

**INFORME DE ESTABILIDAD  
FINANCIERA**

**05/2005**

**BANCODE ESPAÑA**







**INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA MAYO 2005**

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

© Banco de España, Madrid, 2005

ISSN: 1698-8701 (edición impresa)

ISSN: 1698-871X (edición electrónica)

Depósito legal: M. 46406-2004

Impreso en España por Artes Gráficas Coyve, S. A.

## SÍMBOLOS Y ABREVIATURAS

€:	Euro(s)
AAPP:	Administraciones Públicas
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** 26  
I.2.1 Impacto del contexto macroeconómico 26  
a. España y la Unión Económica y Monetaria 26  
b. Resto del mundo 30  
I.2.2 Impacto de la política crediticia de las entidades 33  
I.3 **Riesgo de liquidez** 43  
I.4 **Riesgo de mercado** 47

II RENTABILIDAD 55

II.1 **Situación general de la rentabilidad** 55  
II.2 **Análisis por entidades** 63

III SOLVENCIA 69

III.1 **Situación general de la solvencia** 69  
III.2 **Análisis por entidades** 70

ANEJO: NOTAS EXPLICATIVAS  
Y GLOSARIO 83

1 **Notas explicativas** 85  
2 **Glosario** 89





## Introducción

La adquisición de una entidad británica de elevado tamaño por parte de una entidad española está presente a lo largo de todo el Informe y, de alguna forma, dificulta la comparación con el período anterior; en particular, teniendo en cuenta que se ha materializado en diciembre de 2004. Así, una parte significativa del crecimiento de determinados epígrafes del activo, como la inversión crediticia, así como de los activos ponderados por riesgo o de los activos financieros en el exterior, responde a dicha adquisición. Lógicamente, esto obliga a tomar con cierta cautela algunas de las conclusiones de este Informe en cuanto a la evolución de la actividad, de la rentabilidad y de la solvencia del conjunto de las entidades de depósito españolas. Todos los capítulos del Informe incluyen referencias a la mencionada adquisición, con el fin de poder interpretar mejor la evolución de las magnitudes agregadas o por grupos de entidades.

Una vez formulada la salvedad anterior, hay que señalar que las entidades de depósito españolas han experimentado, a lo largo de 2004, un nuevo incremento de su rentabilidad, si bien los diferentes coeficientes de solvencia han proseguido con su tendencia descendente, en un contexto de elevado dinamismo del crédito concedido, al que ha contribuido la citada adquisición. Dicha evolución tendencial se ha producido a pesar del importante crecimiento de los recursos propios. En cualquier caso, los coeficientes de solvencia continúan sustancialmente por encima de los niveles mínimos regulatorios. El buen comportamiento de los resultados se ha sustentado no solo en el incremento de la actividad, sino también en los continuados esfuerzos de contención de costes llevados a cabo por las entidades. Asimismo, la contribución de los negocios en el exterior ha sido más favorable que en ejercicios precedentes.

### ***Evolución de los riesgos bancarios***

La buena situación coyuntural de la economía española, que registra tasas de variación del PIB claramente superiores a la media de la zona del euro, explica, en buena medida, el fuerte crecimiento de la actividad de las entidades de depósito españolas, que, a su vez, se debe en gran parte al mantenimiento, un año más, del elevado ritmo de avance de la financiación al sector privado residente. Buena parte de dicho crecimiento se debe seguir imputando a la financiación de actividades relacionadas con el sector inmobiliario, ya sea a las familias para la adquisición de vivienda, ya sea a los constructores y promotores inmobiliarios. Se mantiene, por lo tanto, la dicotomía en la evolución del crédito al sector privado residente, que lleva a un nuevo incremento del peso relativo del crédito vinculado al sector inmobiliario en la cartera crediticia de las entidades.

Los pasivos contraídos por los hogares españoles evolucionaron a un ritmo más intenso que sus rentas, lo que se tradujo en 2004 en un nuevo incremento de la ratio de endeudamiento del sector, al tiempo que la carga financiera total mostró un nuevo ascenso. En un contexto caracterizado por reducidos tipos de interés, tanto nominales como reales, y un fuerte crecimiento de los precios de la vivienda, el mayor endeudamiento soportado por los hogares introduce un elemento adicional de sensibilidad ante posibles perturbaciones adversas en los tipos de interés o en el empleo. Con todo, la riqueza de los hogares se ha incrementado y, en conjunto, su posición patrimonial continúa siendo sólida.

La favorable evolución de la economía española en 2004 ha contribuido a elevar la rentabilidad de las empresas no financieras, en un entorno de reducido coste del endeudamiento. La sólida posición financiera de las empresas en los últimos años, tanto grandes como PYMES,

ha permitido a las entidades de depósito españolas mantener niveles de probabilidad de impago reducidos en la financiación que les conceden.

La intensa actividad desarrollada por las entidades españolas se debe también al mayor dinamismo de sus negocios en el exterior. Por una parte, en 2004 se ha producido un fuerte aumento del ritmo de actividad en la economía mundial y, en particular, en la latinoamericana. Por otra, y con un impacto significativo en las cifras del balance a diciembre de 2004, el año pasado se produjo, como se ha dicho, la adquisición, por parte de una entidad española, de otra de elevado tamaño del Reino Unido. Los activos financieros en el exterior han crecido a un ritmo desconocido desde los procesos de expansión de la banca española en Latinoamérica, a finales de los años noventa, al tiempo que se ha modificado su composición geográfica y por tipo de negocio. En particular, se reduce la exposición relativa en países emergentes, y aumenta la mantenida con hogares y empresas. Con todo, se ha reducido el perfil de riesgo de los activos en el exterior, que ahora gozan de una mayor diversificación por países y monedas.

La buena coyuntura económica, tanto española como mundial, y en especial en Latinoamérica, contribuye a explicar la reducción de los activos dudosos totales. Ello, unido al crecimiento del crédito, ha hecho disminuir las ratios de morosidad, especialmente en los negocios en el exterior. Esto ha intensificado la convergencia de su morosidad con la de los negocios en España, que, no obstante, permanece en niveles significativamente más bajos. La reducción de la ratio de morosidad se puede considerar un fenómeno generalizado entre las entidades de depósito españolas. En línea con esta mejora de los indicadores de riesgo ex post, que debe matizarse recordando que existe un desfase temporal amplio entre el crecimiento del crédito y la materialización de su morosidad, el perfil de riesgo de la cartera crediticia se ha reducido ligeramente gracias al mayor peso relativo de las operaciones con garantía real.

El fuerte crecimiento de la financiación otorgada al sector privado residente por las entidades de depósito no está siendo compensado por un ritmo de avance análogo de la financiación captada de este sector, por lo que el saldo deudor con él se ha incrementado un año más, si bien a un ritmo significativamente menor que en años anteriores. Las entidades continúan financiando la expansión de su actividad a través de la emisión de valores y apelando al mercado interbancario exterior, lo que presiona al alza sobre el coste medio de su pasivo. Asimismo, con el ánimo de financiar el crecimiento del crédito y de disponer de mayor margen de maniobra, el recurso a la titulización de activos y a la emisión de cédulas hipotecarias ha continuado aumentando.

El dinamismo mostrado por las entidades de depósito españolas no se restringe a la concesión de financiación, sino que alcanza también la prestación de servicios relacionados con la gestión de activos, consolidando así su presencia en la comercialización de fondos de pensiones y, en mayor medida, de participaciones en fondos de inversión. Asimismo, las entidades comercializan servicios financieros adicionales que ofrecen las compañías de seguros que controlan, fundamentalmente en los ramos de vida y mixto. En términos generales, estas compañías muestran, a nivel agregado, una elevada rentabilidad y un margen de solvencia sustancialmente por encima del mínimo exigido.

La situación financiera internacional se caracterizó por la existencia de holgadas condiciones de financiación, ascensos generalizados de las cotizaciones bursátiles y reducciones de las volatilidades implícitas asociadas. En este contexto, el riesgo de mercado para las entidades parece estar relativamente acotado. No obstante, han de tenerse presentes los riesgos que para los mercados financieros internacionales pueden derivarse de la evolución de los tipos

de interés y de cambio, de los precios del petróleo y del modo en el que se vayan corrigiendo los desequilibrios globales actualmente existentes. El riesgo de liquidez parece, asimismo, mantenerse en niveles poco elevados, no existiendo especiales tensiones en los mercados ni para las entidades españolas. No obstante continúa el desequilibrio entre inversión y financiación del sector privado residente, lo que puede plantear retos a medio plazo para las entidades.

### **Rentabilidad**

A lo largo del presente ejercicio se ha confirmado la buena evolución de los resultados de las entidades de depósito españolas, que se han acelerado con respecto al año precedente. Este comportamiento ha sido posible, en buena parte, gracias al incremento de la actividad (tanto de financiación a los sectores productivos como de prestación de servicios a sus clientes), de tal forma que los tres márgenes (intermediación, ordinario y explotación) han aumentado en valor absoluto. El crecimiento del margen de explotación obedece, fundamentalmente, a los continuados esfuerzos de contención de costes, que se han traducido en un aumento moderado de los gastos de explotación (caída en términos relativos sobre activos totales medios) y en la consecuente mejora adicional de la ratio de eficiencia. De esta forma, el dinamismo de la actividad, la positiva evolución de las comisiones y la aportación más favorable de los negocios en el extranjero han compensado con creces el continuado estrechamiento de los diferenciales de tipos de interés entre el activo y el pasivo bancario. Asimismo, la contribución de los resultados de las empresas no financieras y de seguros participadas por las entidades de depósito y el menor volumen de amortizaciones de los fondos de comercio, después de las fuertes dotaciones de años anteriores, compensan los menores resultados extraordinarios.

Como resultado de lo anterior, en 2004 se ha producido un nuevo incremento de la rentabilidad sobre recursos propios, que se mantiene en niveles sustancialmente mayores que los de la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo. Mantener su rentabilidad en el tiempo es uno de los retos más difíciles que tienen planteados las entidades de depósito españolas.

En el anterior IEF se constató la buena posición relativa de las entidades españolas en comparación con la media ponderada de las entidades de crédito europeas. Este resultado se mantiene cuando el análisis se realiza distinguiendo las entidades en tres categorías de tamaño, si bien existen algunas diferencias. En particular, a pesar de que la rentabilidad sobre recursos propios de las entidades españolas es mayor que la media europea para los tres tamaños, la diferencia es considerablemente superior para las entidades incluidas en el grupo de las de mayor tamaño. Los indicadores de mercado disponibles confirman la posición similar de las grandes entidades españolas en relación con sus homólogas europeas, presentando una evolución bursátil y una volatilidad implícita análogas. Finalmente, tanto las betas como las primas de riesgo extraídas de los mercados de derivados crediticios muestran para las entidades españolas un perfil de riesgo en torno a la media.

### **Solvencia**

Los coeficientes de solvencia de las entidades de depósito españolas se redujeron en 2004, lo que supone una continuación en la tendencia a la baja de los últimos años, ya que el significativo incremento de los recursos propios no ha compensado el fuerte crecimiento de los requerimientos.

Los recursos propios han aumentado sustancialmente, en un contexto de crecimiento de los beneficios de las entidades y de estabilidad en la proporción de dividendos pagados. Además, la realización de ampliaciones de capital por algunas entidades de elevado tamaño y el mayor recurso a la emisión de participaciones preferentes, que contrarresta el incremento sustancial del fondo de comercio, han reforzado los recursos propios básicos de las entidades

de depósito españolas. Los recursos propios de segunda categoría también se han incrementado, fundamentalmente gracias al dinamismo de la financiación subordinada.

En 2004, y como consecuencia de la buena posición cíclica de la economía española, ha seguido creciendo el fondo estadístico y el número de entidades que han llegado al límite del mismo se incrementa un año más. A pesar de los excelentes resultados de carácter prudencial que ha cosechado la provisión estadística desde su implantación en julio de 2000, la introducción en la Unión Europea de las nuevas normas internacionales de contabilidad ha llevado a su eliminación en 2005. No obstante, la nueva Circular del Banco de España (4/2004) propone un esquema que mantiene los elementos prudenciales de la anterior, siendo compatible con dichas normas internacionales de contabilidad.

En definitiva, el dinamismo de la actividad, complementado por la adquisición de una entidad extranjera de elevado tamaño, los esfuerzos por la contención de costes y la mayor aportación de los negocios en el exterior han permitido el incremento de los resultados y de la rentabilidad de las entidades de depósito españolas, que mantienen sus coeficientes de solvencia considerablemente por encima de los mínimos regulatorios. No obstante, el fuerte crecimiento del crédito, en la medida en que podría trasladarse en morosidad futura, requiere una atención permanente por parte de las entidades.

## I Evolución de los riesgos bancarios

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

Los balances consolidados de las entidades de depósito españolas muestran un creciente dinamismo de su actividad. Esto se explica, en parte, por el crecimiento de la financiación concedida al sector privado en el negocio en España. Al mismo tiempo, el negocio en el extranjero crece de forma muy notable, en gran medida debido a la adquisición, en el Reino Unido, de una entidad de tamaño elevado por parte de un banco español también de gran tamaño, con lo que aumenta el peso relativo de los negocios en el extranjero sobre el total<sup>1</sup>. Por su parte, la ratio de morosidad del sector privado continúa reduciéndose.

#### BALANCES CONSOLIDADOS

En 2004, el activo total de las entidades de depósito españolas creció un 25,4%, frente al 9,9% registrado en el ejercicio anterior<sup>2</sup> (cuadro I.1)<sup>3</sup>. Si ya se venía constatando un mayor dinamismo de la actividad, la tasa de variación que se observa en 2004 supera, en unos 2 pp, los valores máximos registrados a finales de 2000, coincidiendo con importantes adquisiciones de entidades latinoamericanas.

Este mayor incremento del activo total se produce en un contexto de crecimiento del negocio en España, que, con un peso relativo del 76,6%, experimenta una tasa de variación del 13,2%. Dicha tasa, sin embargo, está en línea con la observada en 2003 (13,3%). Por su parte, el negocio en el extranjero ha crecido de forma muy importante, ya que el activo total pasa de reducirse un 6,3% a crecer un 93,5%. En el último año ya se había apuntado una relativa mejoría de los negocios en el extranjero, motivada, en buena medida, por la recuperación de la economía mundial y, en particular, de la latinoamericana. Si bien a finales de 2004 esta tendencia se mantiene, buena parte del crecimiento se debe a la mencionada adquisición de un banco británico.

El elevado crecimiento del negocio en el extranjero justifica que su peso en el balance consolidado alcance un 23,4%. Se rompe así la tendencia decreciente que se venía observando desde finales de 2000, y se vuelve a niveles análogos a los registrados en diciembre de 2001 (gráfico I.1A).

Por lo que se refiere a la estructura de balance, en el *activo* la financiación al sector privado incrementa su peso relativo 4,6 pp, hasta alcanzar un nuevo máximo (63,5%). La aceleración de esta partida se confirma en 2004, al crecer un 35,2%, 21,4 pp más que el año pasado.

El dinamismo de la financiación al sector privado se debe al crecimiento registrado en España (19,5%, casi 4 pp más que en 2003). De nuevo, el protagonista de este incremento es el crédito al sector privado, y en particular los deudores con garantía real, que crecen un 23% (1,3 pp más).

---

1. La entidad adquirida e integrada en el balance de la adquirente en diciembre de 2004, aunque no en su cuenta de resultados, tenía, en el momento de la integración, unos activos que representaban algo menos del 10% del activo total consolidado de las entidades de depósito españolas. Lógicamente, como ya se ha mencionado en la Introducción, dada su magnitud, esta operación dificulta la comparación con el mismo período del año anterior de la evolución del negocio en el extranjero y también del negocio total, de la rentabilidad relativa, de los activos ponderados por riesgo y de los coeficientes de solvencia. Por ello, estará muy presente a lo largo de todo el IEF. 2. Salvo mención en contrario, los importes se refieren a diciembre de 2004 y las comparaciones son siempre entre dicho mes y diciembre de 2003. 3. Los datos presentados en el cuadro I.1 y referidos a fechas anteriores a diciembre de 2004 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.

## Entidades de depósito

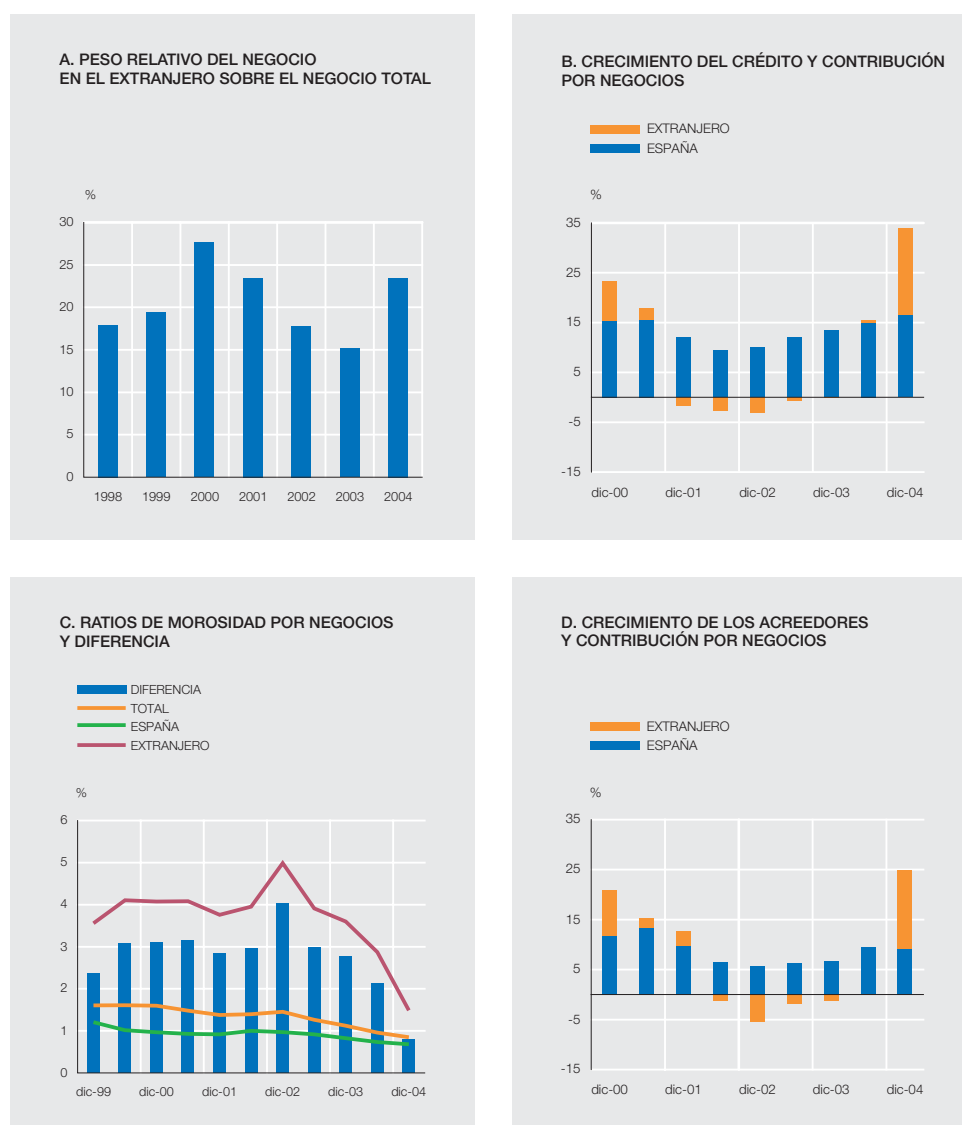
ACTIVO	DIC-04 (M €)	PESO RELATIVO EN DIC-04 (%)	VAR. D-03/ D-02 (%)	VAR. D-04/ D-03 (%)	PASIVO	DIC-04 (M €)	PESO RELATIVO EN DIC-04 (%)	VAR. D-03/ D-02 (%)	VAR. D-04/ D-03 (%)
Caja y depósitos en bancos centrales	33.855	1,7	17,3	4,2	Bancos centrales	31.880	1,6	62,7	-14,2
Entidades de crédito	197.653	9,9	-0,6	9,9	Entidades de crédito	346.618	17,3	14,9	22,9
Crédito a las AAPP	47.513	2,4	-5,7	2,9	Acreedores AAPP	52.274	2,6	-11,3	28,0
Crédito a otros sectores privados	1.175.428	58,6	13,4	34,0	Acreedores otros sectores privados	1.011.165	50,4	5,5	24,9
Cartera de renta fija	309.618	15,4	16,6	16,5	Empréstitos y otros val. negociables	225.979	11,3	42,0	44,2
Activos dudosos	11.491	0,6	-5,5	-1,5	Cuentas diversas	53.226	2,7	2,9	29,9
Cartera de renta variable	74.525	3,7	11,0	26,0	Cuentas de periodificación	25.218	1,3	-4,4	30,6
Inmovilizado	28.860	1,4	-3,7	16,0	Fondos especiales	59.483	3,0	1,6	11,3
Fondo de comercio de consolidación	26.372	1,3	-15,7	68,4	Dif. negativa de consolidación	238	0,0	-1,9	18,1
Activos inmateriales	1.481	0,1	-7,6	-1,1	Financiaciones subordinadas	46.337	2,3	8,1	37,2
Valores propios y accionistas	282	0,0	-22,3	24,1	Intereses minoritarios	24.044	1,2	0,3	16,8
Cuentas diversas	58.747	2,9	2,8	20,0	Capital o fondo de dotación	9.708	0,5	4,1	9,8
Cuentas de periodificación	24.710	1,2	-6,0	13,9	Reservas de la entidad dominante	80.386	4,0	5,1	29,5
Pérdidas ejer. ant. entidad dominante	307	0,0	25,3	-36,3	Reservas en entidades consolidadas	23.425	1,2	4,7	17,8
Pérdidas en entidades consolidadas	14.251	0,7	3,5	9,7	Resultado neto del ejercicio (+/-)	15.110	0,8	13,6	14,2
					Del grupo	13.602	0,7	16,1	19,1
<b>ACTIVO TOTAL</b>	<b>2.005.254</b>	<b>100,0</b>	<b>9,9</b>	<b>25,4</b>	<b>PASIVO TOTAL</b>	<b>2.005.254</b>	<b>100,0</b>	<b>9,9</b>	<b>25,4</b>
PRO MEMORIA									
Financiación al sector privado	1.272.350	63,5	13,8	35,2					
Financiación a las AAPP	217.251	10,8	6,8	-5,3					

Esta tendencia se ve reforzada por lo ocurrido en el negocio en el extranjero (gráfico I.1B), donde la financiación al sector privado pesa, en diciembre de 2004, un 57,2%, frente al 41,5% el año pasado. El principal responsable es el crédito concedido al sector privado, y en especial el que incorpora garantías reales, que pasa de registrar tasas de variación negativas a crecer ahora por encima del 300%. De nuevo, la mencionada compra de una entidad británica, con una elevada especialización en el segmento del crédito para la adquisición de vivienda<sup>4</sup>, explica, en buena medida, este comportamiento.

Por su parte, los activos dudosos totales continúan decreciendo, si bien con menos intensidad que en 2003 (-1,5%, frente al -5,5%). Esta reducción justifica que su peso relativo disminuya hasta el 0,57% (frente al 0,73% en diciembre de 2003). Esta pérdida de importancia relativa se ha observado tanto en los negocios en España (0,46%, frente al 0,53%) como en el extranjero (0,9%, frente al 1,8%), reduciéndose en valor absoluto en ambos casos. La buena situación coyuntural de la economía española, así como la mejoría experimentada por la economía mundial y, en particular, latinoamericana, junto con el cambio del perfil de riesgo del negocio en el extranjero, explican esta evolución.

4. En el momento de la adquisición, el crédito con garantía real representaba un porcentaje muy elevado, superior al 80%, del total del crédito que dicha entidad otorgaba al sector privado. De hecho, esta entidad se identificó como especialista en el crédito hipotecario y, más en general, en la banca familiar en el trabajo de J. Delgado, D. Pérez y V. Salas titulado «Especialización crediticia y resultados en la banca europea», publicado en *Estabilidad Financiera*, n.º 5, noviembre de 2003.

Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

No obstante, en el negocio en el extranjero los activos dudosos del sector privado crecen un 9,9%, lo que explica que en los negocios totales, y pese a reducirse en España (-1,7%), se incrementen un 2,4%. Con todo, y favorecida por el crecimiento del crédito, la ratio de morosidad del sector privado se reduce una vez más (0,9%, frente al 1,1% en diciembre de 2003). Esta reducción se produce tanto en España (una décima, hasta el 0,7%) como, sobre todo, en el extranjero (del 3,6% en diciembre de 2003 al 1,5%), donde el crédito al sector privado crece a tasas del 167%, muy por encima, por tanto, del crecimiento de los dudosos (gráfico I.1C). El cambio de composición del negocio en el extranjero contribuye a esta sustancial caída de la ratio de morosidad. Si bien existían importantes diferencias entre los niveles de la ratio de morosidad por negocios, esas diferencias, en un contexto de reducciones de la morosidad, se estrechan. Los datos de diciembre de 2004 no hacen sino confirmar esta tendencia.

Por su parte, la financiación a las AAPP invierte la tendencia observada en el año anterior y se reduce un 5,3%, por lo que su peso relativo cae 3,5 pp, hasta el 10,8%. La situación en el negocio en España lo explica, ya que la financiación a las AAPP cae un 13%, no habiéndose



registrado una tasa de variación negativa desde finales de 2000. Por su parte, en el negocio en el extranjero la situación es la contraria, y pasa de caer un 14,8% en 2003 a incrementarse un 22,1%. Pese a ello, y dado que el activo total aumenta considerablemente más, en términos relativos también en el negocio en el extranjero se produce una reducción (desde el 20,8% hasta el 13,2%).

La renta variable confirma la tendencia al crecimiento observada desde que se produjeran tasas de variación negativas entre finales de 2002 y principios de 2003 y registra ahora incrementos cercanos al 26% (15 pp más que el año anterior). El fuerte dinamismo de la actividad explica, no obstante, que el peso relativo en el balance, prácticamente, no se haya incrementado (3,7%).

El fondo de comercio, por su parte, tras la pérdida progresiva de importancia relativa en los últimos años, alcanza ahora un peso en el balance del 1,3% (1% en diciembre de 2003), tras crecer un 68,4% (-15,7% en 2003).

Por lo que respecta al *pasivo*, los acreedores del sector privado han mostrado una tasa de variación sustancialmente mayor que en el período precedente (19,4 pp más, hasta alcanzar un 24,9%), aunque su peso relativo se ve reducido ligeramente (50,4%, frente al 50,7% en diciembre de 2003). Dicha tasa se explica, en gran medida, por la evolución de los negocios en el extranjero (gráfico I.1 D), donde, tras registrar valores negativos en 2003, se observa ahora un crecimiento del 90,5%. En el negocio en España, por su parte, persiste una cierta aceleración de esta partida (11,2%, frente al 8,4%), pese a que crece a un menor ritmo que la financiación concedida al sector privado.

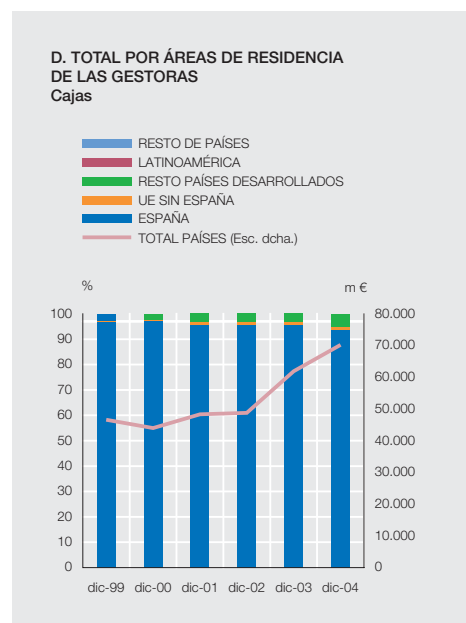
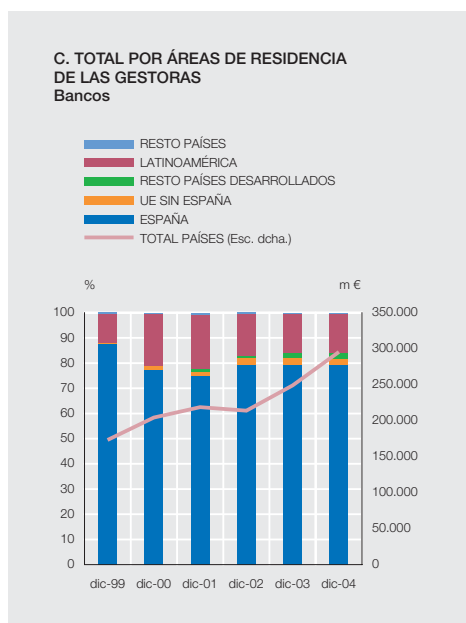
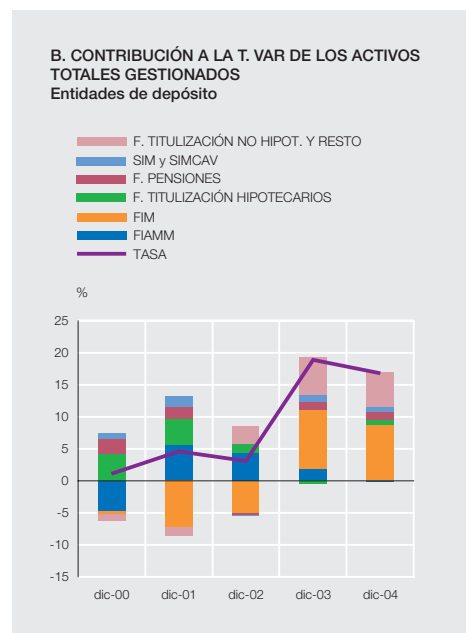
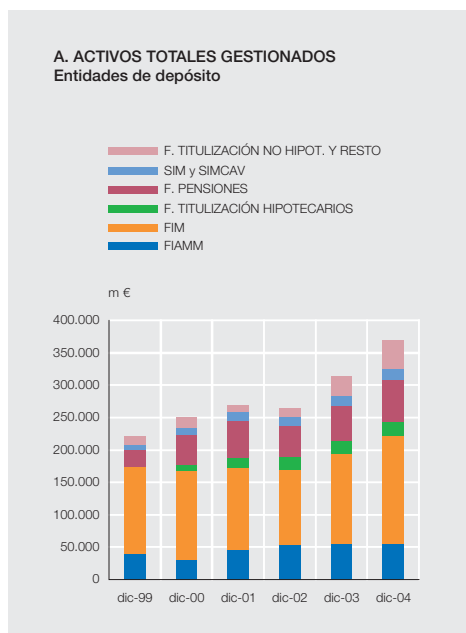
Por su parte, la financiación interbancaria registra un mayor crecimiento que el observado en el año anterior (22,9%, frente al 14,9%), pero, con todo, su peso relativo en el negocio total se ha reducido tres décimas (hasta el 17,3%).

En diciembre de 2004, tanto los empréstitos y otros valores negociables como las financiaciones subordinadas han incrementado su peso relativo en el balance consolidado. Los primeros continúan mostrando crecimientos anuales por encima del 40%, reflejo del mantenimiento de tasas de variación positivas en el negocio en el extranjero (13,9%) y, sobre todo, en España (67,8%). El fuerte crecimiento del crédito, superior al de la financiación obtenida de acreedores, obliga a las entidades a la creciente emisión de valores para cubrir sus necesidades de financiación. Por su parte, la financiación subordinada registra un incremento del 37,2%, nivel máximo desde 2000. Ello se debe al negocio en España, donde crece el 37,8% (3 pp más), y a la recuperación, tras caídas en los dos últimos años, en el extranjero (desde el -9,5% hasta el 41%).

Las participaciones preferentes, si bien mantienen su peso relativo en el entorno del 1%, crecen, también tras dos años de tasas de variación negativas, a un ritmo del 23,4%. Finalmente, el resultado atribuido al grupo registra un crecimiento del 19,1%, casi tres puntos porcentuales más que en 2003.

#### GESTIÓN DE ACTIVOS

Las sociedades gestoras dependientes de entidades de depósito españolas, en diciembre de 2004, administraban activos por valor de 368.000 millones de euros, un 17,5% más que el año anterior (gráfico I.2.A). Este crecimiento se debe, principalmente, al incremento del patrimonio gestionado de los fondos de inversión mobiliarios (FIM) y al de los fondos de titulación no hipotecaria (gráfico I.2.B).



FUENTE: Banco de España.

La evolución anterior se traduce en un cierto cambio en la composición de los activos gestionados por tipos de fondos, con un aumento de 1 pp de los FIM y de más de 2 pp de los fondos de titulización no hipotecaria. A diciembre de 2004, el patrimonio de los FIM representa el 45,3% del total de activos gestionados; seguidos por el de los fondos de pensiones, con el 17,5%; el de los FIAMM, con el 15,1%; el de los fondos de titulización no hipotecaria, con el 11,8%; y el de los de titulización hipotecaria, con el 5,8%. Finalmente, las sociedades de inversión mobiliaria (SIM) y las de inversión en capital variable (SIMCAV) gestionan el restante 4,5%. La distribución geográfica en función de la residencia de la gestora prácticamente no ha variado, destacando, en primer lugar, la cuota en España (82,3%) y, a continuación, la de Latinoamérica (12,5%).

Los gestoras propiedad de los *bancos* administraban, en diciembre de 2004, 295.000 millones de euros, con una tasa de crecimiento del 18,7% respecto de 2003, representando el

80,8% del patrimonio total administrado por gestoras de bancos y cajas. Asimismo, al comparar el volumen de activos gestionados con los pasivos no interbancarios onerosos (depósitos, empréstitos y financiación subordinada), se observa que los activos gestionados suponen el 38,7% de dichos pasivos, con los que compiten en la captación de recursos (27,9% si incluimos dichos activos también en el denominador del cociente anterior, 3,5 pp menos que en 2003). Esta participación aumenta al 56,7% al relacionar los activos administrados por las gestoras españolas con los pasivos no interbancarios de los negocios en España (36,2%, 1,2 pp menos que en diciembre de 2003, si los incluimos también en el denominador).

De los activos gestionados por las sociedades dependientes de bancos, los FIM son los que predominan, con un 43,5%, seguidos por los fondos de pensiones con el 20%, los FIAMM con el 13% y los fondos de titulación no hipotecaria con el 12%. A su vez, casi un 80% de los activos los administraban en España, seguidos de un 15% en Latinoamérica (gráfico I.2.C).

Por su parte, las sociedades gestoras dependientes de *cajas* administraban 70.000 millones de euros, creciendo a una tasa interanual del 13,4%, con claro predominio del mercado doméstico, ya que los activos administrados por las gestoras en España representaban el 93,7% de su negocio (gráfico I.2.D). Dichos activos suponen el 13,5% de los pasivos no interbancarios onerosos de las cajas (11,9% si los incluimos en el denominador, 0,1 pp menos que en diciembre de 2003), siendo esta relación mucho más estable que en los bancos. La estructura relativa por productos administrados ha variado poco respecto a 2003. Los FIM representan el 52% del total gestionado por las sociedades dependientes de las cajas, frente al 23% de los FIAMM, mientras que los fondos de titulación hipotecaria representan cerca del 12% y los de pensiones el 7%.

La diferente especialización geográfica y por productos de las gestoras dependientes de bancos y cajas es una consecuencia de sus diferencias en el negocio tradicional de intermediación financiera y de los diferentes segmentos de clientela a los que sirven. Lógicamente, dichas diferencias aparecen en la cuenta de resultados consolidada de las entidades de depósito españolas en términos de contribución a los ingresos por comisiones.

La participación de las entidades de depósito en el mercado español (activos administrados por sus gestoras residentes en España sobre el patrimonio total de cada tipo de institución) ha variado poco desde 2003. Así, en diciembre de 2004 la cuota de los FIAMM prácticamente no ha variado, situándose en el 89,6%; los FIM han ganado 1,6 pp, hasta alcanzar el 84,1 %; las SIM han perdido 4,2 pp, situándose en el 22,7%; las SIMCAV han ganado 0,8 pp, con el 73,1% de cuota; los fondos de titulación han perdido casi 5 pp, situándose en el 43,1%; y, finalmente, los fondos de pensiones casi no han variado, alcanzando el 46,9%.

#### ASEGURADORAS

En diciembre de 2003 (últimos datos disponibles), el activo de las empresas de seguro<sup>5</sup> españolas ascendía a 158.000 millones de euros, habiendo crecido un 9,1% respecto a diciembre de 2002. Por tipo de empresa, dominan las sociedades anónimas, ya que representan el 91,6% del total (gráfico I.3.A), mientras que, por tipo de ramo, son las mixtas<sup>6</sup>, con el 67,3% de la cuota del mercado, las que predominan. Las entidades de crédito controlan, fundamentalmente, aseguradoras del ramo vida, de manera que las sociedades anónimas dependientes de los grupos de entidades de crédito representaban el 36,3% del activo total del sector.

5. Los datos provienen de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones. Están excluidas las sucursales de la Unión Europea por falta de información. 6. Las aseguradoras se clasifican en ramo vida, no vida o mixtas. Aquí, 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.



FUENTES: Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones y Banco de España.

Por ramos, el 53,8% corresponde al ramo vida, el 5,6% a no vida y el 36,2% a las mixtas (gráfico I.3.B), aunque, en estas últimas, prácticamente todas sus primas provienen del seguro de vida.

Dada la peculiaridad que presentan los tres ramos de actividad, es importante analizar su situación por separado; y, en concreto, el ramo vida y el mixto, que son aquellos en los que, principalmente, operan las aseguradoras vinculadas con las entidades de crédito.

La *composición del activo* de las empresas del *ramo vida* (gráfico I.3.C) muestra que el inmovilizado material, de funcionamiento y de inversión, se sitúa en torno al 1% en diciembre de 2003, siendo todavía mucho menor en las sociedades dependientes de las entidades de crédito. Las acciones tienen muy poco peso en la estructura del balance de todo el sector vida (3,6% en las no dependientes de entidades de crédito; 0,3% en las dependientes de bancos y 4,8% en las dependientes de cajas, llegando al 6,8%, 1% y 5,2%, respectivamente, si se le

añaden los valores indexados). La renta fija representa el grueso del activo de las aseguradoras del ramo vida, alcanzando el 58,8% en 2003, con un porcentaje significativamente menor en las pertenecientes a bancos (50,8% en 2003) que en las de cajas (59,6%). Los activos por cuenta de los tomadores de seguro que asumen el riesgo de la inversión (es decir, las inversiones derivadas de las pólizas *unit linked*) alcanzan el 9,1% en 2003, representando el 27,6% en las de bancos, frente al 2,8% en las de cajas.

En 2003, el *ROE* ha mejorado tanto para las aseguradoras dependientes de entidades de crédito como para las no dependientes, situándose en el 11%. Esta mejora se ha debido, principalmente, a los resultados de las inversiones financieras (aumento del 3,4%), que prácticamente han compensado la caída de las primas (10,9%), provocada, en parte, por la finalización en 2002 del período de exteriorización de los compromisos por pensiones. Esta mejora en las entidades dependientes de bancos ha supuesto pasar de un *ROE* del 16% en 2002 a uno del 16,5% en 2003, y en las cajas del 7% al 9,8%.

Finalmente, la cobertura del *margen de solvencia* (recursos propios totales sobre requerimientos) ha crecido en 2003 para el total de sociedades del ramo vida, situándose en el 267%. Este crecimiento se ha debido a que los recursos propios han aumentado un 18,6%, mientras que los requerimientos lo han hecho un 6,5%. Para las aseguradoras de bancos, la cobertura se ha situado en el 218%, con una disminución de sus recursos propios del 14,3% y de sus requerimientos del 22,7%, mientras que para las de cajas era del 252%, con un crecimiento de los recursos propios del 9,7% y de los requerimientos del 12,8%. Por último, la cobertura en las sociedades no dependientes de entidades de crédito se ha situado en el 288%, con un aumento de los recursos propios del 41% y de los requerimientos del 8,7%. Hay que recordar que los requerimientos de solvencia, en la actualidad, se basan fundamentalmente en el riesgo técnico y poco en el riesgo de los activos (riesgo de mercado y de crédito). La nueva normativa de solvencia que se está discutiendo para las compañías de seguros (conocida como «Solvencia II») va a mejorar la relación entre los requerimientos de capital y el riesgo incurrido, lo que podría reducir en el futuro el exceso de cobertura del margen de solvencia.

En cuanto a las *aseguradoras mixtas*, las dependientes de entidades de crédito tienen una clara especialización en el ramo vida, mientras que la del resto de sociedades no está clara. Esta especialización se manifiesta en la *composición de su activo* (gráfico I.3.D). Así, el inmovilizado de funcionamiento y de inversión, al igual que las acciones, solo es significativo en las aseguradoras no dependientes de entidades de crédito. Por su parte, las inversiones por cuenta de los tomadores de seguros de vida (*unit linked*) son relevantes para las aseguradoras dependientes de las entidades de crédito y, más concretamente, para las de los bancos, donde alcanzan el 13,3% del activo (6,3% en las de cajas). Para las dependientes de bancos, la renta fija representa el 43,9% del activo en 2003, mientras que para las de cajas es del 53,8% y para las no dependientes de entidades de crédito alcanza el 47,8%. Las otras inversiones financieras (depósitos en entidades de crédito y resto de inversiones) representan alrededor del 30% del activo en las dependientes de bancos y cajas, y solo el 18% en las no dependientes.

Al igual que en las aseguradoras del ramo vida, predomina la renta fija y, en mayor medida en las dependientes de bancos, el riesgo asumido por el tomador del seguro (a través de *unit linked*). El patrimonio invertido en acciones es, de nuevo, muy reducido, lo que permitió un mejor comportamiento relativo de las aseguradoras españolas frente a otras europeas durante el período de caídas de las cotizaciones bursátiles a principios de esta década.

El ROE para el conjunto de las mixtas ha pasado del 13,6% en 2002 al 18,4% en 2003. Esta mejora se ha manifestado en todos los tipos de entidades. En concreto, en las dependientes de bancos ha pasado del 20,1% al 21,5% y en las de cajas del 21% al 24%, mientras que para el resto de sociedades ha pasado del 10,9% al 17,1%. Dentro del negocio de vida de las aseguradoras mixtas, la mejora se ha producido pese a la brusca caída de sus primas, que se ha compensado por el aumento del resultado de las inversiones financieras. Por otro lado, las primas del seguro no vida han aumentado, como también lo ha hecho el resultado de sus inversiones financieras.

En las sociedades dependientes de entidades de crédito, la cobertura del *margen de solvencia* del negocio no vida en 2003 se sitúa en el 189% en las entidades mixtas, en el 191% en las de bancos y en el 166% en las de cajas, mientras que en las sociedades no dependientes de entidades de crédito alcanza el 215%. La cobertura del margen de solvencia del negocio vida de las mixtas, aunque alta, es más ajustada: para las dependientes de bancos está en el 144% en 2003, para las de cajas en el 143%, y para las no dependientes de entidades de crédito en el 199%.

En definitiva, las empresas de seguros dependientes de entidades de crédito, con una significativa cuota de mercado en el ramo vida y mixto, mostraron, a nivel agregado, una elevada rentabilidad sobre recursos propios en 2003, junto con un margen de solvencia sustancialmente por encima del mínimo exigido, aunque inferior al del resto de aseguradoras.

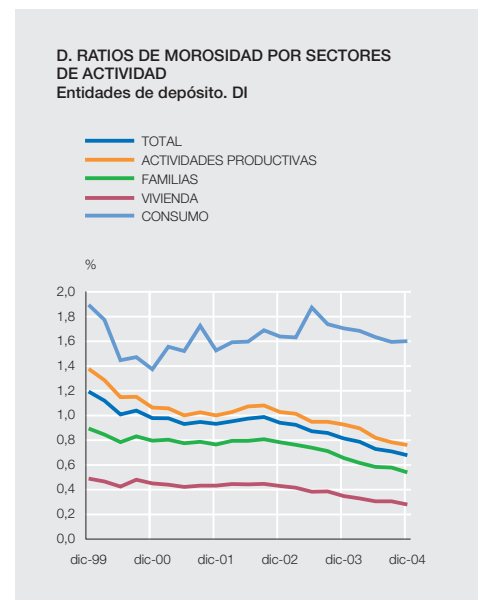
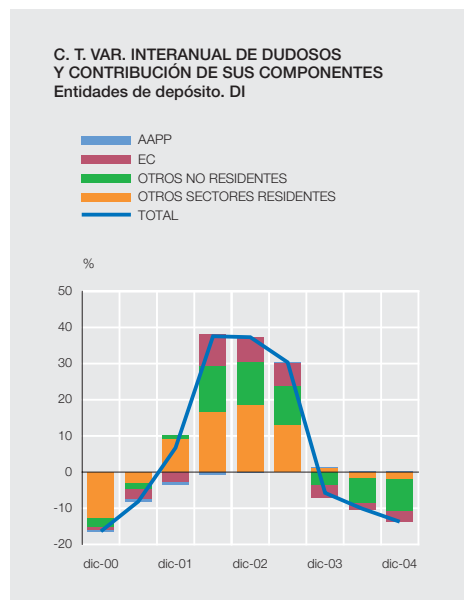
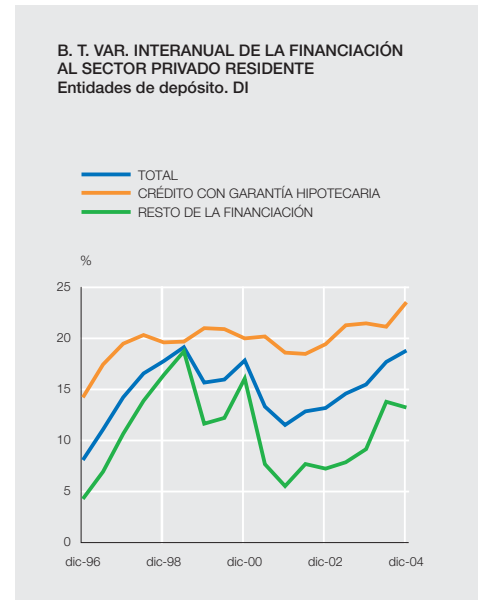
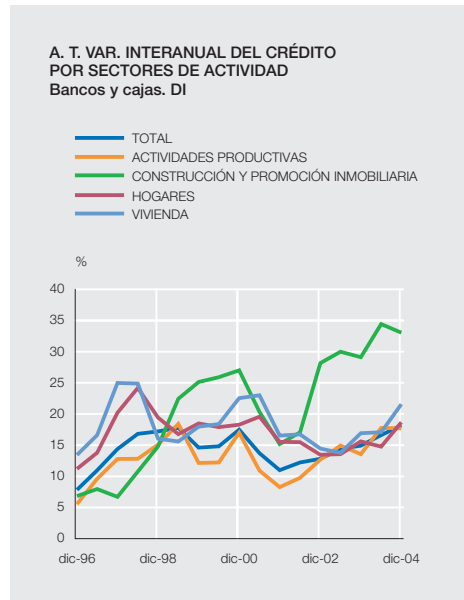
#### EVOLUCIÓN DE LOS RIESGOS

La *financiación al sector privado residente* siguió acelerándose en 2004, al pasar del 14,9% en 2003 al 18,5% en 2004, para el conjunto de bancos y cajas. Dicha aceleración se produjo tanto en el crédito destinado a actividades productivas como a hogares (crecimientos del 17,7% y 18,7%, frente al 13,6% y 15,6% en 2003, respectivamente). Buena parte de dicho crecimiento es atribuible a la evolución de la financiación vinculada al sector inmobiliario, bien a empresas de construcción y promoción inmobiliaria, bien a familias para adquisición de vivienda (gráfico I.4A). Así, no es de extrañar que el crédito con garantía hipotecaria esté creciendo a tasas 10 pp superiores a las del resto del crédito, a pesar de la significativa recuperación de este último a lo largo de 2004 (gráfico I.4B).

El *crédito a promotores inmobiliarios*, que ha mostrado elevados ratios de morosidad en las fases recesivas, ha estabilizado su tasa de crecimiento en 2004, aunque en niveles muy elevados (superiores al 40% interanual). Dicho comportamiento es el resultado de una disminución de las tasas de crecimiento en los bancos y de un aumento en las cajas. A lo largo de 2004, 24 entidades de depósito, con un peso relativo sobre el crédito al sector privado residente del 7%, han más que duplicado su cartera de créditos a promotores inmobiliarios, mientras que otras 56, con un peso relativo del 37%, han crecido por encima de la media.

El volumen de *activos dudosos*, a nivel de entidades individuales, ha descendido durante 2004, tanto por la favorable evolución de los dudosos del sector privado residente como, sobre todo, por la disminución de los dudosos del sector privado y de las entidades de crédito no residentes (gráfico I.4C). La favorable evolución de la actividad económica en España, los bajos tipos de interés, tanto nominales como reales, y el fuerte crecimiento de las economías latinoamericanas, en particular de Argentina, explican esta evolución.

El crecimiento del crédito, unido a la disminución de los activos dudosos, se ha traducido en una disminución adicional de las *ratios de morosidad* a lo largo de 2004. A pesar de los bajos niveles relativos de activos dudosos, subsisten las diferencias por segmentos de negocio (gráfico I.4D). El segmento de menor morosidad es la financiación de la adquisición de vivien-

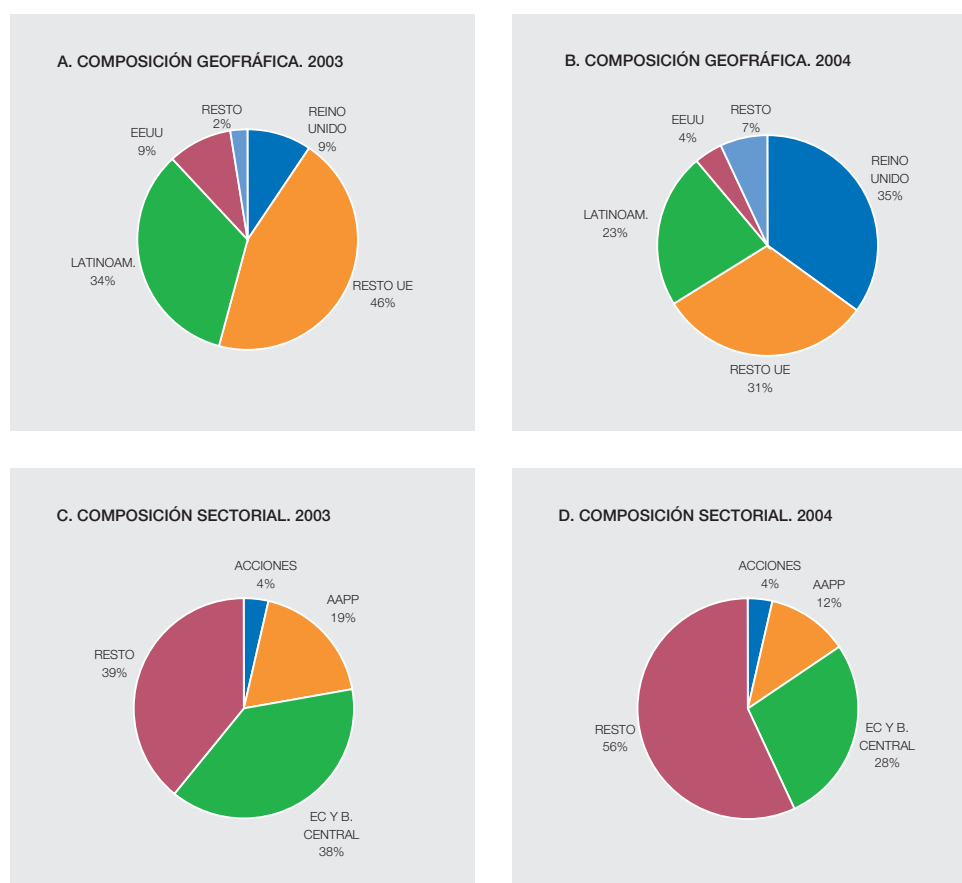


FUENTE: Banco de España.

da, seguido de la financiación a empresas y, finalmente, del crédito al consumo. La importancia relativa de cada segmento hace que no existan muchas diferencias en las ratios de morosidad de familias y empresas, aunque dentro de estas últimas sí hay diferencias significativas por sectores (gráficos I.4 C y D del anterior IEF).

Como ya se ha mencionado en la Introducción, el peso relativo de los *activos en el exterior* de las entidades de depósito españolas ha aumentado en 2004, en buena medida como consecuencia de la compra de un banco británico de elevado tamaño por parte de una entidad española. Desde el punto de vista del riesgo, es probablemente más significativo el impacto que dicha adquisición tiene en términos de composición de los activos financieros en el exterior, con una disminución significativa del peso relativo de la exposición en países emergentes y un aumento del peso del Reino Unido, país con la máxima calificación crediticia (gráficos I.5A y B). Por sectores institucionales también hay cambios, con un aumento de la exposición al sector privado (familias y empresas) en detrimento de los activos de las AAPP e interbanca-

Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

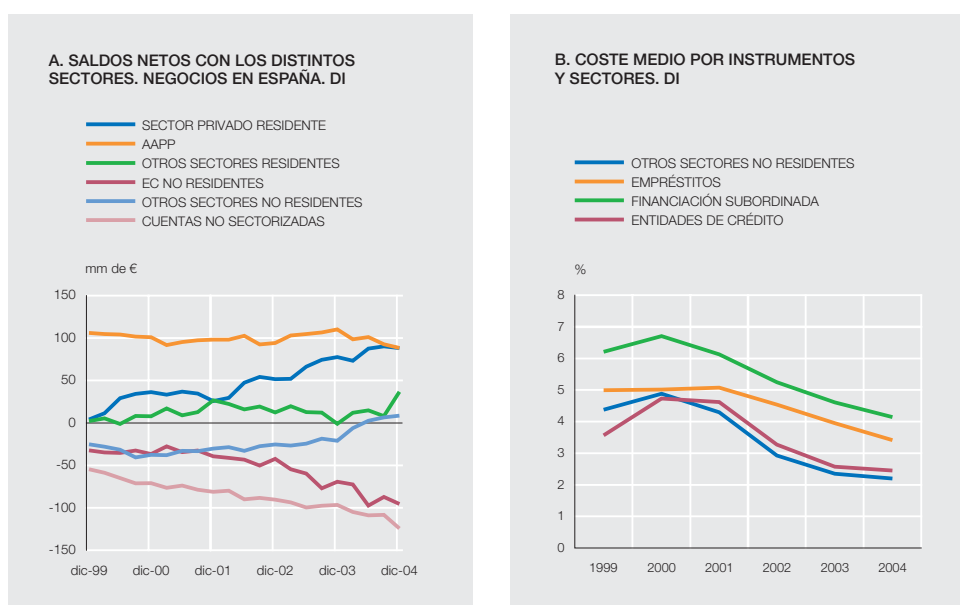
rios (gráficos 1.5C y D). La mayor exposición con el sector privado se debe, en buena medida, a la financiación con garantía hipotecaria para adquisición de vivienda en el mercado británico, el segmento de negocio crediticio más importante del banco adquirido.

Lo anterior se traduce en un cambio en el *perfil de riesgo de los activos en el exterior* de las entidades de depósito españolas, con una menor exposición relativa a las economías emergentes latinoamericanas, una mayor exposición al mercado británico, aunque muy centrada en el mercado inmobiliario, y una mayor diversificación por países y monedas del riesgo de crédito y de tipo de cambio.

El *saldo deudor* de bancos y cajas con el sector *privado residente* ha continuado aumentando en 2004, aunque a un ritmo significativamente menor. Dicho aumento se debe a la evolución en la primera mitad de 2004, porque durante el segundo semestre el saldo deudor ha descendido ligeramente (gráfico 1.6A). Al igual que en años anteriores, la diferencia entre la financiación otorgada y recibida de residentes se ha financiado mediante recursos propios y acudiendo al mercado interbancario exterior. Adicionalmente, en 2004 también han contribuido la disminución del saldo deudor con AAPP y el significativo menor recurso a otros sectores no residentes, que han pasado de ser acreedores a deudores del conjunto de bancos y cajas de ahorros. La sustitución de financiación proveniente de otros sectores no residentes por fondos del mercado interbancario exterior ha continuado presionando sobre el coste medio del pasivo de las entidades españolas. En cualquier caso, la financiación a través de deuda subordinada y empréstitos continúa siendo la más cara (gráfico 1.6B).



Bancos y cajas



FUENTE: Banco de España.

## 1.2 Riesgo de crédito

### 1.2.1 IMPACTO DEL CONTEXTO MACROECONÓMICO

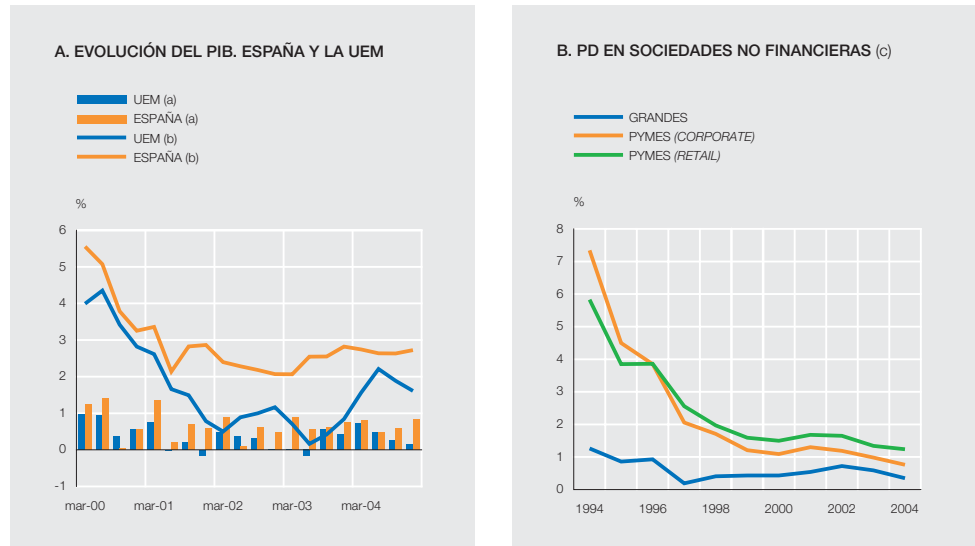
#### a. España y la Unión Económica y Monetaria

Los últimos datos disponibles muestran que el ritmo de recuperación de la actividad en la *zona del euro* ha seguido siendo lento. Así, durante los últimos tres meses de 2004 el PIB registró un avance intertrimestral del 0,15%, una décima por debajo del observado entre julio y septiembre, mientras que la expansión interanual se redujo en tres décimas, hasta situarse en el 1,6% (gráfico 1.7A). En *España*, durante el mismo período, el PIB siguió creciendo a tasas claramente superiores, que alcanzaron el 0,8% y el 2,7% en términos intertrimestrales e interanuales, respectivamente, lo que representa un aumento de 0,2 pp y de 0,1 pp en relación con el tercer trimestre de 2004.

Los factores de vulnerabilidad para España a medio plazo no han experimentado correcciones significativas durante el segundo semestre de 2004. Así, el diferencial de inflación con la zona del euro se ha mantenido en niveles elevados, situándose, a finales de 2004, en 0,9 pp; el endeudamiento de los hogares ha continuado creciendo a tasas altas, de modo que supera ya la renta bruta disponible del sector; y el precio de la vivienda continúa sin mostrar síntomas claros de desaceleración.

#### Sociedades no financieras

Los *resultados* de las empresas colaboradoras con la Central de Balances del Banco de España (CBBE) mantuvieron ritmos de avance notables en 2004. Así, el resultado económico bruto creció un 8,6%, 4 pp por encima de lo observado en 2003. El resultado ordinario neto mostró una aceleración aún más intensa, de modo que su tasa de variación interanual se situó en el 21,6%, gracias a la reducción en un 4% de los gastos financieros, que resultó, fundamentalmente, del descenso de los tipos de interés, y al avance que, aunque más moderado que en 2003, mostraron los ingresos financieros, debido a la entrada de elevados dividendos provenientes de filiales extranjeras. Esta mejora se registró en la mayoría de los sectores, siendo especialmente destacable en las empresas de la rama industrial. El resultado neto también aumentó de forma significativa (7,1%) durante este período. Las expectativas de los analistas sobre el crecimiento en el corto plazo de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas se revisaron, en general, al alza durante los últimos meses del año pasado, al tiempo que la tasa esperada de expansión de los resultados a largo plazo permaneció en niveles relativamente elevados, aunque se redujo ligeramente.



FUENTES: INE y Eurostat.

a. Tasas intertrimestrales.

b. Tasas interanuales.

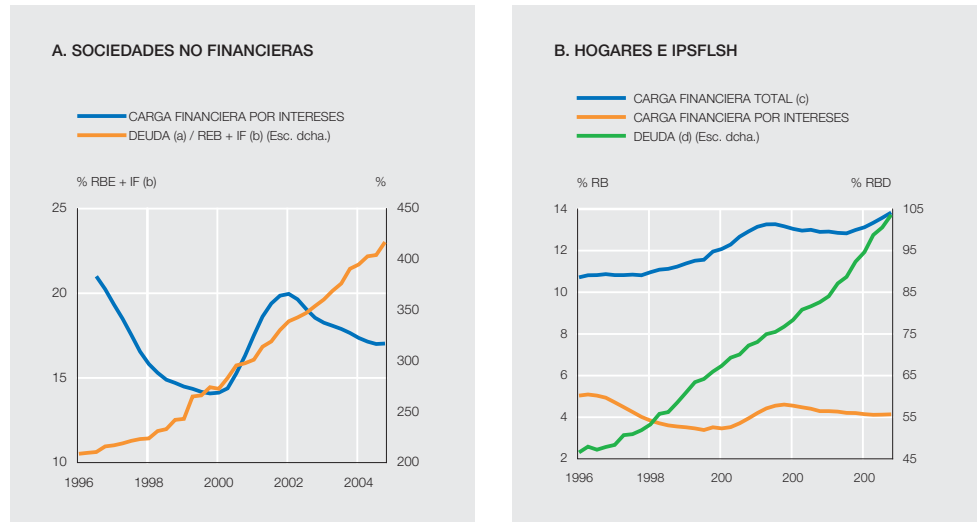
c. En las PYMES se separa entre la cartera de *corporate* y la de *retail* según los criterios de Basilea II.

Este comportamiento favorable de los beneficios empresariales se reflejó en una mejora de las ratios de *rentabilidad*. Así, tanto la rentabilidad ordinaria del activo como la de los recursos propios aumentaron en 2004, quedando situadas en el 8,4% y 12,3%, respectivamente. Esta evolución, junto con la ligera reducción del coste de la financiación hasta el 4%, valor mínimo registrado en las series de la CBBE, determinó un ascenso, en relación con los tres primeros trimestres de 2003, de la diferencia entre la rentabilidad ordinaria del activo y el coste medio de los recursos ajenos, que alcanzó el 4,4%, lo que supone el valor máximo registrado en los últimos años.

La *financiación* total recibida por el conjunto de sociedades no financieras (créditos de entidades financieras y emisión de valores) mantuvo, durante el segundo semestre de 2004, su ritmo de expansión en torno al 14%, nivel similar al observado a mediados del año pasado. Por ramas de producción, el crédito bancario destinado a las empresas continuó estando liderado por el comportamiento de la construcción y de los servicios inmobiliarios. El dinamismo de la deuda contraída por el sector determinó un nuevo aumento de las ratios de endeudamiento agregadas (gráfico 1.8A), que contrasta con la estabilidad que mostró la correspondiente a las empresas de mayor tamaño. El descenso de los costes de financiación permitió que la carga financiera por intereses en relación con la renta bruta disponible continuara con su perfil descendente, aunque la reducción fue, en este período, muy moderada (gráfico 1.8B).

La sólida posición patrimonial de las empresas y las favorables perspectivas de beneficios contribuyeron a que las primas de riesgo crediticio negociadas en los mercados de derivados se mantuvieran, durante el segundo semestre de 2004, en los reducidos niveles alcanzados a finales de 2003.

La *probabilidad de impago* (PD), definida como el número de operaciones crediticias morosas nuevas sobre el conjunto de operaciones crediticias, se ha mantenido en niveles muy reducidos en 2004, al igual que en los últimos años (gráfico 1.7B), tanto para grandes empresas como para PYMES, y, dentro de estas, tanto para las que se clasificarían en la cartera de



FUENTE: Banco de España.

- a. Recursos anejos con coste.
- b. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- c. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- d. Incluye crédito bancario y titulización.

empresas (*corporate*) como en la cartera minorista (*retail*), de acuerdo con los criterios de Basilea II<sup>7</sup>.

Los bajos niveles de PD se sustentan en una situación financiera sólida de las empresas, que se refleja en un *ROE*, para la empresa situada en la mediana de la distribución, por encima del 10% los últimos años, tanto para grandes empresas como para PYMES, aunque más elevada en las primeras (gráfico I.9A), de acuerdo con la información más reciente disponible en el Registro Mercantil. Dicha rentabilidad refleja la evolución del coste medio de la deuda, del apalancamiento y de la rentabilidad del activo<sup>8</sup>.

Como se analizó en el anterior IEF, hay una clara relación entre el nivel de la carga financiera por intereses de la deuda y la morosidad de las empresas, lo cual sugiere que la evolución de este indicador es relevante en lo que concierne a la situación financiera de las empresas. Otro indicador estrechamente relacionado con el anterior es el *coste medio de la deuda* (con coste explícito). Al igual que la carga financiera por intereses, dicha ratio muestra una tendencia claramente descendente, con un nivel reducido en los últimos años (gráfico I.9.B). Diferenciando por tamaños, se observa, por una parte, que tanto grandes empresas como PYMES han reducido a una tercera parte el coste medio de su deuda en la última década. Por otra

7. El análisis detallado de la obtención de las PD para los tres tipos de empresas se puede ver en el trabajo de J. Saurina y C. Trucharte «Las pequeñas y medianas empresas en el sistema crediticio español y su tratamiento según Basilea II», publicado en *Estabilidad Financiera*, n.º 3, noviembre de 2002; y, con mayor cobertura temporal, en «The Impact of Basel II on Lending to Small- and Medium-Sized Firms: A Regulatory Policy Assessment Based on Spanish Credit Register Data», publicado en *Journal of Financial Services Research* 26:2, 2004, pp. 121-144. De acuerdo con la definición del BCBS, grandes empresas son aquellas cuya facturación anual supera los 50 millones de euros. Una entidad de crédito clasifica a una PYME en la cartera de *corporate* o de *retail* dependiendo de si el volumen total que le ha prestado supera o no el millón de euros. 8. La relación entre las variables anteriores, con la correspondiente consideración de los impuestos, viene dada por:  $ROE = (1 - t) [ROA + (ROA - r)g]$ , donde t es el tipo impositivo efectivo, r el coste medio de la deuda con coste explícito (gastos financieros dividido por acreedores a corto y largo plazo menos acreedores comerciales), ROA es el cociente entre la suma del resultado de explotación y los ingresos financieros sobre el activo, ROE el resultado del ejercicio, después de impuestos, sobre los fondos propios y, finalmente, g la ratio de apalancamiento, definida como la deuda con coste sobre los fondos propios.



FUENTES: Registro Mercantil, Informa y Banco de España.

Nota: Los datos son la mediana de cada año para cada grupo de empresas.

parte, hay una convergencia del coste medio de la deuda entre los diferentes tamaños de empresas; así, mientras que hace diez años la financiación externa con coste explícito resultaba más costosa para las PYMES, en fechas más recientes el coste medio de la deuda que estas soportan es más similar al de las grandes empresas. Detrás de esta evolución del coste medio de la deuda se encuentra la sustancial reducción de tipos de interés que se ha producido en España, consecuencia del proceso de convergencia y posterior entrada en la zona del euro.

Paralelamente a esta reducción del coste medio de la deuda, la ratio de *apalancamiento* de las grandes empresas ha crecido tendencialmente en la segunda mitad de la década que comienza en 1990 (gráfico I.9C). Sin embargo, a partir de 2001 esta tendencia parece frenarse en este grupo de empresas. Las PYMES, por su parte, muestran una ratio relativamente constante (en torno a 1) los últimos seis años.

El ROA de las empresas no financieras, evaluado en la mediana de la distribución, ha caído tendencialmente desde 1995, con una disminución más acentuada en las PYMES que en las

grandes empresas (gráfico I.9D). No obstante, el ROA parece que se ha estabilizado desde 2002, con una diferencia en torno a 1 pp entre grandes empresas y PYMES. La caída de la rentabilidad del activo puede deberse a que la disminución del coste de la financiación ha permitido a las empresas abordar proyectos de inversión con menor tasa de retorno, aunque con valor actual neto positivo, lo que habría influido a la baja en la rentabilidad media obtenida.

En definitiva, el incremento de la rentabilidad de los recursos propios de las empresas no financieras se ha basado en una caída del coste medio de la deuda, con una evolución al alza del apalancamiento relativamente moderada, aunque más pronunciada en las grandes empresas, factores que han permitido compensar el descenso tendencial experimentado por el ROA. El ROE de las empresas no financieras es significativamente superior al tipo de interés de la deuda pública a diez años y muestra, de forma sintética, una posición sólida de estas empresas que, a su vez, contribuye a explicar los niveles bajos de PD que muestran los créditos a empresas no financieras de las entidades de depósito españolas.

#### Hogares

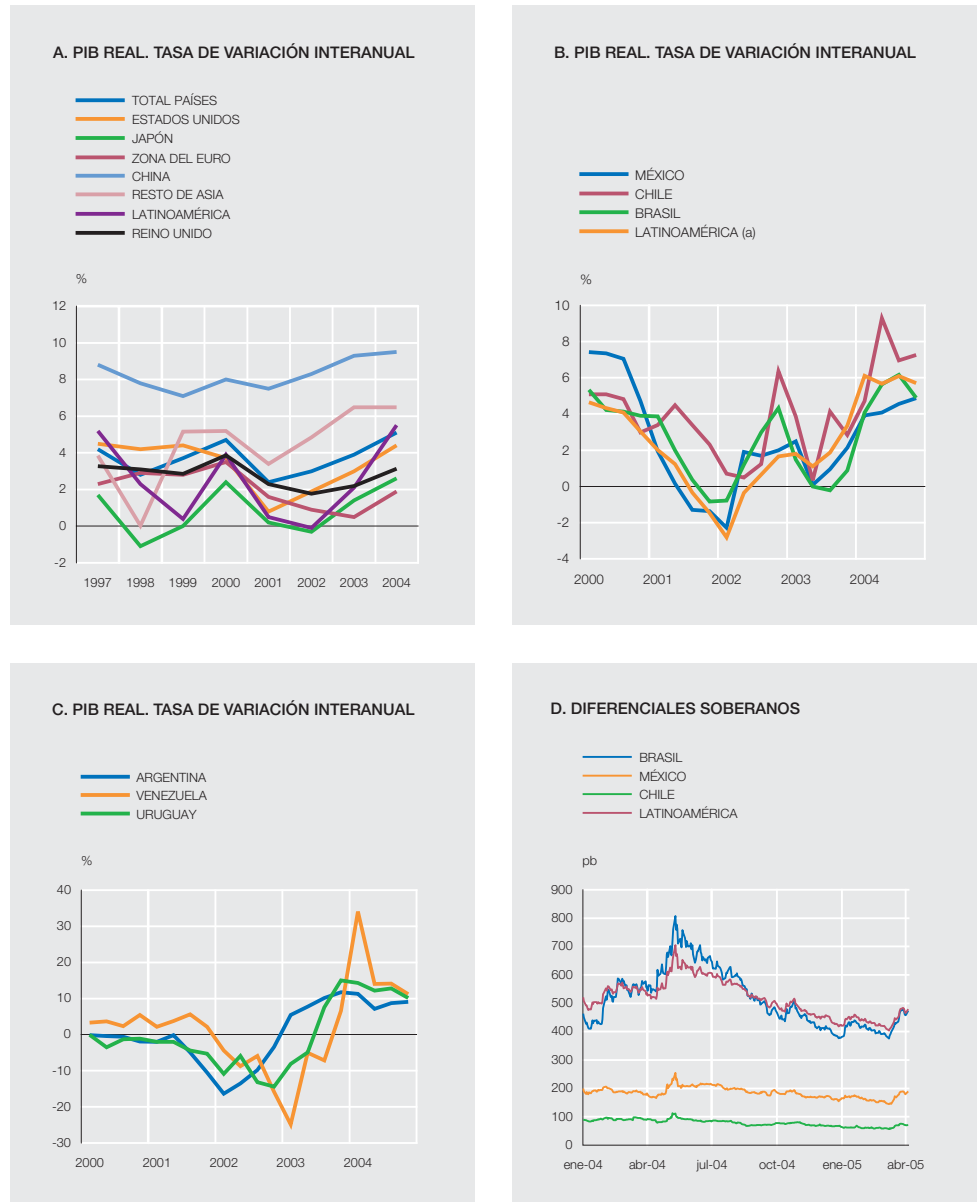
Durante el segundo semestre de 2004, la deuda de los hogares continuó creciendo a ritmos elevados, cercanos al 20% en términos interanuales, aunque se observó una cierta desaceleración. Esta evolución resultó de la ligera reducción en la tasa de crecimiento del crédito para adquisición de vivienda, que, no obstante, siguió avanzado por encima del 23%, si se tienen en cuenta los activos hipotecarios titulizados, y del mantenimiento de la tasa correspondiente al resto de finalidades.

La evolución de los pasivos de los hogares fue más expansiva que la de sus rentas, por lo que la ratio entre la deuda y la renta bruta disponible (RBD) del sector continuó aumentando, hasta situarse en un nivel superior al 100% (gráfico I.8B). La carga financiera asociada mostró, asimismo, un nuevo ascenso y alcanzó un valor cercano al 14% de la RBD, lo que representa el registro más elevado de los últimos años. A pesar del avance de la deuda de las familias, su riqueza neta siguió ascendiendo, gracias, sobre todo, a la revalorización de la vivienda.

En conjunto, la posición patrimonial agregada de los hogares continúa siendo sólida. No obstante, persisten riesgos ligados al elevado endeudamiento del sector y a la evolución del precio de la vivienda, que en 2004 volvió a crecer por encima del 17%.

#### b. Resto del mundo

La economía internacional mantuvo durante la segunda mitad de 2004 un ritmo de actividad firme, una vez superada la desaceleración temporal del segundo trimestre. La expansión se sustentó principalmente en el fuerte crecimiento de Estados Unidos y de las economías emergentes, especialmente de los países asiáticos, y en particular de China, lo que permitió alcanzar en 2004 la mayor tasa de crecimiento anual de los últimos treinta años, en torno a un 5% (gráfico I.10.A). La excepción más notable a esta tendencia fue Japón, donde se registró una intensa desaceleración en el ritmo de actividad a partir del segundo trimestre. Si a esto se suma la debilidad del área del euro, el crecimiento mundial resultó menos equilibrado, lo que contribuyó a ampliar aún más los desequilibrios globales, sin que ello tuviese apenas implicaciones desfavorables sobre la evolución de los mercados financieros internacionales. El Reino Unido mostró una aceleración del crecimiento hasta el 3,1%, si bien con un perfil descendente a lo largo del año. Por su parte, las presiones inflacionistas se mantuvieron relativamente contenidas, a pesar de la tendencia al alza de los precios del petróleo, en un contexto de moderada elevación de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos y el Reino Unido, y de estabilidad en Europa y Japón.



FUENTES: IFS y DataStream.

a. Último dato estimado.

En *Estados Unidos*, el producto interior bruto creció, en el conjunto del año, un 4,4%, frente al 3% de 2003. El consumo privado y la inversión empresarial en bienes de equipo fueron los principales motores del crecimiento, mientras que el sector exterior tuvo una aportación muy negativa, debido al fuerte aumento de las importaciones. El déficit comercial en 2004 aumentó hasta el 5,3% del PIB, frente al 4,5% registrado en 2003. Por su parte, el déficit fiscal federal se situó en el 3,6% del PIB, el nivel más alto de los últimos 11 años. La Reserva Federal mantuvo su política de elevación gradual de los tipos de interés oficiales, hasta situarlos en el 2,75% en marzo, en un contexto de cierta aceleración de los precios de consumo (2,7% en media del año), si bien la inflación subyacente se mantuvo en el 1,8%.

Los escenarios de riesgo de la economía estadounidense están relacionados, sobre todo, con la escasez de ahorro interno, tanto por parte de las familias, cuya tasa de ahorro respecto a la renta disponible se situó en el 1%, como por parte del sector público. Las incertidumbres

asociadas al cumplimiento de los objetivos fiscales de las autoridades estadounidenses y los riesgos de una corrección brusca del déficit exterior, así como sus implicaciones sobre el crecimiento económico, introducen una nota de cautela en un comportamiento económico particularmente robusto.

En *Japón* se registró una fuerte ralentización de la actividad a partir del segundo trimestre del año, que ha llevado a cuestionar la solidez de la recuperación económica que venía afianzándose desde la segunda mitad de 2003. Así, si bien en el conjunto del año el PIB creció un 2,7% frente al 1,4% de 2003, la tasa interanual del cuarto trimestre fue de tan solo un 0,8%, debido a la negativa evolución, a partir del segundo trimestre, del consumo privado, la demanda externa y la inversión. El deflactor del PIB se situó en el -1,2%, en tasa media anual, en 2004, lo que confirma la persistencia de las presiones deflacionistas.

El *Reino Unido* mostró en 2004 una aceleración del crecimiento hasta el 3,1%, si bien con un perfil descendente a lo largo del año, a medida que los aumentos de tipos de interés y sus efectos sobre los precios de la vivienda tuvieron un impacto sobre el consumo privado, a partir de la segunda mitad del año. Con todo, la demanda interna siguió siendo el principal motor del crecimiento, apoyada en la fortaleza del consumo privado, el gasto público y la inversión. La inflación se mantuvo en el 1,3% en tasa media anual, un crecimiento inferior al de 2003 y muy por debajo del objetivo del 2% del Banco de Inglaterra. Sin embargo, en previsión de un posible aumento de la inflación a medio plazo, este elevó el tipo de interés oficial 100 pb, hasta el 4,75%, en agosto, donde todavía permanece. La elevación de los tipos de interés contribuyó a moderar el crecimiento del crédito interno al sector privado (hogares), y en particular el componente hipotecario, hasta tasas interanuales del 12%, frente al 15% de comienzos de año.

En *China*, el PIB real del cuarto trimestre se aceleró hasta el 9,5% interanual, frente al 9,1% del tercero, como consecuencia, en parte, de un fuerte crecimiento de la actividad en el sector primario. De este modo, ha vuelto a incumplirse el objetivo de las autoridades chinas de moderar el crecimiento hasta tasas en torno al 8%. La inflación mostró una tendencia a la moderación en el conjunto del semestre, aunque se ha producido un reciente repunte en febrero de 2005.

En *Latinoamérica* se mantuvo un elevado ritmo de actividad durante la segunda mitad de 2004, que alcanzó tasas del 6% interanual en el tercer trimestre y del 5,6% en el cuarto. De este modo, en 2004 la región registró su mayor tasa de crecimiento desde 1980 (5,8%). Este dinamismo fue generalizado, pues todos los países de la región concluyeron el año con tasas de crecimiento superiores al 4%, con la excepción de Colombia, mientras que las economías que sufrieron las crisis más severas de los últimos años (Argentina, Venezuela y Uruguay) alcanzaron tasas de crecimiento cercanas o superiores al 10% (gráfico I.10B y I.10C). Un rasgo destacable de la actual fase de expansión es el mantenimiento de un significativo superávit por cuenta corriente, mayor incluso que el alcanzado en 2003, lo que dota a la actual fase expansiva de un elemento de solidez adicional.

La demanda interna continuó fortaleciéndose en el segundo semestre de 2004 y se convirtió en el principal motor de la actividad, también en aquellos países que, como México, partían de una posición más rezagada, o donde la demanda externa había liderado la recuperación, como Brasil. Además, la composición de la demanda interna se volvió más equilibrada, manteniéndose un fuerte ritmo de crecimiento del consumo y una notable aceleración de la inversión. Por el lado de la demanda externa, resulta notable la continuada firmeza de las exporta-

ciones, consecuencia de la sustancial mejora de los términos de intercambio en los dos últimos años.

La inflación agregada del área cerró 2004 en el 6,5% interanual, tasa similar a la de 2003. Sin embargo, a lo largo del año la evolución de los precios estuvo caracterizada por una variabilidad relativamente elevada. Durante la segunda parte del año, la inflación siguió tendiendo al alza, en un contexto de pujanza de la demanda interna, si bien de forma más moderada que en la primera parte, en un contexto de endurecimiento de las políticas monetarias, especialmente en Brasil y México. A comienzos de 2005, parte del impulso al alza de los precios ha revertido en México y algunos de los países andinos. En Argentina, la inflación se ha acelerado en los últimos meses y, por ello, el banco central está procediendo a un aumento moderado de los tipos de interés.

En este contexto, la mejora de las perspectivas económicas y de la situación financiera de los bancos propició un notable crecimiento del *crédito* en la región, a pesar del endurecimiento de las políticas monetarias. Este crecimiento fue particularmente importante en el sector del crédito al consumo. Así, la tasa de crecimiento interanual del crédito en términos reales para la región pasó a ser positiva en marzo de 2004, tras dos años y medio de caída, y cerró el año con crecimientos superiores al 8%. Destacó especialmente el comportamiento de Argentina, que, tras un proceso continuo de caída del volumen de crédito desde diciembre de 1998, mantiene desde el segundo trimestre de 2004 un crecimiento en términos reales. A pesar de ello, para este país, el volumen de crédito en términos reales apenas supone el 43% de los niveles alcanzados a finales de 1999<sup>9</sup>.

El favorable entorno exterior, tanto económico como financiero, y el afianzamiento de la recuperación económica en la región favorecieron una reducción de los *diferenciales soberanos* (gráfico I.10D), durante todo el segundo semestre del año, alcanzándose niveles mínimos a comienzos de marzo de 2005 en la mayor parte de los países. El diferencial sintético regional se redujo un 40% respecto a los niveles de mayo de 2004, situándose en el entorno de los 400 pb a comienzos de marzo. Este estrechamiento, junto con el descenso de los tipos de interés a largo plazo en EEUU, propició la situación financiera más favorable desde 1997 en la región. Particularmente destacables fue la reducción del diferencial soberano de Brasil, hasta el entorno de los 375 pb a mediados de marzo (un 50% menos que en mayo de 2004). En Argentina, el elevado diferencial evolucionó en función de las expectativas generadas por el canje de la deuda. Desde mediados de marzo, sin embargo, se ha producido una corrección al alza generalizada en los diferenciales soberanos de los mercados emergentes, que ha llevado al diferencial regional hasta niveles próximos a los 480 pb. Esta corrección se ha producido de forma prácticamente simultánea a la elevación de los tipos de interés a largo plazo en EEUU.

El menor riesgo se ha reflejado también en una revisión selectiva al alza de las *calificaciones* soberanas, proceso que se había iniciado a finales de 2003. Brasil, Uruguay y Venezuela se beneficiaron de una mejora de su calificación en el segundo semestre, a las que han seguido las de Chile, México, Ecuador y, de nuevo, Uruguay en 2005.

## I.2.2 IMPACTO DE LA POLÍTICA CREDITICIA DE LAS ENTIDADES

### Crecimiento del crédito

En 2004, se ha mantenido la dicotomía en la evolución del crédito al sector privado residente (gráficos I.11A y B). En diciembre de 2004, la tasa de variación del crédito para la adquisición de vivienda y a las empresas de construcción se situaba en torno al 21%, mientras que la de

9. El recuadro I.1 analiza las consecuencias para la estabilidad financiera del crédito bancario otorgado por los bancos extranjeros a través de la presencia local o transfronteriza.



**DETERMINANTES Y CONSECUENCIAS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA DE LA APERTURA DE SUCURSALES Y FILIALES EN EL EXTERIOR RESPECTO A LA CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS TRANSFRONTERIZOS**

RECUADRO 1.1

Desde principios de los años noventa, la actividad bancaria internacional se ha expandido rápidamente. De hecho, la actividad internacional de los bancos, sea con presencia física a través de sucursales o filiales, o a través de préstamos transfronterizos, ha crecido más del 100% en tan solo 10 años. Dentro de las economías emergentes, Latinoamérica es la región donde más ha aumentado la financiación bancaria exterior y donde ha alcanzado el mayor volumen. Así, el total de activos bancarios internacionales acumulados en Latinoamérica en los últimos 10 años se sitúa, en promedio, en un 19% del PIB de la región, frente a un 17% para el total de las economías emergentes. Además, se ha producido un cambio importante en la composición de los activos bancarios en el exterior con un creciente peso de la actividad local, a través de filiales o sucursales, respecto a los préstamos transfronterizos. En el caso de Latinoamérica, la actividad local incluso ha superado a la transfronteriza, mientras que ronda el 30% para el total de países receptores.

Dada la importancia de la financiación internacional para las economías emergentes, parece interesante analizar cuáles son los factores que explican por qué los bancos de un determinado país deciden radicarse en otro en vez de otorgar préstamos transfronterizos y si esta decisión tiene consecuencias para los países receptores. Hasta el momento, la literatura bancaria había investigado los determinantes de la actividad local de bancos internacionales y de los préstamos transfronterizos de manera aislada. En un estudio reciente, García Herrero y Martínez Pería (2005)<sup>1</sup> analizan empíricamente los determinantes de la elección de operar localmente respecto a otorgar préstamos transfronterizos para los bancos de tres grandes inversores internacionales (Estados Unidos, España e Italia), que en conjunto suman el 30% del total de los activos bancarios en el exte-

1. Trabajo en curso titulado «What determines the mix of foreign bank claims and does it matter?».

**DETERMINANTES DE LAS OPERACIONES LOCALES DE LOS BANCOS INTERNACIONALES RESPECTO A PRÉSTAMOS TRANSFRONTERIZOS**

CUADRO 1

	EEUU	ESPAÑA	ITALIA
Coste de puesta en marcha del negocio local	-	-	-
Origen legal común	+	+	
Lengua común		+	
Comercio bilateral	+		
Impuesto de sociedades			-
Limitaciones a la actividad local de bancos extranjeros		-	-
Controles sobre los créditos transfronterizos		+	
Margen financiero neto sobre activos totales		+	
Crecimiento del PIB			
Tamaño del sistema financiero	+		
Inflación			
Derechos de propiedad			
Crisis bancarias			
Riesgo-país		-	

**DETERMINANTES DE LA VOLATILIDAD DE LA FINANCIACIÓN BANCARIA INTERNACIONAL**

CUADRO 2

	EEUU	ESPAÑA	ITALIA
Actividad local respecto al total de activos bancarios internacionales	-	-	-
Volatilidad de la inflación			
Volatilidad del crecimiento del PIB	+		
Crisis bancarias			
Volatilidad del total de activos en el resto de países receptores		+	
Tamaño del sistema financiero	-		-
Ser un país industrializado	-	-	-

FUENTE: García Herrero y Martínez Pería, op. cit. (2005).

NOTA: Un signo negativo indica un impacto negativo y significativo; y un signo positivo, un impacto positivo y significativo.

rior y que operan en más de 90 países. Las autoras también estudian cuál de las dos opciones de financiación es menos volátil y, por tanto, más aconsejable para la estabilidad financiera de los países receptores. Para ello, utilizan una base de datos que mejora la información sobre activos bancarios en el exterior que ofrece el Banco de Pagos Internacionales, que es la fuente generalmente utilizada y que separa actividad local en moneda local, por un lado, y préstamos transfronterizos y actividad local en moneda extranjera, por otro. En el trabajo mencionado, los préstamos transfronterizos están perfectamente separados de la actividad de sucursales y filiales, que incluye activos en moneda local y extranjera.

Los resultados muestran que los países donde los costes de entrada en la actividad bancaria son elevados tienden a atraer menos actividad local y más préstamos transfronterizos en todos los casos analizados (cuadro 1). También las regulaciones que limitan la participación extranjera en el sistema bancario parecen desincentivar la actividad local respecto a la transfronteriza, al menos para los bancos españoles e italianos. Por el contrario, la cercanía cultural y legal, así como las relaciones comerciales, tienden a aumentar la proporción de actividad local de los bancos extranjeros respecto a los préstamos transfronterizos (excepto para los bancos italianos). Por último, un sistema financiero más desarrollado ayuda a atraer sucursales y filiales de los bancos estadounidenses, respecto a préstamos transfronterizos, mientras que un mayor riesgo-país desincentiva la actividad local de los bancos españoles. El hecho de que se hayan producido crisis bancarias con anterioridad, la calidad de los derechos de propiedad, la inflación o el crecimiento económico, no parecen tener un impacto sobre la manera en la que

los bancos extranjeros están presentes en un determinado país (cuadro 1).

En lo que se refiere a la estabilidad financiera de los países receptores, los resultados muestran que una mayor proporción de actividad local respecto a préstamos transfronterizos siempre reduce la volatilidad de la financiación bancaria internacional (cuadro 2). Otras variables que explican la variabilidad de la financiación bancaria exterior son la volatilidad del crecimiento económico del país receptor para el caso de los bancos estadounidenses y la volatilidad del resto de activos bancarios en el exterior para los bancos españoles. Por otro lado, un mayor desarrollo financiero del país receptor reduce la volatilidad de su financiación bancaria exterior (al menos la que proviene de bancos estadounidenses e italianos).

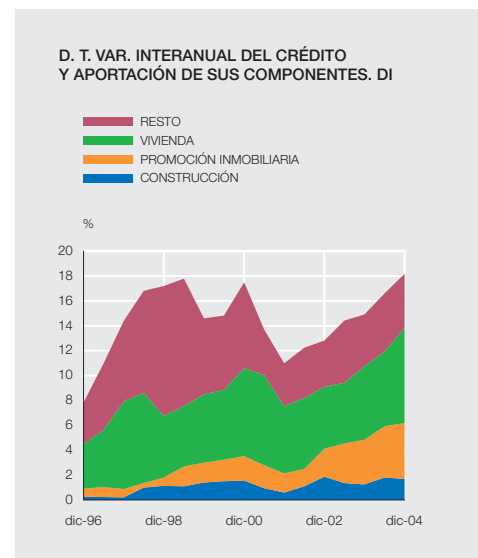
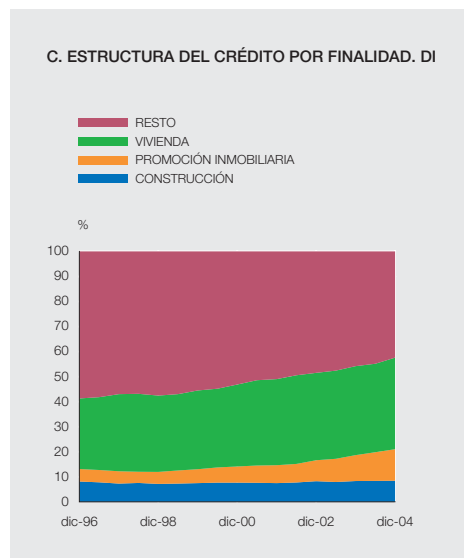
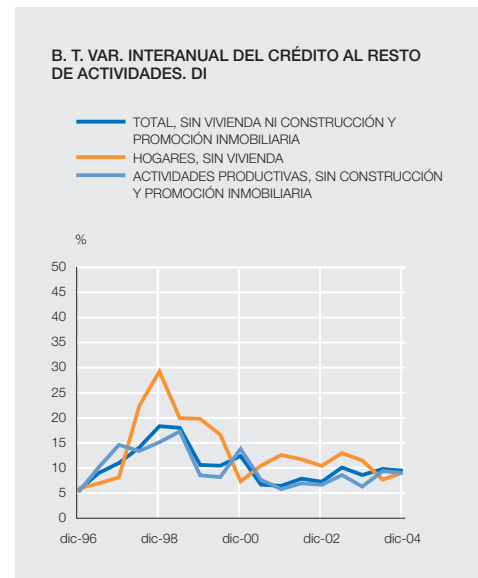
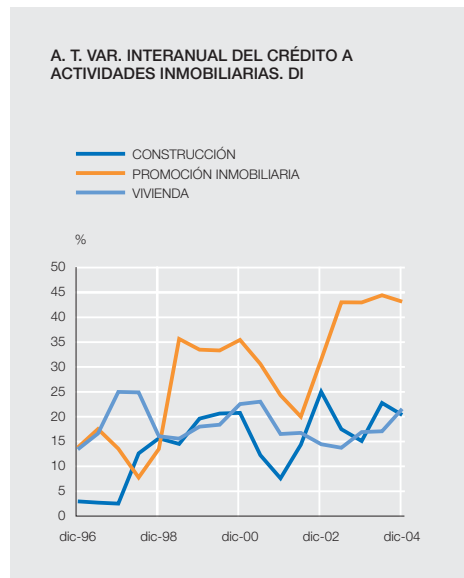
Los resultados de este trabajo confirman que existen diferencias en los determinantes y en las consecuencias para la estabilidad financiera de las distintas formas de financiación bancaria internacional (actividad local y transfronteriza), lo que puede resultar interesante para las autoridades económicas de los países emergentes. Si se mide la estabilidad financiera como volatilidad de la financiación bancaria internacional, la presencia de sucursales y filiales resulta más estable que los préstamos transfronterizos para los inversores analizados (Estados Unidos, España e Italia). Para atraerla es necesario que los costes de puesta en marcha del negocio bancario sean bajos y que no existan trabas gubernamentales, como los límites a la presencia local de bancos extranjeros. Finalmente, la proximidad cultural (por compartir un sistema legal o un idioma común) y las relaciones comerciales ayudan también a atraer sucursales y filiales.

promotores inmobiliarios alcanzaba el 43,2%. Por otro lado, la tasa de variación de la financiación a familias, descontada la vivienda, de la financiación a empresas, excluidas construcción y promoción inmobiliaria, y de la financiación total, excluidas las tres actividades vinculadas al sector inmobiliario anteriores, convergía en torno al 9%.

La evolución anterior se traduce en un nuevo aumento del peso relativo del crédito vinculado al sector inmobiliario en la cartera crediticia al sector privado residente de bancos y cajas (gráfico I.11C), que se sitúa en el 57,6%, explicando tres cuartas partes del crecimiento del crédito total (gráfico I.11D). Además, dos tercios del crecimiento del crédito a actividades productivas se explica por la evolución de la financiación a las empresas dedicadas a la construcción y promoción inmobiliaria.

La dicotomía en la financiación al sector privado residente está presente tanto en bancos como en cajas de ahorros, aunque de forma más acentuada en el primer grupo de entidades. Mientras que la tasa de variación de la financiación a la adquisición de vivienda se sitúa en el 21,6% para el conjunto de bancos y cajas (22,2% en bancos y 21,1% en cajas) y la de promotores supera el 43% para ambos grupos de entidades, el crédito total, excluido el vinculado al sector inmobiliario, solo crece el 6,3% en bancos, frente al 14,1% en cajas, en diciembre de 2004. Diferencias similares aparecen en la financiación de las actividades productivas, excluido el sector inmobiliario (6,8% en bancos, frente al 12,9% en cajas).

Bancos y cajas



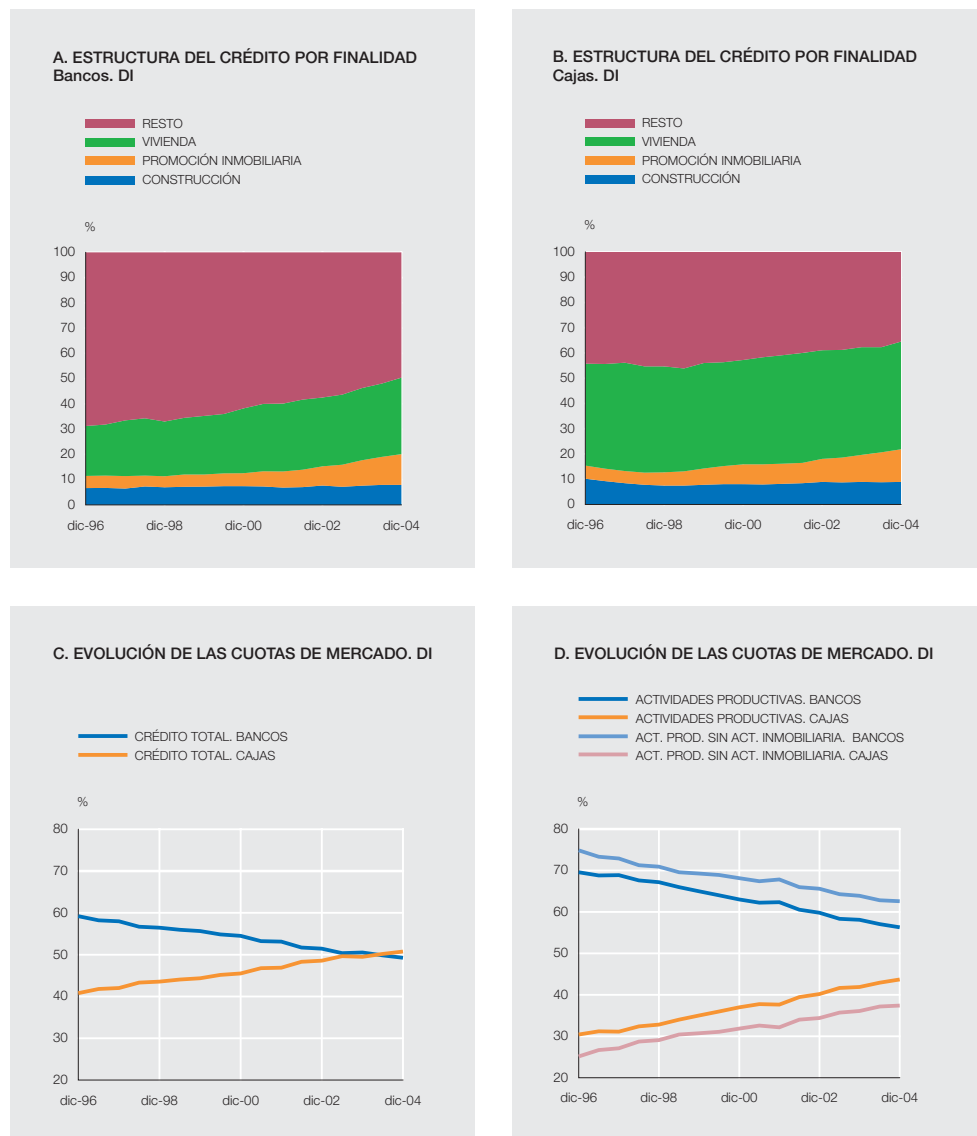
FUENTE: Banco de España.

Las diferencias analizadas en el párrafo anterior, junto con la distinta especialización en segmentos de negocio entre bancos y cajas (gráfico I.12A y B), atribuible, en buena medida, a razones históricas, han llevado a que, por primera vez, la cuota de mercado de las cajas supere a la de los bancos en el crédito al sector privado residente (gráfico I.12C). Solo en la financiación de actividades productivas y, en particular, cuando de estas se excluye el crédito a constructores y promotores inmobiliarios, los bancos mantienen una cuota de mercado superior a la de las cajas (gráfico I.12D).

Disponibles

Además de la financiación que las empresas y familias reciben mediante operaciones de balance con disponibilidad efectiva de fondos (préstamos, créditos, etc.), las entidades de depósito se comprometen a continuar financiándoles mediante la existencia de importes disponibles (por ejemplo, a través de tarjetas de crédito, apoyo a la emisión de pagarés de empresa, etc.). Estos compromisos se registran en las cuentas de orden, fuera del balance. Los importes disponibles, con una evolución cíclica más pronunciada y mayoritariamente a favor del

Bancos y cajas



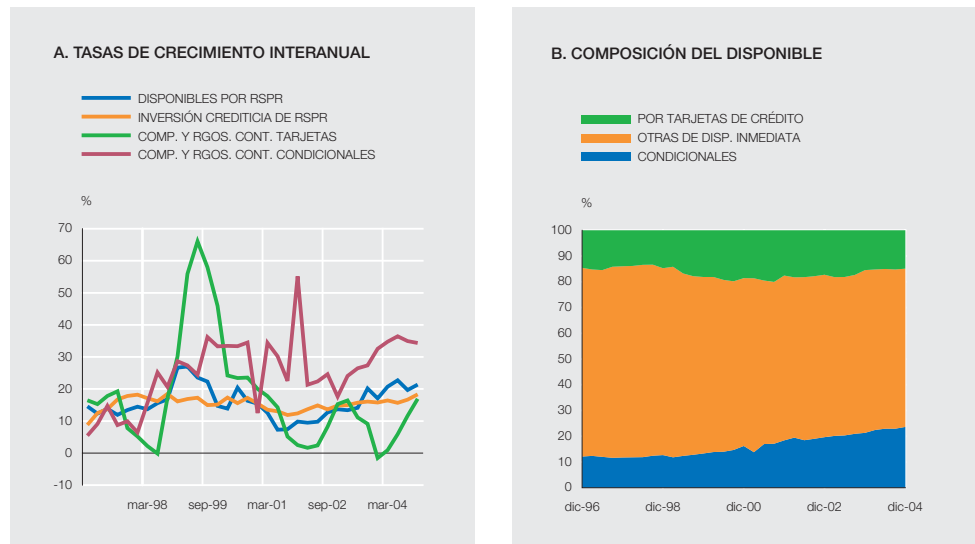
FUENTE: Banco de España.

sector privado residente, están creciendo más deprisa que la financiación dispuesta por dicho sector en el último año (gráfico I.13 A), alcanzando en diciembre de 2004 un 15,9% de dicha financiación. Los disponibles condicionales, que incluyen la posibilidad de cancelación por parte de la entidad, representan ya el 23,6% del disponible total del sector privado residente (gráfico I.13 B). Una parte de este crecimiento está ligado a la evolución del crédito a promotores inmobiliarios (con disposición condicionada a la certificación de obra correspondiente). Por otro lado, los disponibles mediante tarjetas de crédito, algo menos del 15% del total, han aumentado en 2004, aunque a menor ritmo que el total.

Titulación

Las entidades de depósito españolas han continuado recurriendo a la titulación de activos y a la emisión de cédulas hipotecarias para financiar el elevado crecimiento del crédito o para obtener liquidez adicional en un determinado momento. En diciembre de 2004, el total de activos titulizados por las entidades de depósito españolas se situaba en 72.000 millones de euros, mientras que las cédulas hipotecarias, con un rápido crecimiento los tres últimos años, alcan-

## Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

zaban los 58.000 millones de euros (gráfico I.14A), con un predominio de la titulación de activos hipotecarios sobre la del resto de activos.

En términos relativos, los activos titulizados suponen el 7,1% de la financiación al sector privado residente (incluidas dichas titulaciones), frente al 3,2% tres años antes (gráfico I.14B). En relación con la cartera de créditos hipotecarios, su titulación supone un 8,3%, a lo que hay que añadir el 9,9% que representan las cédulas sobre el crédito hipotecario en balance. El resto de activos titulizados (no hipotecarios) ya supera el 5,6%.

En este terreno, existen diferencias en el comportamiento de bancos y cajas durante 2004. Para los primeros, el peso relativo de los activos titulizados y las cédulas ha seguido aumentando gracias, en buena medida, a un importante aumento del volumen emitido. Para las cajas, sin embargo, los saldos de activos titulizados han evolucionado más moderadamente, lo que, unido al sostenido crecimiento del crédito, se ha traducido en un estancamiento de la importancia relativa de esta fuente adicional de recursos para las entidades (gráficos I.14C y D). En cualquier caso, las entidades de depósito también están recurriendo de forma creciente a la emisión de otros valores (pagarés y efectos, empréstitos no convertibles, bonos y obligaciones) para conseguir los recursos necesarios para financiarse<sup>10</sup>.

Perfil de riesgo de la cartera crediticia

El perfil de riesgo de la cartera crediticia de las entidades de depósito españolas, en diciembre de 2004, ha disminuido muy ligeramente respecto a la misma fecha de 2003, hasta alcanzar el 0,36%, resultado de la disminución del peso relativo de las partes de la cartera más arriesgadas, a favor de las operaciones con garantía real, aunque también ha disminuido la exposición con AAPP.

Por grupos de entidades, se mantiene el mayor perfil de riesgo de los bancos frente a las cajas, aunque las diferencias son ahora menores, debido al aumento del peso relativo de la inversión crediticia con garantías en los bancos.

<sup>10</sup> El recuadro I.2 analiza algunos aspectos del marco regulatorio-fiscal que suscitan los mercados de estos valores.

Como en la mayoría de las economías de la llamada Europa continental, las emisiones netas de valores de renta fija en España han sido, tradicionalmente, reducidas. Según muestra el gráfico 1, dichas emisiones han tendido a situarse por debajo, incluso, de las correspondientes al promedio del área del euro. Sin embargo, a comienzos de la presente década tuvo lugar una cierta aceleración de las emisiones, que ha terminado superando la media de la UEM en los dos últimos años del período.

La desagregación sectorial de las emisiones (gráfico 2) revela que la mencionada aceleración responde íntegramente al comportamiento de las sociedades financieras. El gráfico evidencia, en primer lugar, el papel desempeñado por las emisiones relacionadas con la titulización de activos realizada por las empresas financieras, cuya tasa de crecimiento sostenida ha sustentado la evolución del total de emisiones. Adicionalmente, cabe destacar la marcada aceleración del resto de emisiones de este grupo de empresas en los dos últimos años de la muestra, que ha coincidido con un retroceso igualmente notable de las emisiones realizadas en el exterior por las filiales no residentes de estas sociedades (gráfico 3).

Parece evidente que la titulización de los activos bancarios resulta un elemento dinamizador de los mercados de renta fija, particularmente relevante en sistemas financieros más bancarizados y/o donde pesan mucho las PYMES en el tejido empresarial, características ambas presentes en el caso español. Pero, además, es razonable pensar que la sustitución que parece detectarse, sobre todo en 2004, entre emisiones realizadas por las sociedades residentes del grupo y las llevadas a cabo por sus filiales en el exterior esté relacionada con la publicación de la nueva ley reguladora de la emisión de participaciones preferentes y otros instrumentos de deuda y su fiscalidad<sup>1</sup>.

1. Ley 19/2003, de 4 de julio. Para más detalle sobre esta Ley, véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2003», en el *Boletín Económico* del Banco de España de octubre de 2003.

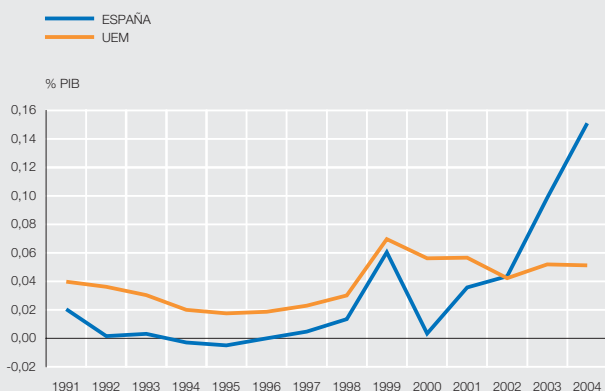
Este hecho viene a ilustrar, para el caso español, la importancia que tiene el diseño del marco regulatorio y fiscal en la evolución de los mercados de renta fija. Desde una perspectiva internacional, cabe recordar igualmente que el origen histórico del mercado internacional de bonos (eurobonos) respondió a un cambio en la política de retenciones fiscales en los Estados Unidos a finales de los años setenta. Posteriormente, este mismo mercado ha venido constituyendo un paradigma de desregulación adaptativa, en el que las exigencias en materia de folletos informativos y de admisión a cotización han sido típicamente más laxas que las correspondientes a los mercados nacionales.

En este contexto, es importante señalar los retos que plantea la transposición a la legislación española de las Directivas de la Unión Europea sobre folletos (DF) y sobre transparencia (DT). El hecho de que el procedimiento para su aprobación y desarrollo se haya atenido a los criterios de armonización recomendados por el Comité Lamfalussy constituye un elemento positivo<sup>2</sup>. Sin embargo, persisten ciertos riesgos de deslocalización del mercado europeo de renta fija, y del español en particular, asociados a mecanismos de competencia regulatoria, que sería conveniente esforzarse en minimizar.

Así, la exigencia contenida en las DF y DT de presentar la información contable pertinente para la admisión a cotización de los valores emitidos de acuerdo con las Normas Internacionales de Contabilidad ha desatado iniciativas externas a la UE encaminadas a hacerse con la admisión a cotización (*listing*) de las ofertas mayoristas realizadas en Europa por emisores de fuera del espacio de la UE. A su vez, estas iniciativas están desencadenando en las plazas londinense y luxemburguesa, las más afectadas por estos cambios, reacciones para tratar de soslayar el alcance de las DF y DT, mediante la creación de segmentos no regulados.

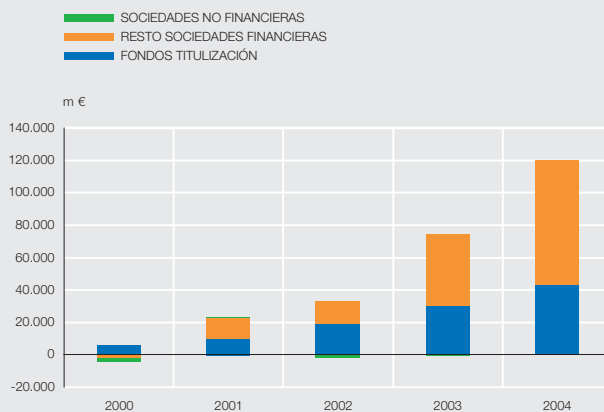
2. El Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) ha emitido el pasado 10 de febrero sus recomendaciones para una implantación consistente de la Directiva de Folletos.

EMISIONES NETAS DE VALORES DE RENTA FIJA (EN PORCENTAJE DEL PIB) GRÁFICO 1



FUENTES: CNMV, INE, Eurostat, BCE y Banco de España.

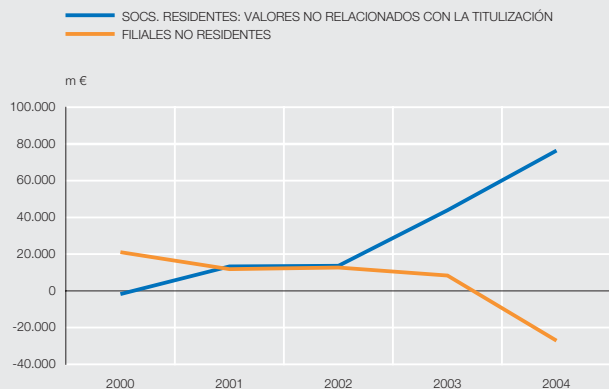
EMISIONES NETAS DE VALORES DE RENTA FIJA: DETALLE POR SECTORES GRÁFICO 2



FUENTES: CNMV, INE, Eurostat, BCE y Banco de España.

### EMISIONES NETAS DE VALORES DE RENTA FIJA: SOCIEDADES FINANCIERAS

GRÁFICO 3



FUENTES: CNMV, INE, Eurostat, BCE y Banco de España.

Asimismo, los mecanismos de pasaporte comunitario contemplados en la DF permiten, en definitiva, que los emisores mayoristas elijan la plaza en la que emitir y, por tanto, cuál es su autoridad nacional de entre las del espacio de la UE. No cabe esperar, sin embargo, que el impacto de esta libertad de elección sea idéntico para todos los tipos de deuda. Así, es probable que la incidencia sea menor en el caso de las emisiones en las que, como ocurre con las titulizaciones, son ya bastante elevadas las exigencias de documentación necesaria por razones distintas a las de la oferta pública o la admisión a cotización. En cualquier caso, las medidas en materia de folletos que contempla el «plan de 100 medidas de impulso a la productividad», entre las que se cuenta la transposición de la directiva de folletos, constituyen una primera respuesta a los retos descritos.

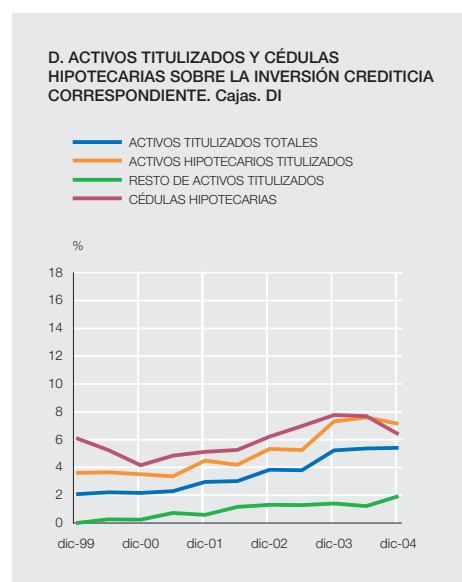
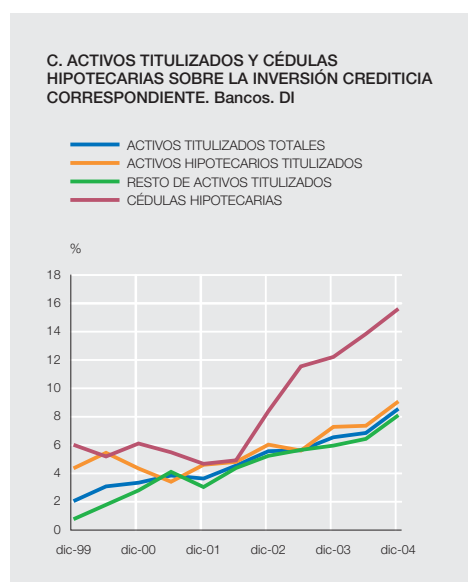
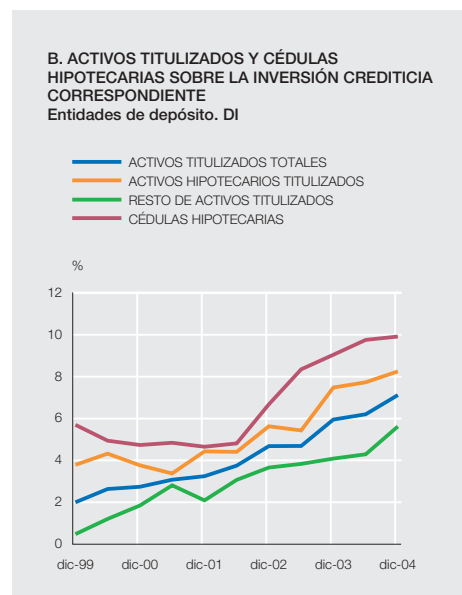
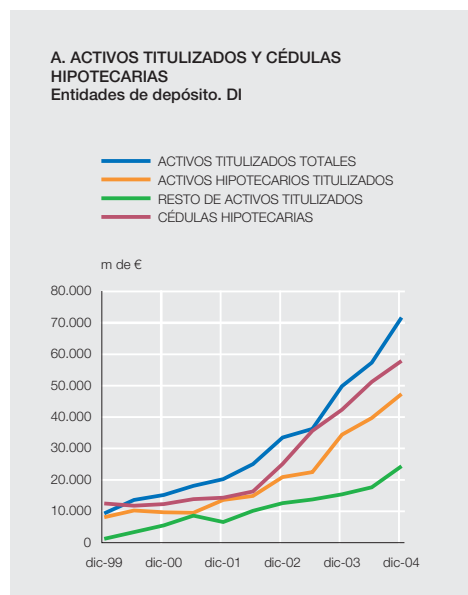
#### Activos dudosos

La mayor parte de la disminución de los activos dudosos en los balances individuales de las entidades de depósito españolas en 2004 es atribuible a los bancos, y en particular a la disminución de sus activos dudosos con no residentes. Los activos dudosos con el sector privado residente, que representan el 89% de los totales, han disminuido ligeramente a nivel de entidades de depósito. El crecimiento económico sostenido y los bajos tipos de interés explican la ligera caída de la morosidad en términos absolutos.

La disminución de los activos dudosos y el crecimiento del crédito han vuelto a presionar a la baja las ratios de morosidad en 2004. Con una perspectiva temporal amplia, incluyendo un ciclo económico, se observa una elevada convergencia entre las ratios de morosidad de la inversión crediticia total y del sector privado residente, este último más sensible a la posición cíclica de la economía. También se aprecian escasas diferencias en las ratios de morosidad por grupos de entidades, a pesar de que, como se ha mencionado anteriormente, persisten distintas especializaciones productivas.

En 2004 se ha producido, de nuevo, una mejora en la distribución de las entidades de acuerdo con su ratio de morosidad en la financiación al sector privado residente (gráficos I.15A y B). El número de entidades con una ratio de morosidad superior al 1% ha disminuido significativamente, así como su peso relativo. Además, por debajo del 0,5% hay ahora más entidades, aumentando también su peso relativo en el conjunto de la financiación otorgada.

En el anterior IEF (recuadro II.1), se analizó la elevada *especialización* de los establecimientos financieros de crédito (EFC). Dicha especialización permite una aproximación a la morosidad de determinados productos para los que no existe información separada en el epígrafe de activos dudosos del balance de las entidades (gráfico I.15C). Así, a pesar del descenso generalizado y sostenido de las ratios de morosidad en los últimos años y del bajo nivel que han alcanzado, los saldos en las tarjetas de crédito de los EFC muestran una elevada ratio de morosidad. Por otro lado, se ha producido un aumento sustancial del crédito concedido a través de este instrumento: mientras que en los últimos siete años la inversión crediticia de las entidades de crédito se ha multiplicado por 2,3, el importe de la financiación mediante tarjetas de crédito se ha quintuplicado.



FUENTE: Banco de España.

En sentido contrario, destaca el bajo nivel de morosidad alcanzado por las operaciones de arrendamiento financiero y *factoring*, circunstancia que se da no solo en los EFC, sino que está generalizado también entre las entidades de depósito<sup>11</sup>. Por grupos de entidades, destaca que el crédito otorgado por las sociedades financieras de fabricantes de automóviles también muestra unas ratios de morosidad elevadas, aunque el perfil tendencial ha sido descendente.

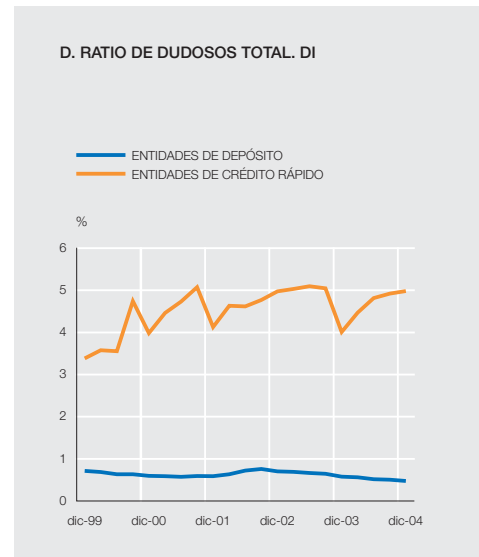
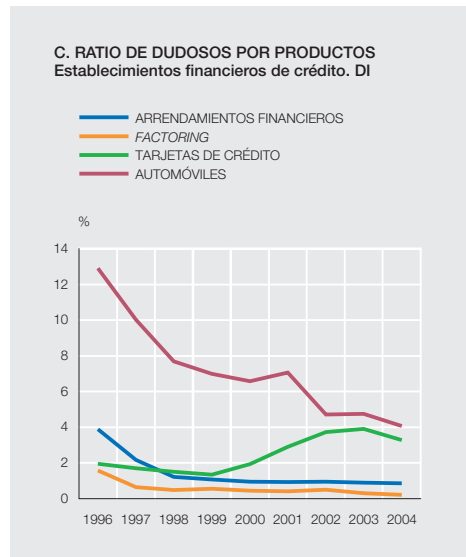
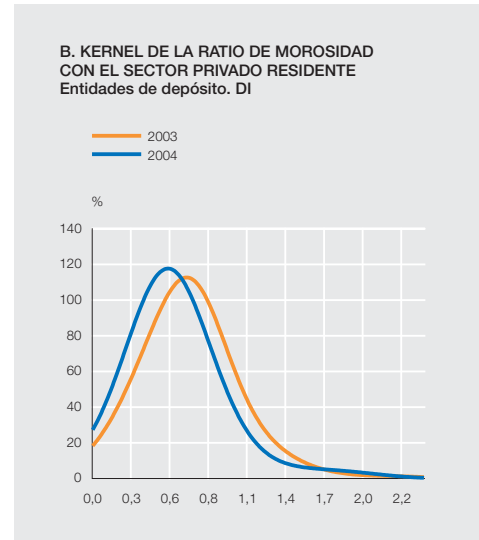
Otra línea de especialización es la seguida por un reducido número de entidades, normalmente vinculadas a bancos extranjeros, mediante la concesión de créditos de muy bajo importe (típicamente, hasta 3.000 euros), con respuesta muy rápida y pocas exigencias a los prestatarios, personas físicas, en cuanto a documentación justificativa de su capacidad de devolu-

<sup>11</sup> Los datos de morosidad obtenidos de la Central de Información de Riesgos confirman el bajo nivel de morosidad para el conjunto de entidades de depósito en las operaciones de arrendamiento financiero y *factoring* (0,45% y 0,08% en diciembre de 2004, respectivamente).



**A. SECTOR PRIVADO RESIDENTE**  
Entidades de depósito. DI

TRAMOS DE LA RATIO	2003		2004	
	% CRÉD.	N.º	% CRÉD.	N.º
0	1,8	34	2,0	35
0,0 - 0,5	18,7	39	26,8	59
0,5 - 1,0	66,7	70	62,6	75
1,0 - 1,5	9,0	47	4,5	28
1,5 - 2,0	1,0	15	3,1	18
2,0 - 2,5	0,6	8	0,2	9
> 2,5	2,2	34	0,9	29



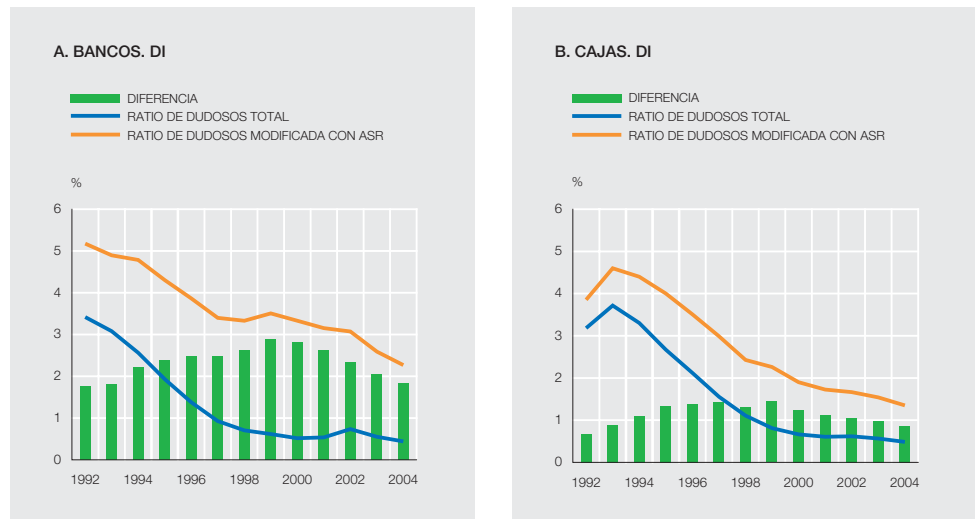
FUENTE: Banco de España.

ción. Los tipos de interés de estas operaciones suelen ser elevados, como respuesta al mayor riesgo de crédito incurrido por las entidades. En promedio, en los últimos años, la ratio de morosidad de estas entidades especializadas es unas siete veces superior a la del total de entidades de depósito (gráfico I.15D).

La disminución de las ratios de activos dudosos se ha visto acompañada también de la caída de las correspondientes ratios ampliadas, que tienen en cuenta a los activos en suspenso regularizados (datos de baja de balance transcurridos tres o seis años en la situación de activos dudosos y completamente provisionados). Además, la diferencia que existe entre ambas ratios se ha estrechado a lo largo de 2004.

Activos en suspenso regularizados

La ratio de activos dudosos modificada con los activos en suspenso regularizados ha descendido tanto en bancos como en cajas, al igual que su diferencia con las ratios de dudosos (gráficos I.16A y B). No obstante, existen diferencias en el nivel de la ratio modificada, que no parecen responder a distintas ratios de morosidad entre ambos grupos de entidades y que son persistentes en el tiempo.



FUENTE: Banco de España.

Activos financieros en el exterior

Aunque el peso relativo de los activos financieros en el exterior solo ha aumentado seis puntos porcentuales para el conjunto de entidades de depósito españolas (gráficos I.17A y B) entre diciembre de 2003 y diciembre de 2004, la variación en términos absolutos ha sido muy significativa, con un aumento del 59,2%. Desde los procesos de adquisición de bancos y expansión en Latinoamérica de finales de los años noventa, no se producía un crecimiento tan marcado de los activos en el exterior (gráfico I.17C). Además del cambio en la composición geográfica, se ha producido también un cambio muy marcado en la especialización por líneas de negocio, al disminuir el peso relativo del negocio mayorista (interbancario y deuda pública) y aumentar el negocio minorista con empresas y familias (gráfico I.17C).

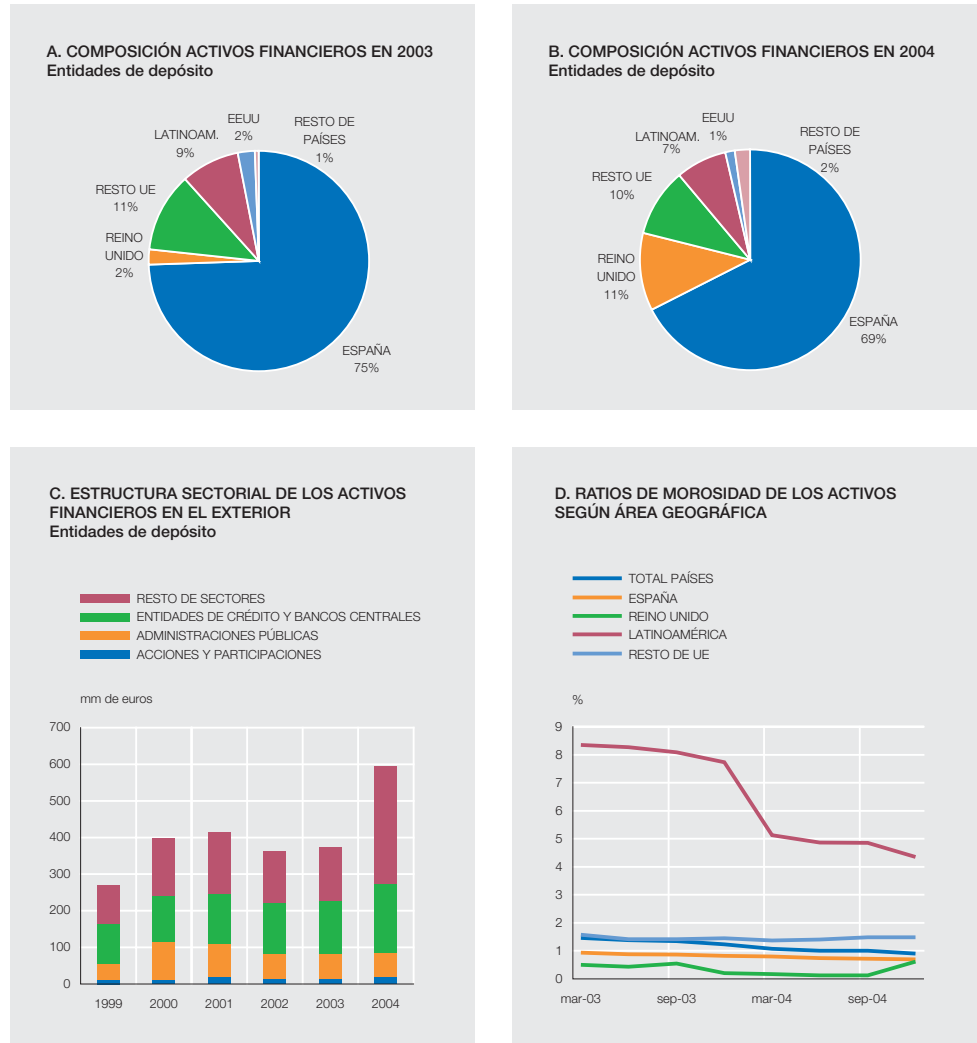
La evolución de los activos financieros en el exterior en 2004, junto con su recomposición geográfica, fruto en buena medida de la mencionada adquisición, supone, en principio, un aumento del peso relativo de la actividad hacia una zona de menor morosidad (gráfico I.17D). No obstante, el negocio minorista en países desarrollados suele ser más arriesgado que la actividad interbancaria o de deuda pública en dichos países, lo que explica el aumento de la ratio de morosidad de los activos de las entidades españolas en Reino Unido en diciembre de 2004.

1.3 Riesgo de liquidez

MERCADOS

En términos agregados, la contratación en el *mercado de deuda pública* creció en 2004 un 7,3%, manteniendo así la rotación de las carteras de deuda el dinamismo mostrado en años anteriores. La evolución de la contratación ha sido más contenida en el segmento al por mayor entre entidades financieras, donde el avance interanual ha sido del 0,7%. Por componentes, la evolución de la liquidez del mercado de deuda ha resultado desigual. Así, el dinamismo general convive con una severa contracción (37%) registrada en el segmento de operaciones al contado sobre bonos y obligaciones. En cambio, el volumen de operaciones al contado sobre letras del Tesoro registró un crecimiento similar en términos porcentuales, si bien su peso relativo dentro del conjunto de operaciones al contado es de alrededor del 15%.

El *mercado de deuda privada* ha registrado un avance notable en términos de contratación, próximo al 50% en relación con el año anterior. De esta forma, se ha alcanzado en 2004 un récord histórico de contratación. La consecución de ese elevado volumen ha respondido tanto al dinamismo en la incorporación de nuevas emisiones al mercado, que creció cerca de un



FUENTE: Banco de España.

30%, como a un avance en la rotación de los saldos en circulación. Como se discute en el recuadro I.3, el mayor saldo de nuevas admisiones a AIAF correspondió a bonos de titulización.

En las *bolsas*, el volumen efectivo de contratación ha cerrado 2004 con un nuevo récord histórico (636.000 millones de euros), cerca de un 30% superior al del año 2003. La rotación media de las bolsas españolas se ha situado por encima del 150%. Confirma también la mejora de la liquidez de las bolsas españolas el hecho de que el volumen de acciones españolas contratadas en la bolsa de Nueva York haya alcanzado en 2004 un mínimo histórico, suponiendo alrededor del 0,6% de lo negociado en las bolsas españolas. La profundidad del mercado ha cosechado sus avances más significativos en el último trimestre del año, coincidiendo con renovadas expectativas de revalorización. El gráfico I.18 evidencia este hecho en términos de la lambda de Kyle<sup>12</sup>.

ENTIDADES

La evolución del *saldo deudor con el sector privado residente*, ya comentada en la Introducción, presenta un comportamiento distinto entre bancos y cajas de ahorros (gráficos I.19A y B). Mientras que en los bancos dicho saldo deudor se ha estabilizado, o incluso disminuye

12. No obstante, conviene señalar que una operación corporativa realizada sobre una empresa tecnológica durante el período distorsiona al alza esa variable.

La situación actual de los sistemas de pagos en la zona del euro, así como la evolución previsible para el futuro inmediato, están marcadas por una serie de cambios muy significativos, motivados por las iniciativas de las instituciones políticas, de las autoridades monetarias (BCE y bancos centrales nacionales) y de las entidades financieras, orientadas a poner en marcha una zona única de pagos para el mercado interior (SEPA, *Single Euro Payment Area*).

A lo largo de los años 2003 y 2004, el Banco de España y los representantes de las entidades de crédito han venido trabajando en una reforma de los sistemas de pago nacionales, orientada a dotarles de una estructura más sencilla que permita afrontar los retos que supone un área única de pagos en euros cada vez más integrada. La reforma<sup>1</sup> crea la Sociedad Española de Sistemas de Pago, SA (SESP, SA), por transformación de la antigua SPI, SA (Servicio de Pagos Interbancarios), con el objeto social de asumir la gestión del Sistema Nacional de Compensación Electrónica. Podrán ser accionistas aquellas entidades participantes en el sistema que sean miembros liquidadores.

La existencia de una única sociedad que englobe las actividades y funciones actuales del SNCE y el SPI supondrá una sustancial simplificación y racionalización de los procesos relacionados con los sistemas de pago nacionales. Ello permitirá un mejor posicionamiento de nuestros sistemas de pago en Europa y una racionalización de las actividades de los foros de debate y decisión sobre sistemas de pago existentes en España.

En el ámbito operativo, se mantienen los distintos subsistemas que integran el SNCE y que se corresponden con los tipos de instrumentos de pago que actualmente se compensan en el mismo: cheques y pagarés de cuenta corriente, transferencias, adeudos directos, efectos de comercio, cheques para pago de carburante y de viaje y operaciones diversas.

Sin embargo, la reforma separa la gestión, a cargo de la SESP, SA, y los aspectos regulatorios, atribuidos al Banco de España, que ve además reforzado su papel de supervisor y vigilante del sistema. De esta forma, el Banco de España debe autorizar con carácter previo las normas básicas<sup>2</sup> de funcionamiento de los sistemas y servicios que gestione la SESP, SA. En el caso de las instrucciones operativas,

su aprobación se realizará a posteriori e incluso puede tener lugar de modo tácito, si no se ejercita la facultad de oposición en el plazo estipulado.

Además, con el fin de reforzar la función de vigilancia del funcionamiento de los sistemas de compensación y pago, que ya era competencia del Banco de España, se habilita a este a recabar, tanto de la entidad gestora de un sistema de pagos como de los proveedores de servicios de pago, incluidas aquellas entidades que proporcionen servicios tecnológicos para los sistemas y servicios citados, cuanta información y documentación considere necesaria para valorar la eficiencia y seguridad de los sistemas e instrumentos de pago.

Otro elemento central de la reforma es la mejora de la gestión de riesgos del SNCE. Los inconvenientes que se planteaban hasta la misma se centraban principalmente en dos aspectos: por una parte, los riesgos financieros que asumían los participantes directos que tienen la representación de otros miembros y, por otra, en que no se encontraba entre los sistemas notificados en la Ley de Firmeza.

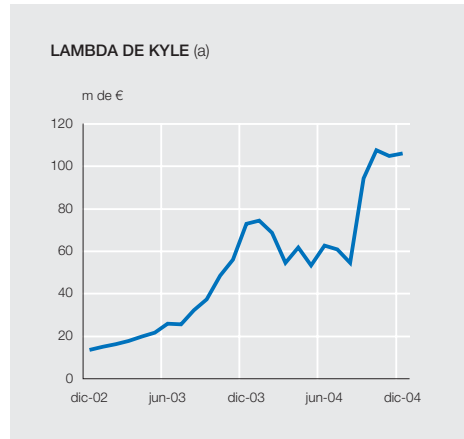
La Circular del Banco de España 1/2002 abordó parte del problema, al delimitar los efectos que una situación de incumplimiento de la obligación de liquidación por parte de una entidad representada podía ocasionar a su asociada representante, dejándolos reducidos a un solo día. En la reforma, la disminución del riesgo de liquidación del SNCE se ha abordado con un enfoque más general desde una doble vertiente. Por una parte, mediante la exclusión de las operaciones de gran importe del ámbito de la liquidación del SNCE, pasándose a liquidar en el SLBE, de forma individualizada y permitiendo, además, que se asienten directamente en las cuentas de las entidades representadas. Por otra, incluyendo al SNCE entre los sistemas reconocidos por la Ley de Firmeza, habilitando a la sociedad gestora para aceptar, administrar y ejecutar las garantías que se han de constituir, en su caso, en el SNCE. Asimismo, se establece el momento en que las órdenes de transferencia cursadas al SNCE, cualesquiera que sean los instrumentos de pago que las motiven, serán firmes para los participantes, proporcionándoles a estos un elemento esencial para el buen funcionamiento de los sistemas de gestión de riesgos.

Con el reconocimiento del SNCE a efectos de la Ley de Firmeza, se avanza en la línea emprendida por el Eurosistema, equiparando el tratamiento dado al SNCE con el habitual en otros países y confiriendo mayor seguridad jurídica a las órdenes de pago introducidas en el SNCE, dotándolas de las características de irrevocabilidad, firmeza e inatacabilidad frente a terceros, incluso en caso de apertura de un procedimiento concursal.

1. Instrumentada en la Ley de Presupuestos para 2005, modificando la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores («Ley de Firmeza»), y la Ley de Autonomía del Banco de España. 2. La normativa básica deberá seguir publicándose en el Boletín Oficial del Estado.

desde el anterior IEF, las cajas han acabado el año con un ligero saldo deudor, frente al saldo acreedor que mantenían en diciembre de 2003. El saldo deudor de las cajas culmina un proceso tendencial de progresivo estrechamiento del saldo acreedor, como consecuencia, fundamentalmente, del fuerte crecimiento del crédito al sector privado residente.

La descomposición del saldo que bancos y cajas mantienen con el sector privado residente muestra que su evolución tendencial responde, fundamentalmente, al saldo que mantienen



FUENTE: Sociedad de Bolsas.

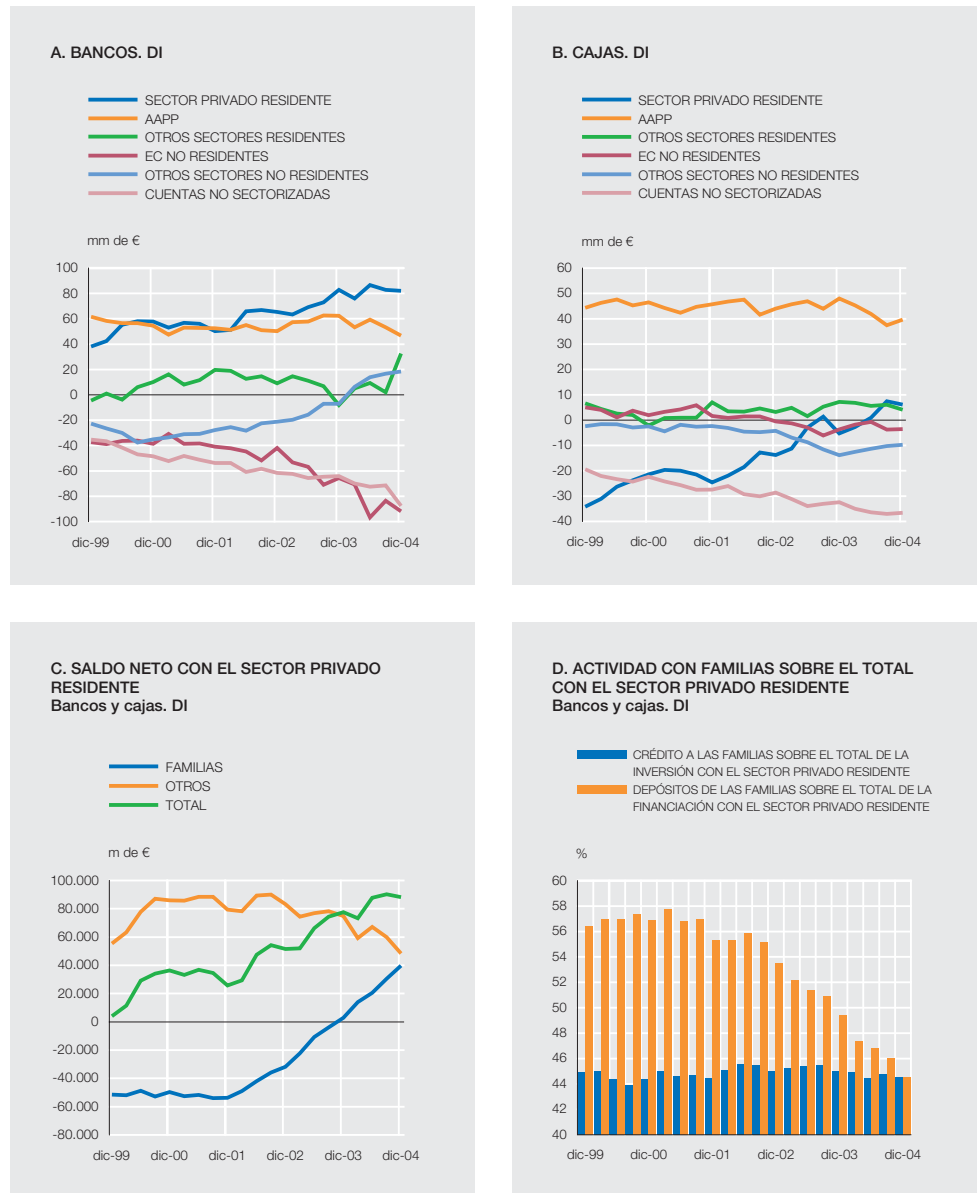
a. Un aumento de la lambda de Kyle supone una mejora de la liquidez.

las familias (gráfico I.19C), que en 2004 ha pasado a ser, por primera vez, deudor. El menor crecimiento del saldo total se debe a la disminución del saldo deudor que mantienen las empresas, que ha acentuado en el último año un movimiento tendencial iniciado a finales de 2002. El comportamiento del saldo de las familias se debe a la evolución de sus depósitos bancarios, que van reduciendo progresivamente su peso relativo en la financiación que los bancos y las cajas de ahorros reciben del sector privado residente (gráfico I.19D), atraídos por otras alternativas a los depósitos bancarios (fondos de inversión, valores, etc.).

En el anterior IEF se analizó por primera vez, a partir de la información disponible sobre plazos remanentes del activo y del pasivo, la *brecha o gap de liquidez* (o de financiación) de las entidades de depósito españolas. Los datos a diciembre de 2004 para el conjunto de bancos y cajas (gráfico I.20A) muestran la misma tendencia: una posición corta (pasivos superiores a los activos) significativa hasta un mes, una posición corta menor y reduciéndose entre un mes y un año, y posiciones largas (activos superiores a los pasivos) a partir de un año, aunque con un comportamiento diferenciado, ya que entre uno y cinco años dicha posición disminuye mientras que aumenta a partir de cinco años<sup>13</sup>. El aumento progresivo del plazo medio de los activos que se ha producido en los últimos años, en particular en las operaciones con garantía real (gráfico I.20B), contribuye a explicar la evolución de los desfases de liquidez.

Existen algunas diferencias entre los desfases de liquidez de bancos y cajas (gráficos I.20C y D). La posición corta de los bancos solo se mantiene hasta un mes, mientras que en las cajas el grueso de las posiciones cortas se concentra entre un mes y un año. Esta diferencia obedece, sobre todo, al menor peso relativo en las cajas de la inversión crediticia a corto plazo (hasta un año). En los bancos, la posición larga a más de cinco años se ha ido acentuando año tras año, mientras que en las cajas su nivel relativo es mayor, pero muestra una estabilidad más alta, con la excepción del último año. De nuevo, las diferencias de especialización

**13.** Los activos hasta un mes 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 hasta un mes incluyen: bancos centrales, pasivos con entidades de crédito, cuentas de recaudación y, como hipótesis, un 25% del resto de pasivos a la vista. 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.



FUENTE: Banco de España.

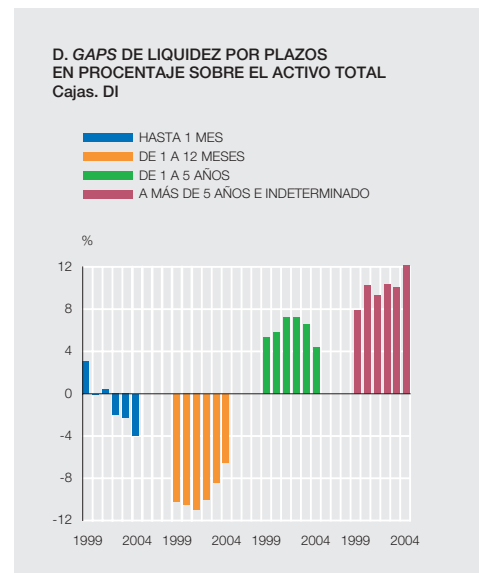
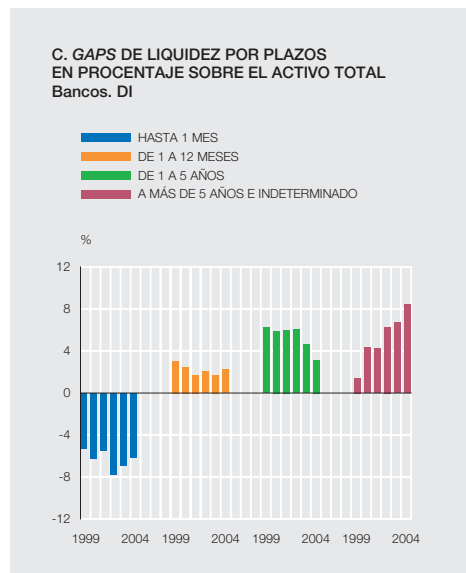
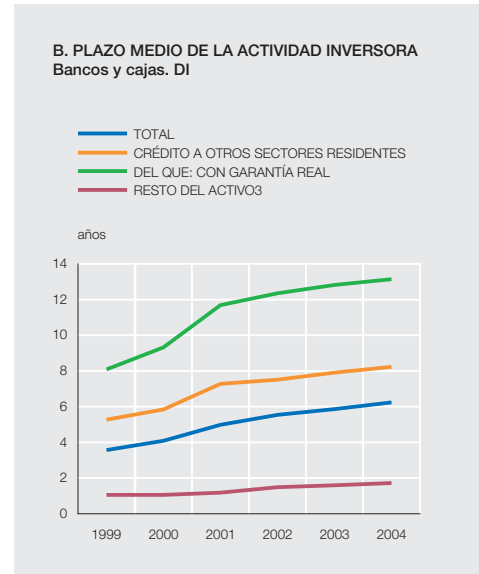
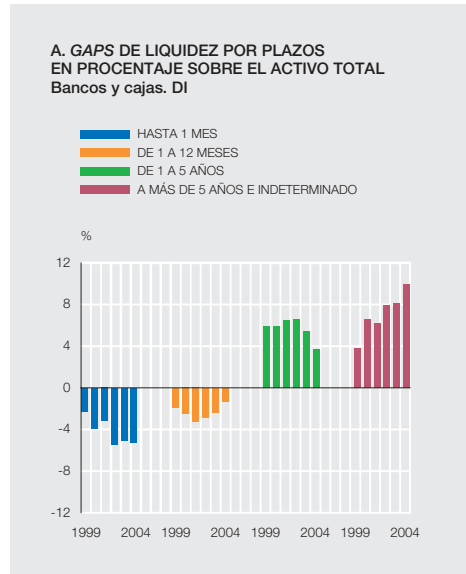
crediticia explican, en buena medida, los desfases de liquidez de ambos grupos de entidades.

**1.4 Riesgo de mercado**

MERCADOS

Durante el segundo semestre de 2004 y los primeros meses de 2005, la evolución financiera internacional se caracterizó por unas condiciones holgadas de financiación, tal y como reflejan los relativamente reducidos tipos de interés y los niveles mínimos alcanzados por los diferenciales de los bonos corporativos y emergentes. Sin embargo, más recientemente, se está produciendo un cambio en la situación de los mercados, en el sentido de un cierto endurecimiento de las condiciones financieras.

En el *mercado de divisas* destacó la evolución del dólar (gráfico I.21A), que, tras haberse mantenido relativamente estable a lo largo del primer semestre del año, registró una fuerte depreciación, hasta alcanzar mínimos de 1,36 frente al euro, a finales de 2004. Fueron determinantes en esta tendencia los crecientes desequilibrios fiscal y exterior de la economía estadounidense y las dudas sobre la financiación de este último. Posteriormente, el dólar ha ten-

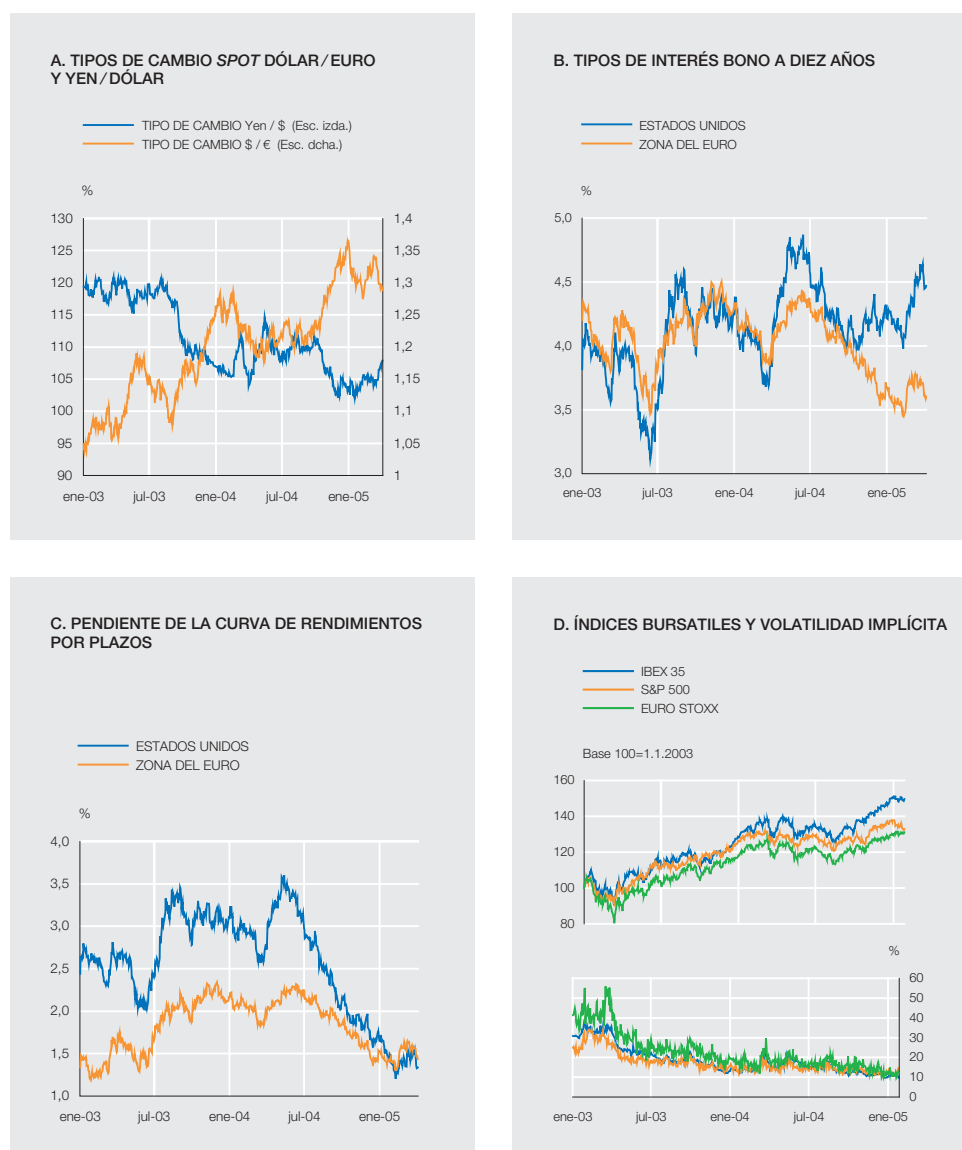


FUENTE: Banco de España.

dido a fluctuar frente al euro entre enero y marzo en un rango relativamente amplio, comprendido entre 1,28 y 1,34. Frente al yen, el dólar se depreció tras el verano, pero desde el último trimestre de 2004 ha tendido a fortalecerse moderadamente, situándose a finales de marzo en torno a 107.

La Reserva Federal estadounidense prosiguió con el ritmo gradual de elevación de los *tipos de interés oficiales*, situando la tasa objetivo de los fondos federales en el 2,75% en marzo, después de siete elevaciones consecutivas de 25 pb desde el pasado mes de junio. Los tipos de interés a largo plazo (gráfico I.21 B) tendieron a disminuir durante la mayor parte del segundo semestre y el comienzo de 2005, aspecto que resulta relativamente inusual en un contexto de continuas elevaciones de los tipos a corto y favorables expectativas macroeconómicas, y que provocó un intenso aplanamiento de la curva de rentabilidades (gráfico I.21C).

De hecho, este reducido nivel de los *tipos de interés a largo plazo* en Estados Unidos ha suscitado dudas sobre su compatibilidad con el elevado ritmo de actividad, además de haber



FUENTES: Bloomberg y DataStream.

Nota: La pendiente de la curva en el gráfico C es la diferencia entre el tipo de interés a diez años y a tres meses.

podido estimular cierto efecto desplazamiento de flujos hacia activos de mayor riesgo, como los bonos emergentes y corporativos. Desde principios de marzo, sin embargo, cabe destacar que se ha producido una rápida corrección al alza en las rentabilidades a largo plazo, hasta niveles superiores al 4,5% en el plazo de diez años, que ha terminado afectando a los diferenciales de los bonos corporativos, a los diferenciales soberanos y a las bolsas.

En los *mercados secundarios de deuda pública* del área del euro, las rentabilidades a diez años se redujeron durante la segunda mitad de 2004, hasta alcanzar el nivel más bajo de los últimos años (gráfico I.21B). Esta contracción fue más intensa que la que se observó en Estados Unidos, por lo que se amplió el diferencial entre la deuda estadounidense y la europea hasta los 70 pb a finales de 2004, lo que constituye el valor más alto de dicho indicador desde el año 2000. La trayectoria descendente continuó en enero, pero se ha invertido posteriormente, de forma que los tipos de interés a largo plazo en la UEM se situaban a mediados de marzo en



torno al 3,80%. Este ascenso ha sido, no obstante, inferior al que se ha producido en Estados Unidos, de forma que el diferencial entre ambas rentabilidades ha continuado aumentando.

En los *mercados bursátiles* las cotizaciones experimentaron ascensos a lo largo del último trimestre del año pasado. En el primero de 2005, los ascensos continuaron en la UEM, pero no en Estados Unidos (gráfico I.21D). Esta evolución ha venido acompañada, además, de descensos en las volatilidades implícitas hasta valores históricamente reducidos. Las revalorizaciones en este período han sido más intensas en los mercados españoles que en los europeos, y, en estos, a su vez, más elevadas que en los estadounidenses. Así, a principios de marzo de 2005, el IGBM se situaba un 21,9% por encima de los niveles de mediados del pasado año, mientras que las ganancias acumuladas por el Euro Stoxx amplio y el S&P 500 eran, respectivamente, de un 15,9% y de un 10,9%.

En las *bolsas españolas*, el aumento de las cotizaciones ha sido generalizado, destacando el observado en las empresas de la rama de materiales básicos, industria y construcción (28,7%), servicios de consumo (25,4%), bienes de consumo (24,6%) y servicios financieros e inmobiliarios (23,1%). En cambio, en los mercados europeos, se observó una mayor disparidad, de modo que, mientras que en los sectores de consumo cíclico y no cíclico se registraron retrocesos en torno al 5%, en otros, como los servicios financieros, se produjeron ascensos superiores al 25%.

La notable revalorización en los mercados de renta variable españoles se ha traducido en un aumento de la ratio PER (cociente entre el precio y el beneficio medio por acción), mientras que en otros países europeos dicha variable no ha mostrado variaciones significativas. Los niveles de dicho indicador siguen, tanto en las bolsas españolas como en el resto de las europeas, por encima de su media histórica<sup>14</sup>.

Los principales riesgos asociados a la evolución financiera global se sitúan en el ámbito de los tipos de interés a largo plazo, ya que resultan todavía reducidos en el contexto de crecimiento actual y de elevados déficit públicos. Otro riesgo sería la posibilidad de una corrección desordenada del déficit exterior estadounidense, que podría provocar una caída brusca del dólar, y finalmente, aunque de forma indirecta, también la fuerte elevación de los precios del petróleo podría constituir un riesgo.

Las *bolsas latinoamericanas* cerraron el año 2004 con importantes subidas (gráfico I.22A), que se concentraron en el segundo semestre, en un movimiento similar al de las bolsas de los países industrializados. Los niveles alcanzados a finales de año fueron superados de nuevo a comienzos de marzo de 2005, alcanzándose en todos los países niveles máximos, si bien posteriormente se ha producido una corrección. Así, la Bolsa de Colombia registró la mayor revalorización a lo largo del 2004, con un alza superior al 85%, seguida de Perú y México, que aumentó un 47%. La Bolsa argentina, impulsada por la oferta del canje de la deuda soberana, acumuló un crecimiento del 28% en el año y la Bolsa brasileña, tras un comienzo del año 2004 relativamente negativo, registró a partir de mayo importantes ascensos, que le permitieron cerrar el año con una subida algo superior al 15%.

Por su parte, la mayoría de los *tipos de cambio* de la región tendieron a apreciarse frente al dólar en la segunda mitad del año, algunos de forma muy sustancial, pero no lo suficiente como para fortalecerse frente al euro (gráfico I.22B).

---

14. El recuadro I.4 explora la información contenida en las opciones sobre el índice IBEX 35 para aproximar las expectativas del mercado sobre la evolución de las cotizaciones bursátiles.

**SOBRE EL IBEX 35**

Las expectativas del mercado sobre la evolución bursátil no son directamente observables. Sin embargo, los derivados sobre acciones y sobre índices bursátiles permiten obtener información sobre características relevantes de la distribución de probabilidades asignadas por el mercado a distintos niveles de las cotizaciones en una determinada fecha.

Las opciones sobre el IBEX 35 son de tipo europeo (solo se pueden ejercer en la fecha de vencimiento) y, desde noviembre de 2001, todas están definidas sobre el denominado futuro mini IBEX 35<sup>1</sup>. Hasta el 5 de julio de 2004, sus vencimientos negociados podían ser, al menos, los correspondientes a los tres meses correlativos más próximos y los tres siguientes correspondientes al ciclo marzo, junio, septiembre y diciembre. A partir del 5 de julio, MEFF ha alargado la estructura de posibles vencimientos hasta 30 meses. Para plazos superiores al año y hasta 30 meses, los vencimientos necesariamente se tienen que producir en los meses de junio y diciembre.

La cotización de los futuros ofrece información sobre las cotizaciones medias esperadas en la fecha de vencimiento de dichos contratos. Por su parte, las opciones sobre dichos futuros contienen las probabilidades implícitas asignadas por los agentes a diferentes cotizaciones en la fecha de vencimiento de los contratos. La estimación de estas probabilidades implícitas permite analizar tres características relevantes de la distribución de expectativas: a) dispersión alrededor del valor medio esperado (cotización del futuro) y, por tanto, el grado de incertidumbre existente en el mercado; b) la existencia de asimetrías en dicha distribución, y c) la probabilidad implícita asignada por el mercado a movimientos extremos de los precios.

Diariamente, en los mercados se negocian opciones que dan el derecho a comprar (*call*) o vender (*put*) el activo subyacente al precio (precio de ejercicio o *strike price*) y al vencimiento establecidos. Los precios de estos contratos (primas) dependen de las probabilidades que los agentes asignan a que los precios del subyacente al vencimiento estén por debajo o por encima del precio de ejercicio fijado en cada contrato. Por tanto, para cada fecha de negociación, la relación entre las primas y los precios de ejercicio negociados contiene información sobre las probabilidades asignadas a que el precio del subyacente tome distintos valores a la fecha de vencimiento del contrato.

La distribución de probabilidad de los precios del subyacente en una determinada fecha es una función continua, pero en el mercado solo cotizan opciones para un rango de precios de ejercicio limitado. Su estimación requiere, necesariamente, la formulación de hipótesis cuyo grado de complejidad depende del método elegido. Por otra parte, dado que las primas además de las probabilidades asignadas a los diferentes precios de ejercicio contienen una compensación por

riesgo difícil de estimar, todos estos métodos asumen, en general, la existencia de agentes neutrales al riesgo.

Los métodos de estimación de las distribuciones de probabilidad se clasifican en dos grandes grupos: paramétricos y no paramétricos. Los denominados no paramétricos explotan la relación existente entre las primas y los precios de ejercicio, sin suponer, a priori, ningún tipo de distribución funcional de las expectativas, mientras que los paramétricos, partiendo de una determinada forma funcional de la distribución de probabilidades, estiman, desde los datos observados, los parámetros que caracterizan dicha función.

Los métodos no paramétricos, en general, resultan útiles, en una primera aproximación, para intentar captar algunos de los rasgos más generales de las funciones de probabilidad que se pretenden caracterizar. En este sentido, sus resultados pueden tomarse como referencias en la elección de las formas funcionales en la aplicación de métodos paramétricos y en la evaluación del valor añadido de dichos métodos.

En el caso de las opciones *call*, la primera derivada de la prima respecto al precio de ejercicio está directamente relacionada con la función de distribución y permite estimar la probabilidad asignada a que el precio del subyacente se halle en determinados intervalos. La segunda derivada está directamente relacionada con la función de densidad. Esta última proporciona mayor información que la función de distribución, pero su estimación requiere una mayor complejidad y la formulación de hipótesis sobre el tipo de funciones que se quieren estimar.

A continuación, se presentan los resultados que se obtienen al aproximar linealmente la primera derivada de la función que relaciona primas y precios de ejercicio en el caso del índice IBEX 35<sup>2</sup>. Dicha aproximación permite realizar inferencias sobre las características de las expectativas que están implícitas en la relación entre las primas y los precios de ejercicio negociados para un vencimiento particular, así como sobre las probabilidades de que el índice IBEX 35 se halle en determinados intervalos de precios.

Los resultados obtenidos se derivan del análisis de los datos diarios de negociación de las opciones *call* sobre el mini futuro IBEX 35 con vencimiento diciembre de 2004, durante el período comprendido entre mayo y noviembre de 2004, y de aquellas negociadas en febrero de este año con vencimiento en diciembre.

Del análisis realizado se concluye que: a) las probabilidades implícitas en las opciones sobre el IBEX 35 no siguen una distribución normal.

1. En el caso de los futuros sobre el IBEX 35, el activo subyacente es el índice IBEX 35 y el multiplicador son 10 euros. Desde noviembre del 2001, el mercado oficial de derivados español (MEFF) introdujo los denominados mini-futuros sobre el IBEX 35, que equivalen al anterior contrato dividido por 10. Desde dicha fecha, ambos tipos de contrato coexisten, el más grande con la denominación «futuro sobre el IBEX plus» y el de menor importe con la de «futuro mini sobre el IBEX 35», siendo negociados por grupos algo diferenciados de inversores.

2. Una explicación de este enfoque no paramétrico está en H. Neuhaus, *The information content of derivatives for Monetary Policy: Implied Volatilities and Probabilities*, Bundesbank Economic Research Group, Discussion Paper 3/95; y la aplicación de esta metodología al caso español, en el trabajo en curso de M. C. Manzano, «Expectations and Options Markets. A First Approximation to the Information Content of Options on the Spanish Stock Exchange Index IBEX 35». Un análisis de la capacidad predictiva de las funciones de densidad implícitas en las opciones IBEX 35 está en F. Alonso, R. Blanco y G. Rubio, *Testing the forecasting performance of IBEX 35 option implied risk neutral densities*, Documento de Trabajo n.º 0504, Banco de España.

SOBRE EL IBEX 35 (cont.)

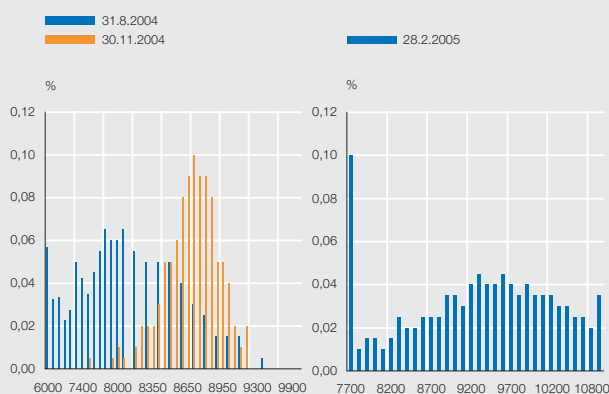
Presentan asimetrías y una falta de concentración que, no obstante, tienden a disminuir al acortarse el período que resta hasta el vencimiento (gráfico 1). En particular, para las variaciones más extremas, la probabilidad normalmente asignada a los descensos es mayor. Estas características hacen que la mediana de dichas distribuciones sea superior a la media (gráfico 2); y b) existe una fuerte correlación entre los valores centrales de las distribuciones estimadas y la evolución observada de la cotización del IBEX 35 en cada momento.

En el cuadro 1 se muestran las probabilidades que, durante el período comprendido entre mayo y noviembre de 2004, se asignaban a

las cotizaciones del IBEX 35 en diciembre de 2004. Asimismo, se muestran las probabilidades que se estiman en febrero de 2005 (últimos datos disponibles al elaborar el IEF) a diferentes variaciones del IBEX 35 para finales de año. Como se puede observar, son muy bajas las probabilidades de descensos o ascensos bruscos del IBEX 35, iguales o superiores al 15%. Para diciembre de 2005 se espera que las cotizaciones del IBEX 35 sean mejores que las observadas a lo largo del mes de febrero si se utiliza como referencia la mediana de la distribución (gráfico 2B). No obstante, en consonancia con el empeoramiento de las cotizaciones observadas, tales expectativas se han deteriorado.

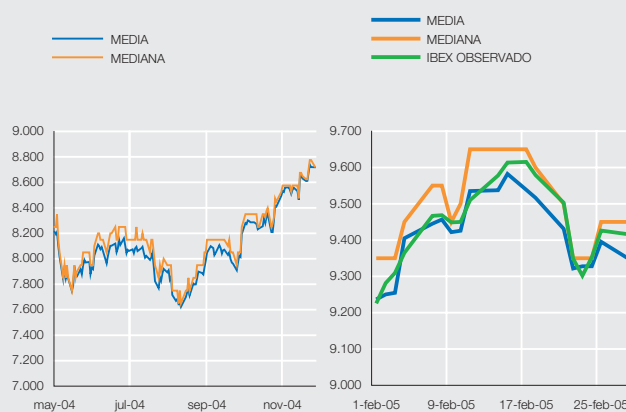
**IBEX 35. HISTOGRAMAS DE PROBABILIDADES ESTIMADOS EN LAS FECHAS INDICADAS**

GRÁFICO 1



**IBEX 35. VALORES CENTRALES ESPERADOS PARA LAS FECHAS INDICADAS**

GRÁFICO 2



**PROBABILIDADES ESTIMADAS EN LAS FECHAS INDICADAS DE UNA VARIACIÓN IGUAL O MAYOR QUE LA SEÑALADA**

CUADRO 1

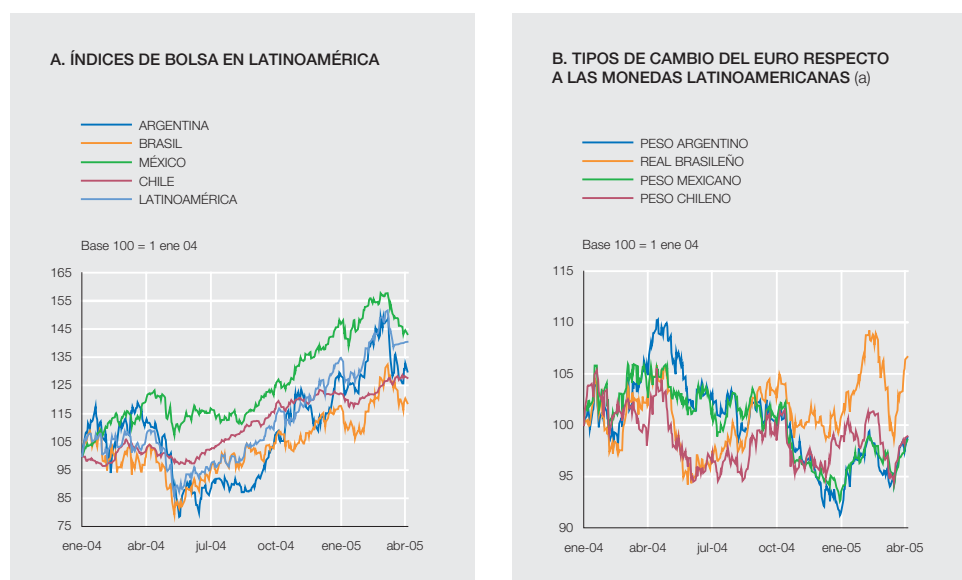
IBEX 35 ESPERADO PARA DICIEMBRE DE 2004

%	DESCENSO		ASCENSO		DESCENSO		ASCENSO	
	5%	10%	15%	20%	5%	10%	15%	20%
Mayo	32,8	38,8	24,0	25,6	17,3	14,3	12,3	6,2
Junio	31,6	37,4	22,2	22,0	14,5	9,9	11,2	3,0
Julio	28,7	36,5	19,1	18,9	11,4	6,4	9,0	1,0
Agosto	27,0	34,2	16,1	16,2	10,7	5,1	5,8	0,9
Septiembre	22,9	26,4	11,3	7,1	5,1	0,8	4,1	0,0
Octubre	17,2	16,9	5,4	1,5	1,7	0,0	0,8	0,0
Noviembre	7,6	5,4	1,3	0,0	0,3	0,0	0,2	0,0

IBEX 35 ESPERADO PARA DICIEMBRE DE 2005

%	DESCENSO		ASCENSO		DESCENSO		ASCENSO	
	5%	10%	15%	20%	5%	10%	15%	20%
Febrero	30,5	33,9	19,7	17,2	12,5	4,0	n.d	0,0

FUENTE: Manzano, op. cit. (2005).



FUENTES: Data Stream y Bloomberg.

a. Tipos de cambio: una caída indica una depreciación de la moneda local frente al euro.

Las *emisiones* totales en los mercados primarios durante la segunda mitad de 2004 estuvieron en línea con las del primer semestre (17.500 millones de dólares). Las corporativas, sin embargo, tuvieron una reducción acentuada al final del ejercicio, que ha sido compensada por un fuerte ritmo de emisiones al inicio de 2005. Para el conjunto del año, las emisiones totales ascendieron a 36.000 millones de dólares, una reducción de casi el 10% respecto a 2003, como consecuencia especialmente de la caída en un 27% en las corporativas. Esto se tradujo en una pérdida de cuota de Latinoamérica en los mercados primarios de deuda: apenas un tercio, frente al 44% de 2003 y a más del 70% que alcanzaba en 2001.

En lo que respecta a la financiación exterior, cabe destacar como elemento positivo que los flujos de *inversión directa* se recuperaron hasta alcanzar los 48.000 millones de dólares, rompiendo la tendencia decreciente que se había prolongado desde 1999. Por países, destacó el volumen de inversión directa recibida por Brasil (en torno a 18.000 millones de dólares) y por México (en torno a 17.000 millones).



## II Rentabilidad

### II.1 Situación general de la rentabilidad

En un contexto caracterizado por la recuperación de la economía mundial y por el mantenimiento de una buena situación de la española, en 2004 se confirma la favorable evolución de los resultados de las entidades de depósito<sup>1</sup>. A pesar de que los diferenciales de tipos de interés han continuado estrechándose, este comportamiento ha sido posible gracias, entre otros factores, al aumento de la actividad que se ha producido a lo largo del año y al esfuerzo de contención de costes que vienen implementando las entidades. Asimismo, el menor impacto negativo derivado de la evolución de los tipos de cambio de las principales economías latinoamericanas en las que operan las entidades españolas ayuda a explicar esta situación<sup>2</sup>.

El *resultado neto atribuido al grupo* ha crecido 5,2 pp, hasta alcanzar una tasa de variación del 19,3% (cuadro II.1)<sup>3</sup>. Se confirma así la recuperación observada desde que, en 2002, se registraran tasas negativas. En términos de ATM, el incremento ha sido de 6 pb, hasta el 0,85%. El dinamismo del resultado neto atribuido al grupo, que crece más que los recursos propios medios del grupo (11,8%), explica que el ROE se haya incrementado en 0,8 pp, hasta alcanzar un 14,1% (gráfico II.1A). Por segundo año consecutivo, se amplía el diferencial entre el ROE y la rentabilidad de la deuda pública, hasta situarse, en diciembre de 2004, en 10 pp.

Los factores explicativos de la variación del ROE<sup>4</sup> en 2004 (gráfico II.1B) no han sido muy distintos de los observados en el pasado ejercicio. En particular, ha contribuido positivamente el incremento del peso del resultado neto del grupo sobre el margen de explotación, gracias a los mayores resultados por operaciones del grupo, que compensan el incremento de las dotaciones y la reducción de los resultados extraordinarios y diversos. Asimismo, la mayor eficiencia operativa registrada por las entidades de depósito españolas explica en parte el aumento de la rentabilidad. No obstante, entre los factores que contribuyen a un mayor ROE se hallan también el incremento del perfil de riesgo con el que operan las entidades y, aunque en menor medida, un ligero deterioro en la calidad de los recursos propios. Finalmente, la rentabilidad de las entidades se ha visto negativamente afectada por una menor productividad de los activos ajustados por riesgo y, en segundo lugar, por un menor apalancamiento.

El *margen de intermediación* presenta, en términos absolutos, una evolución favorable (5,6%), que contrasta con las tasas de variación negativas de los dos años precedentes (gráfico II.2A). El incremento de la actividad que se ha producido a lo largo de 2004, al que se ha hecho re-

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. A diferencia de lo ocurrido en el capítulo I, donde la adquisición de una entidad británica de elevado tamaño dificulta la comparación con el año anterior, en este capítulo dicha adquisición, sin reconocimiento en la cuenta de pérdidas y ganancias de la entidad adquirente por haberse materializado a finales de 2004, solo afecta al cálculo de los ATM, que, lógicamente, se corrigen eliminando el importe de la entidad adquirida, y al análisis de la composición del ROE, que no puede corregirse con la información disponible. 3. La cuenta de resultados analítica que aparece en este capítulo presenta, en algunas agrupaciones de epígrafes, ciertas diferencias con la cuenta de resultados pública. 4. En el IEF de mayo de 2004, publicado en *Estabilidad Financiera*, n.º 6, pp. 7-57, el recuadro II.1 explica 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 ( $A/(T1+T2)$ ) y la calidad de los recursos propios ( $(T1+T2)/RRPP$ ).

## Entidades de depósito

	DIC-03		M €	DIC-04	
	% ATM	% VAR D.03-D.02		% ATM	% VAR D.04-D.03
Productos financieros	4,46	-15,2	65.637	4,15	2,9
Costes financieros	2,05	-25,4	29.287	1,85	-0,2
<b>Margen de intermediación</b>	<b>2,41</b>	<b>-4,1</b>	<b>36.350</b>	<b>2,30</b>	<b>5,6</b>
Comisiones netas	0,93	-0,3	14.527	0,92	9,1
Resultado de operaciones financieras	0,16	61,5	2.063	0,13	-12,2
<b>Margen ordinario</b>	<b>3,50</b>	<b>-1,2</b>	<b>52.939</b>	<b>3,35</b>	<b>5,7</b>
Gastos de explotación	2,03	-4,3	29.981	1,90	3,2
<b>Margen de explotación</b>	<b>1,47</b>	<b>3,3</b>	<b>22.958</b>	<b>1,45</b>	<b>9,1</b>
Dotaciones y saneamientos (netos)	0,44	-13,2	7.093	0,45	12,9
Resultados por operaciones del grupo	0,02	1,2	2.164	0,14	684,0
Resultados extraordinarios y diversos	0,13	274,6	761	0,05	-58,7
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>1,18</b>	<b>21,5</b>	<b>18.791</b>	<b>1,19</b>	<b>11,3</b>
Resultado neto	0,91	11,9	14.949	0,95	14,3
PRO MEMORIA:					
Resultado neto del grupo	0,79	14,1	13.441	0,85	19,3
ATM	100	4,1	1.580.394	100	10,4

FUENTE: Banco de España.

ferencia en el capítulo I de este IEF, unido a una menor apreciación del euro respecto de algunas de las principales monedas latinoamericanas, ayuda a explicar esta evolución.

Sin embargo, en términos de ATM, el margen de intermediación continúa reduciéndose (11 pb, hasta el 2,3%). Un entorno de mayor competencia y unos menores tipos de interés presionan el margen a la baja. En particular, el estrechamiento de la diferencia entre el rendimiento medio de la inversión crediticia no interbancaria y el coste de la financiación no interbancaria recibida explica, en gran parte, la reducción del diferencial total (gráfico II.2B). Por su parte, la disminución del diferencial de la cartera de renta fija compensa el incremento observado en el de la cartera de renta variable, en un contexto de reducidos tipos de interés y de mejor comportamiento de los mercados bursátiles<sup>5</sup>.

Las *comisiones*, tras las caídas registradas en años anteriores, crecen en valor absoluto (9,1%), manteniéndose, en términos de ATM, en los niveles de diciembre de 2003 (0,9%). El aumento de los ingresos por comisiones se observa en todos sus componentes, que, o bien pasan de reducirse en 2003 a crecer, o bien su ritmo de avance es ahora mayor. En particular, destaca la aportación de las comisiones por comercialización de productos no bancarios (crecen un 24%), que están relacionadas con la recuperación del patrimonio gestionado por los fondos comentada en el capítulo I y, en menor medida, con la mayor distribución de seguros. Ello, unido a los ingresos por otras comisiones, compensa la pérdida de peso relativo en términos de ATM de las comisiones por servicios de cobros y pagos y por servicios de valores. El recuadro II.2 analiza con detalle la evolución de las comisiones en el negocio bancario en España.

5. El recuadro II.1 analiza los determinantes de la dispersión de los tipos de interés activos y pasivos aplicados por las entidades de depósito en su negocio en España en los últimos 15 años.

La ley de un único precio establece que productos homogéneos se venden al mismo precio en mercados sin fricciones. En la realidad, dicha ley no se satisface por el incumplimiento de alguno de los supuestos en los que se fundamenta, debido, por ejemplo, a la existencia de información imperfecta o de diferenciación de producto. La diferenciación de producto tiene diversas fuentes. En primer lugar, las entidades pueden ofrecer distintos tipos de interés porque compiten en otras dimensiones además de precios (calidad del servicio, oficinas y cajeros, etc.), consiguiendo así diferenciar su producto del de sus competidores y hacerlo menos sustitutivo. En segundo lugar, las características inherentes del préstamo o depósito, como su plazo o grado de liquidez, pueden ser causa de tipos de interés distintos entre productos que, a priori, tienen el mismo fin. En tercer lugar, la dispersión de tipos de interés puede deberse a la existencia de información imperfecta de los consumidores, dado que, para conocer las mejores condiciones ofertadas por las entidades, deben incurrir en unos costes de búsqueda crecientes con el volumen de información que desean adquirir.

Estos y otros factores explican que, al estudiar los niveles de tipos de interés aplicados mensualmente (en operaciones iniciadas durante el mes) por bancos y cajas de ahorros en 25 productos de préstamo y depósito durante el período 1989-2003, se hallen diferencias sistemáticas y permanentes en dichos niveles de tipos<sup>1</sup>. En el cuadro 1 se presentan tres medidas de dispersión de los tipos de interés para distintos períodos temporales. A partir de la distribución de tipos de interés, se ha calculado, como primera medida de dispersión, la diferencia entre el percentil 90 y el percentil 10; como segunda, la diferencia entre el máximo y el mínimo (ambas relativas

a la media de cada producto) y, finalmente, el coeficiente de variación. La elección de tres subperíodos temporales se ha basado en la evolución del tipo de interés interbancario, referencia en la fijación de precios de los productos financieros. En el primer período, 1989-1993, el interbancario se mantiene relativamente estable en valores elevados (media del 13,7%); en el segundo período, 1994-1998, experimenta un fuerte descenso, debido al proceso de integración financiera con la UE; y en el tercero, 1999-2003, se mantiene de nuevo estable en niveles relativamente bajos (media del 3,6%).

En primer lugar, cabe destacar la existencia de un grado considerable de dispersión en los tipos de interés, durante el período considerado, en todas las medidas analizadas. La diferencia media entre el percentil 90 y el 10 de la distribución de tipos de cada producto representa un 42% de la media de los mismos. En segundo lugar, se observa que la dispersión ha aumentado en el tiempo, a pesar del incremento de competencia que se ha dado en el sector, lo que podría deberse al descenso de los niveles de tipos de interés (un mayor rango de variación porcentual en torno a la media con tipos más bajos) y a un aumento en el grado de diferenciación. Los productos de depósito son los que presentan un mayor grado de dispersión, aunque los préstamos han ido recortando distancias en el tiempo, al experimentar una mayor tasa de crecimiento de todas las medidas de dispersión analizadas (el coeficiente de variación aumentó un 45%, frente a un 25,5% en depósitos).

Hasta ahora se han analizado los niveles de dispersión existentes en los tipos de interés de los productos financieros. El paso siguiente es descomponer la dispersión de precios en factores explicativos. De este modo, se estudia la capacidad explicativa en la evolución de los tipos de interés de cuatro dimensiones de variación: tiempo-tipo interbancario, entidad, producto y provincia.

1. Un análisis más detallado del contenido de este recuadro puede verse en el trabajo de A. Martín, V. Salas y J. Saurina titulado «Análisis de la dispersión de los tipos de interés de los préstamos y depósitos bancarios», que aparece en *Estabilidad Financiera*, n.º 8, mayo de 2005.

#### MEDIDAS DE DISPERSIÓN EN PRÉSTAMOS Y DEPÓSITOS (a)

CUADRO 1

		1989-2003	1989-1993	1994-1998	1999-2003
Todos los productos	Tipo interbancario (%) (b)	8,7	13,7	7,3	3,6
	90-10 (c)	0,4	0,3	0,4	0,6
	Máximo - Mínimo (c)	0,9	0,7	0,9	1,3
	Coeficiente de variación (c)	0,2	0,1	0,2	0,2
Préstamos	90 - 10 (c)	0,4	0,2	0,4	0,5
	Máximo - Mínimo (c)	0,9	0,6	0,9	1,2
	Coeficiente de variación (c)	0,2	0,1	0,2	0,2
Depósitos	90 - 10 (c)	0,5	0,5	0,4	0,6
	Máximo - Mínimo (c)	1,0	0,9	1,0	1,3
	Coeficiente de variación (c)	0,2	0,2	0,2	0,3

FUENTE: Martín, Salas y Saurina, op. cit. (2005).

- a. Expresados en términos de la media de cada producto.  
 b. Interbancario muestra la media del tipo de interés a un día del mercado interbancario de depósitos en los períodos considerados.  
 c. Las medidas de dispersión son relativas a la distribución de tipos de interés: 90 - 10 es la diferencia entre los percentiles 90 y 10, máximo-mínimo es la diferencia entre el valor mayor y menor, y el coeficiente de variación es la ratio de la desviación típica entre la media.



El *tiempo-tipo interbancario* es uno de los principales factores explicativos de la evolución de los tipos de interés, porque captura el continuo decrecimiento de los mismos a lo largo del período muestral, al seguir la tendencia marcada por el tipo de interés interbancario. El factor *entidad* captura la importancia de las idiosincrasias de cada banco y caja de ahorros considerado que justifican la diferencia en el nivel de precios ofrecido por cada uno. La dimensión de *producto* explica las diferencias en los tipos de interés debidas a características distintas entre productos financieros. Por último, el factor *provincia* recoge la dispersión que responde a la diferencia en los niveles de tipos aplicados en distintas provincias. Una baja importancia de este último factor justificaría la hipótesis de existencia de un único mercado nacional, mientras que lo contrario sustentaría la hipótesis de mercados geográficos poco integrados, resultado de la existencia de costes de transporte y transacción.

El cuadro 2 contiene los resultados obtenidos del análisis de varianza aplicado a las series de tipos de interés de préstamos y depósitos. Para cada factor de variación, se muestra el porcentaje en que se reduce la varianza explicada cuando se elimina dicho factor del conjunto de variables explicativas (razón por la que no suman el 100%, ya que se debería extraer la variable sin reposición). Centrándose en la media del período muestral, tanto en préstamos como en depósitos, las cuatro dimensiones consideradas explican casi el 90% de la variación total de tipos de interés. En ambos casos, el *tiempo-tipo interbancario* es la principal fuerza motora de los tipos de interés, al recoger la importante caída de los niveles de referencia durante el período considerado.

Sin embargo, al analizar cada subperíodo, la importancia del *tiempo-tipo interbancario* disminuye, especialmente en el primer y tercer períodos, donde los tipos fueron relativamente estables, en torno a la media del período.

En el caso de los préstamos, *entidad* y *producto* explican un alto porcentaje de variación de los tipos de interés (creciente, cada uno

en torno al 30%-40% de la variación total), aunque el efecto *entidad* es el que parece dominar al final del período. La interpretación en ambos casos se halla en la diferenciación del producto: características diferenciadoras de los productos financieros que justifican un nivel de tipos distinto (tipo de producto, riesgo de crédito, liquidez...) y en la competencia por vías distintas al precio. Así, una extensa red de oficinas y una alta calidad en los servicios prestados justifican una percepción de producto final diferenciado que posibilita un mayor tipo de interés en préstamos y una menor remuneración en depósitos.

En cuanto a los depósitos, el principal componente explicativo en todos los subperíodos (excepto el segundo, debido a la caída de los tipos explicada por *tiempo-tipo interbancario*) es el *producto*, muy por delante de la diferenciación a través de la *entidad*. Este resultado es indicativo de la existencia de un menor grado de sustitución entre productos de pasivo que entre productos de activo, ya que los consumidores son menos sensibles a las diferencias de remuneración.

El factor *provincia*, o mercado geográfico, tanto en préstamos como en depósitos para el conjunto del período o en cada subperíodo, explica un escaso margen de la variación en los tipos de interés. No obstante, en el análisis se ha supuesto, por falta de información detallada, que las entidades aplican los mismos tipos en todas las provincias en las que operan, por lo que parte del efecto que recoge la dimensión de *entidad* puede venir motivado por características específicas del conjunto de provincias en las que opera una entidad. No obstante, si no se considera el efecto *entidad* y se permite a la dimensión *provincia* captar tales características, su capacidad explicativa aumenta, aunque en una escasa proporción (inferior al 1%), lo que refuerza la existencia de un único mercado nacional para préstamos y depósitos.

Finalmente, conviene señalar que el análisis aquí presentado tiene un carácter exploratorio y que está sujeto a las salvedades habituales en este tipo de estudios.

#### ANÁLISIS DE LA VARIANZA DE TIPOS DE INTERÉS: CONTRIBUCIÓN PARCIAL A LA VARIANZA EXPLICADA POR EL FACTOR TIEMPO, ENTIDAD, PRODUCTO Y PROVINCIA (a)

CUADRO 2

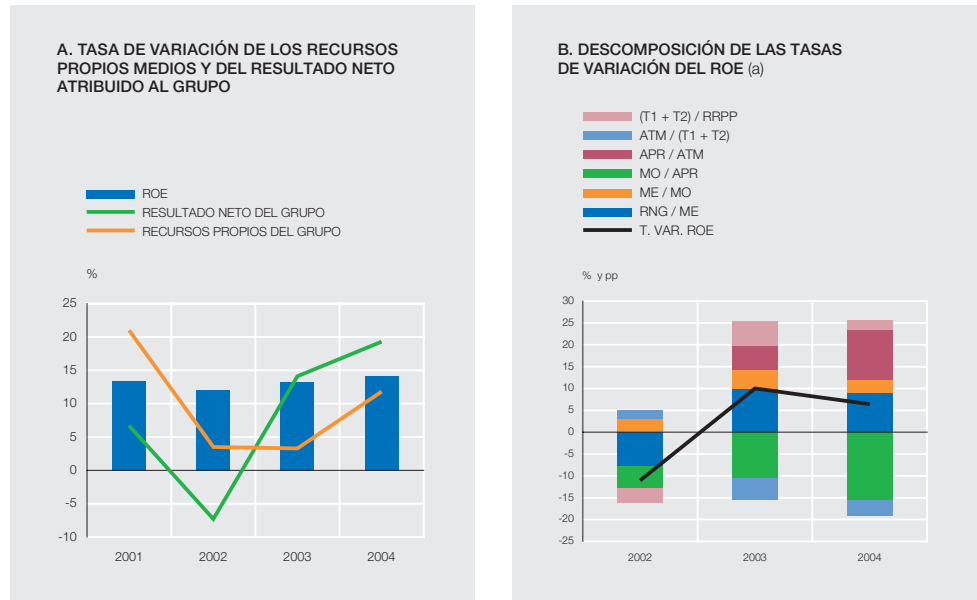
Porcentajes

	PRÉSTAMOS				DEPÓSITOS			
	1989-2003	1989-1993	1994-1998	1999-2003	1989-2003	1989-1993	1994-1998	1999-2003
Tiempo-tipo interbancario	68,8	37,7	69,2	18,2	54,0	4,8	49,4	11,2
Entidad	4,4	20,9	13,5	41,8	2,2	8,1	4,5	8,3
Producto	4,9	34,6	13,6	33,5	26,1	85,4	42,3	79,6
Provincia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varianza explicada (R <sup>2</sup> )	89,9	62,9	80,8	61,0	85,3	66,6	82,2	71,1

FUENTE: Martín, Salas y Saurina, op. cit. (2005).

a. Se presenta el porcentaje en que se reduce la varianza explicada por el modelo cuando se elimina la variable correspondiente del conjunto de explicativas. (Suma de cuadrados parcial dividido por la suma de cuadrados del modelo, razón por la que la suma de porcentajes no suma 1.)

Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

a.  $(T1 + T2) / RRPP = (Tier 1 + Tier 2) / Recursos propios$ ;  $ATM / (T1 + T2) = Activo total medio / (Tier 1 + Tier 2)$ ;  $APR / ATM = Activos ponderados por riesgo / Activo total medio$ ;  $MO / APR = Margen ordinario / Activos ponderados por riesgo$ ;  $ME / MO = Margen de explotación / margen ordinario$ ;  $RNG / ME = Resultado neto del grupo / Margen de explotación$ .

Los resultados por operaciones financieras, tras el fuerte ascenso que registraron en 2003, caen ahora un 12,2%, lo que les lleva a disminuir 3 pb en términos de ATM. La evolución de los resultados de las inversiones ordinarias en renta fija y la positiva contribución de las diferencias de cambio no pueden compensar la caída de los resultados de la cartera de negociación, así como las mayores pérdidas asociadas a las operaciones de futuro.

La menor aportación de los resultados por operaciones financieras no ha sido suficiente para compensar las tasas de variación positivas, tanto del margen de intermediación como de las comisiones netas, que impulsan el crecimiento del *margen ordinario* (gráfico II.2C). Sin embargo, y a pesar de revertir una tendencia que se venía registrando en los dos últimos años, el crecimiento del margen ordinario (5,7%) ha sido menor que el experimentado por los ATM y, por ello, registra una nueva disminución en términos relativos, hasta el 3,4% (gráfico II.2A).

Los gastos de explotación han crecido un 3,2%, ya que la caída de los asociados a las amortizaciones (2,8%) se vio compensada por el incremento de los gastos de personal (2,9%) y de los generales y tributos (5,4%). Con todo, y dado que los aumentos son sensiblemente menores que los experimentados por los ATM, en términos relativos los gastos de explotación han descendido un año más (13 pb, hasta el 1,9%). En los últimos tres años las entidades han realizado un notable esfuerzo de contención de costes, con disminuciones o aumentos muy moderados de los gastos de explotación. Esta evolución se ha traducido en una continua mejora de la ratio de eficiencia (gráfico II.2D). Así, en 2004 dicha ratio cae desde el 57,9% hasta el 56,6%.

El comportamiento de los gastos de explotación permite que el *margen de explotación* se mantenga prácticamente estable en términos de ATM, reduciéndose tan solo 2 pb, hasta el 1,5%. Asimismo, y en línea con el comportamiento que se ha venido mencionando para los márgenes

La cuenta de pérdidas y ganancias, a nivel de los estados financieros individuales, permite un análisis detallado de los ingresos por comisiones que la prestación de múltiples servicios de activo y pasivo a sus clientes genera a las entidades de depósito españolas. A su vez, las entidades contratan servicios con otras, a cambio del pago o cesión de comisiones. Estas últimas representan en torno al 20% de los ingresos totales por comisiones. El análisis que se presenta aquí se hace en términos netos y se centra en bancos y cajas de ahorros.

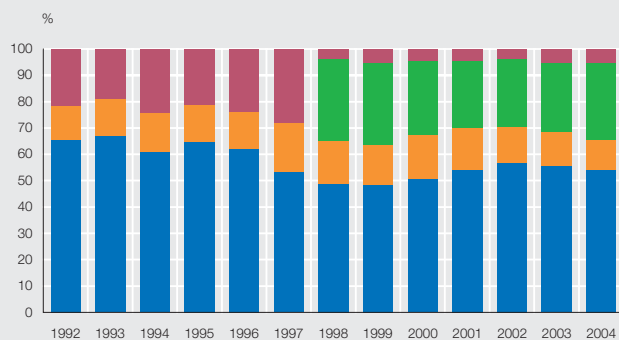
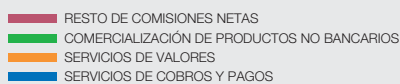
El importe absoluto de las comisiones netas recibidas por bancos y cajas ha crecido de forma sostenida desde 1992, en línea con el crecimiento de la actividad bancaria en sentido amplio (activo en balance, operaciones fuera de balance, gestión de activos, operaciones con valores, etc.). Así, las comisiones netas de bancos y cajas se han triplicado en los últimos 12 años. Algo más de la mitad de las comisiones netas son atribuibles al servicio de cobros y pagos (gráfico 1), siendo la comercialización de productos financieros no bancarios la segunda fuente de ingresos por comisiones<sup>1</sup>, oscilando entre el 25% y el 30%. Las comisiones por servicio de valores, algo por encima del 10%, se colocan a continuación. El resto (comisiones por pasivos contingentes, por cambio de divisas y billetes, por asesoramiento de operaciones singulares, por operaciones de *factoring* y el resto de comisiones no clasificadas) está en torno al 5%.

Dentro de las comisiones por servicio de cobros y pagos (gráfico 2), destaca el enorme crecimiento de las asociadas a tarjetas de crédito y débito, que en 12 años han pasado de representar algo menos de la cuarta parte a más de la mitad del total de comisiones por dichos conceptos. Lo anterior contrasta con la caída de las comisiones por efectos, ligada a la disminución de la utilización de este instrumento. Finalmente, las comisiones por cheques y órdenes (adeudo de domiciliaciones, transferencias, etc.) han mantenido su peso relativo,

1. Nótese que solo se dispone de información sobre ellas desde 1998, estando antes recogidas en el epígrafe Resto de comisiones.

**ESTRUCTURA PORCENTUAL DE LOS INGRESOS NETOS POR COMISIONES. BANCOS Y CAJAS. DI**

GRÁFICO 1



FUENTE: Banco de España.

mientras que las de cuentas a la vista lo han aumentando en los últimos cuatro años.

Entre las comisiones por servicio de valores (gráfico 3), han ido ganando peso las de administración y custodia, hasta representar la mitad. Las de aseguramiento y colocación han ido perdiendo peso relativo, mientras que el de las comisiones de compraventa de valores se mueve, básicamente, siguiendo la evolución bursátil.

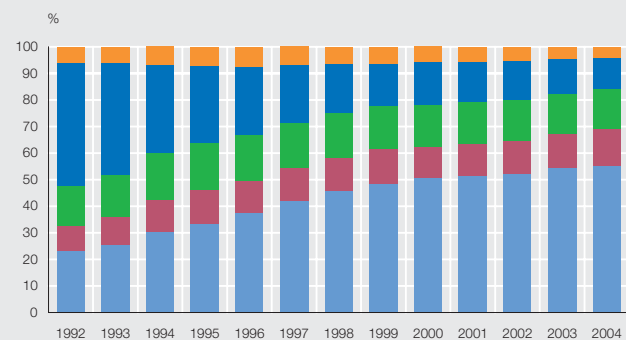
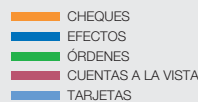
El crecimiento de las comisiones obtenidas por bancos y cajas de ahorros obedece, en parte, a la expansión del negocio bancario. Así, en los 12 últimos años el importe disponible en tarjetas de crédito se ha multiplicado por cinco. En los últimos cinco, el número de tarjetas de crédito y débito ha crecido más de un 40%. Por otro lado, los activos gestionados han aumentado sustancialmente con el desarrollo de la inversión colectiva en España, así como por la creciente demanda por parte de las familias y las empresas de valores negociados en mercados de renta fija y variable, en particular acciones. Esto ha permitido a las entidades de depósito diversificar sus fuentes de ingresos a través de la prestación de servicios con mayor valor añadido a sus clientes.

El desarrollo de las actividades anteriores comporta la asunción de nuevos riesgos por parte de las entidades. Así, la comercialización de productos financieros no bancarios comporta riesgo reputacional, y las actividades de administración y custodia de valores, riesgo operacional.

En términos de ATM, las comisiones se han mantenido relativamente estables en el período analizado (gráfico 4), lo que contrasta con la caída relativa del margen de intermediación. En términos de ATM, las comisiones por comercialización de productos no bancarios y por servicios de valores (en particular, por compraventa y administración y custodia) muestran un perfil cíclico relacionado, sobre todo, con la evolución de los mercados bursátiles. Las comisiones por servicio de cobros y pagos son relativamente estables, mientras que las de tarjetas crecen de forma sostenida hasta 2000, en que parecen haber encontrado un punto de equilibrio en torno al 0,20% de los ATM.

**ESTRUCTURA PORCENTUAL DE LOS INGRESOS POR COMISIONES POR SERVICIO DE COBROS Y PAGOS. BANCOS Y CAJAS. DI**

GRÁFICO 2



A nivel de entidades individuales, no parece que las entidades con mayor margen de intermediación sean las que cobran menos comisiones, o viceversa (gráfico 5)<sup>2</sup>. De hecho, hay un grupo sustancial de entidades con margen de intermediación y comisiones sobre ATM por encima de la media simple y otro con ambas variables por debajo de dicha media. Al mismo tiempo, un número significativo de entidades tiene margen superior a la media y comisiones inferiores, y viceversa. Además, el número de entidades en cada uno de esos cuatro grupos es muy similar. La especialización productiva y la estrategia de negocio explican estas diferencias.

2. En el gráfico aparecen aquellos bancos y cajas de ahorros cuyo margen de intermediación y comisiones netas sobre ATM no superan, en más o en menos de una desviación típica, la media simple de ambas variables en 2004. Las entidades excluidas representan solo el 7% de los ATM del conjunto de bancos y cajas.

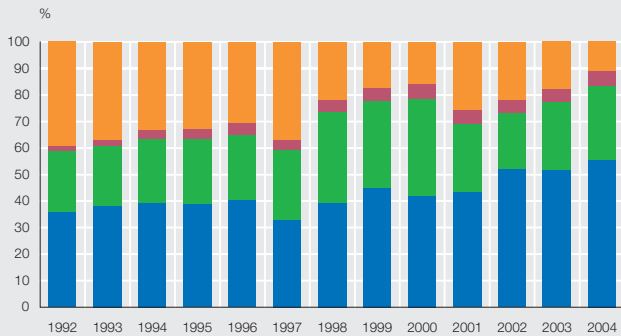
No obstante, a pesar de la estabilidad relativa de las comisiones netas obtenidas por las entidades individuales, estas representan una parte creciente del margen básico (margen de intermediación más comisiones). En doce años han pasado de representar el 15,6% al 28,2% (gráfico 4). En porcentaje sobre el margen de intermediación, el cambio es, lógicamente, mayor, pasando del 18% al 37%. Por lo tanto, aunque estables en términos de ATM, la importancia de las comisiones como fuente de ingresos de las entidades es creciente a lo largo del tiempo.

Finalmente, conviene señalar que el análisis se ha hecho a nivel de los estados financieros individuales y, por tanto, no incluye los ingresos por comisiones provenientes de otras entidades del grupo bancario, y también que se ha excluido el negocio en el extranjero, otra fuente adicional de comisiones para las entidades españolas.

**ESTRUCTURA PORCENTUAL DE LOS INGRESOS POR COMISIONES POR SERVICIO DE VALORES. BANCOS Y CAJAS. DI**

GRÁFICO 3

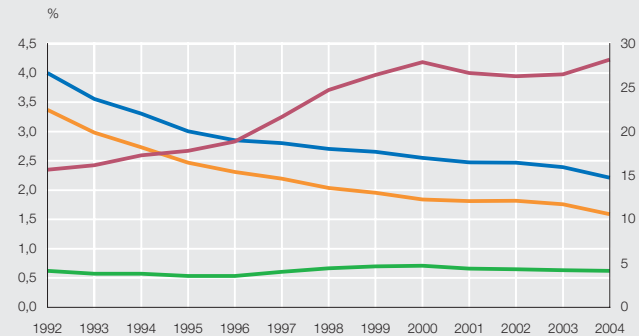
- ASEGURAMIENTO Y COLOCACIÓN
- GESTIÓN DE PATRIMONIOS
- COMPRAVENTA
- ADMINISTRACIÓN Y CUSTODIA



**EVOLUCIÓN DEL MARGEN BÁSICO Y SUS COMPONENTES EN PORCENTAJE SOBRE ATM. BANCOS Y CAJAS. DI (a)**

GRÁFICO 4

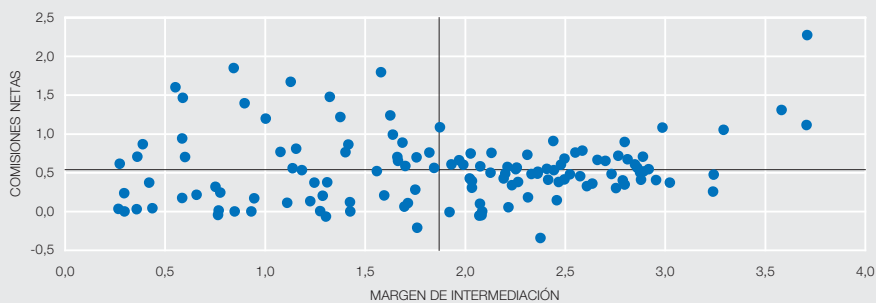
- MARGEN BÁSICO
- MARGEN DE INTERMEDIACIÓN (a)
- COMISIONES
- COMISIONES SOBRE MARGEN BÁSICO (Esc. dcha.)



a. El margen de intermediación está ajustado de dividendos de participaciones en el grupo.

**COMISIONES NETAS VERSUS MARGEN DE INTERMEDIACIÓN EN PORCENTAJE SOBRE ATM. 2004 BANCOS Y CAJAS. DI (a)**

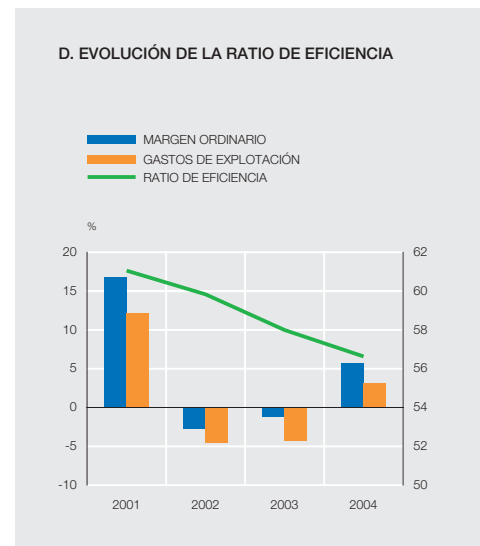
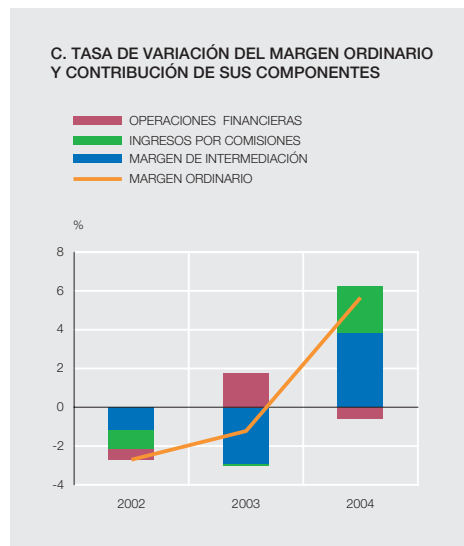
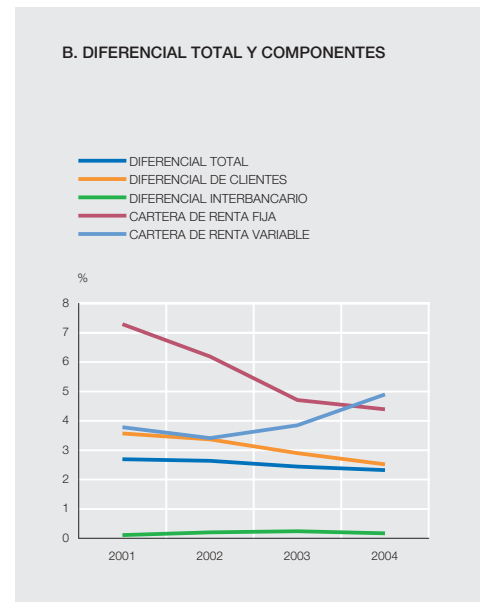
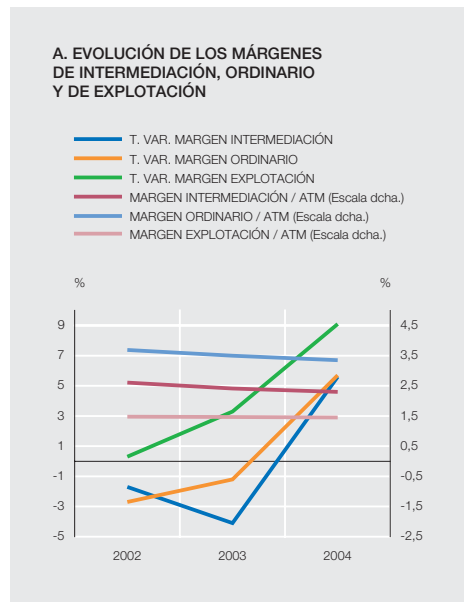
GRÁFICO 5



FUENTE: Banco de España.

a. La intersección de los ejes es la media simple de ambas variables para las entidades incluidas en el gráfico.

Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

de intermediación y ordinario, el de explotación también crece en términos absolutos (9,1%), reforzando la tendencia que se había apreciado en los dos años precedentes (gráfico II.2.A).

Las dotaciones y saneamientos detraen del margen de explotación un 30,9%, 1 pp más que en el mismo período del año anterior y, a diferencia de lo sucedido en los dos últimos años, han crecido en valores absolutos (12,9%). La reducción de las dotaciones por riesgo-país y las recuperaciones del fondo de fluctuación de valores (en conjunto, 0,01 pp sobre ATM) no han sido suficientes para compensar las mayores dotaciones a otros fondos específicos (0,07 pp sobre ATM), que incluyen el coste de las prejubilaciones, otros años dotados con cargo a reservas y al fondo para riesgos bancarios generales (0,01 pp sobre ATM). Las dotaciones a insolvencias han crecido ligeramente (3,5%), si bien en términos de ATM se reducen (3pb), representando 0,37 pp sobre ATM. La reducción de las coberturas específicas, en un contexto de reducción de los activos dudosos totales, se ha visto compensada por el incremento de las dotaciones genérica y estadística.

Los *resultados por operaciones del grupo* han crecido sustancialmente con respecto a lo observado el año anterior, lo que lleva a que esta partida se incremente 12 pb en términos de ATM (hasta el 0,14%). La explicación se encuentra, fundamentalmente, por el lado de las pérdidas. En particular, y tras varios años en los que algunas entidades de elevado tamaño han realizado amortizaciones aceleradas de los fondos de comercio, las dotaciones por este concepto se reducen de forma importante en 2004. Asimismo, por el lado de los beneficios, los resultados por puesta en equivalencia, es decir, aquellos que registran las entidades por su participación en compañías no financieras y de seguros, han aumentado. A ello han contribuido los buenos resultados empresariales a los que se ha hecho referencia en el capítulo I de este IEF.

Los *resultados extraordinarios*, por su parte, se reducen considerablemente, tanto en valor absoluto como en términos relativos. La razón para este comportamiento reside, fundamentalmente, en unos mayores quebrantos extraordinarios por pensiones (0,1 pp sobre ATM). Al mismo tiempo, se han registrado unos menores beneficios, ya que la reducción de los derivados de la venta de inmuebles compensa el incremento de los resultados obtenidos de las participaciones en la cartera de inversión ordinaria de renta variable.

En resumen, 2004 se ha caracterizado por la continuidad de la recuperación de los ritmos de avance de los resultados de las entidades de depósito españolas, que se plasma en un nuevo incremento de la rentabilidad sobre recursos propios. Este comportamiento se sustenta en el aumento de la actividad, en las mayores comisiones y en la continuación de un esfuerzo de contención de costes operativos, a pesar del nuevo estrechamiento del diferencial de tipos de interés entre las operaciones activas y pasivas.

## **II.2 Análisis por entidades**

La distribución de los ATM según el ROE se ha desplazando considerablemente a la derecha, mostrando así una mejora respecto a 2003 (gráfico II.3A y C). Esta mejora es también observable en términos de la distribución del número de entidades, si bien solo ligeramente (gráficos II.3B y C). Ello indica que la mayor rentabilidad que se ha observado en 2004 ha sido más perceptible en las entidades de relativamente mayor tamaño.

La comparación del ROE entre bancos y cajas pone de manifiesto que existen algunas diferencias en el nivel de ambas agrupaciones (gráfico II.4A), siendo mayor el ROE para los bancos en los dos últimos ejercicios. Los gráficos II.4B y C muestran los factores determinantes de la variación del ROE para ambos grupos de entidades.

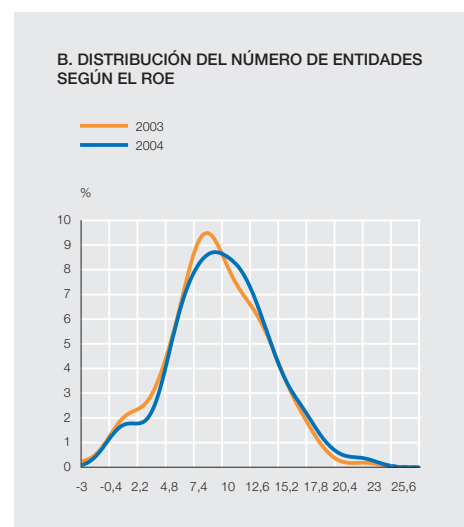
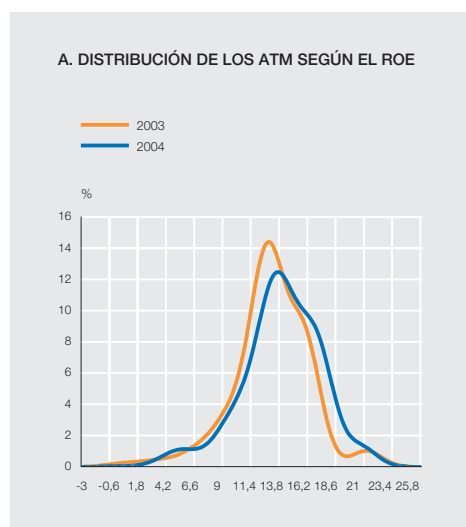
Para los *bancos*, el ROE se incrementa debido al aumento del perfil de riesgo con el que operan las entidades, pero también debido a un mayor peso del resultado neto atribuido al grupo sobre el margen de explotación y a la mayor eficiencia operativa. Asimismo, un leve deterioro de la calidad de los recursos propios permite aumentar la rentabilidad. Por el contrario, la menor productividad de los activos ponderados por riesgo y el menor apalancamiento presionan a la baja el ROE<sup>6</sup>.

En las *cajas*, por su parte, los elementos explicativos del incremento del ROE son análogos, si bien la intensidad de los mismos varía. Así, la rentabilidad se incrementa, en primer término, gracias al mayor peso del resultado neto del grupo sobre el margen de explotación, al aumen-

---

6. Nótese que el sustancial efecto del perfil de riesgo prácticamente se compensa con el de signo contrario de la productividad de los activos ponderados por riesgo. Este comportamiento viene inducido por el elevado aumento de los activos ponderados por riesgo, consecuencia de la mencionada adquisición de una entidad británica y que no resulta posible neutralizar.

Entidades de depósito



**C. DISTRIBUCIÓN DE LOS ATM Y DEL NÚMERO DE ENTIDADES SEGÚN EL ROE**

TRAMOS ROE	DIC-03		DIC-04	
	% ATM	N.º ENTIDADES	% ATM	N.º ENTIDADES
<0	0,3	7	0,4	8
0-5	1,9	24	0,9	16
5-10	6,9	71	8,8	71
10-15	57,8	55	45,5	58
15-20	29,7	12	40,3	15
>20	3,4	1	4,1	2

FUENTE: Banco de España.

to del perfil de riesgo, a un ligero deterioro de la calidad de los recursos propios y, en menor medida, a una mayor eficiencia. La menor productividad de los activos ponderados por riesgo afecta negativamente a la rentabilidad, resultado de un crecimiento de los márgenes inferior a la expansión de la actividad crediticia.

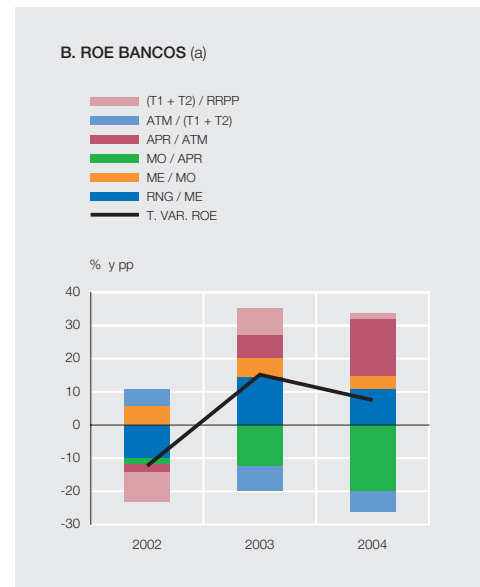
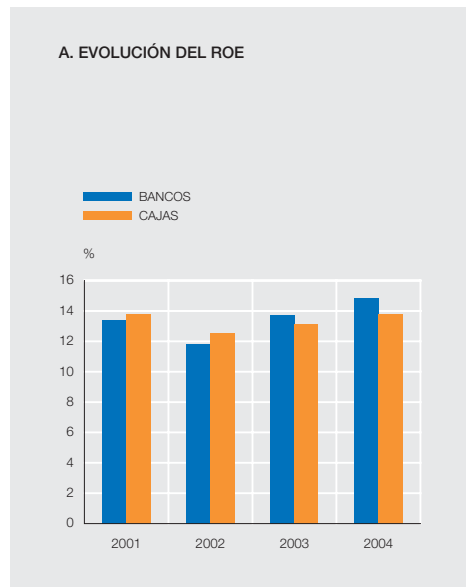
La distribución del número de entidades según la *ratio de eficiencia* ha empeorado ligeramente en 2004, mientras que la distribución de los ATM ha mejorado. Ello indica que la mejora de la eficiencia que se ha venido observando se puede atribuir, en buena parte, a la situación de una serie de entidades relativamente grandes (gráfico II.5). En los dos tramos contiguos, que concentran el mayor número de entidades y la mayor proporción de los activos totales (gráfico II.5C), se ha producido un mayor desplazamiento de entidades hacia el tramo peor, que explica gran parte de la evolución anterior.

COMPARACIÓN CON LA BANCA EUROPEA

El análisis macroprudencial sobre la estabilidad del sistema bancario de la Unión Europea que realiza el Comité de Supervisión Bancaria (BSC, del inglés *Banking Supervision Committee*) del Sistema Europeo de Bancos Centrales y que publica el Banco Central Europeo<sup>7</sup> permite

7. *EU Banking Sector Stability*, Banco Central Europeo, noviembre de 2004.

Bancos y cajas



FUENTE: Banco de España.

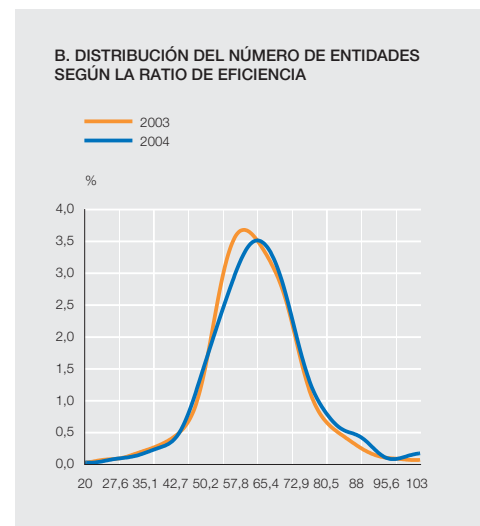
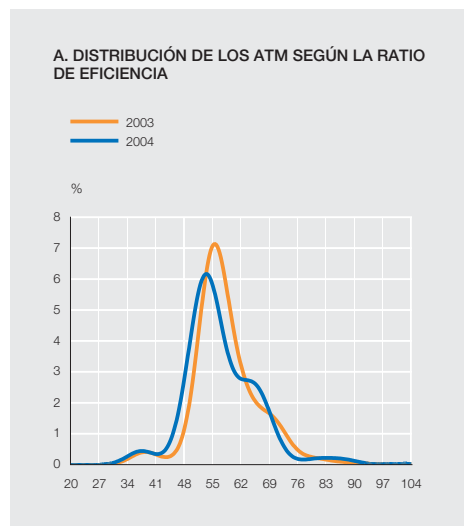
a.  $(T1 + T2) / RRPP = (\text{Tier 1} + \text{Tier 2}) / \text{Recursos propios}$ ;  $ATM / (T1 + T2) = \text{Activo total medio} / (\text{Tier 1} + \text{Tier 2})$ ;  $APR / ATM = \text{Activos ponderados por riesgo} / \text{Activo total medio}$ ;  $MO / APR = \text{Margen ordinario} / \text{Activos ponderados por riesgo}$ ;  $ME / MO = \text{Margen de explotación} / \text{margen ordinario}$ ;  $RNG / ME = \text{Resultado neto del grupo} / \text{Margen de explotación}$ .

realizar una comparación entre las entidades de crédito españolas y el promedio de la Unión Europea por *grupos de tamaño*. El mencionado análisis, disponible con datos de 2003, muestra que a nivel europeo existen diferencias significativas en la rentabilidad y en la eficiencia de las entidades de crédito, atendiendo a su diferente especialización por tamaño<sup>8</sup>. Por lo tanto, resulta conveniente comparar las entidades separándolas por grupos de tamaño: grandes, cuando el activo de la entidad supera el 0,5% de los activos totales consolidados de todas las

8. El trabajo en curso *How firms choose banks?*, de J. Delgado, V. Salas y J. Saurina, muestra, en el caso español, que las diferencias existen también a nivel de la política crediticia desarrollada por las entidades, tanto en términos de riesgo (importes prestados, tipo de prestatarios, garantías, plazo, etc.) como de cuota de mercado por segmentos de negocio.



Entidades de depósito



**C. DISTRIBUCIÓN DE LOS ATM Y DEL NÚMERO DE ENTIDADES SEGÚN LA RATIO DE EFICIENCIA**

TRAMOS RATIO EFICIENCIA	DIC-03		DIC-04	
	% ATM	N.º ENTIDADES	% ATM	N.º ENTIDADES
>100	0,4	9	0,5	9
90-100	0,2	2	0,0	1
80-90	1,9	8	2,9	12
70-80	10,1	27	0,6	25
60-70	18,7	56	28,6	64
50-60	64,3	53	59,9	41
40-50	1,0	9	3,7	12
<40	3,5	6	3,8	6

FUENTE: Banco de España.

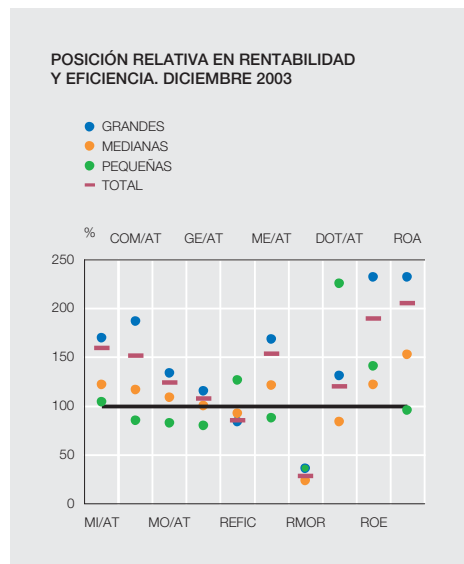
entidades de la Unión Europea; medianas, entre el 0,5% y el 0,005%; y pequeñas, por debajo del 0,005% de cuota de mercado.

En el anterior IEF se constató, a nivel agregado, una buena posición relativa de las entidades españolas en relación con la media de la Unión Europea. Este mismo resultado se obtiene al comparar las entidades por grupos de tamaño, aunque con algunos matices (gráfico II.6)<sup>9</sup>.

En primer lugar, destaca la mejor posición relativa de las *grandes entidades* españolas frente a sus homólogas por tamaño europeas. Su elevada rentabilidad se basa en mayores márgenes, probablemente asociados a una mayor especialización en el negocio minorista en España y en el extranjero, una mayor eficiencia y una menor morosidad, a pesar de unas dotaciones a insolvencias superiores, consecuencia de una normativa prudencial más estricta en España.

<sup>9</sup>. El análisis por grupos de tamaño excluye a las filiales y sucursales de las entidades europeas operando en países de la Unión Europea. Por ello, puede haber algunas diferencias con el análisis agregado realizado en el anterior IEF.

Entidades de crédito



FUENTES: BCE y Banco de España.

NOTA: Datos en relación con la media ponderada de la UE, normalizada a 100.

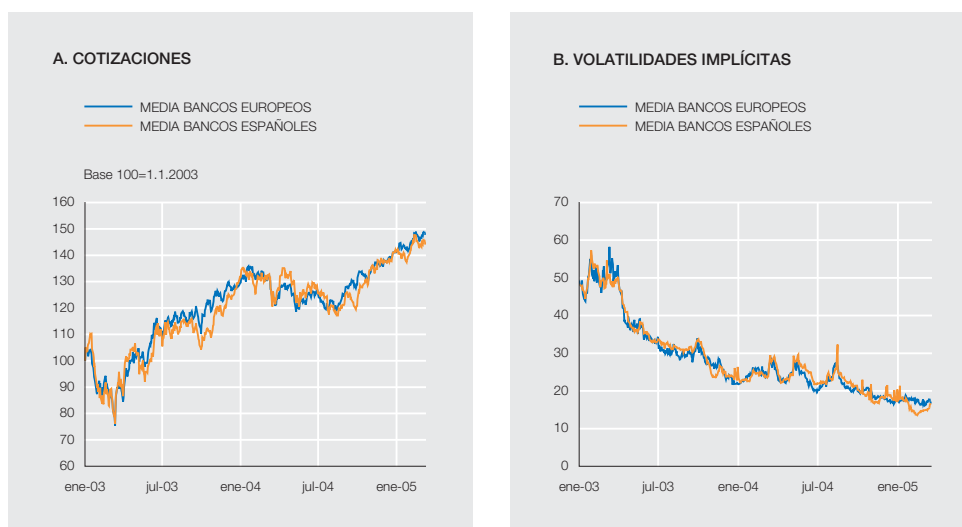
Las *entidades* españolas de *tamaño mediano* presentan también una posición más favorable que el promedio de las entidades medianas de la Unión Europea en casi todas las variables consideradas, aunque la distancia a la media es sustancialmente menor que para las grandes entidades. De nuevo, mayores márgenes, más eficiencia (ratio de eficiencia por debajo de la media), menor morosidad y, en este caso, menores dotaciones permiten que el ROE y el ROA sean un 20% y un 50% superiores a la media, respectivamente.

Las *entidades pequeñas*, sin embargo, sí mostraron en 2003 una posición ligeramente menos favorable en algunas variables que la media de su grupo de tamaño, resultado de unas menores comisiones, quizá por tener una clientela que demanda menos servicios con valor añadido, una mayor ineficiencia, a pesar de unos gastos de explotación menores en términos relativos, y más dotaciones, en buena parte de carácter prudencial. A pesar de la evolución menos favorable de los márgenes, el ROE es un 40% superior y el ROA menos de un 5% inferior.

La información de mercado disponible muestra una evolución de las entidades españolas muy similar a la del resto de bancos europeos. En términos relativos, las *cotizaciones* de ambos grupos de entidades (gráfico II.7A) han evolucionado de forma bastante paralela en el último año, al igual que las *volatilidades implícitas* (gráfico II.7B). Las cotizaciones de las entidades españolas aumentaron, en promedio, algo menos del 10% en 2004, mientras que la volatilidad se redujo algo más, alcanzando niveles mínimos de los últimos años.

Las *betas* de los grandes bancos españoles en 2004 han mostrado una cierta disminución, en línea con lo ocurrido con otras entidades europeas. En una perspectiva temporal amplia, las betas de las entidades españolas tienden a situarse, cada vez más, en una zona intermedia entre las de los grandes bancos europeos, a diferencia de lo que ocurría a finales de la década que comienza en 1990, donde presentaban unas de las betas más altas.

La información proveniente del mercado de *credit default swaps* (CDS) refuerza las interpretaciones anteriores. Las entidades españolas presentan una prima de riesgo, tanto en deuda



FUENTES: Bloomberg y DataStream.

senior como en subordinada, prácticamente idéntica a la del promedio de grandes entidades bancarias europeas. Lo mismo ocurre con el diferencial entre ambos tipos de deuda. Además, dichos diferenciales se hallan en valores mínimos.

### III Solvencia

#### III.1 Situación general de la solvencia

A finales de 2004, el *coeficiente de solvencia* ha registrado su nivel más bajo, en términos de un ejercicio completo, desde la introducción de la normativa comunitaria en 1993 (10,3%). Este descenso se produce tras situarse, durante los últimos años, en torno al 11%. La disminución también se observa en el coeficiente calculado mediante las normas del *Comité de Supervisión Bancaria de Basilea*, que ha caído 90 pb, hasta alcanzar el 11,7% (gráfico III.1A). En la misma línea, el *coeficiente de solvencia básico* ha proseguido la reducción tendencial que viene mostrando durante los últimos años, aunque más intensa en 2004, hasta alcanzar el 7,8%.

Esta situación se ha producido como consecuencia de un fuerte crecimiento de los *requerimientos de capital* (23,6%, frente al 9,7% de 2003), originados, en parte, por la ya comentada adquisición de una entidad británica de elevado tamaño y, en menor medida, por el importante incremento del negocio en España que ha tenido lugar durante el año (gráfico III.1B)<sup>1</sup>. Estas mayores necesidades de capital se han visto parcialmente compensadas por el significativo aumento de los *recursos propios* (gráfico III.1B), que ha crecido un 15,2% (más de 5 pp que el año previo), apoyados en el empuje de los recursos propios básicos, cuyo crecimiento del 15% duplica el de 2003, y, con menor intensidad, en el de los recursos propios de segunda categoría, que crecen al 12,6%.

En particular, el avance apuntado de los *recursos propios básicos* viene originado por el fuerte crecimiento de las reservas, que aumentan un 23%, frente al 3,7% de 2003. Las ampliaciones de capital, junto con los buenos resultados obtenidos durante el ejercicio, contribuyen a explicar esta evolución. Asimismo, las participaciones preferentes, dentro de las reservas, crecen un 23,6%, con lo que su peso sobre el *tier 1* aumenta 1,4 pp, hasta situarse en el 20,6%. Por el contrario, los activos inmateriales, compuestos en un 95,1% por fondos de comercio, tras tres años de reducciones, han experimentado un repunte del 62,8% (gráfico III.1C) como consecuencia de las adquisiciones realizadas durante el período por las entidades de depósito españolas.

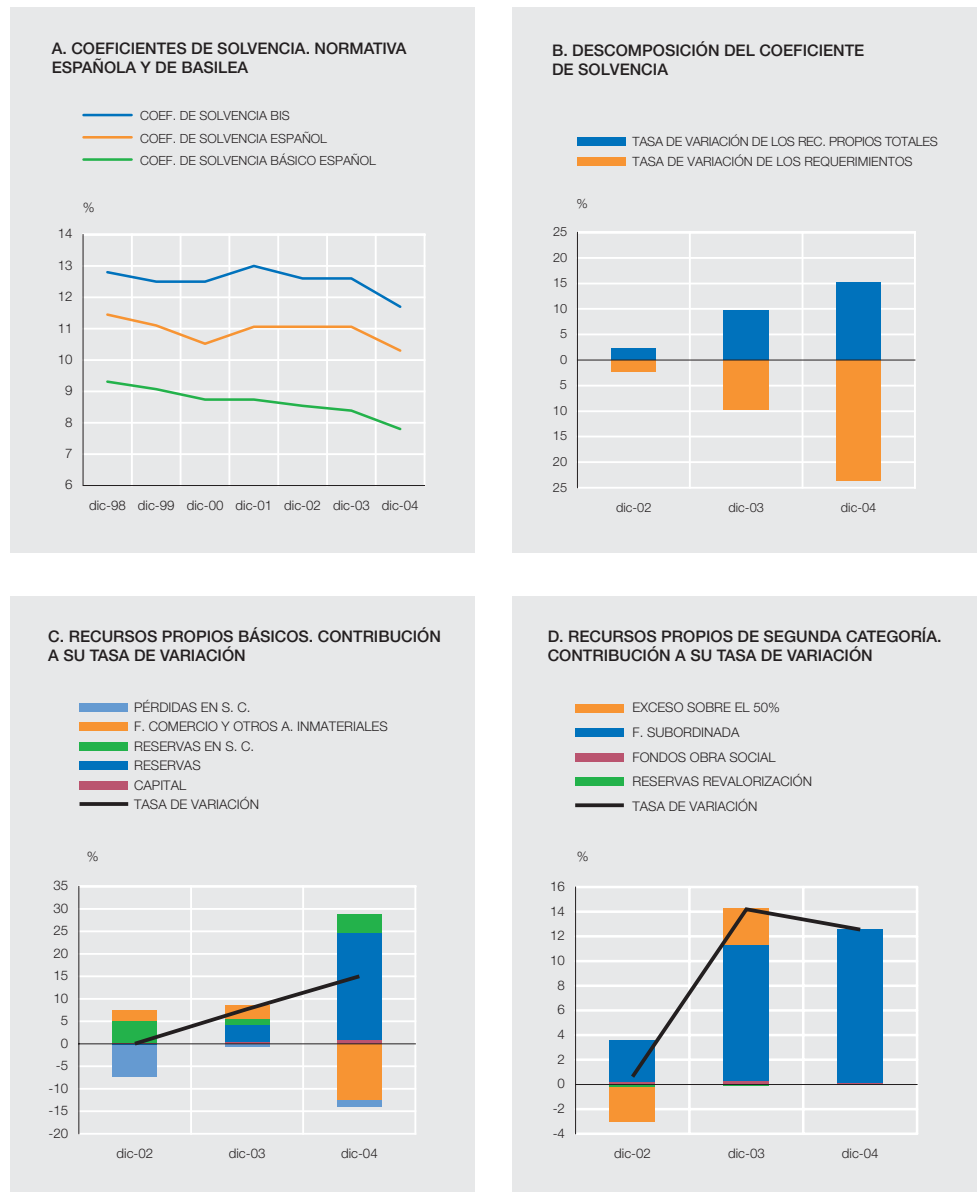
Los *recursos propios de segunda categoría* se elevan, por segundo año consecutivo, a tasas superiores al 10%. Dentro de ellos, la financiación subordinada, con un peso relativo del 93,7%, prosigue el impulso de 2003, al crecer un 13,3%, lo que supone 1,8 pp más en comparación con el año anterior (gráfico III.1D).

En línea con la mayor actividad en el negocio en España y, sobre todo, con la expansión en el extranjero realizada durante 2004, los *activos ponderados por riesgo* han mostrado un avance muy significativo (gráfico III.1B). Los requerimientos por riesgo de crédito son los responsables de esta evolución, al haber crecido a una tasa del 24,9%, muy por encima del 10,1% de 2003. Con ello, el peso de estos sobre los requerimientos totales asciende 94 pb, el 96,1% del total. Dentro de los requerimientos por riesgo de crédito, destacan por su importancia los relativos a los activos de balance, que constituyen el 88,1% del total (gráfico III.2A).

La clasificación de los activos de balance en cinco categorías de riesgo, de acuerdo con Basilea I, muestra que durante 2004 se ha producido un significativo aumento de los riesgos con garantía hipotecaria, que han crecido un 57,3%, tras el 16,9% de 2003 (gráfico III.2B). A pesar

1. De nuevo, la mencionada adquisición dificulta en cierta medida la comparación con el año anterior.

Entidades de depósito



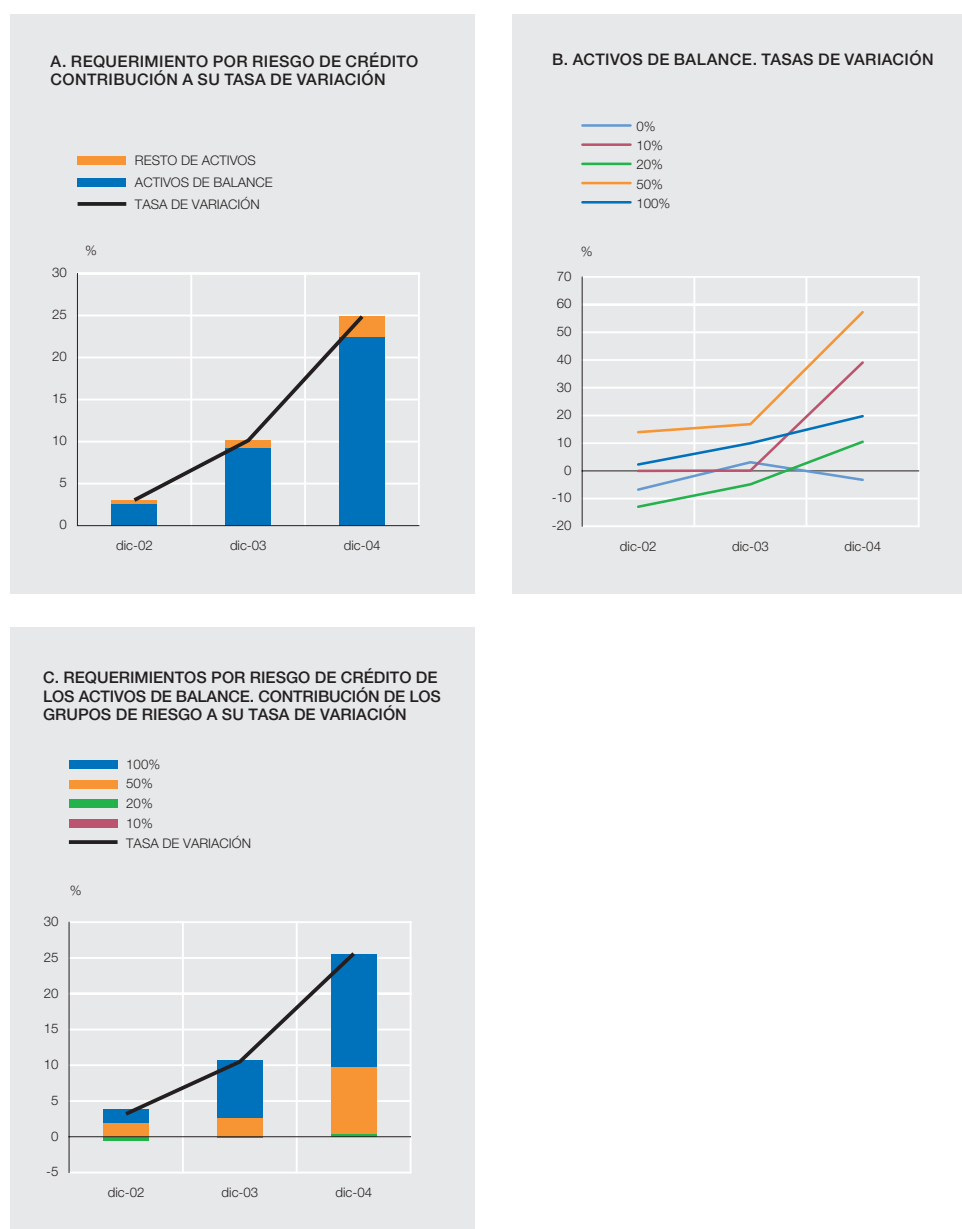
FUENTE: Banco de España.

de que este tipo de riesgos pondera solo el 50% en términos de requerimientos, su contribución a la variación de los requerimientos totales ha resultado muy importante (gráfico III.2C). Por su parte, los créditos concedidos al sector privado residente sin garantía hipotecaria (con ponderación 100%) no se han visto afectados de forma tan importante, a pesar de lo cual se han incrementado fuertemente (19,7%, 9,7 pp más que el año anterior). Por su parte, los créditos frente a las AAPP se han reducido ligeramente.

**III.2 Análisis por entidades**

En los bancos se ha producido un descenso generalizado en las tres ratios de capital, con lo que el coeficiente de solvencia cae cerca de 1 pp, tanto con la normativa española (9,6%) como empleando la definición de Basilea (11,1%). Por su parte, el coeficiente básico se reduce algo más de 70 pb (7,1%). En las cajas también se produce una tendencia a la disminución de las ratios de capital, aunque de forma menos acusada, siendo las reducciones en torno a 40 pb en los tres coeficientes. Con ello, el coeficiente de solvencia según la normativa española se sitúa en el 11,3% (12,5% según Basilea), mientras que el básico cae hasta el 8,5%

Entidades de depósito



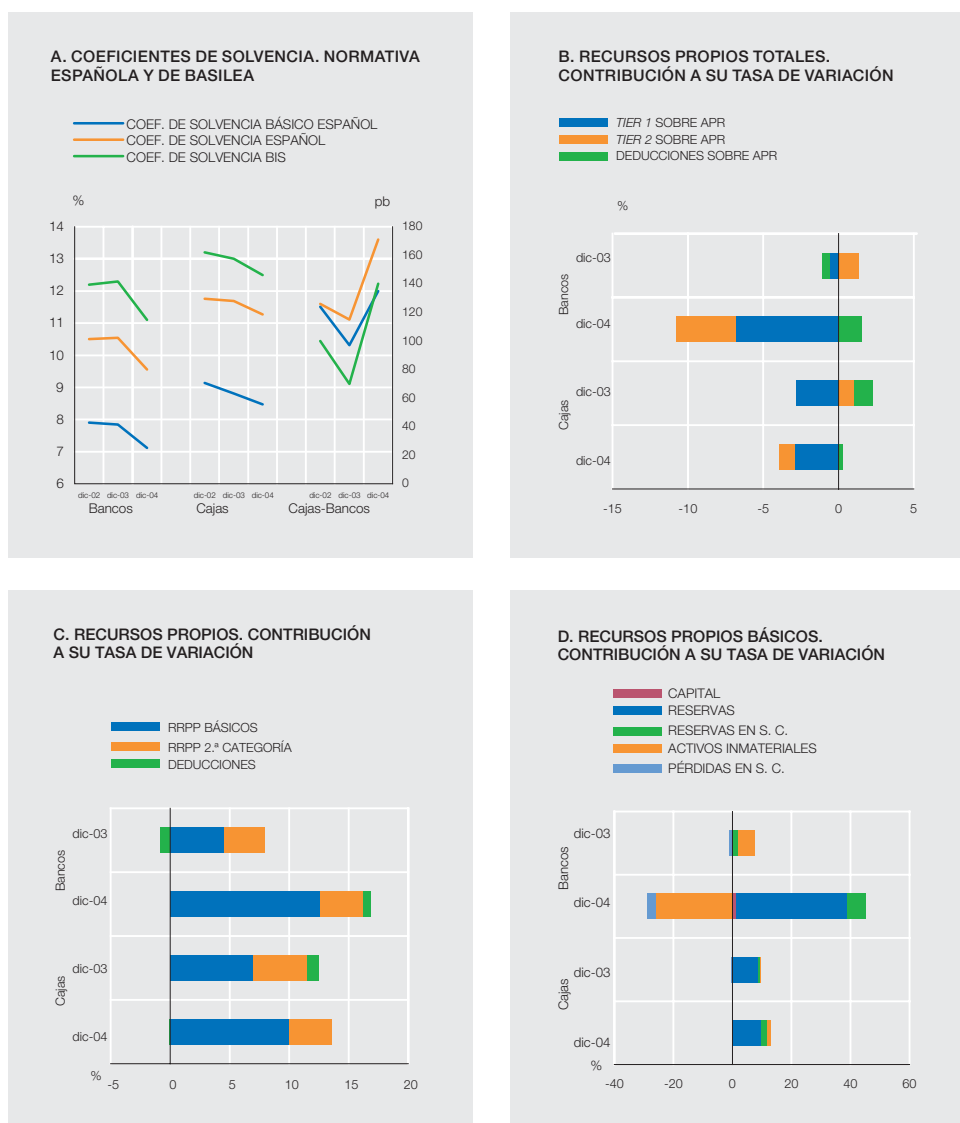
FUENTE: Banco de España.

(gráfico III.3A). La diferencia entre los coeficientes de solvencia de bancos y cajas, tradicionalmente a favor de estas últimas, se ha ampliado en 2004, a pesar de la caída experimentada por los coeficientes de las cajas (gráfico III.3A).

La descomposición de la variación del coeficiente de solvencia en *tier 1*, *tier 2* y deducciones sobre activos ponderados por riesgo (APR) muestra que para ambos grupos de entidades la variación de los requerimientos ha sido superior, tanto a la de los recursos propios de primera categoría como a la de los de segunda, lo que ha originado los descensos comentados anteriormente (gráfico III.3B).

Más en detalle, la evolución de los *bancos* ha venido marcada por las adquisiciones llevadas a cabo por los principales grupos, lo que ha originado importantes necesidades de capital como consecuencia de los mayores requerimientos (28,8%). En esta línea, los recursos pro-

Bancos y cajas

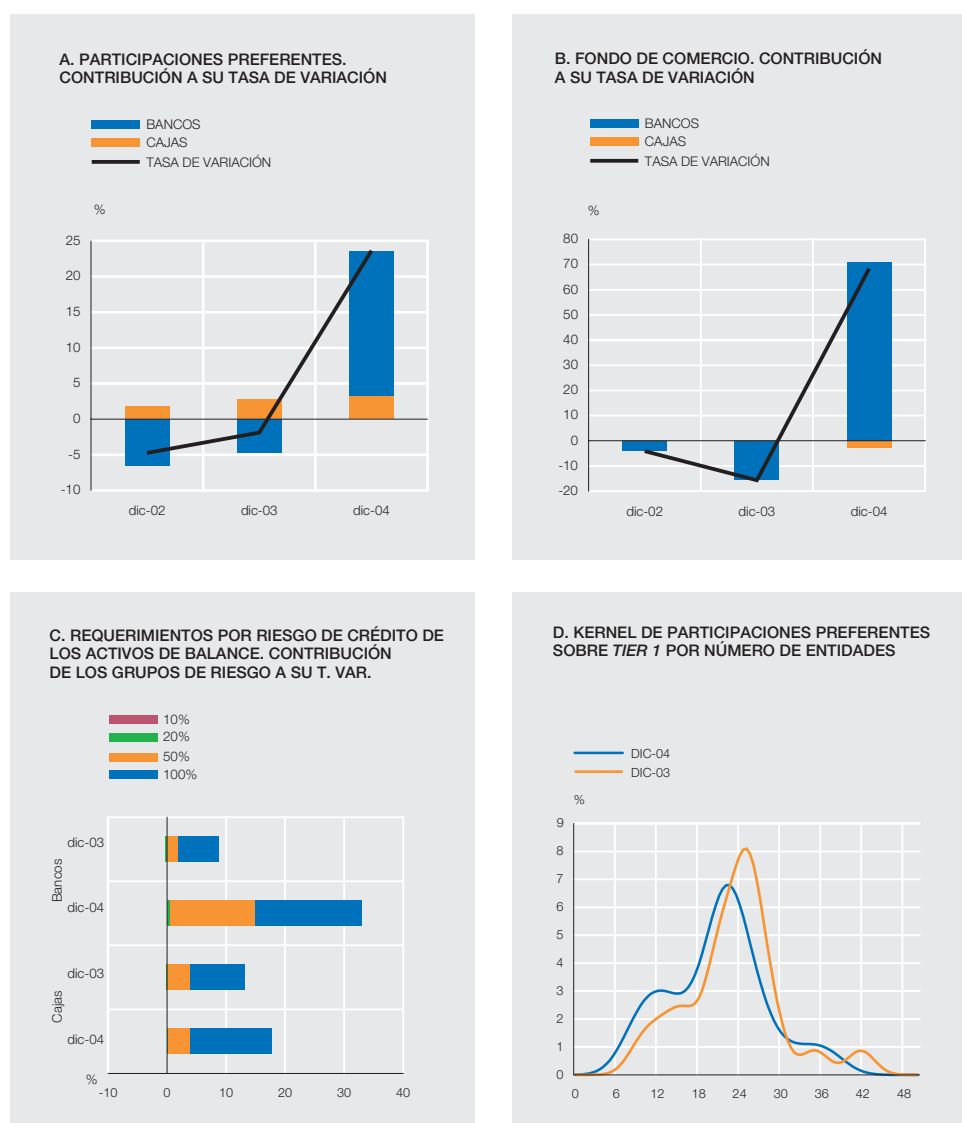


FUENTE: Banco de España.

pios se han acelerado vigorosamente (16,9%, 2,4 veces más que en 2003), impulsados por los básicos (16,9%) y por la fortaleza del *tier 2* (12,1%, gráfico III.3C). El importante repunte de las reservas (35,7%), tras la incorporación de las primas de emisión de las ampliaciones de capital de los grandes bancos, está detrás del comportamiento del *tier 1*. Asimismo, los bancos han apelado a la emisión de participaciones preferentes como forma de captar recursos propios (gráfico III.4.A). El incremento de las reservas se ha visto contrarrestado, en parte, por el nuevo fondo de comercio, a cuyo crecimiento del 93,2% contribuyen, además, las menores amortizaciones del mismo con respecto a años precedentes (gráfico III.4B). Ello implica que los activos inmateriales hayan crecido con gran rapidez (gráfico III.3D). En cuanto al *tier 2*, los bancos vuelven a recurrir a la financiación subordinada, cuyo saldo vivo se eleva un 12,3%, tras su recuperación en 2003.

El incremento de los activos ponderados por riesgo se debe a que la cartera de activos hipotecarios se ha duplicado, tras la compra, por parte de una entidad española, de un banco británico con importante actividad en el segmento de hipotecas, y a que la de los créditos concedidos al sector privado sin garantía hipotecaria crecen 2,6 veces más que en el 2003

Bancos y cajas



FUENTE: Banco de España.

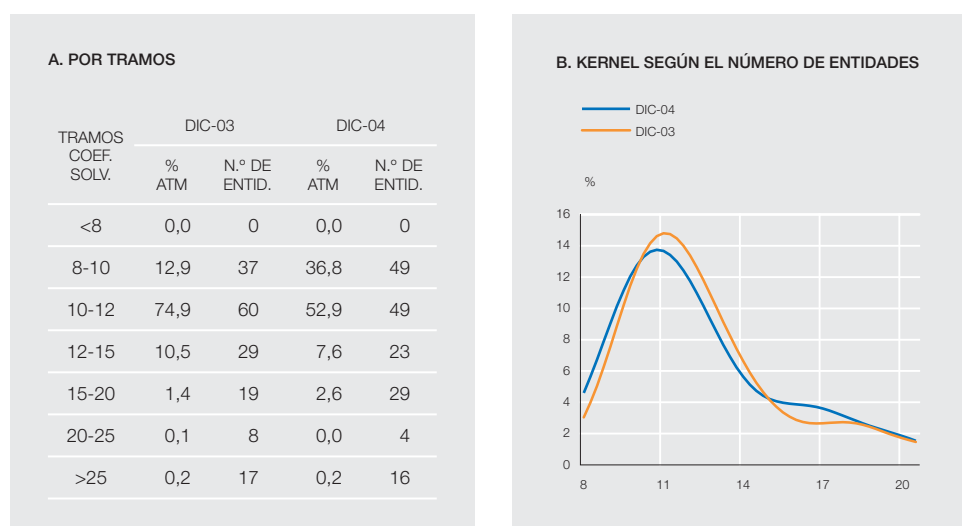
(21,9%). Estos desarrollos se han visto también influidos por el mayor crecimiento del negocio en España.

Por su parte, el ritmo de crecimiento de los recursos propios de las *cajas* se ha acelerado 1 pp, al situarse en el 13,5%, como resultado del empuje de los básicos (que crecen un 13,3%, frente al 9% de 2003) y, en menor medida, de los de segunda categoría, que se han desacelerado ligeramente, al aumentar un 13,3% (gráfico III.3C). En relación con el *tier 1*, los buenos resultados que han obtenido estas entidades en 2004 han repercutido en las reservas, que han continuado fortaleciéndose al crecer un 9,4%, 1,1 pp más que el año previo (gráfico III.3D). Asimismo, el *tier 2* se desacelera por tercer año consecutivo, dado el menor recurso a la financiación subordinada.

El dinamismo de la actividad en España ha hecho que los requerimientos de las cajas se aceleren (17,8%), en especial los asociados al riesgo de crédito (18%, lo que representa una subida de 4,8 pp). Los mayores requisitos por activos dentro de balance, y en particular por los créditos concedidos al sector privado sin garantía hipotecaria, que crecen un



Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

17,9% (6,1 pp más que en 2003), y los asociados a créditos hipotecarios, cuyo crecimiento cae 2,3 pp por vez primera en tres años, hasta el 18,7%, son la causa principal de este aumento.

A lo largo de 2004, seis nuevas entidades (cinco cajas y un banco) han comenzado a emitir *participaciones preferentes*. De las 29 que poseen este tipo de valores en diciembre de 2004, solo una entidad ha disminuido su saldo, tras la amortización de algunas emisiones previas, mientras que seis de ellas lo han aumentado. Dado el incremento del *tier 1*, en todas las entidades se ha reducido el peso sobre los recursos propios básicos (gráfico III.4D), salvo en una. Esta última lo ha aumentado significativamente, por lo que ahora son tres las entidades (una más que en 2003), cuyo saldo supera el 30% del *tier 1*.

El número de *grandes riesgos* existente en el sistema ha decrecido levemente (1,9%), movido por la caída de los sujetos a información (9,4%), aunque su importe medio ha aumentado como consecuencia del ascenso del volumen total (6,6%). Este crecimiento del importe ha sido más relevante en las cajas (12,1%), tanto entre los riesgos sujetos a información como entre los sujetos a límite global, que en los bancos (2,2%). En este último grupo de entidades, únicamente aumentan los grandes riesgos sujetos a límite global, con lo que ambas agrupaciones rompen el descenso producido en 2003.

En cuanto a la distribución de las entidades según el coeficiente de solvencia, el 63,6% ha reducido su ratio de solvencia. Dichas entidades, en términos de activo total medio, representan algo más de la mitad del sistema (52,5%). Este hecho indica que la caída de la solvencia observada en términos agregados ocurre para una mayoría de las entidades, aunque algunas de cierto tamaño han aumentado su ratio. Así, se ha producido un desplazamiento de la distribución de las entidades hacia tramos de menor solvencia, al tiempo que pasa a cobrar más peso el tramo entre el 15% y el 20% (gráficos III.5A y III.5B).

COMPARACIÓN CON LA BANCA  
EUROPEA

El mismo análisis comparativo que se ha realizado en términos de rentabilidad es posible realizarlo para la solvencia de los tres grupos de tamaño de entidades de crédito. Los tres grupos de tamaño de entidades españolas presentaban, en diciembre de 2003, un coeficiente de solvencia total superior al de la media de las entidades europeas (en torno al 25%, 20%

y 10% para grandes, medianas y pequeñas, respectivamente)<sup>2</sup>. Para las entidades grandes y medianas españolas, los activos ponderados por riesgo son en torno a un 40% superiores, de nuevo resultado de la mayor especialización en negocio minorista con empresas y familias, y del menor peso de los activos interbancarios o la deuda pública, negocio con menor ponderación de riesgo, pero, lógicamente, con menor margen.

Conviene señalar finalmente que, para poder tener una perspectiva completa de la solvencia de las entidades españolas, hay que tener presente la muy elevada cobertura de los activos dudosos en el caso español, fruto de una política macroprudencial de dotaciones a insolvencias.

#### PROVISIÓN ESTADÍSTICA

En julio de 2000 entró en vigor la provisión estadística, un instrumento regulatorio de carácter prudencial que ha contribuido a reforzar la estabilidad del sistema financiero español<sup>3</sup>. Su carácter contracíclico no ha pasado desapercibido para los organismos internacionales encargados de la vigilancia de la solvencia del sistema bancario internacional, ni para numerosos reguladores y supervisores bancarios, agencias de calificación de riesgos e incluso el mundo académico especializado. La provisión estadística española es una de las escasas aplicaciones prácticas de un nuevo concepto de provisiones para riesgo de crédito denominado provisión dinámica (*dynamic provisioning* en inglés). En general, los responsables de la supervisión bancaria y de la vigilancia y protección de la estabilidad financiera han valorado muy positivamente este desarrollo original del regulador español. Sin embargo, a pesar del interés suscitado, son muy pocos los que se han decidido a implementarlo, fundamentalmente debido a las reticencias de los responsables de la fijación de las normas contables, para los que el enfoque prudencial no es una prioridad.

La adopción por parte de la Unión Europea de las normas internacionales de contabilidad emanadas del IASB (*International Accounting Standards Board*), conocidas como IAS o IFRS, para las empresas con valores cotizados en los mercados de la Unión Europea, ha obligado al Banco de España, con facultades delegadas por el Ministerio de Economía para establecer la normativa contable de las entidades de crédito, a eliminar la provisión estadística como tal a partir del presente ejercicio. No obstante, la nueva normativa (Circular del Banco de España 4/2004) mantiene el carácter macroprudencial del anterior marco contable (recuadro III.1).

En términos cuantitativos, la aportación de la dotación estadística ha sido significativa. En diciembre de 2004, el fondo estadístico alcanzó el 0,8% de la inversión crediticia sujeta a dicha dotación (gráfico III.6A), lo que implica una cobertura del 77,8% del límite (establecido en tres veces el riesgo latente). A finales de 2004, el fondo estadístico representaba el 7,2% de los recursos propios regulatorios a nivel consolidado. En promedio, la dotación estadística anual ha representado cerca del 12% del margen de explotación y algo más del 40% del conjunto de las dotaciones a insolvencias (gráfico III.6B).

A nivel de entidades individuales, un 42,9%, con un peso relativo del 23,1% en términos de los ATM, ha alcanzado el límite del fondo (gráfico III.6C). En términos de ATM, el peso de las entidades por debajo del 50% de su límite ha pasado del 24,4% en diciembre de 2003 a solo el 6,9% en 2004. El nivel final de cobertura de la inversión crediticia oscila entre el 0,3% y el 1,5% entre el primer y el último decil de entidades (gráfico III.6D), con una oscilación en térmi-

2. Como ya se ha mencionado en la nota al pie 9 del capítulo II, puede haber algunas diferencias entre los resultados por grupos de entidades y el total analizado en el anterior IEF, debido a que la población de entidades estudiadas no es la misma. 3. Los motivos que llevaron al regulador a establecer la provisión estadística, su mecanismo de funcionamiento y su impacto esperado se explican en el Documento de Trabajo n.º 0018 del Banco de España, de S. Fernández de Lis, J. Martínez y J. Saurina.

La normativa contable del IASB (*Internacional Accounting Standards Board*) sobre provisiones para insolvencias, adaptada al caso español a través de la Circular del Banco de España 4/2004, se basa en el concepto de pérdida incurrida. Dicha pérdida puede que ya haya sido identificada en una operación concreta, lo que dará lugar a la correspondiente dotación específica, o que, aun estando ya incurrida, no haya sido posible asignarla a una operación concreta (lo que en el anejo 9 de la CBE 4/2004 se denomina «pérdida inherente»). Este último caso da lugar a la dotación genérica, aplicada a grupos homogéneos de operaciones en situación normal y calculada mediante procedimientos estadísticos.

La explotación de los datos contenidos en la Central de Información de Riesgos (CIR) en los últimos veinte años ha permitido construir un conjunto de matrices de dotaciones específicas para la cobertura de las pérdidas incurridas e identificadas individualmente, distinguiendo entre empresas y empresarios individuales, por un lado, y resto de personas físicas, por otro. La separación obedece a las diferentes probabilidades de impago de ambos grupos de acreditados. Además, se reconoce el papel mitigador del riesgo de los diferentes tipos de garantías reales.

En cuanto a la dotación genérica, las pérdidas inherentes en las carteras crediticias clasificadas como riesgo normal se cubrirán de acuerdo a la experiencia histórica de deterioro y demás circunstancias conocidas en el momento de la evaluación. De nuevo, la utilización de la CIR ha permitido desarrollar un método paramétrico, basado en procedimientos estadísticos, para el cálculo de la cobertura de las pérdidas incurridas pero no identificadas individualmente. La norma contable establece la posibilidad de que las entidades calculen sus dotaciones a insolvencias de acuerdo con sus modelos internos.

El método paramétrico se basa en cuatro componentes. El primero, denominado componente  $\alpha$ , se obtiene como el producto del parámetro  $\alpha$  por la variación en el importe de los riesgos considerados y

recoge la pérdida inherente en las operaciones concedidas en el período. El segundo, el componente  $\beta$ , resulta del producto del parámetro  $\beta$  por el importe total de los riesgos y se compara con el tercer factor, la dotación específica neta realizada en el período. Estos dos últimos factores tienen en cuenta el efecto del ciclo económico sobre las pérdidas inherentes y, por tanto, son la base del elemento macroprudencial. Así, el componente  $\beta$  refleja la dotación específica media a lo largo de un ciclo económico, por lo que su comparación con la dotación específica actual es indicativo del momento del ciclo en el que se encuentra la economía. A partir de estos tres componentes se calcula la dotación genérica teórica, que no necesariamente es la dotación que se ha de realizar, ya que hay que tener en cuenta los límites a dicha dotación, que son el cuarto y último componente y que se han establecido en el 33% y el 125% del producto del parámetro  $\alpha$  por la exposición crediticia. De esta forma, el fondo genérico oscilará entre un 33% y un 125% de la pérdida inherente de la cartera crediticia de las entidades.

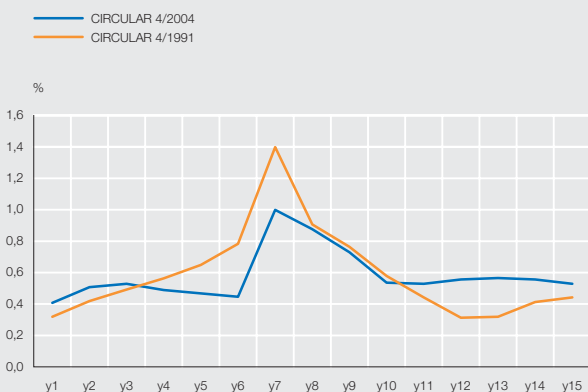
Analicamente, el componente  $\alpha$  se calcula como  $\sum_{i=1}^6 \alpha_i \Delta C_i$ , siendo  $C_i$  el importe del riesgo en el grupo  $i$ , con seis grupos de riesgo homogéneos para tener en cuenta la diferente naturaleza de los distintos segmentos del mercado de crédito. De igual forma, el componente  $\beta$  se obtiene a partir de la expresión  $\sum_{i=1}^6 \beta_i C_i$ . Con ello la dotación genérica teórica al final del período sería:

$$\text{dot. gen. teórica} = \sum_{i=1}^6 \alpha_i \Delta C_i + \sum_{i=1}^6 \beta_i C_i - \text{dot. espec.}$$

Para comprender mejor el componente macroprudencial de la nueva dotación genérica se presentan los resultados de la simulación de un ciclo económico, con su correspondiente ciclo de morosidad y de dotaciones a insolvencias, utilizando como punto de partida el promedio de los últimos años del nivel del fondo genérico y estadístico acumulado mediante la normativa anterior (CBE 4/1991), y fijando un valor ponderado único para los parámetros  $\alpha$  y  $\beta$  de 1,2% y 0,4%, respectivamente.

**PROVISIONES ESPECÍFICA Y GENÉRICA / INVERSIÓN CREDITICIA**

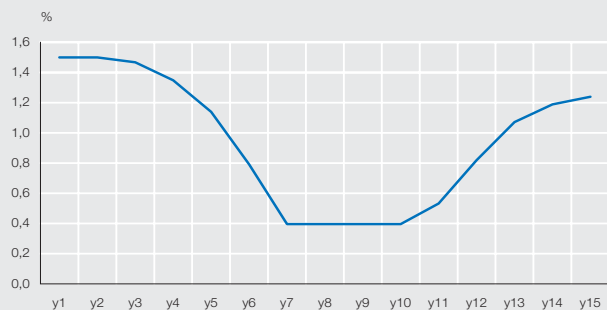
GRÁFICO 1



FUENTE: Banco de España.

**FONDO GENÉRICO / INVERSIÓN CREDITICIA. CIRCULAR 4/2004**

GRÁFICO 2



Se ha considerado un hipotético ciclo económico de 15 años, en el que los dos primeros recogen el final de la fase alcista del ciclo, caracterizado por unas dotaciones específicas muy bajas. En los siguientes tres años el crédito se desacelera y comienzan a crecer los activos dudosos, con el consiguiente aumento de las dotaciones específicas. La recesión tiene lugar en los años centrales del período, con un máximo de morosidad en el séptimo año, que da paso a una progresiva recuperación, para que, en los últimos años, se atisbe de nuevo un ligero empeoramiento de la situación económica.

La comparación entre las dotaciones específica y genérica (gráfico 1), en proporción de la inversión crediticia, de la nueva CBE 4/2004, frente a las de la vieja CBE 4/1991, muestra que en la nueva propuesta las dotaciones a insolvencias son menos cíclicas, aunque no se llega a una dotación total a insolvencias constante a lo largo del ciclo, como se obtenía con el anterior marco contable. Este último elemento era el que más rechazo generaba entre los contables. Nótese que el mayor esfuerzo de dotaciones sigue teniendo lugar en la fase recesiva, aunque ahora las pérdidas inherentes se cubren también en la fase alcista del ciclo, donde el crédito está creciendo a

tasas elevadas y la calidad de la cartera crediticia, al relajar las entidades sus criterios de concesión, empeora<sup>1</sup>.

En cuanto a la evolución del fondo de insolvencias genérico, en proporción de la inversión crediticia (gráfico 2), se aprecia que en los primeros años la restricción del nivel máximo es vinculante. Luego, a medida que las dotaciones específicas aumentan, la entidad utiliza dicho fondo (abonando las recuperaciones en la cuenta de resultados) hasta llegar a su límite inferior. Finalmente, el fondo vuelve a aumentar a medida que la disminución de la morosidad se traslada a las dotaciones específicas y el componente  $\beta$  las supera.

En definitiva, la nueva provisión genérica sigue conteniendo un elemento macroprudencial que refuerza la solvencia de las entidades de depósito españolas y, por tanto, la estabilidad del sistema financiero español.

1. Un análisis más conceptual, apoyado por una sólida evidencia empírica, sobre la relación que existe entre el ciclo crediticio y el riesgo de crédito y los mecanismos prudenciales disponibles para preservar la estabilidad financiera se encuentra en el trabajo en curso de G. Jiménez y J. Saurina titulado «Credit cycles, credit risk, and prudential regulation».

nos de recursos propios regulatorios de entre el 1,5% y el 13%. En el último año, el fondo estadístico ha cobrado más peso sobre la inversión crediticia, como se aprecia en el desplazamiento de su distribución, tanto en términos de número de entidades como en relación con el ATM. Así, en diciembre de 2004 son 20 entidades menos las que se encuentran por debajo del 0,8%, la media de ese año.

En términos cualitativos, además de estimular el debate intelectual entre los reguladores bancarios y en el mundo académico sobre las provisiones dinámicas y los mecanismos prudenciales contracíclicos, ha contribuido, entre las entidades españolas, a estimular la reflexión y el desarrollo de modelos internos para la medición del riesgo de crédito, adelantándose en el tiempo incluso a las primeras propuestas concretas del BCBS en relación con Basilea II. Además, es posible que haya contribuido también a cambiar el comportamiento de las entidades en relación con la gestión de algunos elementos con cierto carácter discrecional en la elaboración de los estados financieros<sup>4</sup>. Finalmente, uno de los elementos más importantes, y con frecuencia olvidado, de la provisión estadística española es su carácter transparente, que no está en absoluto reñido con su carácter prudencial, en línea con la racionalidad del Pilar 3 en Basilea II.

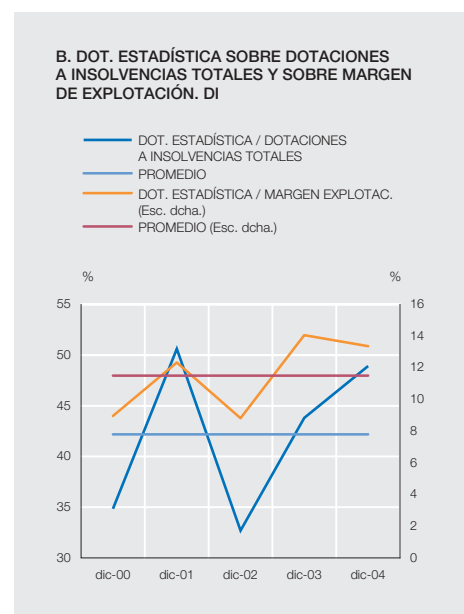
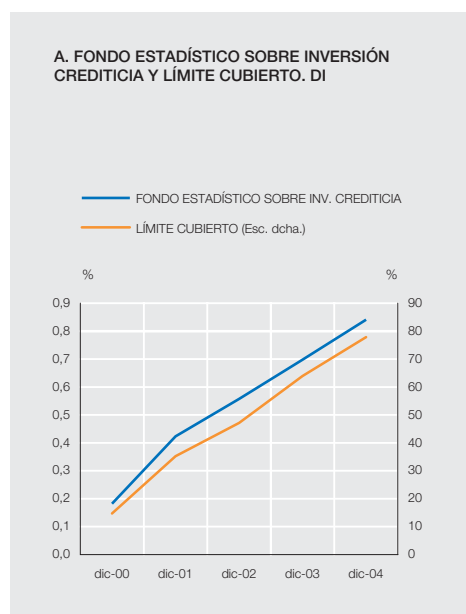
El recuadro III.2 explica los esfuerzos que están realizando los supervisores europeos para homogeneizar y disminuir el coste de producción de la información de ámbito prudencial que las entidades deben entregarles de forma periódica.

## DIVIDENDOS

En 2004 se ha producido un sustancial crecimiento de los dividendos pagados por los grandes bancos españoles, y también de la dotación a la obra benéfico-social de las cajas de ahorros (gráfico III.7A y B), en consonancia con la aceleración del resultado neto atribuido al grupo.

4. Evidencia a favor de un cambio de comportamiento de los gestores bancarios al disponer de un mecanismo de alisamiento incluido en la normativa contable y transparente se encuentra en el trabajo en curso *Earnings and Capital Management in Alternative Loan Loss Provision Regulatory Regimes*, de D. Pérez, V. Salas y J. Saurina.

Entidades de depósito



**C. DISTRIBUCIÓN DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO EN FUNCIÓN DEL FONDO ESTADÍSTICO CONSTITUIDO EN PORCENTAJE DE SU LÍMITE**

	DIC-2003		DIC-2004	
	% ATM	N.º	% ATM	N.º
Entid. sin fondo estadístico	5,3	42	7,1	43
Entidades con un porcentaje de límite cubierto:				
< 10%	1,6	12	0,5	10
10% - 25%	1,2	9	0,7	4
25% - 50%	21,6	22	5,6	15
50% - 75%	41,6	39	26,1	34
75% - 90%	13,2	29	31,3	22
90% - 100%	4,7	19	5,6	24
100%	10,9	94	23,1	114

**D. DISTRIBUCIÓN DEL FONDO ESTADÍSTICO SOBRE LA INVERSIÓN CREDITICIA**

	DIC-2003		DIC-2004	
	% ATM	N.º	% ATM	N.º
Entid. sin inv. crediticia	4,8	39	6,6	38
Entidades con inv. crediticia:				
0% - 0,2%	3,5	19	1,9	18
0,2% - 0,5%	8,8	21	7,0	18
0,5% - 0,8%	53,9	37	16,7	21
0,8% - 1%	17,8	38	52,2	51
1% - 1,5%	10,2	82	14,6	91
> 1,5%	1,0	30	1,0	29

FUENTE: Banco de España.

Ambos desarrollos han sido compatibles con la práctica estabilidad del *pay-out* (cociente entre los dividendos o la dotación a obra benéfico-social y el resultado neto atribuido al grupo) en ambos grupos de entidades. No deja de sorprender la escasa sensibilidad del *pay-out* a la evolución del resultado de las entidades, teniendo en cuenta que una cualidad intrínseca de los accionistas es la de asumir los riesgos económicos y financieros de la entidad.

Dada la distinta naturaleza de bancos y cajas de ahorros, el *pay-out* de las cajas no llega a ser la mitad del de los bancos. La dispersión del *pay-out* de las cajas de ahorros es sustancialmente inferior a la de los bancos, incluso corrigiendo por el diferente nivel medio de dicha ratio<sup>5</sup>. En estos, aunque un número sustancial de entidades se concentra en torno al *pay-out*

5. El coeficiente de determinación (cociente entre la desviación típica y la media muestral) es casi el doble en bancos que en cajas en 2004.

Una de las principales tareas del Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS, del inglés *Committee of European Banking Supervisors*)<sup>1</sup> es la de promover un mayor nivel de convergencia entre los Estados miembros, en lo que respecta a la implementación de la legislación bancaria en la Unión Europea y a las prácticas supervisoras del día a día.

Como parte de estos esfuerzos y aprovechando que, en vista de la futura Directiva de Requerimientos de Capital (CRD, del inglés *Capital Requirements Directive*), todas las autoridades bancarias supervisoras de la UE necesitan revisar los requerimientos prudenciales de información solicitados a las entidades bancarias, los miembros del CEBS han acordado adoptar un marco común para presentar la información del coeficiente de recursos propios.

Tal iniciativa responde a las preocupaciones de la industria bancaria por la excesiva carga administrativa que representan los requerimientos de información prudenciales. En la actualidad, los grupos bancarios que operan en varios países deben preparar y presentar diferentes tipos de informes, cada uno de ellos de acuerdo con los formatos y tecnologías que requiera el correspondiente supervisor de cada país. Una mayor similitud en dichos requerimientos de información, tal y como han acordado los miembros del CEBS, reduciría la carga que conlleva el cumplimiento de las diferentes normas. Esto contribuirá a eliminar lo que podría constituir una barrera a la integración de los mercados financieros. Esta iniciativa debería beneficiar a los grupos con operaciones transfronterizas sin entrañar mayores costes para las entidades locales de menor tamaño, las cuales, de todos modos, necesitarán adaptarse a los nuevos requerimientos de información de la CRD.

1. Véase IEF de mayo de 2004, recuadro III.1, para una descripción detallada de la composición y tareas del CEBS.

Un marco común de presentación de la información financiera facilitará, asimismo, la cooperación y el intercambio de información entre los supervisores. Además, contribuirá a reducir las diferencias en la implementación de las nuevas normas de la CRD. El CEBS se propone asegurar que este marco común de presentación de la información financiera se aplique en todos los Estados miembros. Así, los elementos básicos sobre los que habrá que remitir información serán comunes en toda la UE, con posibles diferencias en cuanto al nivel de detalle que exija cada país.

El CEBS ofrecerá una plataforma técnica, basada en el protocolo XML/XBRL (del inglés, *eXtensible Mark-up Language/eXtensible Business Reporting Language*), a fin de facilitar la presentación de la información bajo este nuevo marco. Asimismo, proporcionará la codificación y taxonomía para dicho propósito. El CEBS se propone completar dicha tarea en junio de este año.

El documento propuesto, en relación con los requisitos de información sobre el coeficiente de recursos propios, se publicó a finales del pasado enero para someterlo a un proceso consultivo abierto. Este documento estuvo ya sujeto a una consulta informal por parte de las autoridades nacionales, incluido el Banco de España, con los representantes de la industria y es el resultado de un trabajo intensivo por parte de las autoridades supervisoras. Este documento, así como la información adicional, puede encontrarse tanto en la página de Internet del CEBS como en la del Banco de España.

Paralelamente a esta iniciativa, y aprovechando la implementación de las nuevas Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS), el CEBS está trabajando también en racionalizar y hacer más eficientes los requisitos de publicación de información de carácter prudencial relativos al balance de situación y la cuenta de resultados, de conformidad con las IFRS. Sobre esta materia, el CEBS ha publicado un trabajo de consulta en abril.

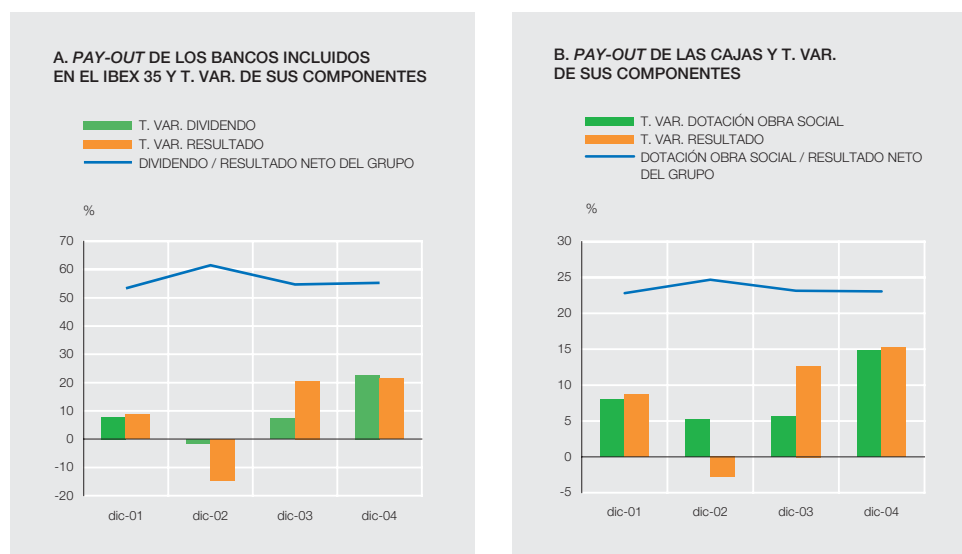
medio, algunas entidades de tamaño pequeño presentan valores reducidos o muy elevados que aumentan la dispersión del conjunto.

#### RIESGO DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS EN EL EXTERIOR

Los activos financieros en el exterior de la banca española han aumentado sustancialmente en 2004; además, su distribución geográfica y por segmentos de negocio ha cambiado drásticamente en la segunda mitad de 2004, tal como se ha analizado ya en el capítulo I. Ello se debe, fundamentalmente, a la adquisición de una entidad británica por parte de uno de los grandes grupos bancarios españoles.

La exposición, o el conjunto de activos financieros en un país, no necesariamente son informativos del riesgo que representa dicho país para las entidades de depósito españolas. Por ello, en el anterior IEF se presentó una medida más aproximada del riesgo incurrido por las entidades en su negocio en el exterior y que se denominó *exposición en riesgo*. Esta medida se obtiene al multiplicar los activos de las entidades en cada país por una probabilidad de impago (PD) media de dicho país, estimada gracias a la información de la que se dispone sobre la composición de los activos en el exterior, las ratios de morosidad en cada país y al-

Bancos y cajas



FUENTE: Banco de España.

gunas hipótesis<sup>6</sup>. La exposición en riesgo, en realidad, puede interpretarse como una cota superior a la pérdida esperada.

Además del cambio en las exposiciones por áreas geográficas, ha cambiado también la distribución por áreas de la exposición en riesgo. Mientras que, en diciembre de 2003, Latinoamérica, excluida Argentina, suponía más del 60% del riesgo asumido por las entidades de depósito españolas en el exterior, en diciembre de 2004 supone menos del 40% (gráficos III.8A y B). En sentido contrario, el Reino Unido pasa a representar más del 30% de la exposición en riesgo de los activos financieros en el exterior, frente a un 2% en diciembre de 2003. El elevado peso relativo de la exposición en riesgo en el Reino Unido responde, en gran parte, al fuerte incremento de los activos financieros en dicho país; aunque también al efecto de la composición de dichos activos, con mucho menor peso en deuda soberana y mercado interbancario y mucho más en el segmento de crédito al sector privado de familias y empresas. Este último segmento, si bien presenta una PD estimada relativamente baja, resulta sustancialmente más alta que la PD atribuida a la deuda soberana en moneda local de otros países emergentes.

En términos de recursos propios regulatorios (gráfico III.8C), el peso de la exposición en riesgo de todos los activos financieros en el exterior continúa siendo reducido en diciembre de 2004: 4,4% sin incluir Argentina y 9,9% incluyéndola. Comparando estos valores con los que se obtenían en diciembre de 2003 (3,2% y 11,2%, respectivamente), se observa que, por un lado, el riesgo de los activos de la banca española en Argentina sigue disminuyendo significativamente y, por otro lado, el incremento de riesgo en el resto ha sido moderado, a pesar del sustancial crecimiento de la exposición.

Por último, el *perfil de riesgo de los activos financieros en el exterior*, calculado mediante la media ponderada de las probabilidades de impago medias para cada país, ha vuelto a dismi-

6. Para un análisis más detallado sobre la construcción de esta medida, puede verse el artículo «Activos financieros en el exterior e indicadores de riesgo», de R. Lago y J. Saurina, que aparece en *Estabilidad Financiera*, n.º 7, noviembre de 2004.

Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

Nota: Se excluye Argentina en los cuatro gráficos.

nuir a lo largo de 2004. En especial, cabe destacar la marcada disminución del perfil de riesgo del crédito al sector privado (gráfico III.8D), que es resultado de un descenso bastante general de la PD por países y, además, refleja el cambio mencionado de la composición geográfica de la cartera, con la consiguiente disminución de la PD promedio<sup>7</sup>.

7. Incluyendo Argentina, el perfil de riesgo también se reduce en 2004, aunque su nivel, lógicamente, es más elevado.





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, netos de 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: entidades de depósito, establecimientos financieros de crédito, sociedades y agencias de valores, sociedades de inversión mobiliaria, gestoras de instituciones de inversión colectiva, gestoras de fondos de pensiones, gestoras de cartera, sociedades de capital riesgo y gestoras de fondos de capital riesgo, tenedoras de acciones o participaciones y, finalmente, entidades, cualesquiera que sean su denominación o estatuto, que ejerzan las actividades típicas de las anteriores (ej.: instrumentales, SPV).

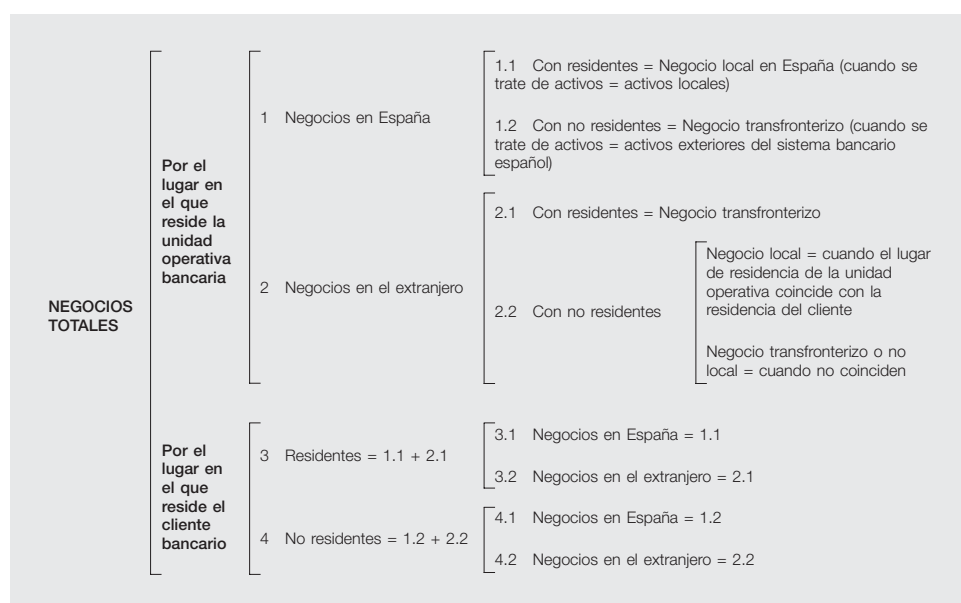
Las cuentas consolidadas de los grupos de entidades de depósito residentes en España pueden ser de entidades nacionales o extranjeras; en este último caso, serán filiales o sucursales de entidades extranjeras.

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 habla 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 sus oficinas en España y todas sus sucursales en el extranjero (cuando tengan), pero no incluyen las filiales de las entidades españolas que operan en el exterior.

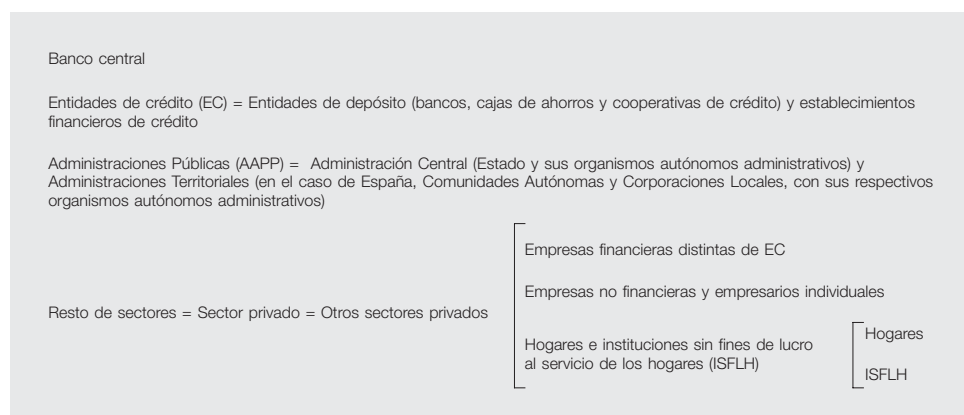


Como se observa en el esquema 1, al igual que ocurre con la información consolidada, los estados individuales (negocios totales) pueden presentarse por el lugar en el que reside la unidad operativa (casa central o sucursal) y por el lugar en el que reside la contrapartida. Sin embargo, mientras que los negocios totales no incluyen 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 excluyen 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 y pasivos de unas y 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, forman parte 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.

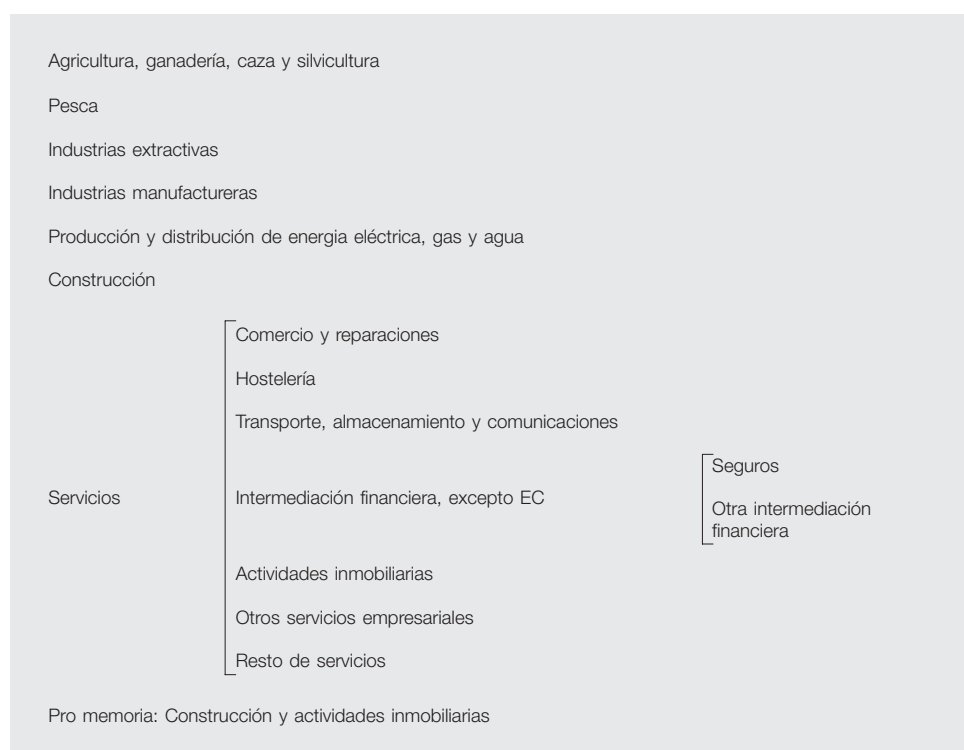
*Sectores institucionales.* En el IEF se distinguen los sectores institucionales que aparecen en el esquema 2, siendo «Residentes» los que tengan un centro de interés o habiten en España y «No residentes» los que tengan un centro de interés o habiten en un país distinto de España, con independencia de 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, EC, AAPP y otros sectores (hogares, empresarios individuales y sociedades distintas de EC).

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



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

Ramas o sectores de actividad



Las definiciones de las partidas de balance y cuenta de resultados aparecen en la Circular del Banco de España 4/1991 (4/2004 a partir de junio de 2005). No obstante, el glosario incluye algunas partidas, dadas 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:* 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 del balance 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 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 (ATM):* 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.

*Activos y pasivos 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.

*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 primarios como secundarios (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 entidades de crédito 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 influenciada 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 entidades de crédito bajo ciertas limitaciones, que quedan garantizados por la totalidad de los préstamos hipotecarios de su cartera, deducidos los afectados a bonos y participaciones hipotecarias.

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

*Coefficiente 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%.

*Coefficiente 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 de acuerdo con el concepto de residencia (residentes frente a no residentes) ni de acuerdo con 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 senior:* 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 Estados Unidos.

*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.

*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.

*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.

*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 fondos reembolsables del público, distinto de las entidades de crédito, en la forma de depósitos o sustitutos próximos de los mismos, 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 del público, pero sí sustitutos próximos a los mismos, como es la emisión de valores con plazo superior al mes.

*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 cuyo control está en manos de españoles y su casa central o su matriz reside en España.

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

*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 cuyo control 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 Basel Committee on Banking Supervision, 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 aquel contraído 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 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.

*Pay out:* Ratio de dividendos sobre beneficio, indica el porcentaje de los beneficios que la empresa reparte a sus accionistas como dividendos. En el Informe se extiende este concepto al incluir alternativamente en el numerador la dotación anual a la obra benéfico-social (OBS) de las cajas de ahorros y al considerar en el denominador, para los grupos consolidados, el resultado neto atribuido al grupo.

*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 otros, 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 de 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 (Tier 1)*: 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 (Tier 2)*: 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 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 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.

*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.

*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. Está sujeta 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. Equivalentemente, 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.<sup>a</sup> 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.<sup>a</sup> 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.)

**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.

- 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.)
- 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

- 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 GASPAS, 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 macroeconomic 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).
- 0418 JÉRÔME HENRY, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y SANDRO MOMIGLIANO: The short-term impact of government budgets on prices: evidence from macroeconomic models.
- 0419 PILAR BENGOCHEA Y GABRIEL PÉREZ QUIRÓS: A useful tool to identify recessions in the euro area.
- 0420 GABRIEL JIMÉNEZ, VICENTE SALAS Y JESÚS SAURINA: Determinants of collateral.
- 0421 CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL Y ANA DEL RÍO: Household borrowing and consumption in Spain: a VECM approach.
- 0422 LUIS J. ÁLVAREZ E IGNACIO HERNANDO: Price setting behaviour in Spain: stylised facts using consumer price micro data.
- 0423 JUAN CARLOS BERGANZA Y ALICIA GARCÍA-HERRERO: What makes balance sheet effects detrimental for the country risk premium?
- 0501 ÓSCAR J. ARCE: The fiscal theory of the price level: a narrow theory for non-fiat money.
- 0502 ROBERT-PAUL BERBEN, ALBERTO LOCARNO, JULIAN MORGAN Y JAVIER VALLÉS: Cross-country differences in monetary policy transmission.
- 0503 ÁNGEL ESTRADA Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Sectoral mark-up dynamics in Spain.
- 0504 FRANCISCO ALONSO, ROBERTO BLANCO Y GONZALO RUBIO: Testing the forecasting performance of Ixex 35 option-implied risk-neutral densities.
- 0505 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y ÁLVARO ORTIZ: The role of global risk aversion in explaining Latin American sovereign spreads.
- 0506 ALFREDO MARTÍN, JESÚS SAURINA Y VICENTE SALAS: Interest rate dispersion in deposit and loan markets.
- 0507 MÁXIMO CAMACHO Y GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS: Jump-and-rest effect of U.S. business cycles.
- 0508 LUIS J. ÁLVAREZ, PABLO BURRIEL Y IGNACIO HERNANDO: Do decreasing hazard functions for price changes make any sense?

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 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 MIRA-SALAMA: A review of progress in the reform of the International Financial Architecture since the Asian crisis.
- 0408 GIANLUCA CAPORELLO Y AGUSTÍN MARAVALL: Program TSW. Revised manual version May 2004.
- 0409 OLYMPIA BOVER: Encuesta financiera de las familias españolas (EFF): descripción y métodos de la encuesta de 2002. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 0410 MANUEL ARELLANO, SAMUEL BENTOLILA Y OLYMPIA BOVER: Paro y prestaciones: nuevos resultados para España.

## EDICIONES VARIAS<sup>1</sup>

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 crédito<sup>2</sup>  
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*.

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