer prácticamente constante en torno al 12%. En cambio, el básico descende de 0,3 pp. En las cajas se confirma una tendencia decreciente en todos sus coeficientes, que

EVOLUCIÓN DE LOS REQUERIMIENTOS

GRÁFICO III.2

Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

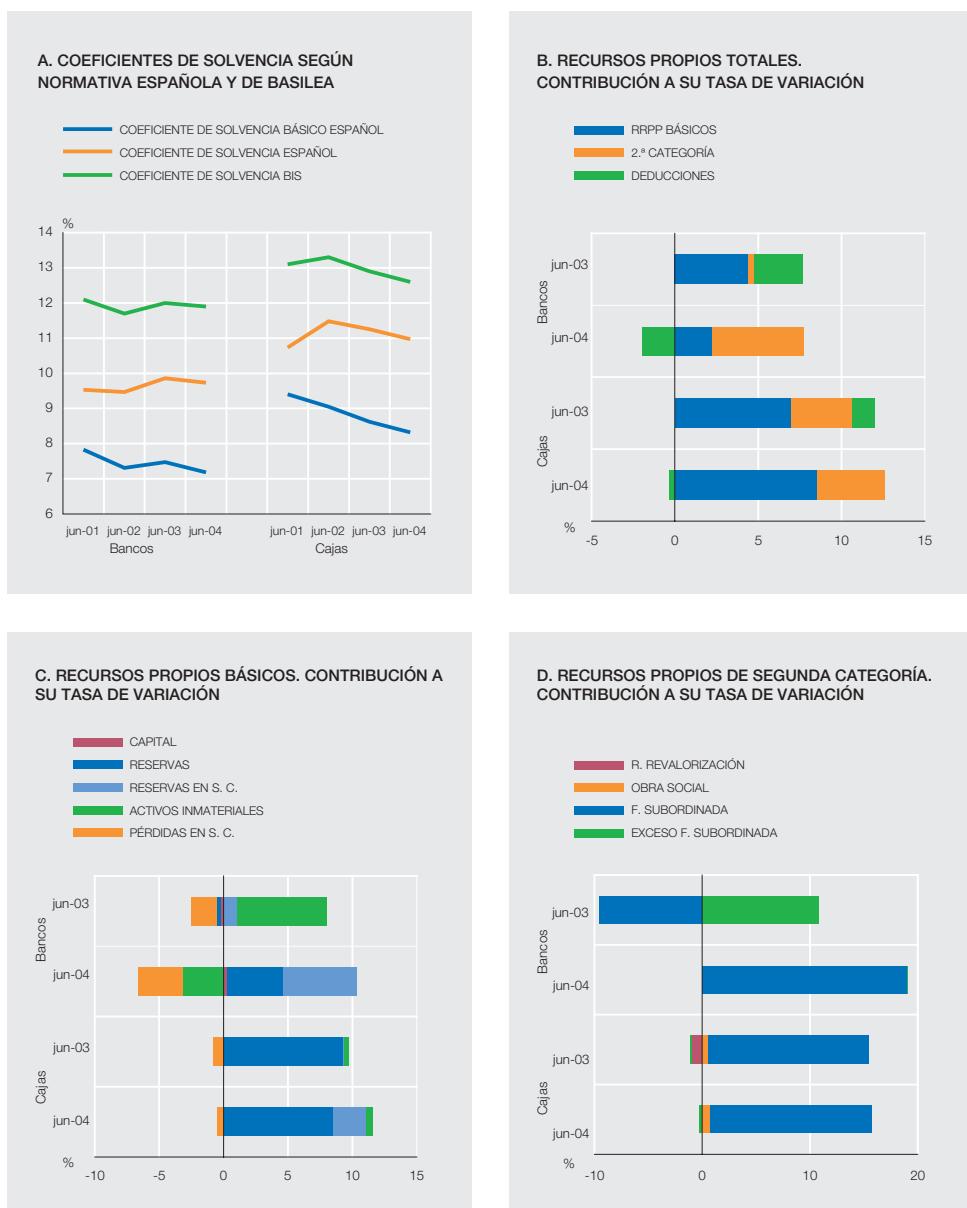
pierden 0,3 pp. Según la normativa española, en junio de 2004 la ratio de solvencia ha sido del 11% y del 12,6% bajo la definición de Basilea. Este comportamiento es más marcado en el coeficiente básico, ya que se ha visto reducido algo más de 1 pp en cuatro años (gráfico III.3 A).

En los bancos ha tenido lugar una desaceleración del crecimiento de los recursos propios de 1,9 pp, hasta situarse en el 5,8% (gráfico III.3 B). El intenso empuje del tier 2 (que crece un 19,2%, frente al 1,3% de junio de 2003) contrasta con la desaceleración del tier 1 (2,9%) y con el aumento de las deducciones debidas al exceso de participaciones en entidades financieras no consolidadas (85,1%). La evolución del tier 1 es el resultado de dos factores contrapuestos. Por un lado, la mejora de los resultados ha hecho que sus reservas se hayan incrementado significativamente (gráfico III.3 C). Por otro lado, los activos inmateriales han crecido un 8,9%, tras reducirse en junio de 2003, debido al aumento del fondo de comercio resultado de las operaciones

COEFICIENTES DE SOLVENCIA Y VARIACIÓN DE LOS RECURSOS PROPIOS

GRÁFICO III.3

Bancos y cajas



FUENTE: Banco de España.

en Latinoamérica. Asimismo, el crecimiento del *tier 2* se ha debido a la nueva emisión de financiación subordinada, tras las amortizaciones previas a junio de 2003 (gráficos III.3 D y III.4 B).

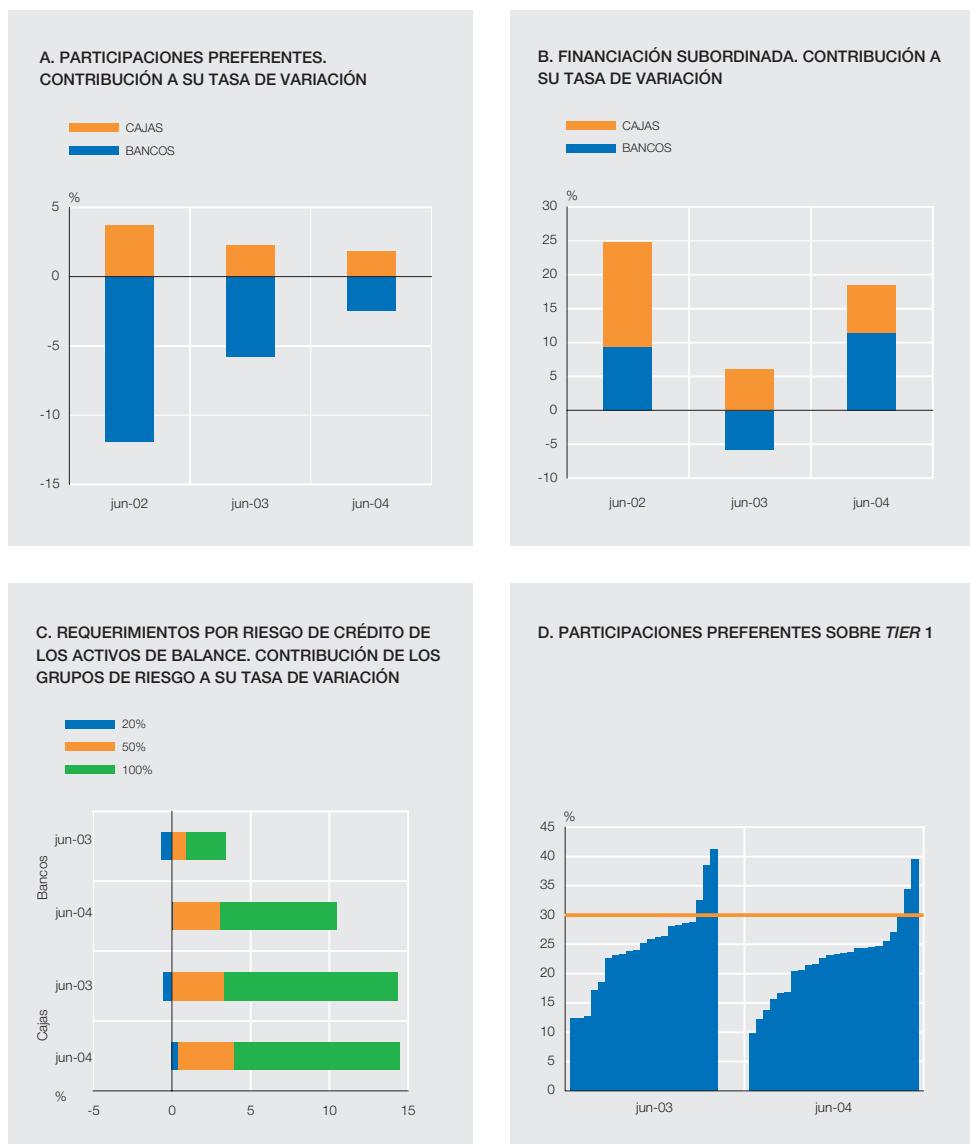
En contraste, las cajas han experimentado un aumento en sus recursos propios de un 12,2% (gráfico III.3 B), tras el que se encuentra la aceleración del *tier 1* (11,1%) y también del *tier 2* (15,4%). Las reservas han impulsado los recursos propios básicos en línea con el incremento del saldo de las participaciones preferentes (4,5%), que vienen reduciendo sus tasas de crecimiento paulatinamente desde junio de 2001 (gráfico III.4 A). El recurso a la financiación subordinada por parte de las cajas ha seguido ganando importancia (crecimiento del 17,4%, gráfico III.3 D). Así, el *tier 2* representa ya el 27,1% de los recursos propios totales (algo más de 5 pp que hace cuatro años).

Los requerimientos de los bancos han crecido un 7,2%, impulsados por el aumento del crédito en el negocio en España, a lo que se suma que, por vez primera en dos años, también se ha observado un crecimiento en el negocio en el extranjero. Los activos patrimoniales repun-

VARIACIÓN DE LOS RECURSOS PROPIOS Y REQUERIMIENTOS

GRÁFICO III.4

Bancos y cajas



FUENTE: Banco de España.

tan y, en especial, los hipotecarios (23,2%, frente al 7,3% en junio de 2003) y los concedidos al sector privado sin garantía (8,9%, frente al 3%). En las cajas los requerimientos siguen aumentando a un ritmo elevado (15,1%), y no se aprecian cambios con respecto a la política seguida en junio de 2003 (gráfico III.4 C).

Desde junio de 2003, tres nuevas entidades han comenzado a emitir participaciones preferentes, con lo que su número asciende ya a 24, 18 cajas y 6 bancos (gráfico III.4 D). La evolución agregada del saldo vivo de este instrumento esconde un comportamiento muy diferenciado entidad a entidad. Así, se observa que la fuerte contribución negativa de una entidad se ha visto compensada por las contribuciones positivas de un pequeño número de ellas, mientras que el grueso de las entidades no muestra cambios destacables. El aumento del *tier 1* ha hecho que el peso de las participaciones preferentes sobre los recursos propios básicos sea ahora menor.

El importe de los *grandes riesgos* (aquellos que superan el 10% de los recursos propios del grupo) ha aumentado un 5,2% tras su retroceso en junio de 2003. Esta evolución ha tenido

DISTRIBUCIÓN DEL COEFICIENTE DE SOLVENCIA POR TRAMOS

CUADRO III.1

Entidades de depósito

TRAMOS DEL COEFICIENTE DE SOLVENCIA	JUNIO-04		JUNIO-03	
	% ATM	NÚMERO DE ENTIDADES	% ATM	NÚMERO DE ENTIDADES
<8	0,0	2	0,0	1
8-10	67,2	47	38,5	38
10-12	24,6	55	43,6	53
12-15	5,8	21	16,2	33
15-20	2,2	25	1,4	20
20-25	0,0	4	0,1	9
>25	0,2	17	0,3	18

FUENTE: Banco de España.

lugar de forma similar tanto en bancos como en cajas. No obstante, para los primeros el aumento viene producido por el avance de los riesgos sujetos a información (52,5%), dado que los sujetos a límite global (ocho veces los recursos propios del grupo) caen un 16,7%, mientras que para las cajas ha sido consecuencia del aumento en estos últimos.

La distribución por entidades del coeficiente de solvencia va en línea con la reducción de la ratio de solvencia global. Con respecto a junio de 2003, el 67,8% de las entidades ha disminuido su ratio de solvencia, lo que, en términos de activo total medio (ATM), representa un 57,1%. La consecuencia de esta disminución ha sido un movimiento de la distribución de las entidades hacia tramos de menor solvencia, concentrándose en torno al 9% (cuadro III.1). Asimismo, en relación con el ATM, cerca de dos tercios de las entidades han mostrado caídas en su ratio de solvencia básico, lo que supone que un 71,3% de ellas presenta en junio de 2004 un nivel menor de dicha ratio².

PROVISIÓN ESTADÍSTICA

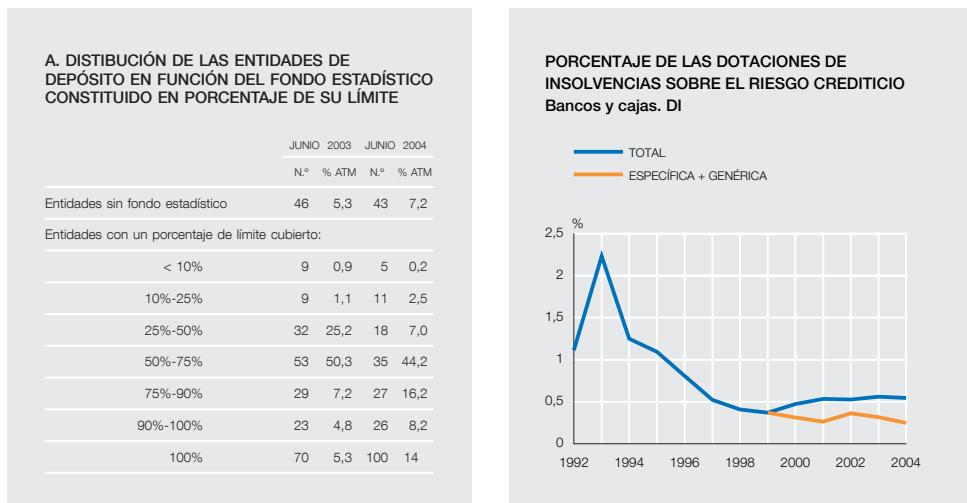
La posición cíclica de la economía española ha continuado siendo favorable en el primer semestre de 2004, lo que se ha traducido en una disminución de la morosidad y de las necesidades de dotaciones específicas para insolvencias. Como consecuencia de ello, el fondo de provisiones estadísticas, a nivel agregado, ha continuado aumentando hasta alcanzar los 8.000 millones de euros en junio de 2004, lo que supone una cobertura de la inversión crediticia del 0,78%. El importe acumulado en el fondo alcanza ya el 71,5% de su límite. Un número creciente de entidades, con un peso relativo en términos de activo cada vez mayor, se sitúa ya en su límite o muy cerca de él (gráfico III.5 A).

El notable esfuerzo que han realizado las entidades desde julio de 2000 para alimentar el fondo estadístico, cuya dotación anual ha representado, en promedio, algo más del 10% del margen de explotación, se ha traducido en un aumento muy significativo del cociente entre las dotaciones a insolvencias y la inversión crediticia, que prácticamente se duplican (gráfico III.5 B).

COMPARACIÓN CON LA BANCA EUROPEA

Como ya se ha señalado al comparar la rentabilidad de las entidades españolas con la de las europeas, la coyuntura en la que desarrollaron su actividad los bancos europeos a lo largo de 2003 fue algo más favorable que la vivida en 2002, pero no exenta de dificultades. Pese a ello,

2. De las dos entidades que incumplen el coeficiente de solvencia (cuadro III.1), ambas muy pequeñas, una de ellas está en proceso de liquidación, mientras que en la otra el incumplimiento respecto al mínimo del 8% es de unos 30 pb.



FUENTE: Banco de España.

los niveles de solvencia para el conjunto de entidades europeas se han situado considerablemente por encima del mínimo regulatorio.

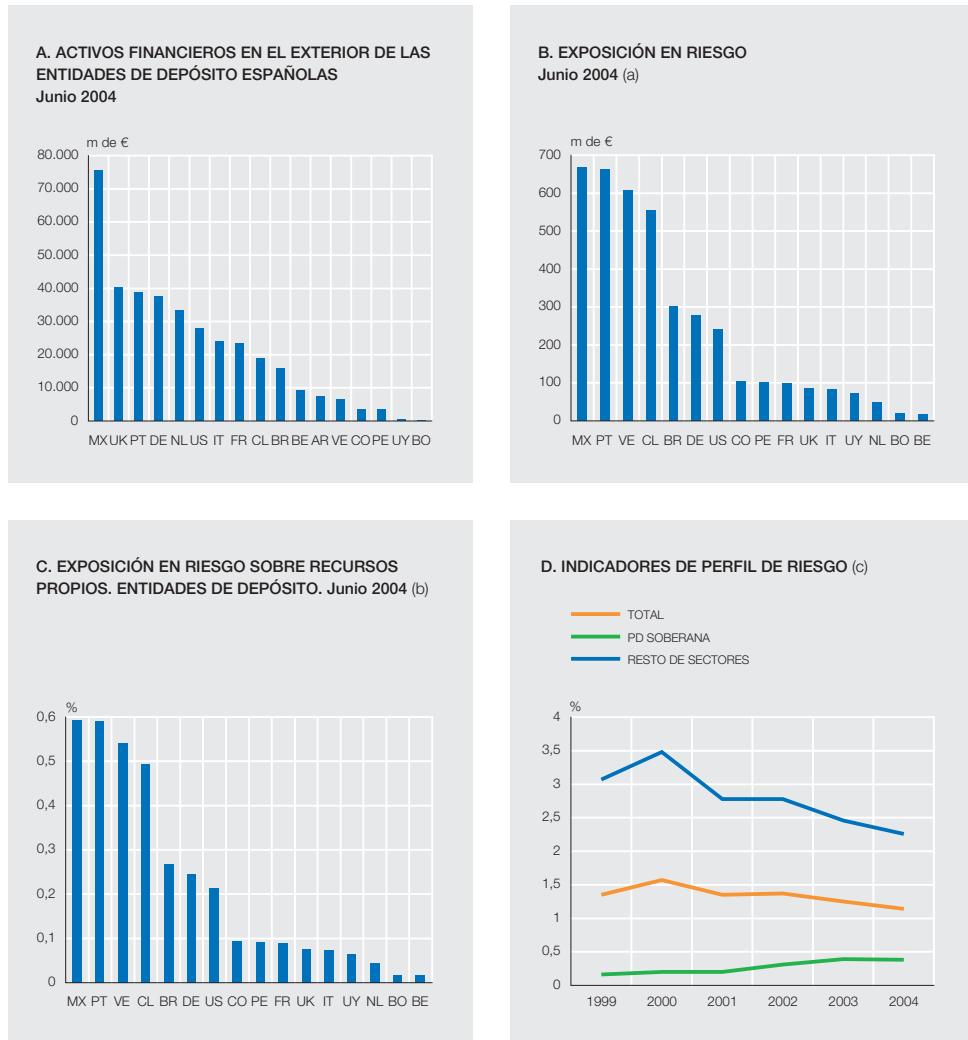
Por lo que respecta a las entidades españolas, el fuerte crecimiento del crédito concedido, fundamentalmente al sector privado, ha motivado un incremento de los requerimientos mayor que el observado en los recursos propios. Por ello, los coeficientes de solvencia, total y básico, se sitúan ligeramente por debajo de la media europea. El tipo de operativa desarrollado por las entidades españolas justifica que el peso relativo de los activos ponderados por riesgo frente a los activos totales sea un 40% mayor en España.

Con todo, la solidez de las entidades españolas no solo se fundamenta, como se ha visto en la sección anterior, en coeficientes de solvencia, total y básico, claramente por encima de los mínimos regulatorios, sino que a la fortaleza, respecto de la media de la UE, de la cuenta de resultados hay que añadir que España presenta una mayor cobertura de dudosos. La razón estriba en los efectos de la provisión estadística, el incremento de la provisión genérica, debido al crecimiento del crédito concedido, y el nivel actual relativamente reducido, y decreciente, de los activos dudosos. La comparación de las grandes entidades españolas con sus homólogas europeas en relación con la solvencia es, tanto en términos cuantitativos como cualitativos, muy similar a la del total de entidades de depósito.

El nuevo marco de capital definido por el BCBS (más conocido como Basilea II) otorga una gran relevancia a la transparencia informativa de las entidades (Pilar 3). El recuadro III.1 realiza una comparación entre el grado de transparencia de las entidades españolas y las de otros países desarrollados.

RIESGOS DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS EN EL EXTERIOR

La banca española y, en particular, los dos grandes grupos bancarios han protagonizado una expansión sustancial en el exterior desde mediados de la década de 1990. La presencia en el exterior de las entidades españolas es muy diferente según los países (gráfico III.6 A). Las características de cada país y la forma de desarrollar el negocio bancario y gestionar el riesgo afectan a las pérdidas por riesgo de crédito que las entidades van a tener en cada mercado nacional. La exposición o el conjunto de activos en un país no es suficientemente informativo del riesgo asumido por las entidades, ya que a una misma exposición pueden corresponder probabilidades de impago (PD) muy distintas.



FUENTE: Banco de España.

- La exposición en riesgo se calcula como los activos en el exterior multiplicados por la PD media del país. Para Argentina el importe de la exposición en riesgo es de 5.766 millones de euros.
- Para Argentina el cociente vale el 5,1%.
- No se incluye Argentina en los cálculos.

Utilizando información sobre la composición de los activos en el exterior (deuda soberana, préstamos interbancarios y al resto de sectores, con algunas hipótesis sobre la estructura de la cartera crediticia con el sector privado), sobre las PD correspondientes a las distintas calificaciones crediticias y extrapolando, sobre la base de la experiencia española de los últimos 20 años, información sobre PD a partir de las ratios de morosidad de cada país, es posible obtener una aproximación a la PD de los activos financieros en cada país³.

El producto entre la PD media de cada país y los activos de las entidades españolas en dicho país (al que denominamos exposición en riesgo) es una medida más informativa del riesgo incurrido por las entidades en su negocio en el exterior que la simple exposición.

3. Un análisis más detallado puede verse en el artículo «Activos financieros en el exterior e indicadores de riesgo», de R. Lago y J. Saurina, que aparece en el número 7 de *Estabilidad Financiera*.

RATIOS DE TRANSPARENCIA

CUADRO 1

%	ENTIDADES ESPAÑOLAS		PROMEDIO CONJUNTO BASILEA		
	2003	2002	2001	2000	1999
Estructura de capital	77	76	82	81	76
Adecuación de capital	58	17	55	50	48
Modelos internos para riesgo de mercado	75	69	68	66	65
Ratings internos y externos	63	50	46	36	32
Modelos de riesgo de crédito	50	33	33	34	33
Titulización	6	0	45	36	29
Calidad de los activos	77	54	61	55	56
Derivados de crédito y otras mejoras crediticias	17	8	34	24	24
Derivados (otros)	33	22	62	56	57
Diversificación geográfica y por línea de negocio	30	25	65	62	64
Bases de presentación y políticas contables	71	71	84	84	82
Otros riesgos (operacional, de interés y de liquidez)	100	100	84	75	65
TOTAL DISCLOSURE RATE	57	46	63	59	57

La transparencia de las entidades de depósito frente a los inversores (accionistas, compradores de participaciones preferentes, deuda subordinada y demás valores emitidos por la entidad, así como depositantes) es una pieza clave para conseguir una adecuada gestión de las entidades bancarias a través del efecto disciplinador de los mercados financieros.

El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea decidió en 1999 empezar a realizar una encuesta anual (*Public Disclosure Survey by Banks*) sobre el grado de transparencia de los bancos internacionalmente activos más significativos¹. Dicha encuesta pretende evaluar el grado de cumplimiento de las recomendaciones sobre transparencia efectuadas por el propio BCBS². La encuesta contiene 104 preguntas estructuradas en 12 áreas (cuadro 1) referentes al nivel de transparencia alcanzado en recursos propios, riesgos, en particular de crédito, y en derivados. De esta forma, el Comité pretende identificar tendencias en las prácticas de transparencia y darlas a conocer a través de la publicación de los resultados de la encuesta. Esta analiza los Informes Anuales de las entidades en cuestión, pero la cumplimentan los supervisores de cada país, no las entidades. La información se resume a través de la ratio de transparencia (*Disclosure rate*), definida como la cantidad de respuestas afirmativas (la entidad es transparente) en proporción a la suma de respuestas afirmativas y negativas. No obstante, hay que señalar que el carácter de las respuestas siempre tiene un importante matiz de subjetividad.

Los resultados de la última encuesta disponible indican que las entidades españolas han progresado significativamente en su nivel global de transparencia, pasando la ratio de transparencia total de un

46% en 2002 a un 57% en 2003. No obstante, dicha ratio se sigue situando por debajo del promedio del conjunto de entidades encuestadas (63% en 2001). De los resultados por áreas y su comparación con el promedio del conjunto de entidades se desprende que:

- a) Aunque la ratio global de transparencia es menor que la del promedio de entidades encuestadas, hay cinco áreas donde la transparencia de las entidades españolas es claramente superior: ratings internos y externos (63%, frente al 46%), modelos de riesgo de crédito (50%, frente al 33%), calidad de los activos (77%, frente al 61%), otros riesgos (100%, frente al 84%) y modelos internos para riesgo de mercado (75%, frente al 68%).
- b) Las áreas con un grado mayor de transparencia tanto, en 2003 como en 2002, son las relativas a otros riesgos (100%), estructura de capital (77%), calidad de los activos (77%) y modelos internos para riesgo de mercado (75%), coincidiendo con las áreas de mayor transparencia del promedio en los dos primeros casos.
- c) Las áreas de menor transparencia son las relativas a titulización (6%) y derivados de crédito (17%), siendo la situación del promedio para esta última también de las peores (34%). Además, estas dos áreas se encuentran entre las que menos han progresado respecto a 2002.
- d) Es significativo el muy bajo nivel de transparencia alcanzado en el área de titulización (6%) en relación con el promedio de entidades (45%), así como en diversificación geográfica y por línea de negocio (30%, frente al 65%) y en derivados (33%, frente al 62%).
- e) Un análisis más pormenorizado de las áreas menos transparentes muestra que: i) las entidades españolas no desvelan información cualitativa suficiente acerca de los objetivos y la estrategia en la utilización de derivados, en particular de los de crédito, ni en titulización de activos; ii) en cuanto a los aspectos cuantitativos, la situación no es mucho mejor, con insuficiente claridad en lo que

1. Algo más de 50 entidades pertenecientes a los países miembros del BCBS. 2. Dichas recomendaciones aparecen en las publicaciones del BCBS siguientes: *Best Practices for Credit Risk Disclosures*, septiembre 2000; *Recommendations for Public Disclosure of Trading and Derivatives Activities of Banks and Securities firms*, octubre 1999; y, naturalmente, en el Pilar 3 del documento final de Basilea II (*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards. A revised framework*, junio 2004).

respecta al efecto en resultados de la titulización, de las actividades de negociación por tipo de riesgo y de las actividades de derivados, distinguiendo negociación o cobertura. En el área de titulización tampoco se especifica si existe algún tipo de riesgo retenido, activos subordinados y, en su caso, su forma de cobertura. Asimismo, son insuficientes los desgloses, o no van en el sentido que recomienda el BCBS en lo relativo a exposiciones al riesgo de crédito (por tipo de contraparte, por línea de negocio o por riesgo soberano) y activos dudosos (por sector, por tipo de activo o por área geográfica). En los aspectos comentados, la transparencia alcanzada no es solo pobre en términos absolutos, sino también en relación con el promedio de entidades, donde los niveles alcanzados superan en muchos casos el 50%.

Conviene matizar que las comparaciones anteriores se han realizado con datos de 2003 para España y con datos de 2001 para el promedio de entidades, lo que sesga el análisis a favor de las entidades españolas si, como cabría esperar y siguiendo la tendencia de las

propias entidades españolas, el promedio de entidades ha continuado mejorando su transparencia en los últimos dos años. En particular, esta distorsión puede ser relevante donde la transparencia de las entidades españolas es más elevada (modelización de los riesgos), debido al fuerte impulso que el proceso de Basilea II ha supuesto para los bancos internacionalmente activos.

Si ampliamos la muestra de entidades, incluyendo otras entidades de tamaño elevado, pero con un nivel de actividad internacional escaso, la comparación en términos de transparencia empeora sustancialmente. Ahora, el conjunto de las entidades españolas solo alcanzan una ratio de transparencia del 45% en 2003, que, no obstante, es un progreso significativo respecto al nivel de 2002 (34%). De todo lo anterior se desprende que el conjunto de las entidades de depósito españolas deben continuar esforzándose en mejorar la información que transmiten a los inversores, de manera que el mercado pueda contribuir eficazmente a disciplinar a dichas entidades. Basilea II va a reforzar aún más esta necesidad a través de su tercer pilar.

Esta nueva medida se traduce en un cambio en el *ranking* por países (gráfico III.6 B), aparciendo ahora los países latinoamericanos como los que concentran el mayor riesgo de crédito⁴.

Nótese que la exposición en riesgo así calculada es la cota superior de la pérdida esperada, ya que no se tienen en cuenta las posibles recuperaciones en caso de impago, por lo que la pérdida efectiva puede estar muy lejos de dicho valor. Además, hay que tener en cuenta que buena parte de estas exposiciones se mantienen a través de filiales operando en el país en cuestión. El cociente entre la exposición en riesgo y los recursos propios de la entidad es una cota máxima del impacto del riesgo de crédito de los activos en el exterior sobre la solvencia de las entidades. Se observa (gráfico III.6 C) que, país a país, y para el conjunto de países, dicha cota máxima es reducida (3,5% sin Argentina y 8,6% si incluimos también dicho país)⁵, y significativamente inferior al exceso de recursos propios sobre el mínimo regulatorio.

Algunos analistas bancarios han diseñado medidas que pretenden aproximar el perfil de riesgo (o la exposición en riesgo) de los activos en el exterior de las entidades de depósito de un país. El problema es que en dichos enfoques no se diferencia entre los distintos elementos que componen dichos activos y se aplica como medida de riesgo la probabilidad de impago de la deuda soberana del país en el que están los activos bancarios. Lo anterior se traduce, normalmente, en una medida muy sesgada a la baja del riesgo incurrido por las entidades en su negocio en el extranjero. Además, los cambios en el índice pueden no ser tampoco una buena medida del cambio en el riesgo.

Una forma de evitar los sesgos mencionados y conseguir un indicador del perfil de riesgo más ajustado consiste en, por un lado, tener en cuenta la composición de los activos y, por otro,

4. La disminución sustancial de la exposición en riesgo en México se debe al elevado peso de la deuda pública en moneda local, a la que, de acuerdo con su rating, se le asigna una PD muy reducida. En cambio, en Portugal, la mayor parte de la exposición es con el sector privado residente, que tiene una mayor PD. **5.** Lógicamente, el impacto en cada entidad individual variará en función de la distribución de sus activos en el exterior y de su nivel de recursos propios.

utilizar diferentes probabilidades de impago (PD) para cada tipo de activo. De forma similar a como se ha operado para calcular la exposición en riesgo, es posible construir un indicador agregado del perfil de riesgo sin más que calcular la media ponderada de las PD medias para cada país (gráfico III.6 D)⁶.

Se observa que el perfil de riesgo de los activos en el exterior se ha reducido progresivamente desde 2001 (o desde 2002, si se incluye Argentina) y que en 2003 se sitúa en un nivel relativamente reducido⁷. Se comprueba además que la utilización exclusiva del *rating* soberano sesga a la baja el perfil de riesgo y distorsiona la evaluación de los cambios en el perfil de riesgo. La PD del crédito al sector privado residente es, como cabía esperar, significativamente superior a la de la deuda soberana.

6. De nuevo, un análisis más detallado aparece en el trabajo referenciado en la nota número 1 al pie de página. 7. La evolución temporal reciente es relativamente parecida si se incluye Argentina, aunque el nivel del índice es, lógicamente, sustancialmente superior.

ANEJO: NOTAS EXPLICATIVAS Y GLOSARIO

1 Notas explicativas

Estados financieros consolidados de los grupos de entidades de depósito residentes en España. Agregación de los balances o de las cuentas de resultados consolidados de los grupos de entidades de depósito residentes en España. Para aquellas entidades que no disponen ni pertenecen a un grupo consolidable o que sean sucursales de entidades extranjeras, a efectos de la agregación, se consideran sus cuentas individuales; y para las filiales de entidades extranjeras, sus cuentas subconsolidadas (las del grupo que depende de ella).

Los estados consolidados (balance o cuenta de resultados) comprenden los negocios totales consolidados a nivel mundial, neteadas sus operaciones intragrupo, de los grupos de las entidades consideradas. Dichos grupos están formados por la matriz en España (con sus sucursales en el exterior de España) y por sus filiales consolidables, tanto en España como en el exterior.

Las filiales financieras consolidables en los grupos de entidades de depósito son aquellas sobre las que se posee control (se les supone el control cuando se posee derechos de voto o una participación de al menos el 20% del capital) y que pertenecen a alguno de los tipos siguientes: las entidades de depósito, los establecimientos financieros de crédito, las sociedades y agencias de valores, las sociedades de inversión mobiliaria, las gestoras de instituciones de inversión colectiva, las gestoras de fondos de pensiones, las gestoras de cartera, las sociedades de capital riesgo y las gestoras de fondos de capital riesgo, las tenedoras de acciones o participaciones y, finalmente, las entidades, cualquiera que sea su denominación o estatuto, que ejerzan las actividades típicas de las anteriores (ej.: instrumentales, SPV).

Las cuentas consolidadas de los grupos de entidades de depósito residentes en España pueden ser de entidades nacionales o extranjeras; en este último caso serán filiales o sucursales de extranjeras.

Estos estados (negocios totales), tal como aparece en el esquema 1, pueden presentarse en función del lugar en el que reside la unidad operativa de la entidad, dando lugar a negocios en España y negocios en el extranjero o en el exterior (activos en España y activos en el exterior), o por el lugar en que reside la contrapartida, dando lugar a la sectorización de los negocios con residentes en España y con no residentes (o con extranjeros). Además, cuando la residencia de la unidad operativa coincide con la de la contrapartida, se hablará de negocio local y, cuando no coincide, de negocio transfronterizo (*cross border*), no local o con el exterior.

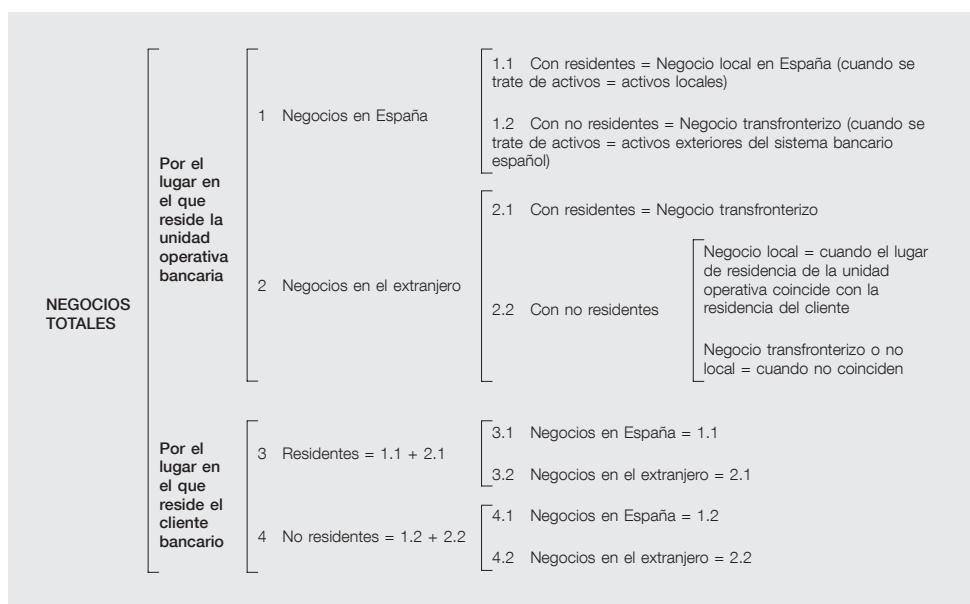
La consolidación de cuentas se basa en el control del grupo por la matriz y es esencial a la hora de analizar la integridad del capital y la estabilidad financiera de un sistema bancario.

Estados financieros Individuales de las entidades de depósito residentes en España. Agregación de los balances o de las cuentas de resultados individuales de dichas entidades.

Los estados individuales (balance o cuenta de resultados) comprenden los negocios totales a nivel mundial realizados por las entidades de depósito individuales residentes en España. Dichas entidades pueden ser nacionales o extranjeras (filiales y sucursales de entidades de depósito extranjeras), y están formadas por la casa central y todas sus sucursales en el ex-

**CLASIFICACIÓN DE LAS CUENTAS Y LOS NEGOCIOS POR EL LUGAR
DESDE EL QUE SE OPERA Y CON QUIEN SE OPERA**

ESQUEMA 1



tranjero (cuando tengan), pero no incluyen las filiales de las entidades españolas operando en el exterior.

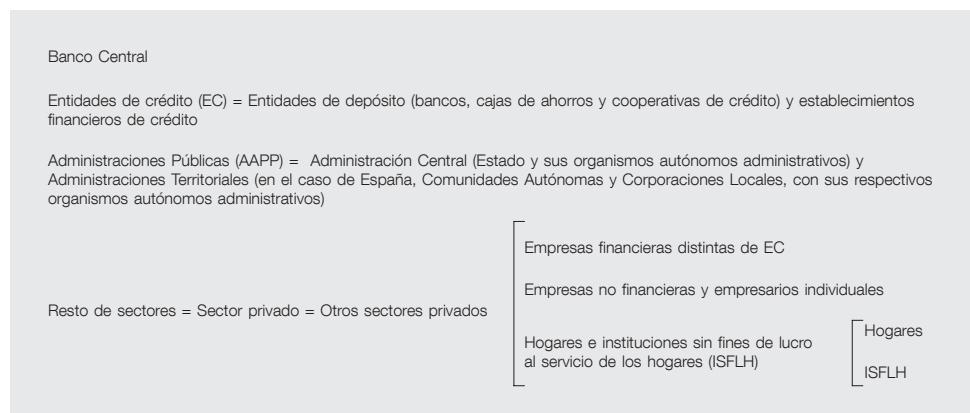
Al igual que ocurre con la información consolidada, los estados individuales (negocios totales), como se observa en el esquema 1, pueden presentarse por el lugar en el que reside la unidad operativa (casa central o sucursal) y por el lugar en el que reside la contrapartida. Sin embargo, mientras que los negocios totales no incluyen o netean las operaciones entre unidades de la entidad que residen en distintos países, por el contrario, y a diferencia de las cuentas consolidadas, los negocios en España y los negocios en el extranjero no netean las posiciones entre las unidades que residen en dichos ámbitos territoriales: España y el resto de países. Dicho de otra forma, los negocios en España incluyen las posiciones frente a sucursales propias en el exterior, porque son no residentes y dicha información es necesaria para elaborar la Contabilidad Nacional y Balanza de Pagos, pero en los negocios totales se consolidan tales operaciones (son activos de unos y pasivos de otras).

Los negocios locales (en el caso de España, negocios en España con residentes), partida mayoritaria de las cuentas individuales de las entidades que residen en un país, son la base de la contabilidad nacional de dicho país (España) y, por tanto, estas cuentas están vinculadas al análisis macroeconómico general del país en cuestión y al modo en que se financian sus sectores. Por este motivo, habitualmente, se dispone de mucha más información y desglose de las cuentas individuales de las entidades, en cuanto a su sectorización, instrumentos y resultados, que de las cuentas consolidadas de sus grupos.

Sectores institucionales. En el IEF se distinguen los sectores institucionales que aparecen en el esquema 2, siendo «residentes» los que tengan un centro de interés o habiten en España y «no residentes» los que tengan un centro de interés o habiten en un país distinto de España, con independencia de que residan en el mismo país de la unidad operativa de la entidad de depósito. Cualquiera de estos dos sectores institucionales se subdivide en los siguientes subsectores: bancos centrales, entidades de crédito, Administraciones Públicas y otros sectores (hogares, empresarios individuales y sociedades distintas de EC).

CLASIFICACIÓN TANTO DEL SECTOR RESIDENTE COMO DEL NO RESIDENTE

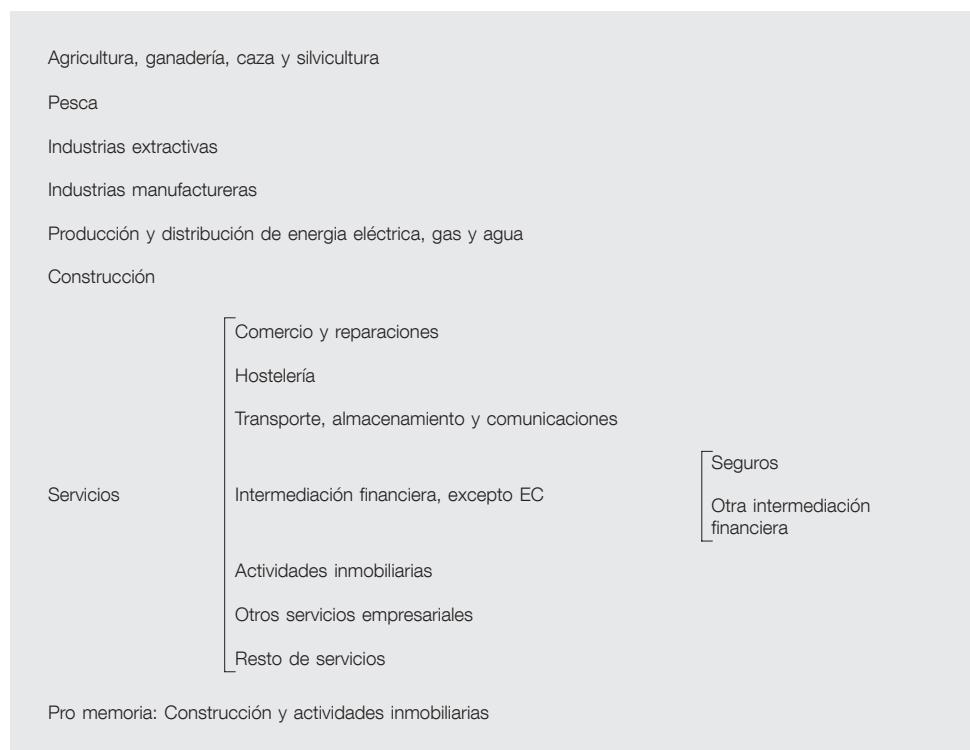
ESQUEMA 2



CLASIFICACIÓN DEL SECTOR EMPRESAS NO FINANCIERAS, EMPRESARIOS INDIVIDUALES Y EMPRESAS FINANCIERAS DISTINTAS DE EC POR EL TIPO DE ACTIVIDAD PRODUCTIVA QUE DESARROLLAN

ESQUEMA 3

Ramas o sectores de actividad



Actividades productivas. El Informe se refiere a aquellas realizadas por los empresarios individuales y por las sociedades distintas de EC, distinguiendo las ramas de actividad que aparecen en el esquema 3.

Las definiciones de las partidas de balance y cuenta de resultados aparecen en la Circular del Banco de España 4/1991. No obstante, el glosario incluye algunas partidas, dada su mayor complejidad y relevancia en el análisis de la estabilidad financiera.

2 Glosario

Acreditado: A efectos del IEF, se considera sinónimo de prestatario, es decir, aquel que recibe un préstamo.

Actividad de tesorería o de negociación: Operativa desarrollada por una unidad especial de la entidad en los mercados financieros al por mayor, con el fin de obtener beneficios mediante la gestión de las posiciones de riesgo, especulando, dentro de los límites fijados por la entidad, y/o cubriendo las necesidades financieras y los riesgos de la misma. Además, esta operativa da servicio a los clientes.

Activos dudosos: Saldos deudores cuyo reembolso total o parcial se juzgue problemático en los términos que se estipularon contractualmente, bien por razón de su morosidad o bien por razones distintas (si la entidad considera que existen dudas razonables sobre su recobro).

Activos financieros: Efectivo, préstamos, valores de renta fija, valores de renta variable, cuentas de periodificación y cuentas diversas. No obstante, en general, al mencionar activos financieros en el IEF se refiere a los activos financieros rentables.

Activos financieros rentables: Activos financieros excluidas las cuentas de periodificación y las diversas. Es decir, aquellos a los que es posible asignar un rendimiento financiero explícito.

Activos ponderados por riesgo: Activos del balance y pasivos contingentes que mantiene una entidad multiplicados por las correspondientes ponderaciones, dependiendo del instrumento y del sector de contrapartida (Basilea I), que tratan de valorar el riesgo de crédito, de tipo de cambio y de mercado asociado a cada exposición.

Activos reales: Activos no financieros o inmovilizado material.

Activos totales medios: Media de los activos en el período en el que dichos activos dan lugar a los flujos de resultados. Para obtener los activos de los que se toma la media, y solo con el propósito de relativizar las partidas de la cuenta de resultados, del total activo del balance se deducen: los activos inmateriales, los valores propios y accionistas, las pérdidas en ejercicios anteriores, los intereses anticipados de recursos tomados a descuento y los productos anticipados por operaciones activas a descuento. Además, en el caso del balance consolidado, se deducen las pérdidas en entidades consolidadas y, en el del balance individual, por disponer de información desglosada, las minusvalías en la cartera de inversión de renta fija.

Banca corporativa: Actividad bancaria desarrollada con sociedades no financieras, típicamente de gran tamaño.

Banca de inversión: Actividad bancaria desarrollada en los mercados de valores, tanto primario como secundario (aseguramiento y colocación de emisiones, negociación de valores, asesoramiento financiero a empresas, etc).

Banca minorista: Actividad bancaria desarrollada con PYMES y con hogares.

Banca universal: La desarrollada por las entidades que no presentan una diferenciación clara entre las actividades de banca corporativa, inversión y minorista.

Bancassurance: Estrategia por la cual se proveen conjuntamente productos y servicios bancarios y de seguros, pudiendo emplearse para ello el mismo canal de distribución y/o la misma base de clientes.

Basilea I: Acuerdo de Capital alcanzado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en el año 1988, en el que se establecieron un conjunto de recomendaciones (convertidas en requerimientos en un gran número de países) sobre recursos propios, activos ponderados por riesgo y un mínimo del 8% para el coeficiente de solvencia que perseguían reforzar la solvencia del sistema bancario internacional, así como una nivelación del terreno de juego competitivo.

Basilea II: Revisión del Acuerdo de Capital de 1988 (Basilea I), con el objetivo básico de, manteniendo el nivel de solvencia global y asegurando la equiparación del terreno de juego competitivo, promover un sistema de requerimientos de capital más sensible al riesgo, fomentando para ello el uso de métodos internos de medición del riesgo por parte de las entidades.

Beta: Medida del riesgo no diversificable que asume una entidad. Se basa en el modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), que considera al mercado como único factor de riesgo. La beta se calcula como la covarianza de las rentabilidades de la acción y del mercado, dividida por la varianza de la rentabilidad del mercado. En el IEF se emplea, salvo mención en contrario, como índice de mercado el DJ Stoxx 50.

Bonos de titulización: Aquellos emitidos por los fondos de titulización de activos (véase Titulización de activos).

Bonos hipotecarios: Valores de renta fija, que solo pueden ser emitidos por EC con ciertas limitaciones, especialmente garantizados por los créditos hipotecarios que se afecten en la escritura de emisión.

Calificación crediticia (rating): Valoración de la calidad crediticia de un deudor en función de su riesgo de crédito. Existe un amplio conjunto de métodos que permiten alcanzar esta valoración.

Capitalización: Valor de mercado de una empresa. Se calcula multiplicando el número de acciones emitidas por su cotización en bolsa.

Carga financiera: Cociente entre la suma de los intereses devengados y, en su caso, principal de la deuda amortizada y la renta bruta disponible del período considerado.

Carga financiera por intereses: Cociente entre los intereses devengados y la renta bruta disponible del período considerado.

Cartera crediticia: Suma de los préstamos vivos concedidos y de la cartera de renta fija (contrapartida de los instrumentos de deuda). En el IEF se usa como sinónimo suyo financiación concedida y también inversión crediticia. Esta definición vale para cualquier sector (citado convenientemente) y para la economía en su conjunto.

Cartera de inversión a vencimiento: Comprende los valores de renta fija que las entidades hayan decidido mantener hasta su amortización.

Cartera de inversión ordinaria: Valores de renta fija o variable que no hayan sido asignados a otra cartera.

Cartera de negociación: Valores de renta fija o variable, que coticen públicamente y cuya negociación sea ágil, profunda y no influenciable por agentes privados individuales, que las entidades mantienen en el activo con la finalidad de beneficiarse a corto plazo de las variaciones de sus precios.

Cartera de participaciones permanentes: Participaciones en filiales y asociadas destinadas a servir de manera duradera a las actividades de la entidad o del grupo al que esta pertenezca.

Cédulas hipotecarias: Valores de renta fija que solo pueden ser emitidos por EC, bajo ciertas limitaciones, que quedan garantizados por la totalidad de los préstamos hipotecarios de su cartera, deducidos los afectos a bonos y participaciones hipotecarias.

Centros offshore: Territorios que otorgan a las sociedades establecidas en ellos un trato fiscal preferente.

Coeficiente de solvencia: Cociente, en porcentaje, entre los recursos propios regulatorios y los activos ponderados por riesgo, que en función de la normativa actual (CBE 5/1993) debe ser, al menos, el 8%.

Coeficiente de solvencia básico: Medida más restrictiva que el coeficiente de solvencia, ya que el numerador está formado solo por los recursos propios básicos. Debe ser, al menos, el 4%.

Conglomerados financieros: Grupos de entidades financieras no consolidables por naturaleza; es decir, los formados por: 1) entidades de crédito y sus grupos y por entidades de seguros y sus grupos, y 2) los formados por entidades de seguros y sus grupos y las sociedades y agencias de valores.

Coste de la deuda: Véase Servicio de la deuda por intereses.

Credit Default Swaps (CDS): Permuta de riesgo financiero por la que el comprador adquiere (el vendedor concede) una protección frente a un potencial impago de un tercero. La cantidad pagada por la operación de aseguramiento se considera como una prima de riesgo, ya que ofrece información sobre la probabilidad de incumplimiento del tercero. (Véase Derivados de crédito.)

Cuentas no sectorizadas: Recursos propios y fondos especiales mantenidos por las entidades menos las cuentas netas (activos – pasivos) de periodificación y las de diversas, que no quedan sujetas a una agrupación ni en base al concepto de residencia (residentes frente a no residentes) ni en base a un criterio institucional (Instituciones Financieras Monetarias, AAPP y resto de sectores).

Cuotas participativas: Valores que pueden emitir, con determinadas limitaciones, las cajas de ahorros para reforzar sus recursos propios. Su remuneración depende de los beneficios obtenidos por la entidad, con determinados límites. En caso de liquidación de la entidad, se sitúan por detrás de los acreedores ordinarios, de los titulares de deuda subordinada y de los poseedores de participaciones preferentes.

Curva de tipos de interés: Recoge, en un momento dado, el nivel de los tipos efectivos para distintos plazos de un activo sin riesgo.

Derivados de crédito: Contrato que lleva aparejada una obligación de pago, dependiente, bien del valor de un instrumento de deuda (préstamo o bono), bien de la solvencia, del rendimiento diferencial o de la calificación crediticia de uno o más prestatarios determinados, cumpliéndose dicha obligación de pago, ya sea mediante una liquidación en metálico, ya sea a través de la entrega del activo o activos subyacentes.

Deuda: Saldo vivo, en un momento determinado, de la suma de los préstamos recibidos y de la renta fija emitida.

Deuda sénior: Deuda que en el caso de liquidación de una compañía tiene preferencia en el orden de prelación respecto de los acreedores comunes.

Deuda subordinada: Deuda que en el caso de liquidación de una compañía se sitúa en el último lugar en el orden de prelación respecto de los demás acreedores, quedando solo por delante de los accionistas y, en su caso, de los titulares de cuotas participativas y participaciones preferentes.

Diferencial activo: Diferencia entre el rendimiento medio de los activos financieros rentables y el EURIBOR medio a tres meses.

Diferencial de clientes: Diferencia entre el rendimiento medio de la inversión crediticia no interbancaria en euros y la financiación recibida no interbancaria en euros.

Diferencial (spread) de los bonos corporativos: Medida de la percepción del riesgo de crédito empresarial. Diferencia entre los tipos de interés de bonos privados y de bonos sin riesgo, en la misma moneda y de similar duración. En el IEF, como bonos sin riesgo (o con riesgo muy bajo) se emplean los emitidos por el Tesoro de EEUU.

Diferencial entre cotizaciones de oferta y demanda (Bid-ask spread): Se computa como la diferencia en un momento dado entre el precio más alto de oferta y el más bajo de demanda de un valor.

Diferencial pasivo: Diferencia entre el EURIBOR medio a tres meses y el coste medio de los pasivos onerosos.

Diferencial (spread) soberano: Medida de la percepción del mercado sobre la probabilidad de impago de la deuda pública de un país determinado. Se calcula como la diferencia entre la rentabilidad de un bono representativo de la deuda emitida por un país respecto a la de un bono de un país con riesgo de crédito mínimo, denominado en la misma moneda y de similar duración.

Diferencial total o rentabilidad de la intermediación: Diferencia entre el rendimiento medio de los activos financieros rentables y el coste medio de los pasivos financieros onerosos. Resultado de la suma del diferencial activo y del diferencial pasivo de la entidad.

Dotaciones: Flujo del período con cargo a pérdidas y ganancias, cuyo fin es corregir la valoración de activos individuales, o de masas de activos determinadas, o prevenir pagos o cargas contingentes con carácter específico (fondos específicos), o de servir de cobertura para riesgos generales (fondos genéricos). Los principales fondos específicos son el de insolvencias, el de riesgo-país y el de fluctuación de valores.

Dotación específica: Dotación en el período considerado, con cargo a pérdidas y ganancias, al fondo para insolvencias específicas. Los riesgos que deben dotarse, aplicándoles determinados porcentajes, con algunas excepciones son: los activos clasificados como dudosos en función de su morosidad, los activos y pasivos contingentes dudosos, excepto avales y demás cauciones prestadas, clasificados como dudosos por razones distintas de la morosidad y los avales y demás cauciones prestadas, tanto por razón de su morosidad como por razones distintas a su morosidad

Dotación estadística: Dotación en el período considerado, con cargo a pérdidas y ganancias, al fondo de insolvencias estadístico. Para su dotación se utiliza el riesgo latente (o inherente), asimilable al promedio de las pérdidas esperadas por riesgo de crédito, obtenido a partir de las pérdidas de un ciclo económico completo. Se calcula como la diferencia entre dicho riesgo latente y la dotación específica del año, de manera que, en los momentos favorables del ciclo, cuando las dotaciones específicas son menores que la media de las pérdidas, se dota el fondo estadístico, mientras que, en las fases bajistas del ciclo, el fondo previamente creado se abona en la cuenta de resultados. De esta forma, ambas dotaciones actúan sobre la cuenta de resultados en sentido contrario. El importe máximo que el fondo estadístico puede alcanzar es el de tres veces el riesgo latente. Dicho riesgo se puede calcular a través del modelo interno de la entidad, previa autorización del Banco de España, o a través del modelo estándar suministrado por el regulador.

Dotación genérica: Dotación en el período considerado, con cargo a pérdidas y ganancias, al fondo de insolvencias genérico aplicando unos determinados porcentajes (en general, el 1% o el 0,5% para préstamos con garantía hipotecaria que cumplan ciertas condiciones) a aquellos riesgos crediticios sin dotación específica.

Efecto tipo de cambio: Disminución (aumento) de valor de las partidas de balance o de cuenta de resultados generada por la depreciación (apreciación) respecto al euro de las monedas de los países en los que están localizadas o se generen dichas partidas, sin que, necesariamente, se haya reducido (aumentado) la actividad, la rentabilidad o los costes en moneda local en el extranjero.

Endeudamiento: Cociente entre la deuda de un sector y sus activos totales (financieros y reales).

Enfoque de modelos internos (IRB approach): Basilea II promueve que sean las propias entidades las que, mediante sus propios métodos, determinen total (IRB avanzado) o parcialmente (IRB básico) sus necesidades de requerimientos de capital en función del riesgo incurrido.

Enfoque estándar (standardised approach): Enfoque regulatorio de medición del riesgo y de los requerimientos de capital análogo al actual de Basilea I, pero más sensible al riesgo, al admitir las calificaciones externas como medida de riesgo que afecta a la ponderación aplicada a la contraparte.

Entidades de crédito (EC): Empresas cuya actividad típica es recibir depósitos o sustitutos próximos de los mismos, de entidades distintas de las de crédito, aplicándolos por cuenta propia a la concesión de créditos, y aquellas, distintas de las anteriores, que emitan medios de pago en forma de dinero electrónico. Son EC las entidades de depósito, los establecimientos financieros de crédito y el ICO. No obstante, los establecimientos financieros de crédito no pueden captar depósitos, pero sí sustitutos próximos a los mismos, del público.

Establecimientos financieros de crédito: Entidades financieras que no pueden captar depósitos del público, pero sí sus sustitutos próximos, como es la emisión de valores con plazo superior al año o su financiación en el interbancario.

Entidades de depósito: Subgrupo de las EC formado por bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito. Únicas con capacidad para captar depósitos del público.

Entidades de depósito nacionales: Cajas de ahorros, cooperativas y aquellos bancos cuya propiedad pertenece, mayoritariamente, a españoles y su casa central o su matriz reside en España.

Estimador kernel: Estimación no paramétrica de la función de densidad, que proporciona una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.

Exposición: Importe de los activos del balance y pasivos contingentes en los se pueden presentar riesgos.

Exposición en riesgo: Producto del importe expuesto y la PD asignada a dicho importe. No incluye el efecto de la pérdida en caso de impago (LGD).

Filiales: Personas jurídicas independientes creadas de conformidad con la ley del país en el que residen y cuya propiedad, total o parcial, está en manos de su matriz. En el IEF, en general, se refiere a las filiales integradas en el grupo consolidable y que residen en el extranjero.

Financiación concedida: Véase Cartera crediticia.

Fondo de comercio (de consolidación): Diferencia, en el momento de la compra, entre el valor de adquisición y el valor teórico contable de la participación en una filial o asociada. Se produce por la valoración de los bienes inmateriales, tales como la posición en el mercado de la entidad comprada, su clientela, reputación o imagen de marca y otros de naturaleza análoga, que posee la filial o la asociada que impliquen valor para la empresa compradora.

Grandes empresas: Según el BCBS, en su propuesta de Nuevo Acuerdo de Capital, gran empresa es aquella con unas ventas anuales superiores a los 50 millones de euros.

Grandes riesgos: Desde un punto de vista regulatorio, se define como gran riesgo el contraido con una misma persona o grupo económico, en el que la suma del importe del riesgo de crédito y de la cartera de negociación supera el 10% de los recursos propios regulatorios del grupo bancario. Dado que, por lo elevado de su importe con un mismo prestatario, pueden poner en peligro la solvencia de una entidad en caso de dificultades del cliente, existen limitaciones, tanto individuales como globales, sobre los grandes riesgos que pueden asumir las entidades.

Grupos mixtos: Aquellos que incluyen grupos consolidados de entidades de crédito y de compañías de seguros. En el caso español, su supervisión corre a cargo del Banco de España o de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, en función de la relevancia de las entidades que lo forman.

Horquilla media ponderada: Diferencial medio ponderado entre las cotizaciones de oferta y de demanda (*bid-ask spread*) de los valores que cotizan en un mercado.

Índice de mercado: Construido promediando un conjunto fijo, pero ajustable, de empresas que cotizan en un determinado mercado bursátil o en varios de ellos. Su evolución es una buena aproximación a la evolución del mercado bursátil de referencia.

Instrumentos de deuda: Véase Deuda.

Inversión crediticia: Véase Cartera crediticia.

Margen básico: Margen de intermediación más comisiones netas recibidas.

Margen de explotación: Se computa como la diferencia entre el margen ordinario y los gastos de explotación.

Margen de intermediación: Se computa como la diferencia entre los productos financieros y los costes financieros.

Margen ordinario: Resultado de añadir al margen de intermediación las comisiones netas recibidas y el resultado de las operaciones financieras.

Mercado primario de valores: Mercado en el que se emiten y amortizan valores.

Mercado secundario de valores: Mercado en el que se negocian los valores emitidos en los mercados primarios.

Mitigación de riesgos: Elementos incorporados en una operación, en la forma de garantías reales o personales y derivados de crédito, que contribuyen a reducir el riesgo asociado a dicha operación.

Participaciones hipotecarias: Valores, que solo pueden ser emitidos por EC, a través de los cuales estas entidades hacen participar a terceros, en todo o en parte, de uno o varios créditos hipotecarios de su cartera, no pudiendo ser susceptibles de participación los que sirvan de garantía a la emisión de bonos hipotecarios. El plazo de la participación no puede ser superior al plazo residual del crédito hipotecario, ni su interés superior.

Participaciones preferentes: Valores emitidos por las entidades de crédito que, en determinadas circunstancias, constituyen parte de sus recursos propios básicos. Su remuneración es fija y periódica, pero puede ser nula si la entidad bancaria o su grupo tienen pérdidas, en cuyo caso, normalmente, no es acumulativa (es decir, si no se remunera un año, no se puede recuperar en el futuro). Se emiten normalmente sin plazo de amortización, pero la entidad bancaria las puede amortizar, con permiso previo del Banco de España, a partir de los cinco años.

Pasivos contingentes: Operaciones por las que una entidad garantiza las obligaciones de un tercero (avales, créditos documentarios, etc.).

Pasivos onerosos: Aquellos pasivos (depósitos y valores de renta fija) que llevan asociado un coste financiero explícito.

Patrimonio neto: Activos menos pasivos exigibles.

Patrimonio propio no comprometido o margen de solvencia de las aseguradoras: Equivalente a los recursos propios de las entidades de crédito.

PER (Price Earnings Ratio): Cociente entre el precio al que cotiza la acción de una determinada compañía y la media de los beneficios obtenidos por esta durante un determinado período (año, ciclo económico, etc.).

Pérdidas esperadas: Pérdidas previstas, es decir, aquellas que por término medio sucederán en una cartera. Se calcula como el valor medio de la distribución de pérdidas, hayan sido o no detectadas.

Pérdidas incurridas: Aquellas pérdidas que se han materializado en la cartera de una entidad.

Pérdidas inesperadas: Pérdidas no previstas de una cartera. Se calculan como la pérdida asociada a un nivel de confianza suficientemente elevado de la distribución de pérdidas menos la pérdida esperada.

Pérdidas o Reservas en sociedades consolidadas por diferencias de conversión: Surgen como consecuencia de la depreciación o apreciación de la divisa en la que están denominadas las participaciones en el capital de sociedades extranjeras consolidadas no cubiertas. De manera simplificada, es la diferencia entre convertir el patrimonio neto de la participada al tipo de cambio actual y al histórico. Una depreciación (apreciación) de la divisa en la que esté denominada respecto al euro conlleva una pérdida (beneficio) en la situación patrimonial que, una vez deducida la parte que de dicha diferencia corresponda a los minoritarios, se registra en pérdidas (reservas) en sociedades consolidadas por diferencias de conversión (partidas ambas del balance e integradas en los recursos propios regulatorios).

Perfil de riesgo o exposición en riesgo (activos financieros en el exterior): Producto de las probabilidades de impago por la exposición o, en su caso, de los activos susceptibles de presentar riesgo.

Perfil de riesgo de la cartera crediticia: Calculado a partir del método estándar de la provisión estadística multiplicando los parámetros asignados a cada una de las seis categorías de riesgo por la exposición contenida en ellas. Las seis carteras son: *Sin riesgo*, que incluye, entre otras, la exposición con AAPP de países de la Unión Europea o las avaladas por ellas; *Riesgo bajo*, que incluye los préstamos con garantía hipotecaria sobre viviendas terminadas cuyo riesgo vivo sea inferior al 80% del valor de tasación de las viviendas y las operaciones cuyo titular sea una empresa con rating A o superior; *Riesgo medio-bajo*, que incluye las operaciones de arrendamiento financiero no incluidas en otras clases de riesgo y aquellos riesgos que cuenten con alguna garantía real diferente de las mencionadas en las dos clases anteriores; *Riesgo medio*, que incluye riesgos con residentes en España no incorporados en otras clases riesgo; *Riesgo medio-alto* que incluye créditos a personas físicas para la adquisición de bienes duraderos y bienes y servicios corrientes; *Riesgo alto*, que incluye los saldos por tarjetas de crédito, descubiertos en cuenta corriente y excedidos en cuenta de crédito de los acreedores no incluidos en sin riesgo.

Perfil de riesgo de los activos: Activos ponderados por riesgo respecto de los activos totales.

Plusvalías latentes: Beneficios netos producidos, pero no realizados, por la diferencia entre el valor de mercado y el valor contable de los valores registrados en la cartera de valores de una entidad.

Posición estructural en moneda extranjera: Activo inmovilizado en moneda extranjera (inversiones en inmuebles de uso propio, participaciones importantes de carácter permanente y, en el balance individual de negocios en España, dotaciones a sucursales en el extranjero), no cubierto de riesgo de cambio, que se convierte al cambio del día de su adquisición.

Préstamos sindicados: Aquellos en los que se crea una asociación temporal de entidades financieras, de tal modo que se distribuye la participación en la concesión de un crédito de gran cuantía entre las mismas.

Prima de riesgo: Es la rentabilidad exigida a un valor por encima de la que corresponde a un activo seguro, para compensar el mayor riesgo que tiene el primero en comparación con el segundo.

Ratio de carga financiera: Véase Carga financiera.

Ratio de carga financiera por intereses: Véase Carga financiera por intereses.

Ratio de cobertura: Cociente entre los fondos para insolvencias y los activos dudosos.

Ratio de eficiencia: Cociente entre los gastos de explotación y el margen ordinario; es decir, porcentaje del margen ordinario absorbido por los gastos de explotación. A mayor valor de la ratio, menos eficiente es una entidad.

Ratio de endeudamiento: Véase Endeudamiento.

Ratio de morosidad: En el IEF es sinónimo de ratio de dudosos. Se calcula como el cociente entre los activos dudosos y la financiación concedida.

Recursos propios atribuidos al grupo: Suma del capital o del fondo de dotación, las reservas de la dominante y, en las entidades consolidadas, el resultado neto del grupo y los fondos para riesgos bancarios generales, menos los accionistas, y acciones propias en cartera, y las pérdidas de ejercicios anteriores de la dominante y en las entidades consolidadas. Promediados de forma análoga a los ATM, se utilizan como denominador para el cálculo del ROE.

Recursos propios básicos: Integrados fundamentalmente por el capital, las reservas efectivas y expresas, las participaciones preferentes y cuotas participativas, deduciéndose el fondo de comercio.

Recursos propios de segunda categoría: Integrados fundamentalmente por las financiaciones subordinadas, aunque sujetas a ciertos límites.

Recursos propios regulatorios: Aquellos admitidos por el regulador a efectos del cómputo del coeficiente de solvencia. Se distingue entre los básicos (*tier 1*) y los de segunda categoría (*tier 2*), en función de su capacidad para absorber pérdidas. La regulación española es más estricta que la de Basilea I en su definición, en particular en lo que respecta al *tier 2*.

Renta bruta disponible: Renta de la que disponen los distintos sectores destinada a su consumo final (hogares y AAPP) y al ahorro bruto.

Rentabilidad de los recursos propios (ROE): Cociente entre el resultado neto (después de impuestos) atribuido al grupo y los recursos propios medios atribuidos al grupo.

Rentabilidad del activo (ROA): Cociente entre el resultado neto (después de impuestos) atribuido al grupo y los activos totales medios.

Requerimientos de capital: 8% de los activos ponderados por riesgo, siendo ese 8% el coeficiente de solvencia mínimo exigido por el supervisor.

Resultado económico bruto de las empresas no financieras: Valor añadido bruto menos gastos de personal. Puede asimilarse al excedente bruto de explotación de la Contabilidad Nacional y, con las cautelas necesarias, al margen de explotación de las EC.

Resultado de operaciones financieras: Beneficios menos pérdidas obtenidas en la cartera de negociación y en acreedores por valores por diferencias de valoración, en las diferencias de cambio, en operaciones de futuro que no sean de cobertura y en la cartera de inversión ordinaria de renta fija o variable, así como las dotaciones y saneamientos a los fondos de fluctuación de valores.

Riesgo de contrapartida o de contraparte: Posibilidad de incurrir en pérdidas ante la eventualidad de que la contraparte incumpla sus obligaciones contractuales. A diferencia del riesgo de crédito, no se contrae con el emisor de un instrumento financiero, sino con la contraparte de una operación (normalmente, un derivado) que se basa en un instrumento primario emitido por un tercero.

Riesgo de crédito: Posibilidad de que una entidad pueda incurrir en pérdidas, ante el eventual incumplimiento, en la forma y/ o en el tiempo, de las obligaciones de pago por parte de algún deudor, tal como se establecieron en el contrato. Puede presentarse como riesgo de insolvencia y como riesgo-país.

Riesgo de insolvencia: Posibilidad, en el curso normal de las actividades (riesgo comercial habitual), de incurrir en pérdidas como consecuencia del incumplimiento de las obligaciones de pago por parte de un deudor.

Riesgo de liquidez: En el IEF se refiere al riesgo de liquidez del activo, es decir, a la incapacidad de los agentes para enajenar sus activos sin afectar significativamente a los precios de mercado.

Riesgo de mercado: Posibilidad de incurrir en pérdidas por las variaciones de valor de posiciones de balance, o de fuera de él, como consecuencia de movimientos adversos en los tipos de interés, en los tipos de cambio y en los precios de mercado de los activos. A veces se menciona directamente el riesgo de tipo de interés, de tipo de cambio o de precio, y otras al riesgo de mercado se le denomina riesgo de precio.

Riesgo de negocio: Aquel asociado a la pérdida de la posición que una entidad ostenta en el mercado.

Riesgo de precio: Posibilidad de incurrir en pérdidas ante los movimientos adversos en los precios de los activos.

Riesgo de refinanciación o de liquidez del pasivo: Posibilidad de pérdidas derivadas de la necesidad de acudir al mercado ante la no coincidencia entre el plazo de vencimiento del instrumento que aporta la financiación y el horizonte temporal para el que esta es requerida.

Riesgo de tipo de cambio: Posibilidad de incurrir en pérdidas ante los movimientos adversos de la divisa en la que está denominada la exposición.

Riesgo de tipo de interés: Posibilidad de incurrir en pérdidas motivadas por cambios en los tipos de interés.

Riesgo operacional u operativo: Posibilidad de incurrir en pérdidas como consecuencia de procesos internos, personal o sistemas inadecuados, o como consecuencia de acontecimientos externos.

Riesgo-país: Aquel que concurre en las deudas de un país consideradas globalmente por circunstancias diferentes del riesgo comercial habitual. Responde a la existencia de dos jurisdicciones nacionales distintas y se origina por la no efectividad de las acciones legales frente a un Estado por razones de soberanía. Se clasifica en: *i)* riesgo soberano, cuando el deudor es el propio Estado; *ii)* riesgo de transferencia, que se deriva de la imposición de restricciones a la conversión de la moneda local a una moneda fuerte o a su repatriación, y *iii)* riesgo político, que resulta de disposiciones normativas o que surge en situaciones de guerra o inestabilidad social.

Riqueza neta: Véase Patrimonio neto.

Saldo neto deudor/acrededor: Diferencia entre la financiación concedida (activo) y la recibida (pasivo). Para las EC, cuando esta diferencia es positiva, el saldo neto se denomina deudor, y en caso de ser negativa, acreedor.

Servicio de la deuda: Intereses devengados y, en su caso, principal de la deuda amortizada durante el período considerado.

Sociedades puestas en equivalencia: Mecanismo de integración de aquellas sociedades de las que, pese a ostentarse una determinada participación, no se integran en el grupo consolidable, ya sea por razón de su actividad (seguros y empresas no financieras), o porque siendo consolidables no se ostenta su control (participación inferior al 20%), aunque sí son asociadas. Este mecanismo consiste en valorar las participaciones por su valor teórico contable —patrimonio neto— más (menos) el saldo del fondo de comercio de consolidación (diferencias negativas de consolidación) de la participada.

Sociedades instrumentales (SPV): Utilizadas por las entidades de depósito para diversos fines (por ejemplo, emisión de valores), domiciliadas normalmente, aunque no exclusivamente, en centros offshore y, en la normativa contable española, integradas en los balances bancarios consolidados.

Sucursal: Oficinas de la entidad radicadas en un país extranjero que no son personas jurídicas independientes. Forman parte integrante de la entidad, generalmente no tienen cuentas separadas (aunque sí a efectos internos) y no pueden tomar decisiones económicas o contraer pasivos ni poseer activos por derecho propio. Están sujetas a la legislación y supervisión del país de origen (el de la casa central).

Tier 1: Recursos propios básicos.

Tier 2: Recursos propios de segunda categoría.

Titulización de activos: Cesión por parte de una entidad de sus créditos u otros derechos de cobro (presentes o futuros) a un fondo de titulización de activos que, a su vez, emitirá valores de renta fija para su negociación en un mercado secundario organizado.

Valor añadido bruto a precios de mercado (empresa no financiera): Diferencia entre el valor de su producción y los consumos intermedios necesarios para su obtención. De modo equivalente, son las ventas más la variación de existencias de productos terminados menos el coste de las ventas (gastos de explotación, excepto los de personal) más la variación de existencias de materias primas y de productos en curso.

Valor en riesgo (VaR): Pérdida máxima de una cartera, a la que se asocia una cierta probabilidad de ocurrencia en un horizonte temporal determinado.

Volatilidad histórica: Desviación típica anualizada de los precios de mercado del subyacente para el plazo analizado. Aproxima la percepción del riesgo que tiene el mercado.

Volatilidad implícita: Utilizando un determinado modelo de valoración de opciones, en el que todos los parámetros se consideran dados, excepto el precio teórico del activo en cuestión y su volatilidad histórica, la volatilidad implícita, en un momento determinado y para el plazo dado, se obtiene al introducir como precio teórico del activo el de su precio de mercado. Ofrece una indicación de la percepción del riesgo que tiene el mercado.

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

Estudios e informes

PERIÓDICOS

Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España (ediciones en español e inglés) (anual)
Boletín Económico (mensual) (hay una versión en inglés de periodicidad trimestral)
Estabilidad Financiera (ediciones en español e inglés) (semestral)
Informe Anual (ediciones en español e inglés)
Memoria de la Supervisión Bancaria en España (ediciones en español e inglés) (anual)
Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual)
Mercado de Deuda Pública (anual)

NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo
Notas de Estabilidad Financiera

ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 51 ELOÍSA ORTEGA: La inversión extranjera directa en España (1986-1990) (1992).
- 52 ALBERTO CABRERO, JOSÉ LUIS ESCRIVÁ Y TERESA SASTRE: Ecuaciones de demanda para los nuevos agregados monetarios (1992). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 53 ÁNGEL LUIS GÓMEZ JIMÉNEZ Y JOSÉ MARÍA ROLDÁN ALEGRE: Análisis de la política fiscal en España con una perspectiva macroeconómica (1988-1994) (1995).
- 54 JUAN MARÍA PEÑALOSA: El papel de la posición financiera de los agentes económicos en la transmisión de la política monetaria (1996).
- 55 ISABEL ARGIMÓN MAZA: El comportamiento del ahorro y su composición: evidencia empírica para algunos países de la Unión Europea (1996).
- 56 JUAN AYUSO HUERTAS: Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio (1996).
- 57 OLYMPIA BOVER, MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA: Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico (1996). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 58 JOSÉ MARÍN ARCAS: Efectos estabilizadores de la política fiscal. Tomos I y II (1997). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 59 JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y M.^a TERESA SASTRE: El sistema bancario español ante la Unión Monetaria Europea (1997).
- 60 ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El sector exterior en España (1997).
- 61 ÁNGEL ESTRADA, FRANCISCO DE CASTRO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: La inversión en España (1997).
- 62 ENRIQUE ALBEROLA ILA: España en la Unión Monetaria. Una aproximación a sus costes y beneficios (1998).
- 63 GABRIEL QUIRÓS (coordinador): Mercado español de deuda pública. Tomos I y II (1998).
- 64 FERNANDO C. BALLABRIGA, LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Un modelo macroeconómico BVAR para la economía española: metodología y resultados (1998). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 65 ÁNGEL ESTRADA Y ANA BUISÁN: El gasto de las familias en España (1999).
- 66 ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999).
- 67 JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999).
- 68 ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Públicas en España (1999).
- 69 JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Assessing the benefits of price stability: The international experience (2000).
- 70 OLYMPIA BOVER Y MARIO IZQUIERDO: Ajustes de calidad en los precios: métodos hedónicos y consecuencias para la Contabilidad Nacional (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 71 MARIO IZQUIERDO Y M.^a DE LOS LLANOS MATEA: Una aproximación a los sesgos de medición de las variables macroeconómicas españolas derivados de los cambios en la calidad de los productos (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 72 MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)

Nota: La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

Todas las publicaciones están disponibles en formato electrónico, con excepción de las publicaciones estadísticas, Ediciones varias y Textos de la División de Desarrollo de Recursos Humanos.

- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.^a DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número).
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 25 MARÍA JESÚS FUENTE: Finanzas y ciudades. El tránsito del siglo XV al XVI (1992).
- 26 HERNÁN ASDRÚBAL SILVA: El Comercio entre España y el Río de la Plata (1778-1810) (1993).
- 27 JOHN ROBERT FISHER: El Comercio entre España e Hispanoamérica (1797-1820) (1993).
- 28 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Fraude y administración fiscal en Castilla. La Comisión de Millones (1632-1658): Poder fiscal y privilegio jurídico-político (1994).
- 29 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. I: España y México (1994).
- 30 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. II: Suramérica y el Caribe (1994).
- 31 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II. La Sala de Millones (1658-1700) (1995).
- 32 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995).
- 33 FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
- 34 ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).
- 35 M.^a GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
- 36 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
- 37 EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
- 38 ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).
- 39 MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).
- 40 ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Ámsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000).
- 41 LLUIS CASTAÑEDA: El Banco de España (1874-1900). La red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001).
- 42 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. II: Finanzas y renta nacional (2002).
- 43 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958. Edición revisada (2003).
- 44 INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión en Cuba (1856-1898) (2004).
- 45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935 (2004).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0308 CLAUDIO MICHELACCI Y DAVID LÓPEZ-SALIDO: Technology shocks and job flows.
- 0309 ENRIQUE ALBEROLA: Misalignment, liabilities dollarization and exchange rate adjustment in Latin America.
- 0310 ANDREW BENITO: The capital structure decisions of firms: is there a pecking order?
- 0311 FRANCISCO DE CASTRO: The macroeconomic effects of fiscal policy in Spain.
- 0312 ANDREW BENITO E IGNACIO HERNANDO: Labour demand, flexible contracts and financial factors: new evidence from Spain.
- 0313 GABRIEL PÉREZ QUIRÓS Y HUGO RODRÍGUEZ MENDIZÁBAL: The daily market for funds in Europe: what has changed with the EMU?
- 0314 JAVIER ANDRÉS Y RAFAEL DOMÉNECH: Automatic stabilizers, fiscal rules and macroeconomic stability
- 0315 ALICIA GARCÍA HERRERO Y PEDRO DEL RÍO: Financial stability and the design of monetary policy.
- 0316 JUAN CARLOS BERGANZA, ROBERTO CHANG Y ALICIA GARCÍA HERRERO: Balance sheet effects and the country risk premium: an empirical investigation.
- 0317 ANTONIO DÍEZ DE LOS RÍOS Y ALICIA GARCÍA HERRERO: Contagion and portfolio shift in emerging countries' sovereign bonds.
- 0318 RAFAEL GÓMEZ Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Demographic maturity and economic performance: the effect of demographic transitions on per capita GDP growth.
- 0319 IGNACIO HERNANDO Y CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL: The impact of financial variables on firms' real decisions: evidence from Spanish firm-level data.
- 0320 JORDI GALÍ, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO Y JAVIER VALLÉS: Rule-of-thumb consumers and the design of interest rate rules.
- 0321 JORDI GALÍ, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO Y JAVIER VALLÉS: Understanding the effects of government spending on consumption.

- 0322 ANA BUISÁN Y JUAN CARLOS CABALLERO: Análisis comparado de la demanda de exportación de manufacturas en los países de la UEM.
- 0401 ROBERTO BLANCO, SIMON BRENNAN E IAN W. MARSH: An empirical analysis of the dynamic relationship between investment grade bonds and credit default swaps.
- 0402 ENRIQUE ALBEROLA Y LUIS MOLINA: What does really discipline fiscal policy in emerging markets? The role and dynamics of exchange rate regimes.
- 0403 PABLO BURRIEL-LLOMBART: An economic analysis of education externalities in the matching process of UK regions (1992-1999).
- 0404 FABIO CANOVA, MATTEO CICCARELLI Y EVA ORTEGA: Similarities and convergence in G-7 cycles.
- 0405 ENRIQUE ALBEROLA, HUMBERTO LÓPEZ Y LUIS SERVÉN: Tango with the gringo: the hard peg and real misalignment in Argentina.
- 0406 ANA BUISÁN, JUAN CARLOS CABALLERO Y NOELIA JIMÉNEZ: Determinación de las exportaciones de manufacturas en los países de la UEM a partir de un modelo de oferta-demanda.
- 0407 VÍTOR GASPAR, GABRIEL PÉREZ QUIRÓS Y HUGO RODRÍGUEZ MENDIZÁBAL: Interest rate determination in the interbank market.
- 0408 MÁXIMO CAMACHO, GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS Y LORENA SAIZ: Are european business cycles close enough to be just one?
- 0409 JAVIER ANDRÉS, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO Y EDWARD NELSON: Tobin's imperfect assets substitution in optimizing general equilibrium.
- 0410 A. BUISÁN, J. C. CABALLERO, J. M. CAMPA Y N. JIMÉNEZ: La importancia de la histéresis en las exportaciones de manufacturas de los países de la UEM.
- 0411 ANDREW BENITO, FRANCISCO JAVIER DELGADO Y JORGE MARTÍNEZ PAGÉS: A synthetic indicator of financial pressure for Spanish firms.
- 0412 JAVIER DELGADO, IGNACIO HERNANDO Y MARÍA J. NIETO: Do European primarily Internet banks show scale and experience efficiencies?
- 0413 ÁNGEL ESTRADA, JOSÉ LUIS FERNÁNDEZ, ESTHER MORAL Y ANA V. REGIL: A quarterly macroeconometric model of the Spanish economy.
- 0414 GABRIEL JIMÉNEZ Y JESÚS SAURINA: Collateral, type of lender and relationship banking as determinants of credit risk.
- 0415 MIGUEL CASARES: On monetary policy rules for the euro area.
- 0416 MARTA MANRIQUE Y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: Una aproximación empírica a la evolución de la tasa natural de interés y el crecimiento potencial. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 0417 REGINA KAISER Y AGUSTÍN MARAVALL: Combining filter design with model-based filtering (with an application to business-cycle estimation).

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0301 GIANLUCA CAPORELLO Y AGUSTÍN MARAVALL: A tool for quality control of time series data. Program TERROR.
- 0302 MARIO IZQUIERDO, ESTHER MORAL Y ALBERTO URTASUN: El sistema de negociación colectiva en España: un análisis con datos individuales de convenios. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 0303 ESTHER GORDO, MARÍA GIL Y MIGUEL PÉREZ: Los efectos de la integración económica sobre la especialización y distribución geográfica de la actividad industrial en los países de la UE.
- 0304 ALBERTO CABRERO, CARLOS CHULIÁ Y ANTONIO MILLARUELO: Una valoración de las divergencias macroeconómicas en la UEM. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 0305 ALICIA GARCÍA HERRERO Y CÉSAR MARTÍN MACHUCA: La política monetaria en Japón: lecciones a extraer en la comparación con la de los EEUU.
- 0306 ESTHER MORAL Y SAMUEL HURTADO: Evolución de la calidad del factor trabajo en España.
- 0307 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Una visión macroeconómica de los veinticinco años de vigencia de la Constitución Española.
- 0308 ALICIA GARCÍA HERRERO Y DANIEL NAVIA SIMÓN: Determinants and impact of financial sector FDI to emerging economies: a home country's perspective.
- 0309 JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-MÍNGUEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y ANA DEL RÍO: An analysis of the impacts of GDP revisions on cyclically adjusted budget balances (CABS).
- 0401 J. RAMÓN MARTÍNEZ-RESANO: Central bank financial independence.
- 0402 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA Y FERNANDO RESTOY: Evolución reciente del patrimonio de empresas y familias en España: implicaciones macroeconómicas. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 0403 ESTHER GORDO, ESTHER MORAL Y MIGUEL PÉREZ: Algunas implicaciones de la ampliación de la UE para la economía española.
- 0404 LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ, PILAR CUADRADO SALINAS, JAVIER JAREÑO MORAGO E ISABEL SÁNCHEZ GARCÍA: El impacto de la puesta en circulación del euro sobre los precios de consumo.
- 0405 ÁNGEL ESTRADA, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y JAVIER JAREÑO: Una estimación del crecimiento potencial de la economía española.
- 0406 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y DANIEL SANTABÁRBARA: Where is the Chinese banking system going with the ongoing reform?
- 0407 MIGUEL DE LAS CASAS, SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS, EMILIANO GONZÁLEZ-MOTA Y CLARA MIRASALAMA: A review of progress in the reform of the International Financial Architecture since the Asian crisis.

EDICIONES VARIAS¹

BANCO DE ESPAÑA: Monedas de Oro de la Colección del Banco de España (1991). 48,08 €.
PEDRO MARTÍNEZ MÉNDEZ: Los beneficios de la banca (1970-1989) (1991). 12,50 €.
MARÍA JOSÉ TRUJILLO MUÑOZ: La potestad normativa del Banco de España: el régimen dual establecido en la Ley de Autonomía (1995). 3,13 €.
BANCO DE ESPAÑA: Tauromaquia. Catálogo comentado sobre la Tauromaquia, de Francisco de Goya, referido a una primera tirada de esta serie, propiedad del Banco de España (1996). 5 €.
JUAN LUIS SÁNCHEZ-MORENO GÓMEZ: Circular 8/1990, de 7 de septiembre. Concordancias legales (1996). 6,25 €.
RAMÓN SANTILLÁN: Memorias (1808-1856) (1996) (**).
BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): La política monetaria y la inflación en España (1997) (*).
BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 3,01 €.
TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 28,13 €.
JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS Y FERNANDO GUTIÉRREZ (Ed.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (**).
VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 5,31 €.
PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Fernando (1829-1856) (1999) (*).
BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 12,02 €.
PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 9,02 €.
TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 9,38 €.
VICTORIA PATXOT Y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 €.
BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 €.
BANCO DE ESPAÑA: El Banco de España y la introducción del euro (2002). Ejemplar gratuito.
BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1940-2001 (2004). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)

Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)
Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)
Boletín Estadístico (mensual)
Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual)
Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (anual)

Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito²
Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)
Registros de Entidades (anual) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Formación

BANCO DE ESPAÑA: Cálculo mercantil (con ejercicios resueltos).
PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo I) (1999).
PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo II) (1998).
JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).
JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (ejercicios resueltos) (1994).
UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.
LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual
Boletín Mensual
Otras publicaciones

1. Todas las publicaciones las distribuye el Banco de España, excepto las señaladas con (*), (**) o (**), que las distribuyen, respectivamente, Alianza Editorial, Editorial Tecnos y Macmillan (Londres). Los precios indicados incluyen el 4% de IVA. 2. Solo disponible en el sitio web del Banco de España hasta su incorporación a la publicación *Circulares del Banco de España. Recopilación*.

BANCO DE ESPAÑA	Unidad de Publicaciones Alcalá, 522; 28027 Madrid Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488 <i>e-mail:</i> Publicaciones@bde.es www.bde.es
------------------------	--