

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

11/2006

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA NOVIEMBRE 2006

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA NOVIEMBRE 2006

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

© Banco de España, Madrid, 2006

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 Pùblicas
AF:	Activos Financieros
AFDV:	Activos Financieros Disponibles para la Venta
ANCV:	Activos no Corrientes en Venta
AIAF:	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
APR:	Activos Ponderados por Riesgo
ASR:	Activos en Suspensión Regularizados
AT:	Activos Totales
ATM:	Activos Totales Medios
BCBS:	<i>Basel Committee on Banking Supervision</i> (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea)
BCE:	Banco Central Europeo
BIS:	<i>Bank for International Settlements</i> (Banco de Pagos Internacionales)
BME:	Bolsas y Mercados Españoles
BSC:	<i>Banking Supervision Committee</i> (Comité de Supervisión Bancaria)
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
CDO:	<i>Collateralised Debt Obligations</i>
CDS:	<i>Credit Default Swaps</i>
CIR:	Central de Información de Riesgos del Banco de España
CNMV:	Comisión Nacional del Mercado de Valores
Dcha.:	Derecha
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 de los mercados emergentes
FI:	Fondos de Inversión de carácter financiero
FIM:	Fondos de Inversión Inmobiliaria
FMI:	Fondo Monetario Internacional
FMM:	Fondos del Mercado Monetario
FTA:	Fondos de Titulización de Activos
FTH:	Fondos de Titulización Hipotecaria
FSA:	<i>Financial Services Authority</i>
FSAP:	<i>Financial System Assessment Program</i>
IAS:	<i>International Accounting Standards</i>
ICO:	Instituto de Crédito Oficial
IEF:	Informe de Estabilidad Financiera
IF:	Ingresos Financieros
IFRS:	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IHH:	Índice de Herfindahl-Hirschman
ISFLSH:	Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
Izda.:	Izquierda
LGD:	Pérdida en caso de impago
LTV:	Ratio entre la deuda bancaria y el valor del inmueble aportado como garantía
MEFF:	Mercado Español de Futuros y Opciones
m:	Millones
ME:	Margen de Explotación
mm:	Miles de millones
MO:	Margen Ordinario
NIC:	Normas Internacionales de Contabilidad
NIIF:	Normas Internacionales de Información Financiera
OMC:	Organización Mundial del Comercio
pb:	Puntos básicos
PD:	<i>Probability of Default</i> (Probabilidad de Impago)
PER:	<i>Price Earnings Ratio</i>
PF:	Pasivos Financieros
PIB:	Producto Interior Bruto
pp:	Puntos porcentuales
PyG:	Pérdidas y Ganancias

PYMES:	Pequeñas y Medianas Empresas
RBD:	Renta Bruta Disponible
REB:	Resultado Económico Bruto
ROA:	<i>Return on Assets</i> (Rentabilidad del Activo)
ROE:	<i>Return on Equity</i> (Rentabilidad de los Recursos Propios)
RRPP:	Recursos Propios
RSPR:	Sector privado residente sin entidades de crédito
SC:	Sociedades Consolidadas
SICAV:	Sociedad de Inversión de Capital Variable
SPV:	<i>Special Purpose Vehicle</i> (Sociedad instrumental)
SyF:	Sociedades y Fondos
T. Var./Tasa de Var.:	Tasa de variación
UE:	Unión Europea
UEM:	Unión Económica y Monetaria
VAB:	Valor Añadido Bruto
VaR:	<i>Value at Risk</i> (Valor en riesgo)
VABpm:	Valor Añadido Bruto a Precios de Mercado
VR:	Valor Razonable

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN 11

I EVOLUCIÓN DE LOS RIESGOS BANCARIOS 15	I.1 Riesgos y actividad de los intermediarios financieros 15
	I.1.1 Evolución de los riesgos 15
	I.1.2 Evolución de la actividad de los intermediarios financieros 17
	I.2 Riesgo de crédito 22
	I.2.1 Impacto del contexto macroeconómico 22
	a. España y la Unión Económica y Monetaria 22
	b. Resto del mundo 24
	I.2.2 Impacto de la política crediticia de las entidades 30
	I.3 Riesgo de liquidez 34
	I.4 Riesgo de mercado 38
II RENTABILIDAD 43	II.1 Situación general de la rentabilidad 43
	II.2 Análisis por entidades 49
III SOLVENCIA 55	III.1 Situación general de la solvencia 55
	III.2 Análisis por entidades 58
ANEJO: NOTAS EXPLICATIVAS Y GLOSARIO 63	1 Notas explicativas 65
	2 Glosario 73

Introducción

Desde el último Informe de Estabilidad Financiera (IEF), la rentabilidad obtenida por las entidades de depósito españolas se ha reforzado, al tiempo que los indicadores de solvencia se mantienen significativamente por encima de los mínimos regulatorios exigidos. El crecimiento de la actividad, tanto en España como en el extranjero, y el aumento de la eficiencia contribuyen, de nuevo, a explicar esta evolución. No obstante, las políticas crediticias de las entidades cobran una relevancia especial, en un contexto en el que la financiación concedida, especialmente en determinados ámbitos de negocio, sigue creciendo a ritmos elevados.

Evolución de los riesgos bancarios

La coyuntura económica global, y en especial la de la economía española, ha sido favorable...

Desde la publicación del último IEF en mayo de 2006, la actividad económica global se ha caracterizado por un robusto crecimiento, sin que se hayan producido avances significativos en la corrección de los desequilibrios globales, y a pesar de que persiste un cierto grado de incertidumbre acerca de la evolución de los precios del crudo. En este contexto, el área del euro experimentó un mayor dinamismo durante la primera mitad del presente año, y la economía española mantuvo un notable ritmo de expansión.

...lo que contribuye al elevado dinamismo de la actividad bancaria...

La favorable situación coyuntural ha contribuido a que las entidades de depósito españolas registren en junio de 2006 un elevado dinamismo de su actividad, tanto en los negocios desarrollados en España como en el extranjero.

...tanto en el crédito concedido a familias como a empresas.

En los negocios en España el crédito al sector privado residente ha continuado acelerándose a lo largo de la primera mitad del año. Por una parte, la financiación para adquisición de vivienda crece más deprisa que el crédito total, aunque a un ritmo similar al observado hace seis meses. Por otra parte, la financiación a empresas se ha acelerado significativamente, con una aportación positiva del crédito concedido a empresas de sectores distintos a los de construcción y promoción inmobiliaria, que, no obstante, siguen captando una parte muy importante de los fondos prestados a empresas. En un momento coyuntural favorable de la economía española, las empresas industriales y de servicios muestran una sólida posición financiera, lo que ayuda a explicar la aceleración de la financiación bancaria recibida.

En junio de 2006 se constata un aumento de la concentración de las carteras crediticias en los segmentos de construcción y promoción inmobiliaria...

En cualquier caso, el crédito a empresas de construcción y promoción inmobiliaria sigue creciendo a tasas superiores a las del resto de sectores, lo que se traduce en un aumento de la concentración de la cartera crediticia de las entidades en este sector. El fuerte crecimiento de los últimos años, el aumento de la concentración y el mayor riesgo de crédito que ha mostrado este segmento de negocio en anteriores fases recesivas de la economía española son elementos a considerar por las entidades en sus políticas crediticias y de gestión del riesgo.

...al tiempo que aumentan los activos dudosos pero no las ratios de morosidad...

Las ratios de morosidad continúan en niveles muy reducidos, debido, por una parte, al dinamismo del crédito y, por otra, a la favorable evolución de la economía española, en la que tanto las empresas no financieras como los hogares continúan mostrando una sólida posición patrimonial. No obstante, en junio de 2006 se aprecia un incremento del volumen de activos dudosos, más acusado en algunos segmentos de negocio.

...si bien los indicadores de presión financiera sobre el sector privado no financiero aumentan.

Dentro de este panorama globalmente positivo, persisten algunos de los riesgos ya identificados en anteriores IEF. Primero, porque, como pone de manifiesto la experiencia histórica y los estudios empíricos, entre el crecimiento del crédito y la manifestación de la morosidad existe un desfase temporal amplio. Segundo, porque a pesar de la sólida situación patrimonial de las empresas y familias españolas, los indicadores de presión financiera continúan avanzando, incrementándose tanto la carga financiera como el nivel de endeudamiento.

La actividad en el exterior crece, pero no así el perfil de riesgo de los activos.

El dinamismo de la actividad de las entidades de depósito se ha observado también en sus negocios en el extranjero y ha sido compatible con la reducción del perfil de riesgo de los activos financieros en el exterior, en parte debido a la favorable coyuntura de las principales economías latinoamericanas en las que operan las entidades españolas y, en parte, por el mayor peso en la composición de los activos de regiones con un menor riesgo relativo.

El incremento de la actividad exige acudir a los mercados internacionales...

La creciente actividad crediticia desarrollada por las entidades no ha sido financiada totalmente por los depósitos bancarios tradicionales, sino que las entidades han continuado acudiendo a los mercados interbancarios internacionales y a la emisión de valores.

...aunque los riesgos de mercado y liquidez se han mantenido acotados.

En el mes de mayo, los mercados financieros internacionales sufrieron un episodio de volatilidad con notables retrocesos en los precios de los activos financieros, en especial de los de mayor riesgo, aunque a partir de junio las dificultades remitieron. Para las entidades de depósito españolas no se han detectado especiales tensiones ni en lo referente al riesgo de mercado ni tampoco al riesgo de liquidez. No obstante, la holgura de las condiciones monetarias y financieras podría, en algún momento, remitir.

Rentabilidad

La rentabilidad de las entidades de depósito españolas se ha reforzado hasta junio de 2006...

Desde el último IEF, la evolución de los resultados de las entidades de depósito españolas ha sido favorable, lo que ha permitido consolidar la tendencia que se ha venido observando en años precedentes, al incrementarse de nuevo el diferencial entre la rentabilidad de los recursos propios (ROE) y de la deuda pública española. La fortaleza de la cuenta de pérdidas y ganancias de las entidades españolas se ha observado en sus tres márgenes (intermediación, ordinario y de explotación), que han crecido en términos absolutos. No obstante, no ha de olvidarse que el nuevo marco contable introducido por la Circular del Banco de España 4/2004, que incorpora las Normas Internacionales de Información Financiera, probablemente implique una mayor volatilidad en las cuentas de pérdidas y ganancias.

...gracias, en parte, al incremento de la actividad y de la eficiencia...

La buena marcha de los resultados de las entidades españolas hasta junio de 2006 se ha sustentado, en buena parte, en el dinamismo del crédito, en un aumento de los gastos de explotación muy inferior al crecimiento de la actividad y en la mejora de la eficiencia. Esta ganancia de eficiencia no se concentra en unas pocas entidades, sino que ha sido generalizada, aunque más intensa en las de mayor tamaño. En parte, este aumento de la eficiencia es el resultado de la distribución de los costes de estructura entre un mayor volumen de actividad. Por ello, si se produjera una desaceleración de la actividad bancaria, cabría esperar una cierta reducción de la eficiencia.

...confirmándose la buena posición relativa respecto a las entidades europeas...

Los buenos resultados en términos de rentabilidad y eficiencia de las entidades de depósito españolas se mantienen cuando se comparan con los que obtienen las entidades de la Unión Europea y de la zona del euro, que, en general, y después de algunos momentos menos favorables en algunos países, muestran unos resultados económicos muy positivos.

...así como la positiva percepción por parte de los mercados de las entidades de depósito españolas.

En línea con lo anterior, la información de mercado de las grandes entidades españolas muestra que su situación económico-financiera ha sido respaldada por una continuada apreciación de sus cotizaciones bursátiles, aunque registraron retrocesos transitorios durante el episodio de turbulencia de los mercados entre mayo y junio. La percepción del riesgo por parte de los participantes en los mercados acerca de las entidades españolas se ha mantenido estable desde el último IEF.

Solvencia

Los coeficientes de solvencia continúan muy por encima del mínimo regulatorio...

Los coeficientes de solvencia con los que operan las entidades de depósito españolas, tanto el total como el básico, están muy por encima de los mínimos regulatorios exigidos. El elevado ritmo de actividad desarrollado por las entidades se ha traducido en un intenso crecimiento de los requerimientos de capital, que, no obstante, se ha visto cubierto con un incremento de los recursos propios totales. El coeficiente de solvencia total se ha mantenido estable, si bien el básico muestra una ligera tendencia decreciente.

...y en el entorno de los registrados por la media de las entidades de la UE.

La comparación con la situación de las entidades de la Unión Europea y de la zona del euro muestra una situación relativamente favorable si se tiene en consideración el fuerte ritmo de crecimiento de la actividad en España. Así, tanto el coeficiente de solvencia total como el básico se sitúan en torno a la media europea.

En definitiva, se mantiene la fortaleza en términos de rentabilidad y solvencia de las entidades de depósito españolas, aunque persisten los principales elementos de riesgo respecto del crecimiento del crédito...

En resumen, desde el último IEF, se confirma la fortaleza de las entidades de depósito españolas, tanto en términos de rentabilidad como de solvencia, aunque persisten los elementos

de preocupación relacionados con el fuerte crecimiento del crédito concedido y su concentración en determinados segmentos de negocio.

...así como una notable capacidad de resistencia ante escenarios desfavorables.

La reciente evaluación del sistema financiero español llevada a cabo por el Fondo Monetario Internacional (FMI) constata una elevada capacidad de resistencia del sistema financiero español ante incrementos del riesgo de crédito, de mercado, de tipo de interés en el balance y de liquidez.

I Evolución de los riesgos bancarios

I.1 Riesgos y actividad de los intermediarios financieros

I.1.1 EVOLUCIÓN DE LOS RIESGOS

En el *negocio en España* continua el fuerte avance del *crédito al sector privado residente*, con un crecimiento en junio de 2006 del 25%. En los últimos doce meses la financiación bancaria a las empresas se ha acelerado significativamente, pasando de crecer a tasas del 17,9% en junio de 2005 a hacerlo a tasas del 25,4% en junio de 2006. Una parte de dicha aceleración se debe a la evolución del crédito a empresas, excluidas las de construcción y promoción inmobiliaria, que crece en junio de 2006 al 14,8%, la tasa más alta de los últimos seis años (véase gráfico I.1A). La favorable evolución de la actividad económica y la sólida posición financiera de las empresas industriales y de servicios contribuyen a explicar la aceleración del crédito bancario a empresas.

Por otro lado, el *crédito a empresas de construcción y promoción inmobiliaria* ha seguido acelerándose, alcanzando en junio de 2006 una tasa del 39,7%. La financiación bancaria a empresas de promoción inmobiliaria se aceleró, de nuevo, en la primera mitad de 2006, con una tasa de crecimiento en junio del 46,7%. En los tres últimos años el crédito a promotores inmobiliarios ha crecido a tasas superiores al 40% interanual, lo que refleja la coyuntura que atraviesa el sector inmobiliario en España. En el pasado, fuertes crecimientos del crédito acabaron traduciéndose en una elevada morosidad cuando la posición cíclica de la economía empeoró significativamente¹.

La fuerte expansión del crédito al sector inmobiliario en los últimos años ha aumentado significativamente la *concentración de las carteras crediticias* de las entidades de depósito. En junio de 2006, cerca de una cuarta parte (23,8%) del crédito al sector privado residente concedido por las entidades de depósito españolas está destinado a financiar a empresas de construcción y promoción inmobiliaria (cuando el valor añadido de la construcción sobre el PIB es del 11,4%). Dentro de la financiación empresarial, la concentración es todavía mayor (véase gráfico I.1B), alcanzando en junio de 2006 casi la mitad de la cartera de créditos a empresas no financieras (47,4%), y siendo la financiación a promotores un 30,1% de dicha cartera.

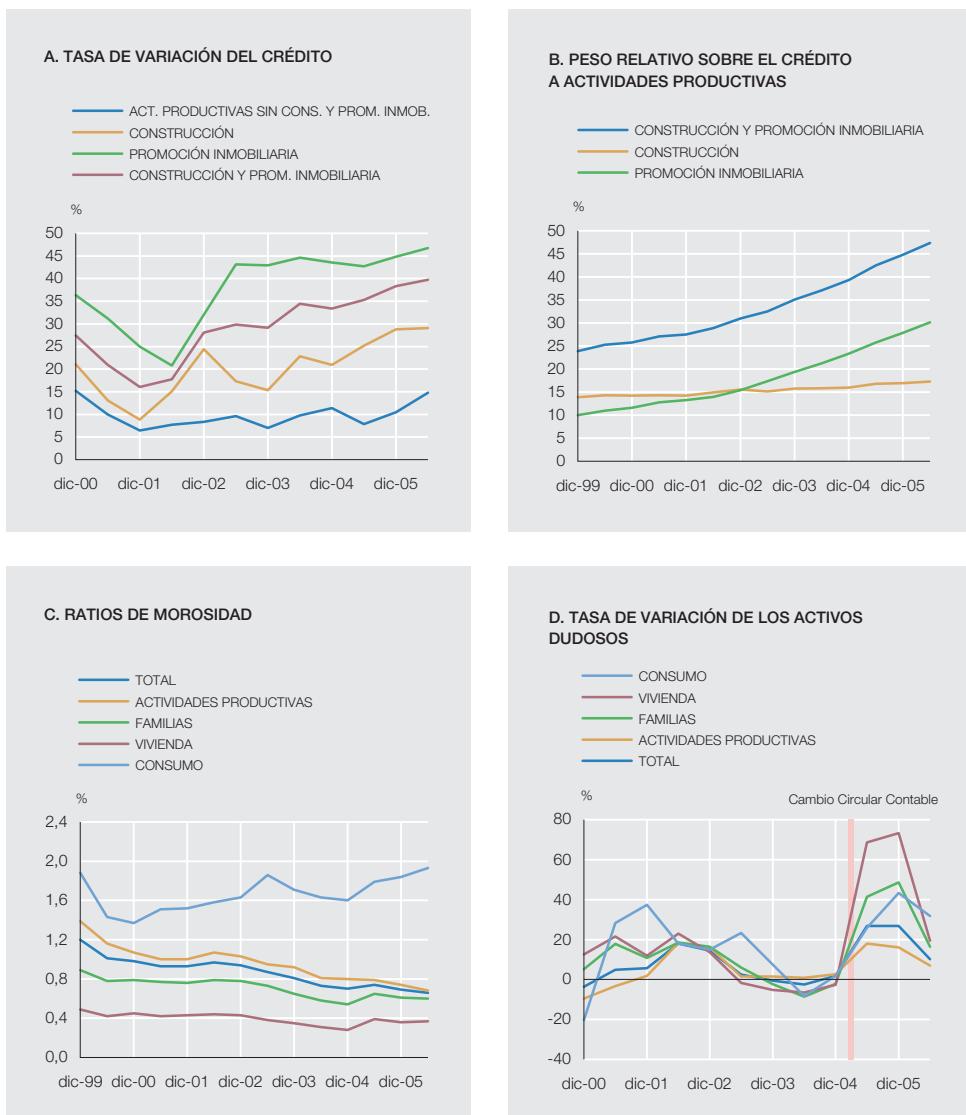
La evolución reciente de la economía española, con un aumento del empleo sostenido, unos tipos de interés reales muy bajos y una sólida posición financiera de las empresas, unida al fuerte crecimiento del crédito ya mencionado, se traduce en unas *ratios de morosidad* estabilizadas en niveles muy reducidos (véase gráfico I.1C). La morosidad del crédito bancario a empresas se sitúa en junio de 2006 en el 0,68%, siendo algo inferior (0,60%) la morosidad de la financiación a familias. No obstante, esta última es el resultado de una evolución dispar entre la financiación al consumo, con ratios de morosidad crecientes y que alcanzan ya el 1,93%, y la financiación para adquisición de vivienda, con una ratio de morosidad estabilizada en el último año en torno al 0,4%. La ratio de morosidad en el crédito a construcción y promoción inmobiliaria es inferior al promedio de la morosidad en empresas, en buena medida debido al fuerte crecimiento del crédito (denominador de la ratio), ya que los activos dudosos están creciendo significativamente (18% en tasa interanual en junio de 2006).

De hecho, y a pesar de que las ratios de morosidad están en niveles muy reducidos en una perspectiva histórica amplia, conviene señalar que se están produciendo crecimientos en el volumen de *activos dudosos*, en algunos casos, a tasas elevadas (véase gráfico I.1D). Así,

1. De hecho, la relación empírica que existe entre la expansión del crédito y la morosidad futura es uno de los principales elementos que fundamentan la política de regulación prudencial y, en particular, la de provisiones para insolvencias. A este respecto, véase el trabajo de G. Jiménez y J. Saurina (2006), «Credit cycles, credit risk, and prudential regulation», en *Internacional Journal of Central Banking*, vol. 2, n.º 2, junio, pp. 65-98.

EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO Y MOROSIDAD
Entidades de depósito. DI

GRÁFICO I.1



FUENTE: Banco de España.

para el conjunto de entidades de depósito se observa que los activos dudosos del crédito al sector privado residente están aumentando en junio de 2006 al 10,2%, en relación con la situación de relativa estabilidad previa al cambio contable². Por segmentos de negocio, el crecimiento de activos dudosos es particularmente elevado en el crédito al consumo (31,8%), mientras que en la financiación para adquisición de vivienda y en el crédito a empresas el aumento es menor (19,4% y 6,9%, respectivamente).

El *perfil de riesgo de los activos financieros en el exterior* ha descendido ligeramente en la primera mitad de 2006, por lo que continúa situado en los niveles más bajos de los últimos siete años, ayudado por la favorable evolución de las economías latinoamericanas y por la diversificación geográfica que han llevado a cabo las entidades.

2. El cambio introducido por la Circular del Banco de España 4/2004, como ya se comentó en los dos últimos IEF, se tradujo en un aumento significativo de los activos dudosos debido a que la entrada en mora de una cuota vencida se traduce en la clasificación como moroso de todo el importe pendiente de pago. El mencionado cambio contable implica un aumento muy importante, aunque temporal, de la tasa de crecimiento de los activos dudosos en junio y diciembre de 2005, así como un aumento de la volatilidad de la serie de difícil calibración y corrección.

BALANCE CONSOLIDADO
Entidades de depósito

CUADRO I.1

ACTIVO	JUN-06	VAR.	PESO	PESO
		JUN-06/ JUN-05	RELATIVO JUN-05	RELATIVO JUN-06
	(m€)	(%)	(%)	(%)
Caja y bancos centrales	42.810	9,2	1,7	1,6
Depósitos en entidades de crédito	232.675	0,9	9,9	8,7
Crédito a las AAPP	50.591	0,1	2,2	1,9
Crédito al sector privado	1.720.053	25,2	59,2	64,6
Valores de renta fija	335.232	0,4	14,4	12,6
Otros instrumentos de capital	83.915	10,2	3,3	3,2
Participaciones	31.878	13,3	1,2	1,2
Derivados	65.107	-23,9	3,7	2,4
Activo material	35.056	-8,2	1,6	1,3
Otros	63.704	0,5	2,7	2,4
TOTAL ACTIVO	2.661.021	14,7	100	100
Pro memoria:				
Financiación al sector privado	1.809.754	24,3	62,8	68,0
Financiación a las AAPP	215.045	-9,9	10,3	8,1
Activos dudosos totales	14.396	7,4	0,6	0,5
Ratio de morosidad total		0,62		
Fondos de insolvencias y riesgo-país	32.646	16,8	1,2	1,2
PASIVO Y PATRIMONIO NETO		VAR.	PESO	PESO
JUN-06		JUN-06/ JUN-05	RELATIVO JUN-05	RELATIVO JUN-06
	(m€)	(%)	(%)	(%)
Caja y depósitos en bancos centrales	60.004	29,7	2,0	2,3
Depósitos de entidades de crédito	426.866	9,8	16,8	16,0
Depósitos de las AAPP	62.440	10,7	2,4	2,3
Depósitos del sector privado	1.204.844	10,3	47,1	45,3
Valores negociables	465.420	55,6	12,9	17,5
Derivados	71.114	-6,8	3,3	2,7
Financiación subordinada	67.053	19,9	2,4	2,5
Provisiones	35.551	-3,7	1,6	1,3
Otros	114.787	-9,4	5,5	4,3
TOTAL PASIVO	2.508.079	15,1	93,9	94,3
Intereses minoritarios	6.013	-6,7	0,3	0,2
Ajustes por valoración	15.087	-18,3	0,8	0,6
Fondos propios	131.839	13,7	5,0	5,0
TOTAL PATRIMONIO NETO	152.939	8,5	6,1	5,7
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	2.661.021	14,7	100	100

FUENTE: Banco de España.

- a. En el epígrafe «Otros» se incluye el resto de partidas de activo y de pasivo no consideradas explícitamente, incluidos los ajustes de valoración.

Por otro lado, el sector de seguros, con una presencia muy significativa de empresas aseguradoras dependientes de entidades de depósito, ha evolucionado favorablemente a lo largo de 2005 en términos de actividad, rentabilidad y solvencia, lo que contribuye a reforzar la estabilidad del conjunto del sistema financiero español.

I.1.2 EVOLUCIÓN
DE LA ACTIVIDAD DE LOS
INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

Los balances consolidados de las entidades de depósito españolas reflejan un elevado dinamismo de la actividad (véase cuadro I.1), si bien el crecimiento registrado por el activo hasta junio de 2006 (14,7%) es algo menor que en anteriores IEF. Dicho dinamismo se debe, en buena medida, a la evolución de la financiación concedida al sector privado en el negocio en España. Al tiempo, en un momento favorable de la

economía mundial, la actividad en los negocios en el extranjero también se muestra expansiva.

Balances consolidados de las entidades de depósito

El crecimiento de la actividad se observa, por una parte, en los negocios en España, que, con un peso relativo del 77,3% en el total, registran un incremento del 14,9%. A pesar de experimentar una desaceleración de 7 pp con respecto a junio de 2005, el crecimiento de la actividad continúa siendo notable, y está en línea con el dinamismo de la economía española, que mantiene incrementos del PIB mayores que los registrados por otros países de nuestro entorno. La evolución de los negocios en el extranjero también contribuye al incremento de la actividad total, ya que crecen un 14,3%. Además, su peso relativo (22,7%) está en el entorno de los máximos alcanzados a principios de la década, tras los procesos de expansión de la banca española en Latinoamérica.

Por lo que respecta a la *estructura del activo*, la financiación al sector privado, especialmente el crédito concedido (véase gráfico I.2A), continúa creciendo por encima de lo que crece el total del balance (24,3%, frente a 14,7%). Así, y continuando la tendencia de anteriores IEF, el peso de la financiación al sector privado sigue aumentando (5 pp desde junio de 2005, hasta el 68% del balance). El dinamismo registrado en los negocios en España (24,8%) se justifica, en buena medida, por el comportamiento expansivo de la financiación concedida a familias y empresas. Dicho comportamiento está relacionado con la evolución del crédito con garantía real (adquisición de vivienda y construcción y promoción inmobiliaria, fundamentalmente), que mantiene tasas de crecimiento del 29%. De hecho, su peso relativo sobre los balances bancarios, y también sobre la financiación concedida al sector privado, se ha venido incrementando en los últimos años (véase gráfico I.2B).

El crecimiento de la financiación al sector privado que se observa en los negocios en España queda reforzado por el registrado en los negocios en el extranjero, que se incrementan un 22,5%. Así, su peso en el total de la actividad en el extranjero pasa del 57,8% en junio de 2005 al 62% en junio de este año. En este caso, el dinamismo registrado por los deudores con garantía real (crecen un 19,5%) se ve más que reforzado por el del resto del crédito (crece un 28,1%).

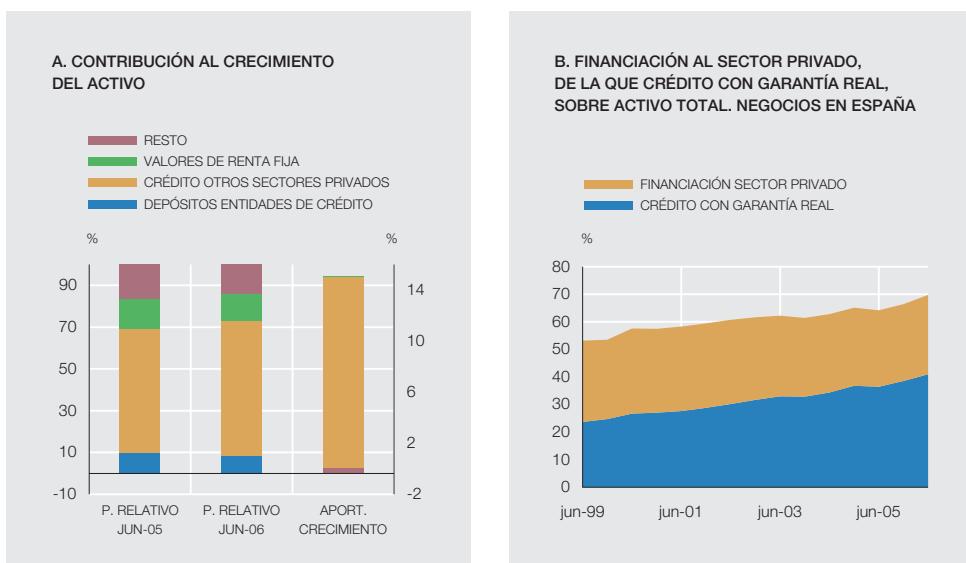
En este contexto de crecimiento de la actividad, los activos dudosos de las entidades de depósito españolas a nivel consolidado se incrementan en junio de 2006 un 7,4%, 2,9 pp más que en diciembre de 2005. Este aumento de los dudosos es especialmente intenso en los negocios en España, donde crecen un 10,7%. Por su parte, en los negocios en el extranjero el crecimiento es muy modesto (1%).

No obstante, esta evolución de los activos dudosos no se ha trasladado a las ratios de morosidad, que continúan reduciéndose. Así, en los negocios totales se sitúa en el 0,62% (7 pb menos que en junio de 2005), 0,54% (4 pb menos que en junio de 2005) en los negocios en España y 0,93% (16 pb menos que en junio de 2005) en los desarrollados en el extranjero. El descenso en la ratio se explica por el alto crecimiento del crédito concedido. Si se pone en relación el volumen de activos dudosos y los fondos de insolvencias y riesgo país constituidos por las entidades de depósito españolas, se observa que estos últimos superan a los dudosos en algo más de dos veces. En cualquier caso, conviene recordar que acostumbra a existir un desfase temporal entre la concesión del crédito y su eventual entrada en mora, desfase que depende, entre otros factores, de la fase cíclica en que se encuentra la economía, fase que para la economía española, al igual que para la mayoría de países en los que operan las entidades de depósito españolas, es en estos momentos claramente expansiva.

La financiación concedida a las AAPP se reduce un 9,9% en junio de 2006, perdiendo protagonismo en los balances bancarios, desde el 10,3% del total registrado en junio de 2005

EVOLUCIÓN DEL ACTIVO
Entidades de depósito

GRÁFICO I.2



FUENTE: Banco de España.

hasta el 8,1% observado en el mismo mes del presente ejercicio. Si se distingue por negocios, la disminución de la financiación concedida a las AAPP se produce tanto en España (-10,1%) como en el extranjero (-9,5%).

En relación con las acciones (otros instrumentos de capital del cuadro I.1), en una coyuntura favorable de los mercados financieros españoles e internacionales durante 2005 y algo más incierta en la primera mitad del presente ejercicio, se observa un incremento del 10,2%. En la medida en que el crecimiento del activo es mayor, su peso relativo se reduce 1 pb, hasta el 3,2%. Por otro lado, las participaciones accionariales muestran una evolución similar, registrando un aumento del 13,3%, con un peso estable en el balance del 1,2%.

Por lo que respecta a la *estructura del pasivo*, que crece al 15,1% en junio de 2006, se confirman las principales tendencias que ya se venían registrando en anteriores IEF. Así, los depósitos captados del sector privado (familias y empresas) crecen moderadamente (un 10,3%), lo que se traduce en una reducción de su peso relativo de 1,8 pp, hasta el 45,3% (véase gráfico I.3A). Distinguendo por negocios la situación es análoga, y tanto en España como en el extranjero pierden peso relativo. No obstante, el crecimiento registrado en España es sustancialmente más intenso (13,4%) que en el extranjero (1,5%).

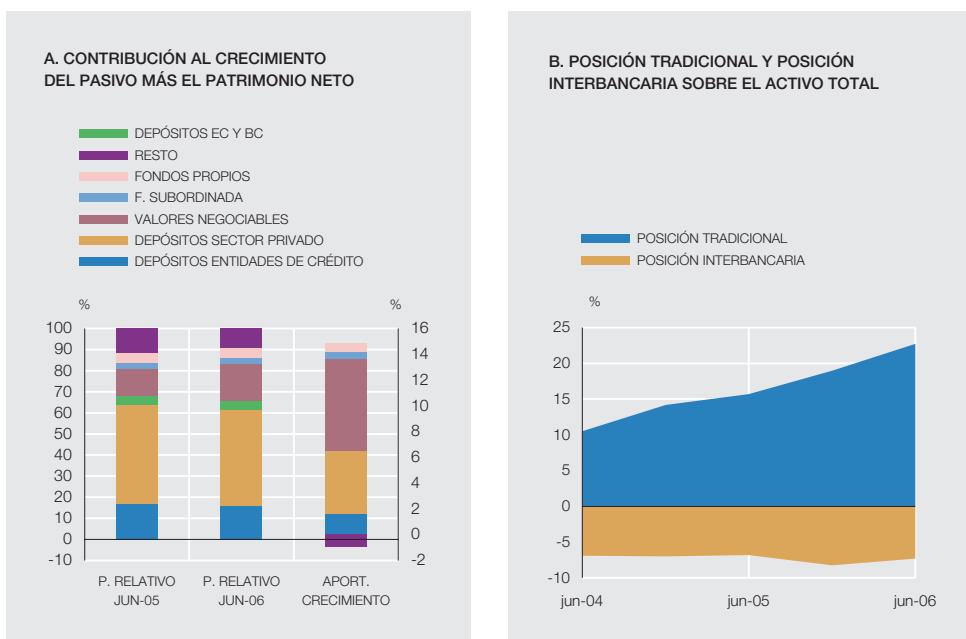
El moderado crecimiento de los depósitos captados del sector privado se contrapone con el elevado ritmo de avance registrado por la financiación concedida a dicho sector. Así, la posición tradicional, es decir, la financiación concedida menos los depósitos captados de familias y empresas, ha incrementado su peso relativo 7 pp, hasta el 22,7% (véase gráfico I.3B).

Las entidades de depósito españolas han obtenido financiación acudiendo al mercado interbancario, aunque los datos de junio de 2006 reflejan solo un moderado incremento de los depósitos captados de entidades de crédito (9,8%), lo que hace aumentar ligeramente la posición interbancaria desde junio de 2005 (5 pb, hasta el -7,3%; véase gráfico I.3B).

Por su parte, la financiación de la actividad a través de la emisión de valores negociables ha continuado mostrándose muy dinámica, registrando un crecimiento del 55,6%, lo que se

EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN
Entidades de depósito

GRÁFICO I.3



FUENTE: Banco de España.

traduce en una ganancia de peso relativo en los balances de las entidades de 4,3 pp, hasta el 17,5% (véase gráfico I.3A). La insuficiencia de los depósitos de familias y empresas para cubrir la fuerte expansión del crédito al sector privado explica el creciente recurso a los mercados de valores por parte de las entidades de depósito españolas. Estas también han apelado a la financiación subordinada, que crece un 19,9%, aumentando su peso relativo en el balance 1pb, hasta el 2,5%.

Finalmente, el *patrimonio neto* ha crecido un 8,5%, reduciendo ligeramente su peso relativo (desde el 6,1% hasta el 5,7% en junio de 2006 en el total balance). El incremento registrado en el patrimonio se debe en su totalidad a la evolución de los fondos propios (crecen un 13,7%), ya que tanto los intereses minoritarios como los ajustes por valoración se reducen en un 6,7% y un 18,3%, respectivamente.

Aseguradoras

Los datos provisionales de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones³ muestran una evolución favorable del sector asegurador español en 2005, con aumentos de la actividad, de la rentabilidad y de la solvencia, tanto en el ramo vida como en el no vida. Esta evolución se observa también, en general, en las compañías europeas inmersas en un ciclo favorable.

La actividad del sector asegurador español creció un 8,3%, una tasa muy similar a la del año anterior (8,6%). A pesar de ello, en los últimos años, su tamaño está perdiendo peso en el conjunto de los activos del sistema financiero español, ya que el crecimiento de los activos de las compañías de seguros ha sido muy inferior al de las entidades de crédito. Así, mientras que los activos de las aseguradoras en 2002 suponían algo más del 11% del activo de las entidades de crédito, en 2005 son el 8,8%.

La partida del activo que más ha crecido, en los dos últimos años, es la de inversiones en acciones. Sin embargo, a diferencia de otros países europeos, estas tienen un peso muy pequeño

3. Seguros y Fondos de Pensiones, *Informe 2005*.

ño en el activo (2%). La partida que más ha contribuido al crecimiento del activo es la de inversiones en renta fija, que representan más de la mitad del activo de las aseguradoras. Por su parte, las inversiones por cuenta de los tomadores de seguros que asumen el riesgo de la inversión, después de las caídas de los años anteriores, vuelven a crecer (10,5%) y representan el 5,1% del activo. La estructura del pasivo ha variado poco en los últimos años. No obstante, el capital y las reservas han crecido un 15% en 2004 y un 14,6% en 2005, representando ya el 10,1% del pasivo, lo que refuerza la solvencia de estas entidades. Además, la rentabilidad aumentó, pasando el ROE del total sector asegurador del 18,2% en 2004 al 21,6% en 2005.

Para el seguro de vida, las primas devengadas brutas crecieron un 7,8%, resultado de un aumento del 4,5% de las primas del negocio tradicional y un 50,1% de las *unit linked*. El crecimiento de las primas *unit linked* y, en general, de las inversiones en instrumentos de capital responde a la favorable evolución bursátil. La siniestralidad bruta aumentó un 5% sobre el año anterior, con lo que la ratio con respecto a las primas descendió al 80,9%, mientras que los gastos de explotación crecieron el 6,5%. Con todo ello, el resultado técnico financiero aumentó un 6,3%. Los requerimientos de recursos propios crecieron un 7%, mientras que el margen de solvencia (recursos propios de las entidades) lo hizo en un 7,3%, situando el cociente entre ambos en el 201%, lo que pone de manifiesto la fortaleza del ramo vida.

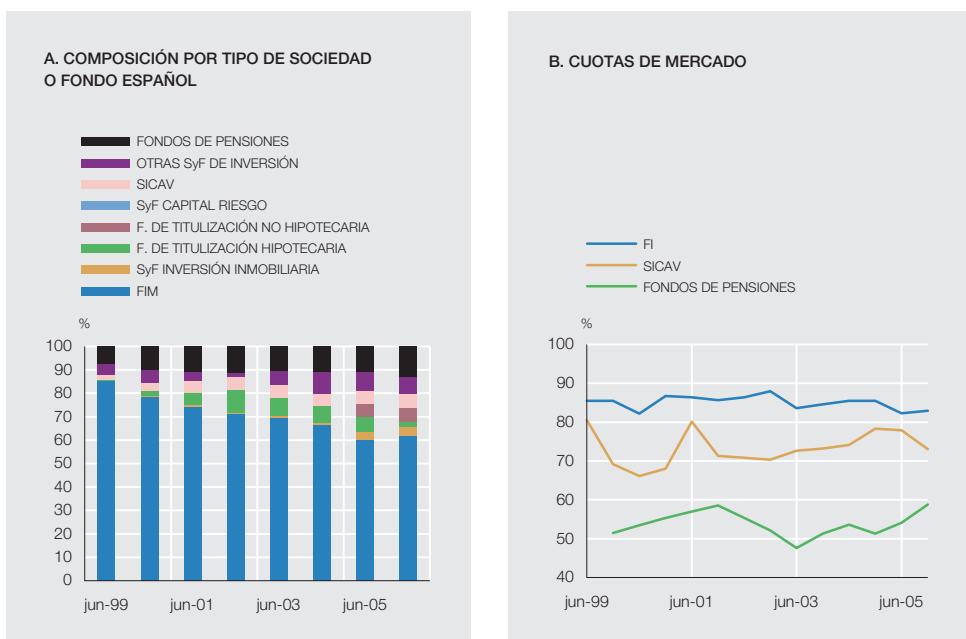
Para el seguro de no vida, las primas devengadas brutas aumentaron un 7,4%, mientras que la siniestralidad bruta aumentó el 9,1%, situando la ratio de siniestralidad en el 69,8%. Los gastos de explotación ascendieron un 6,6%, y el resultado técnico financiero, un 5,7%. Los requerimientos de capital crecieron un 7,6%, muy por debajo del aumento efectivo de recursos propios que realizaron las entidades (19,6%). De esta forma, en 2005 los recursos propios representan el 363% de los requerimientos, frente al 327% de 2004, lo que pone de manifiesto no solo la solvencia del ramo no vida, sino que esta va en aumento.

Gestión de activos

Los activos de todos los fondos y sociedades administrados por las gestoras dependientes de entidades de depósito crecieron un 12,5% en junio de 2006 en relación con el mismo período del año anterior, aunque mostrando una desaceleración con respecto al crecimiento de los dos años anteriores. Si se define la totalidad de los recursos captados por las entidades de depósito como la suma de los recursos gestionados fuera de balance (a través de gestoras dependientes) más los depósitos de la clientela, los valores negociables emitidos y la financiación subordinada, se observa que los primeros representan el 18% del total de recursos captados, 24,6% en bancos y 8,5% en cajas.

Para el conjunto de entidades de depósito, los activos de los fondos y sociedades administrados en España representaban, en junio de 2006, el 73,4% del total de activos gestionado por dichas entidades, cuando en junio de 1999 representaban el 90,2%, con un predominio de los fondos de inversión mobiliaria, seguidos, de lejos, de los fondos de pensiones (véase gráfico I.4A). Para los bancos, los activos de los fondos españoles representan el 68% del total de fondos gestionados (87,5% en 1999), y para las cajas, el 95,6% (98,9% en 1999).

En junio de 2006, del total de los activos de los fondos y sociedades gestionados por las entidades de depósito españolas, la banca administraba el 80,6%, las cajas el 18,6% y las cooperativas el 0,9%. Para los fondos y sociedades españoles la banca gestionaba el 74,6%, las cajas el 24,2% y las cooperativas el 1,2%. De hecho, en los últimos años, la banca ha ido ganando cuota sobre el total gestionado debido a su actividad en el extranjero, ya que, en España, ha perdido algo de cuota en beneficio de las cajas, que, prácticamente, no gestionan fondos extranjeros. Esta evolución es en buena medida un reflejo de las estrategias de negocio seguidas por ambos grupos de entidades.



FUENTES: CNMV, DGSFP y Banco de España.

Una manifestación adicional del elevado protagonismo de los bancos en el sistema financiero español, se obtiene al analizar la cuota de mercado que las entidades de depósito españolas ostentan, a través de sus sociedades gestoras de fondos, en el mercado de gestión de activos (véase gráfico I.4B).

I.2 Riesgo de crédito

I.2.1 IMPACTO DEL CONTEXTO MACROECONÓMICO

a. España y la Unión Económica y Monetaria

La actividad económica del área del euro experimentó un mayor dinamismo durante la primera mitad de 2006, impulsada principalmente por las exportaciones y la inversión. Así, entre abril y junio el PIB creció un 2,6% en términos interanuales, frente al 1,7% observado el cuarto trimestre de 2005 (véase gráfico I.5). Por su parte, la economía española mantuvo un notable ritmo de expansión. Así, de acuerdo con las estimaciones más recientes de la Contabilidad Nacional, el PIB avanzó en ese período a una tasa interanual del 3,7%, una décima por encima de los registros de marzo y diciembre del año anterior.

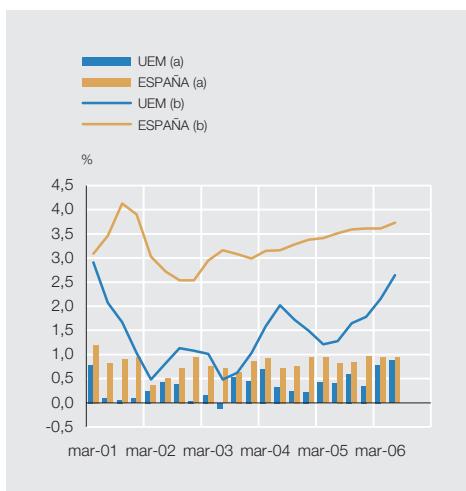
Aunque la economía española ha evolucionado de forma favorable y el entorno exterior ha registrado una clara mejoría, no se han producido avances significativos en la corrección de los desequilibrios globales y continúa la incertidumbre sobre la evolución de los precios del petróleo. Desde una perspectiva más nacional, tampoco se han producido grandes mejoras en la solución de los problemas de competitividad y del creciente endeudamiento del sector privado. Por ello, se mantienen los principales factores de riesgo señalados en anteriores IEF para las perspectivas de crecimiento a medio plazo en nuestro país.

Sociedades no financieras

Durante el primer semestre, la deuda de las sociedades no financieras continuó con la pauta de aceleración observada el año pasado, con una tasa de crecimiento en el primer semestre por encima del 25%. Por instrumentos, el crédito bancario de las entidades residentes volvió a ser el componente más importante, si bien cabe destacar el mayor dinamismo de los préstamos exteriores y de las emisiones de deuda. La información del crédito por finalidades, correspondiente al primer semestre, refleja un aumento notable en el ritmo de expansión de los recursos bancarios captados por el sector de construcción y promoción inmobiliaria, mientras que en la mayoría de las restantes ramas el avance es mucho más moderado.

TASAS DE VARIACIÓN DEL PIB REAL

GRÁFICO I.5



FUENTES: INE y Eurostat.

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

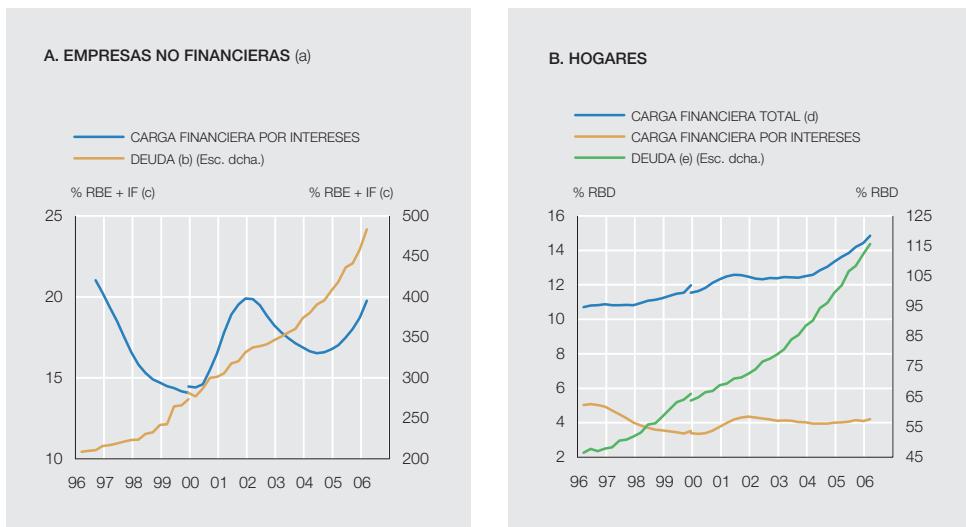
El elevado dinamismo del recurso a la financiación ajena determinó un nuevo incremento de las ratios de endeudamiento agregadas del sector de empresas no financieras (véase gráfico I.6A). Este desarrollo, junto con el ascenso del coste de la deuda, se tradujo en un mantenimiento de la senda creciente de la carga por intereses hasta alcanzar cifras próximas al 20% del resultado económico bruto más los ingresos financieros. Asimismo, el aumento de la tasa de avance de los pagos netos por intereses y la desaceleración del excedente bruto de explotación en términos acumulados de doce meses contribuyeron a un descenso moderado de la rentabilidad del capital del conjunto de sociedades no financieras.

Los datos más recientes de la Central de Balances Trimestral (CBT), correspondientes al primer trimestre, evidencian también una evolución creciente de las ratios de endeudamiento y de carga financiera. El ascenso fue especialmente intenso en el primer caso, debido, fundamentalmente, a las necesidades de financiación de una operación de adquisición por parte de una compañía de telecomunicaciones de elevado tamaño. A pesar del incremento de los gastos financieros, la rentabilidad ordinaria de los recursos propios del conjunto de las compañías de la CBT volvió a aumentar, evolución que se explica por el comportamiento de los grandes grupos empresariales, ya que dicho indicador experimentó un ligero retroceso para el resto de sociedades.

A mediados de año, las expectativas de los analistas sobre el crecimiento de los beneficios durante los próximos 12 meses de las empresas no financieras cotizadas, en las que están sobrerepresentadas las de mayor tamaño, muestran tasas de crecimiento elevadas, aunque inferiores a las que se proyectaban tres meses antes. Por su parte, las primas de riesgo de las compañías negociadas en los mercados de derivados de crédito se mantuvieron en niveles reducidos, lo que pone de manifiesto la favorable apreciación del mercado sobre la calidad crediticia de estas firmas.

Hogares

A pesar del ascenso en los costes de financiación, la deuda de los hogares ha seguido creciendo durante el primer semestre a un ritmo elevado, superior al 20% en términos interanuales. El crédito para la adquisición de vivienda ha continuado siendo el componente más expansivo, si bien resulta también destacable el dinamismo del destinado al consumo.



FUENTE: Banco de España.

- a. Desde 2000 se utiliza una estimación provisional de las rentas coherentes con la CNE, base 2000.
- b. Recursos ajenos con coste.
- c. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- d. Estimación de los pagos por capital e intereses.
- e. Incluyendo crédito bancario y titulización.

El aumento de los tipos de interés y de la deuda asumida por el sector hogares condujo a un nuevo avance de los indicadores de presión financiera de las familias. Así, tanto la ratio de endeudamiento como la de carga financiera continuaron aumentando en el primer trimestre del año (véase gráfico I.6B). Tal como se muestra en el recuadro I.1, el primer indicador se situaba a finales de 2005 en un nivel que superaba al correspondiente valor observado en el conjunto de la UEM y próximo al de Estados Unidos. No obstante, los pagos de intereses que realizaban en ese período los hogares españoles en proporción de su renta bruta disponible eran similares a los de los residentes en el área del euro e inferiores a los de los estadounidenses.

En el mercado inmobiliario, el precio de la vivienda ha mantenido la pauta de desaceleración iniciada el año pasado (su tasa de crecimiento interanual se redujo el segundo trimestre hasta el 10,8%), evolución que está en línea con el escenario esperado de corrección ordenada y gradual de la valoración que actualmente presentan dichos activos. En todo caso, el todavía elevado ritmo de avance del valor de estos bienes ha permitido que se produjera un nuevo ascenso del patrimonio neto de los hogares, compensando así el creciente grado de presión financiera sobre el sector.

En definitiva, aunque la posición patrimonial agregada de los hogares sigue siendo sólida, durante los últimos trimestres se han acentuado los riesgos señalados en informes anteriores relacionados con posibles subidas de los tipos de interés, las rentas o el precio de los activos, especialmente la vivienda.

b. Resto del mundo

La evolución macroeconómica y financiera global se ha caracterizado por un robusto crecimiento económico, por una contención de las presiones inflacionistas, que, a pesar del elevado ritmo de actividad y de los precios del petróleo, tan solo han registrado un moderado deterioro, y por unas condiciones de financiación holgadas, a excepción del período de volatilidad registrado en los mercados financieros en mayo-junio⁴. Así, la fortaleza del crecimiento eco-

4. Véase el recuadro I.2 para un análisis más detallado.

EVOLUCIÓN COMPARADA DE LOS PAGOS ASOCIADOS A LA DEUDA CREDITICIA DE LOS HOGARES ESPAÑOLES

RECUADRO I.1

Durante la última década, la financiación de los hogares españoles ha mostrado un notable dinamismo, superior al de sus ingresos, de modo que entre 1995 y 2005 la ratio de endeudamiento de las familias, que partía de un nivel inferior al de otros países de nuestro entorno, se incrementó en más de 65 pp, hasta superar el 110% de la renta bruta disponible (RBD) del sector, valor que se sitúa por encima del dato promedio del área del euro y cerca de la cifra de Estados Unidos (véase gráfico A). El incremento del endeudamiento familiar puede tener algunas implicaciones sobre la capacidad del sector para hacer frente a las obligaciones financieras derivadas de la deuda asumida. Así, el aumento del crédito llevará normalmente asociado un ascenso de los pagos periódicos en concepto de intereses y de devolución del capital, que dependerá, no obstante, de variables como el tipo de interés y el plazo de la operación.

En cuanto a los pagos por intereses en relación con la RBD de los hogares en España, la UEM y en Estados Unidos entre 1995 y 2005 (véase gráfico B), se aprecia, en primer lugar, que, a pesar del creciente endeudamiento, estos gastos no han aumentado en nuestro país, lo que refleja el acusado descenso del coste de la financiación. Por otra parte, en términos comparados, la carga financiera por intereses de las familias españolas se situaba a finales de 2005 en un nivel similar al del promedio de la UEM y por debajo del correspondiente valor observado en Estados Unidos.

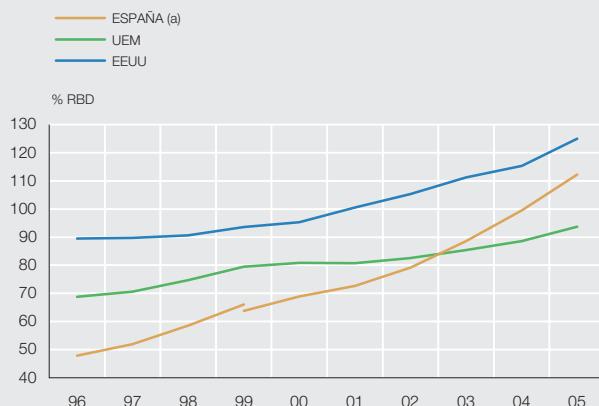
Debe tenerse en cuenta, no obstante, que las familias han de hacer frente también a la devolución del capital pendiente. Las diferencias metodológicas impiden realizar una comparación de estos gastos entre países. En el caso de España, las estimaciones disponibles muestran que el esfuerzo financiero de los hogares

res, medido como los pagos asociados a la deuda contraída en relación con su RBD, ha aumentado en menor medida que el endeudamiento, lo que refleja, además del descenso del precio de la financiación, el alargamiento de los plazos medios de los préstamos. Sin embargo, en el período más reciente se aprecia una aceleración del indicador, que resulta del mantenimiento del dinamismo de la financiación recibida en un contexto en el que se ha agotado el proceso de reducción de los tipos de interés. De este modo, actualmente dicha ratio se sitúa en torno al 15%, más de 4 pp por encima del nivel en 1995.

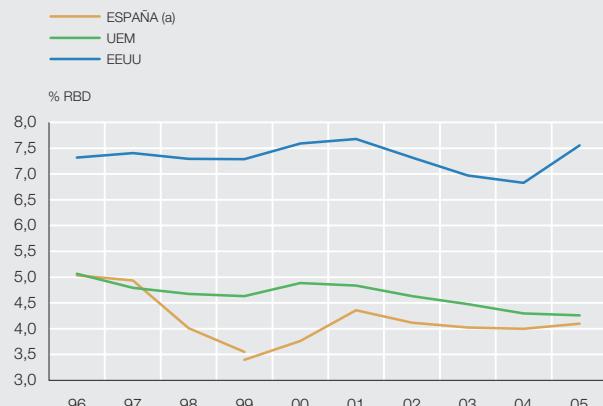
A pesar del aumento de carga financiera, en promedio su nivel no parece suponer un grado de presión financiera significativo que pudiera traducirse en un aumento apreciable de la morosidad. Sin embargo, conviene recordar que estas estimaciones están basadas en información agregada y podrían ocultar situaciones menos benignas para determinados grupos. En este sentido, estudios realizados utilizando la Encuesta Financiera de las Familias (EFF)¹ con datos correspondientes a 2002 confirman que, si bien la familia endeudada representativa destina una proporción moderada de sus ingresos a hacer frente a las obligaciones derivadas de la deuda asumida, existe un porcentaje no despreciable de hogares con deudas pendientes (7%) para los que dicha ratio se situaba en 2002 por encima del 40%. Este resultado era particularmente evidente para los estratos de renta más reducida, donde el indicador alcanzaba registros más elevados que los observados en Estados Unidos para el mismo segmento de población².

1. Véase «Encuesta Financiera de las Familias españolas (EFF): descripción, métodos y resultados preliminares», *Boletín Económico*, noviembre 2004, Banco de España. 2. Véase recuadro 5.3 del *Informe Anual, 2005*, del Banco de España.

A. ENDEUDAMIENTO



B. PAGO POR INTERESES



FUENTES: Reserva Federal, US Bureau of Economic Analysis, BCE y Banco de España.

a. Los datos de la contabilidad nacional sectorial corresponden, hasta 1999, a la CNE, base 1995. A partir de 1999, corresponden a la CNE, base 2000.

nómico en la mayoría de las áreas ha compensado con creces una significativa desaceleración en Estados Unidos durante el segundo trimestre, por lo que incluso se han revisado al alza las previsiones de crecimiento económico global para el conjunto de 2006, situándose en el entorno del 5%, próximas a los niveles máximos alcanzados en 2004 (5,4%). En este contexto ha proseguido el endurecimiento gradual de las condiciones monetarias globales, si bien el mantenimiento del tipo de interés oficial en Estados Unidos a partir de agosto, y la revisión a la baja de las expectativas de mercado sobre la evolución de los tipos oficiales en Estados Unidos y en Japón han ralentizado esta tendencia.

Los principales riesgos de este escenario central se asocian con una desaceleración económica en Estados Unidos mayor que la esperada, y su consiguiente efecto de arrastre al resto de economías, con un deterioro de la inflación que podría motivar una reacción enérgica por parte de las autoridades monetarias, o con una corrección desordenada de los desequilibrios globales. Cualquiera de estos escenarios muy probablemente provocaría una reducción del apetito por el riesgo que podría tener consecuencias muy importantes sobre las condiciones de financiación de las empresas y de los países emergentes. En cualquier caso, de estos riesgos, la eventualidad de una fuerte apreciación del euro asociada a la corrección traumática del déficit exterior estadounidense, aunque ciertamente no constituye el escenario más probable, tendría consecuencias muy importantes sobre el área del euro.

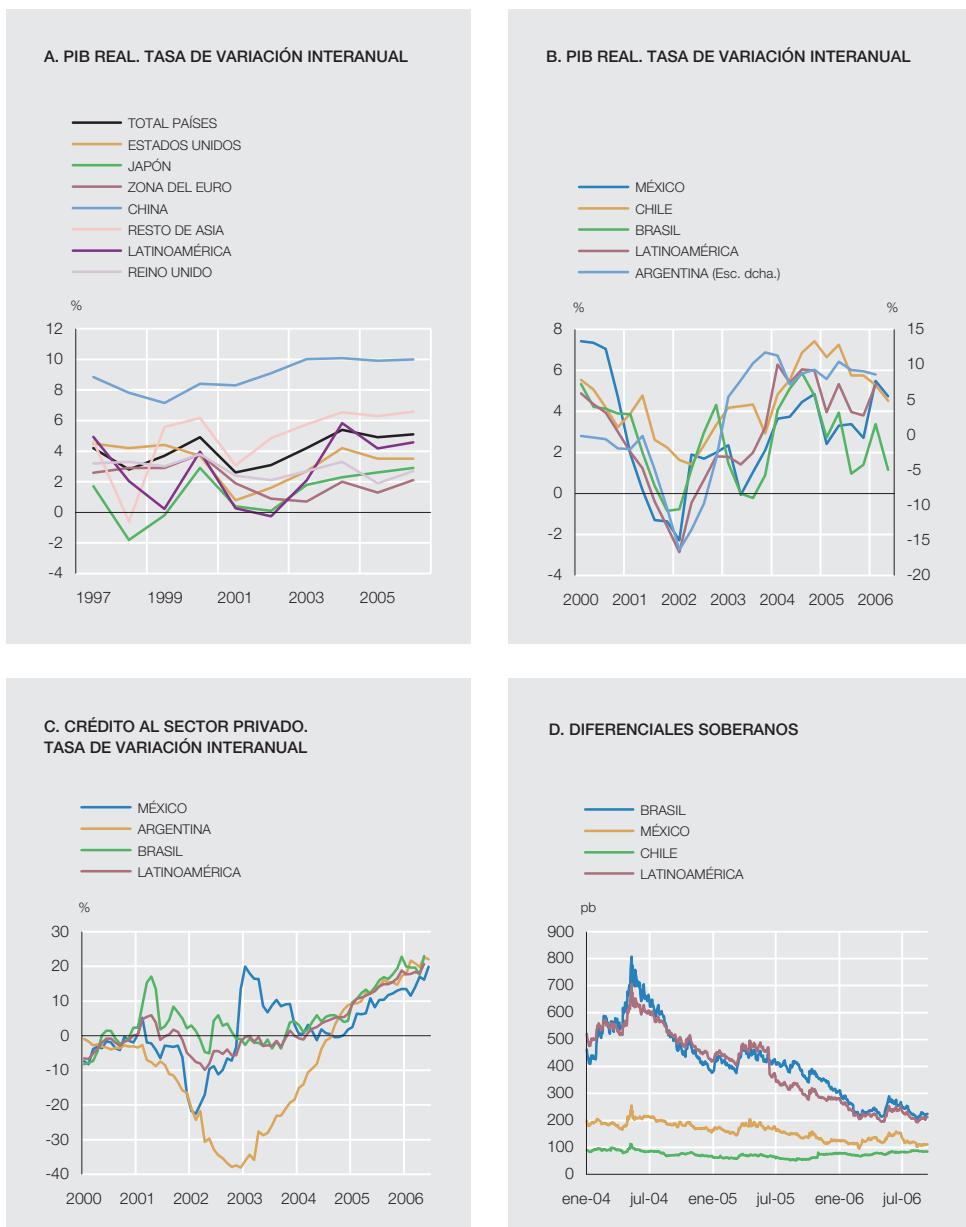
En *Estados Unidos* el crecimiento del PIB durante el segundo trimestre del año se redujo hasta el 2,6% en tasa trimestral anualizada, frente al robusto crecimiento del 5,6% registrado en el primer trimestre (véase gráfico I.7A). Esta ralentización fue resultado de una significativa desaceleración del consumo y de la inversión privada. A pesar de ello, para el conjunto del año 2006, el crecimiento del PIB podría situarse en el 3,4%, nivel similar al observado en 2005 (3,2%). Los principales riesgos para este escenario están relacionados con el debilitamiento del mercado inmobiliario y su eventual impacto sobre el consumo y la inversión. Por su parte, el déficit por cuenta corriente siguió deteriorándose durante el segundo trimestre, alcanzando el 6,5% del PIB debido, en gran medida, al encarecimiento del petróleo. La inflación subyacente se situó en agosto en el 2,8%, seis décimas por encima del nivel registrado en 2005. En resumen, aunque se mantiene un ritmo de actividad relativamente robusto, ha aumentado la incertidumbre respecto al mantenimiento del mismo en un contexto en el que no se observan todavía indicios de corrección del déficit exterior o un cambio de tendencia en la evolución de la inflación.

En *Japón* el PIB creció durante el segundo trimestre de 2006 a una tasa trimestral anualizada del 0,8%, lo que supuso que la tasa interanual se redujera hasta el 2,5%, frente al robusto 3,6% anterior. Esta significativa desaceleración fue consecuencia del menor ritmo de exportaciones y de la moderación en el crecimiento de la inversión residencial y pública, que habían tenido un comportamiento particularmente positivo a principios de año. El Banco de Japón, tras unos meses en los que redujo drásticamente el suministro de liquidez, elevó la tasa de interés oficial hasta el 0,25%.

En el *Reino Unido* el crecimiento del PIB en el segundo trimestre fue del 0,8%, situándose la tasa interanual en el 2,6%, dos décimas por encima de la registrada en el primer trimestre del año. Este crecimiento se basó en el positivo comportamiento de la demanda interna, destacándose la recuperación del consumo privado (aumentó un 1% en tasa trimestral) y el avance de la inversión privada (1,7% en el trimestre). Por su parte, la contribución de la demanda externa fue bastante negativa, a pesar del dinamismo de las exportaciones. El Banco de Inglaterra elevó en agosto las tasas de interés oficiales en 25 pb, hasta

**EVOLUCIÓN DEL PIB, CRECIMIENTO DEL CRÉDITO
Y DIFERENCIALES SOBERANOS**

GRÁFICO I.7



FUENTES: IFS y Datastream.

el 4,75%, tras un inesperado deterioro en la evolución de los precios en junio, que situó su tasa interanual en el 2,5%, por encima del objetivo del 2%. En cuanto a los precios de la vivienda, se mantiene la inesperada recuperación gradual que se inició a principios de este año.

En China el crecimiento del PIB durante el segundo trimestre del año se aceleró hasta el 11,3% en tasa interanual. Los riesgos de recalentamiento propiciaron la adopción de medidas de política restrictiva. Así, el banco central incrementó los tipos de interés de referencia de los préstamos en 54 pb y los de los depósitos en 27 pb, endureció las condiciones de financiación hipotecaria y aumentó el coeficiente de reservas bancarias. La inflación se mantiene en niveles particularmente reducidos (1,3% interanual en agosto). Por otro lado, el renminbi continuó apreciándose muy suavemente respecto al dólar hasta mediados de septiembre, y las reservas exteriores alcanzaron los 954.000 millones de dólares en julio.

Durante el mes de mayo de 2006 se desencadenó un episodio de inestabilidad financiera que afectó de manera global a los mercados financieros, y de forma particular a los emergentes, aunque a mediados de junio empezaron los primeros síntomas de recuperación, que se han ido consolidando hasta la actualidad en la mayor parte de las economías.

El gráfico A representa el índice de volatilidad implícita del S&P 500 (VIX), cuyo comportamiento tiende a asociarse con la de la aversión o el apetito por el riesgo en los mercados, ya que muestra una correlación muy elevada con la evolución de los diferenciales de crédito corporativos y soberanos. La evolución del VIX ilustra cómo el episodio de inestabilidad financiera de mayo fue de duración y alcance limitado comparado con episodios anteriores, como la crisis asiática, rusa y argentina o las dificultades en Brasil en 2002. Sin embargo, se trata del mayor repunte de la volatilidad de los últimos tres años, que, de hecho, se han caracterizado por una tendencia decreciente en la volatilidad, una holgada liquidez global y, a partir de 2004, por un movimiento alcista prolongado, pero muy gradual y predecible, de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos. Además, cabe resaltar su carácter marcadamente global, ya que afectó a prácticamente todos los activos financieros en las tres regiones emergentes, en las bolsas de los países industrializados y en los mercados de materias primas.

Entre los posibles detonantes de este movimiento en los mercados se encuentra un aumento en la incertidumbre en torno a la dirección de política monetaria en Estados Unidos, en un contexto caracterizado por unas perspectivas de menor liquidez global fundamentadas en el mayor rigor monetario instrumentado en otras economías, como Japón y el área del euro, que se sumaban al ciclo alcista de tipos en Estados Unidos. Esta percepción de mayor incertidumbre en los mercados se tradujo en una fuerte corrección en las valoraciones de los activos con riesgo, en particular de aquellos en los que las subidas habían sido más acentuadas en los últimos meses. Como efecto reflejo, tendieron a revalorizarse temporalmente activos tradicionalmente considerados como refugio, como los bonos y el dólar. Esta huida hacia los activos percibidos como de menor riesgo y el carácter global de la corrección diferencian este episodio del acontecido en marzo de 2006, cuando una revisión de las perspectivas de

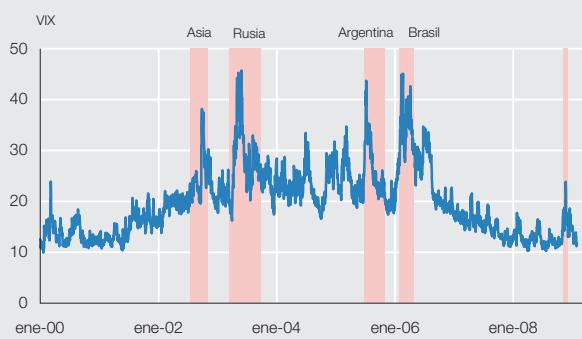
liquidez global motivó el cierre de posiciones especulativas financieras en yenes en algunos mercados, particularmente Islandia y Nueva Zelanda, lo que causó una cierta turbulencia y significativas caídas de precios en estos mercados.

En mayo los mercados desarrollados reaccionaron con una fuerte corrección de las bolsas, más profunda en el caso de Japón, que llegó a alcanzar caídas durante este período en torno al 19%; en el caso de Europa y Estados Unidos, con descensos en torno a un 13% y un 8%, respectivamente. En los mercados emergentes, las bolsas también experimentaron caídas. El índice MSCI de mercados emergentes registró un descenso en torno al 25%, aunque, en países como Colombia y Turquía, los mercados de renta variable cayeron en torno a un 70% y un 35%, respectivamente. Por otro lado, se ampliaron los diferenciales soberanos, como muestra el aumento del EMBI+ en torno a 60 pb. Por regiones, el EMBI Global de Europa se vio más afectado que el del resto de las regiones por la influencia de Turquía. Además, se depreciaron gran parte de las divisas de países emergentes, destacando, nuevamente, la depreciación de la lira turca (20%), así como del real brasileño (13%), al tiempo que, de manera simétrica, el dólar se apreciaba en torno a un 3% a lo largo del período de inestabilidad. Otro síntoma de la huída hacia activos que incorporan un menor riesgo fue el descenso de las rentabilidades de los bonos en Estados Unidos, Europa y Japón, en los tres casos en torno a 20 pb, que, al igual que había ocurrido en marzo, coincidió con la liquidación de algunos *carry trades*¹ en divisas como el yen japonés. Finalmente, cayeron los precios de gran parte de las materias primas, en particular las metálicas, que, en algunos casos, como el del oro y la plata, experimentaron correcciones del 24% y 19%, respectivamente. La reacción del petróleo fue más limitada (caída del 5%).

El gráfico B representa el saldo por cuenta corriente sobre el PIB de diferentes países emergentes frente a la máxima depreciación experimentada de enero a agosto de 2006, y muestra que los países emergentes con una posición externa más deficitaria y con fundamentos económicos más débiles, como Turquía o Hungría, fueron los

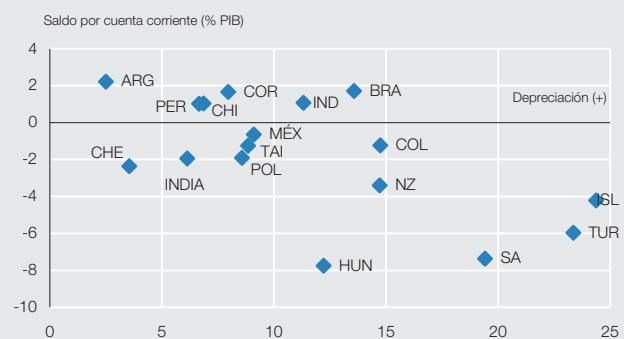
1. Por *carry trade* se entiende una estrategia de inversión consistente en financiar en una moneda con tipo de interés bajo (por ejemplo, el yen japonés) la adquisición de un activo en otra moneda con tipo de interés más alto (por ejemplo bonos del Tesoro de Estados Unidos).

A. VOLATILIDAD IMPLÍCITA ÍNDICE S&P 500



FUENTES: Datastream y Banco de España.

B. POSICIÓN INTERNACIONAL Y VARIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO



que experimentaron variaciones más acusadas en sus variables financieras durante el período de turbulencia. Esta característica también se observa para otros países, como Islandia o Nueva Zelanda, que ya habían experimentado volatilidad en marzo.

En cualquier caso, el resto de países emergentes ya se han recuperado totalmente o están cerca de su total corrección. Dicha recuperación se consolidó para la mayoría de países a lo largo del mes de junio a medida que se mitigaban las incertidumbres acerca del rumbo de la política monetaria en Estados Unidos.

La principal conclusión que se puede extraer a partir del episodio de inestabilidad financiera de mayo y junio de 2006 es que, pese a la

influencia en los mercados de las percepciones de los inversores y a la generalización de los movimientos en las diferentes regiones emergentes, la capacidad de recuperación de estos mercados ha sido notoria. Este hecho muestra una señal positiva en cuanto a la evolución de las economías emergentes. Por otro lado, esta corrección se ha producido en un contexto en el que todavía persistía una amplia liquidez global; en caso de revertir en el futuro, la posterior recuperación ante posibles episodios de crisis podría no ser tan rápida y generalizada. La experiencia del episodio de mayo y junio de 2006 ha mostrado que unos buenos fundamentos económicos son importantes y que la continuidad en el desarrollo de los diferentes sistemas financieros puede ofrecer beneficios desde la perspectiva de la estabilidad financiera.

En Latinoamérica, la actividad se volvió a acelerar en el primer trimestre de 2006 respecto a la segunda mitad de 2005, alcanzando una tasa de crecimiento interanual de 5,4% (gráfico I.7B). Sin embargo, el segundo trimestre registró una tasa de 4,1%, volviendo a los ritmos de crecimiento del segundo semestre de 2005. La diferencia en las tasas de crecimiento de la región en los dos trimestres cabe atribuirla, principalmente, a la fuerte desaceleración de la economía brasileña.

La aportación de la demanda interna fue de 6,5 pp como promedio en el semestre. El consumo privado se mantuvo robusto, mientras que la inversión se desaceleró. La demanda externa amplió paulatinamente su contribución negativa al crecimiento hasta alcanzar 2 pp en el segundo trimestre del año, debido a la desaceleración de las cantidades exportadas. A pesar de ello, y gracias a la evolución favorable de los términos de intercambio, la balanza comercial de la región se amplió hasta el 4,5% del PIB, y la balanza por cuenta corriente mejoró ligeramente, hasta acercarse a un superávit del 2%.

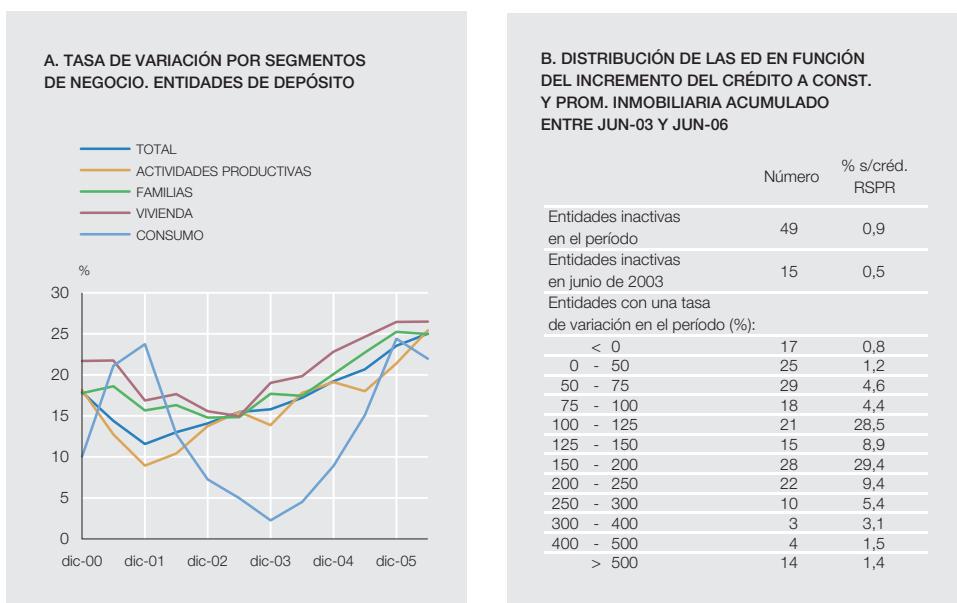
La inflación agregada de la región prosiguió su paulatina moderación, situándose en agosto ligeramente por encima del 5%. A pesar de ello, las políticas monetarias se hicieron más restrictivas en casi todos los países de la región, con las notables excepciones de Brasil y México. El déficit público en el agregado del área se mantuvo ligeramente por encima del medio punto porcentual del PIB, mientras que el superávit primario fue de casi un 4% del PIB.

En el primer semestre del año, el crédito bancario al sector privado en Latinoamérica mantuvo un fuerte dinamismo, incluso con una ligera aceleración, que llevó la tasa interanual en junio para el conjunto regional por encima del 20% (gráfico I.7C). Se registraron aceleraciones en México, Argentina y Colombia y un mantenimiento en tasas cercanas al 20% en Brasil, y en torno al 50% en Venezuela. También se precibieron los primeros indicios de recuperación del crédito hipotecario en Argentina y Venezuela, así como el excelente comportamiento de esta partida del crédito en México.

La evolución de los diferenciales soberanos estuvo marcada por el episodio de volatilidad acaecido durante mayo y junio (gráfico I.7D). Previo a este episodio, el EMBI regional alcanzó un mínimo histórico en torno a los 190 pb. A mediados de junio, los diferenciales soberanos se situaron por encima de los 250 pb, para volverse a reducir desde entonces, hasta recuperar el nivel mínimo previo en el agregado, aunque con diferencias entre países. En el período considerado, se produjo una mejora de las calificaciones crediticias de la mayoría de los paí-

TASAS DE VARIACIÓN POR SEGMENTOS DE NEGOCIO
Entidades de depósito. DI

GRÁFICO I.8



FUENTE: Banco de España.

ses de la región. Adicionalmente, Moody's elevó en mayo la calificación de todos los países de la región por la adopción de una nueva metodología de evaluación.

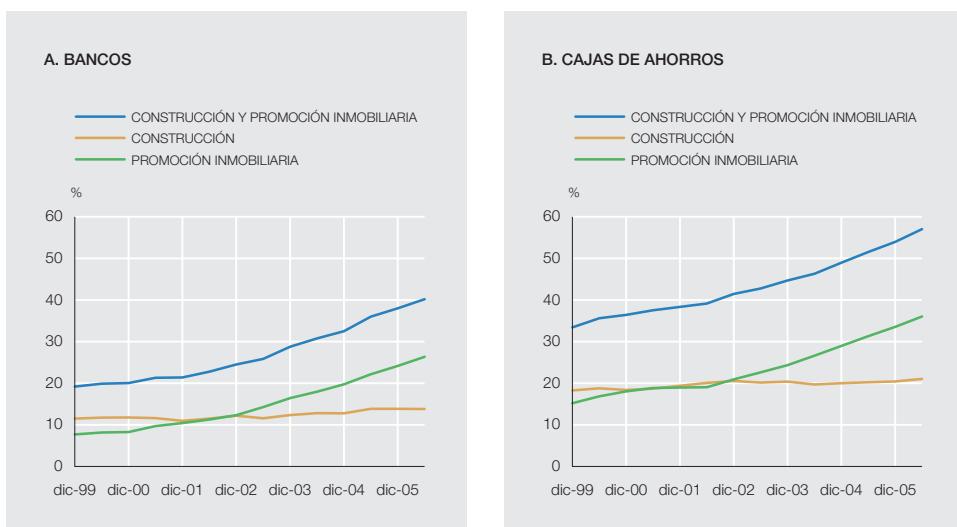
I.2.2 IMPACTO DE LA POLÍTICA CREDITICIA DE LAS ENTIDADES

Crecimiento del crédito

El crédito al sector privado residente, en el negocio en España del conjunto de entidades de depósito, ha continuado acelerándose a lo largo de 2006, en buena medida por la evolución de la financiación a las empresas (véase gráfico I.8A). El crédito para la adquisición de vivienda está creciendo en junio de 2006 al 26,5%, un nivel muy similar al de diciembre de 2005, mientras que la financiación del consumo de los hogares se ha desacelerado hasta un 22%, frente al 24,4% de diciembre del año pasado. Como ya se ha mencionado en la introducción, la evolución de la financiación a empresas responde, en buena parte, a la aceleración del crédito a constructores y promotores inmobiliarios, pero también a la sustancial aceleración del crédito al resto de empresas. En línea con estos desarrollos, aunque el crédito con garantía hipotecaria está creciendo más rápido que el resto del crédito (27,7%, frente al 19,4% en junio de 2006, respectivamente), este se ha acelerado casi 7 pp desde junio de 2005.

En general, las cajas de ahorros muestran un comportamiento más expansivo que los bancos en todos los segmentos de negocio y, en particular, en los vinculados al sector inmobiliario en sentido amplio (financiación empresarial a constructores y promotores y adquisición de vivienda). Una parte de la expansión territorial que las cajas de ahorros han llevado a cabo en los últimos años se ha fundamentado en estos segmentos de negocio.

El fuerte crecimiento del crédito a constructores y promotores inmobiliarios en los últimos años, aunque es una tendencia observada en un número elevado de entidades, muestra una cierta dispersión. Así, en los tres últimos años (véase gráfico I.8B) 72 entidades de depósito, con una cuota de mercado conjunta del 10% del crédito al sector privado residente, han aumentado su exposición con promotores sin llegar a duplicarla. Otras 64 entidades, con un peso relativo muy superior (dos tercios del crédito total), han entre duplicado y triplicado su cartera crediticia con constructores y promotores inmobiliarios. Otras 32 entidades, con una cuota de mercado ligeramente inferior al 15%, han entre triplicado y cuadruplicado su exposición. Finalmente, una veintena de entidades, con una cuota del 6%, han más que cuadruplicado su exposición.



FUENTE: Banco de España.

La fuerte expansión de la financiación a empresas inmobiliarias se ha traducido en una concentración creciente de las carteras crediticias de las entidades en este segmento de negocio y, en particular, de la financiación a empresas (véase gráfico I.1B). Existen, además, ciertas diferencias por grupos de entidades, siendo las cajas de ahorros las que muestran una mayor especialización en este segmento de negocio. El crédito a empresas de construcción y promoción inmobiliaria representa el 23% del crédito total al sector privado residente en bancos, frente al 25% en cajas, mientras que, sobre la financiación a empresas no financieras, representa el 40% en bancos y cerca ya del 60% en las cajas de ahorros, siendo la promoción inmobiliaria el 26% de la cartera de crédito a empresas en bancos y el 36% en cajas (véanse gráficos I.9A y B).

Históricamente, en las fases expansivas del ciclo, el crédito a empresas de construcción y promoción inmobiliaria ha mostrado unas tasas de crecimiento muy superiores al resto de la financiación empresarial (véase gráfico I.10A), pero en las fases recesivas los problemas de morosidad han sido también muy superiores (véase gráfico I.10B). En la actualidad, la tasa de crecimiento del crédito está en niveles máximos de los últimos 20 años, mientras que la ratio de morosidad está en niveles mínimos. La economía española en su conjunto, y la gestión del riesgo bancario en particular, han cambiado muy significativamente a lo largo del período analizado, lo cual debería contribuir a reducir el impacto negativo de un potencial cambio de ciclo. Además, como se analiza en el capítulo III, los mecanismos prudenciales han mejorado también.

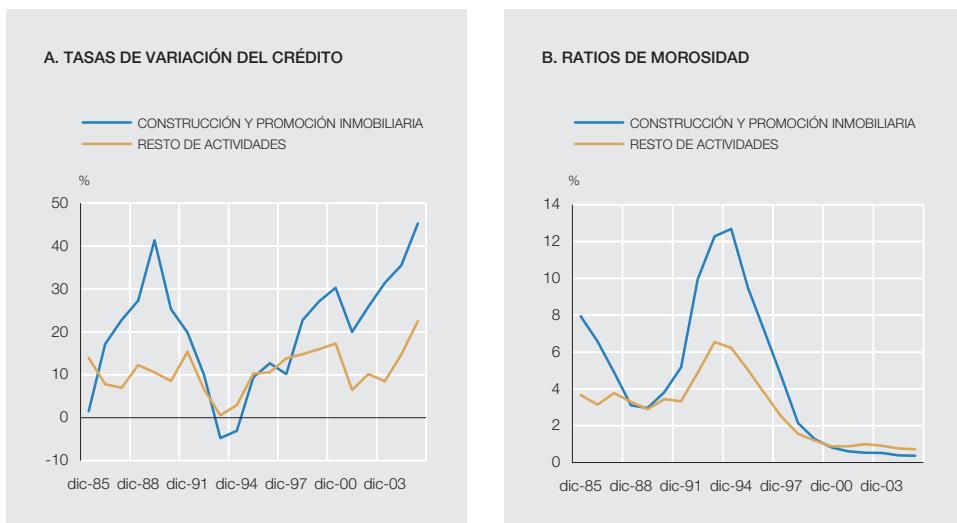
Titulización

La emisión de cédulas hipotecarias se ha acelerado sustancialmente en el último año, en particular en las cajas de ahorros. El volumen de cédulas emitidas por las entidades de crédito españolas supera ya los 120.000 millones de euros, frente a los 75.000 millones de hace un año o los 50.000 de junio de 2004 (véase gráfico I.11A). Dichas cédulas representan un 14,7% de los préstamos con garantía hipotecaria. La titulización de activos ha continuado creciendo en 2006 hasta los 100.000 millones de euros, representando la de activos hipotecarios ya el 9% de la cartera de créditos hipotecarios.

El motor principal de la titulización de activos en España es la obtención de liquidez con la que seguir financiando el fuerte crecimiento del crédito. A diferencia de lo observado en otros mercados bancarios, en España cerca de las tres cuartas partes de los activos titulizados por las entidades de depósito españolas se mantienen en balance, en particular, las titulizaciones

CRECIMIENTO DEL CRÉDITO Y MOROSIDAD
Entidades de depósito. DI

GRÁFICO I.10



FUENTE: Banco de España.

de activos no hipotecarios (véase gráfico I.11B). Lo anterior indica que la transferencia de riesgo en estas operaciones es limitada, lo que refuerza el motivo liquidez. Además, respecto a junio de 2005, el peso relativo de las mantenidas en balance ha aumentado 17 pp.

El fuerte incremento de la titulización de activos no se concentra en un número reducido de entidades, sino que es una práctica que está ampliamente extendida (véase gráfico I.11C). En junio de 2006 un total de 89 entidades, con una cuota de mercado cercana al 90% del crédito al sector privado residente, la habían utilizado. Una parte significativa del volumen titulado (40%) lo llevan a cabo 11 entidades, con una cuota de mercado en términos de crédito al sector residente de solo el 10%. Dichas entidades han titulado ya entre el 20% y el 50% de su cartera crediticia, lo que pone de manifiesto su especialización creciente en este tipo de operativa y, probablemente también, su necesidad de obtener liquidez para mantener el fuerte ritmo de expansión del crédito. Las entidades de mayor tamaño presentan un grado de titulización menor, inferior en general al 5%. Por otra parte, la emisión de cédulas hipotecarias está más concentrada en un número reducido de entidades de tamaño elevado.

Perfil de riesgo de la cartera crediticia

En la primera mitad de 2006, el perfil de riesgo de la cartera crediticia de las entidades ha aumentado ligeramente, hasta situarse en el 1,3% (véase gráfico I.11D), 1,35% para bancos y 1,26% para cajas. El aumento ha sido ligeramente superior en bancos y hay que atribuirlo al incremento del riesgo medio, es decir, de aquel contraído con empresas sin garantía real. La aceleración del crédito a empresas no inmobiliarias a lo largo de 2006, ya mencionada anteriormente, explica el cambio de tendencia en el perfil de riesgo.

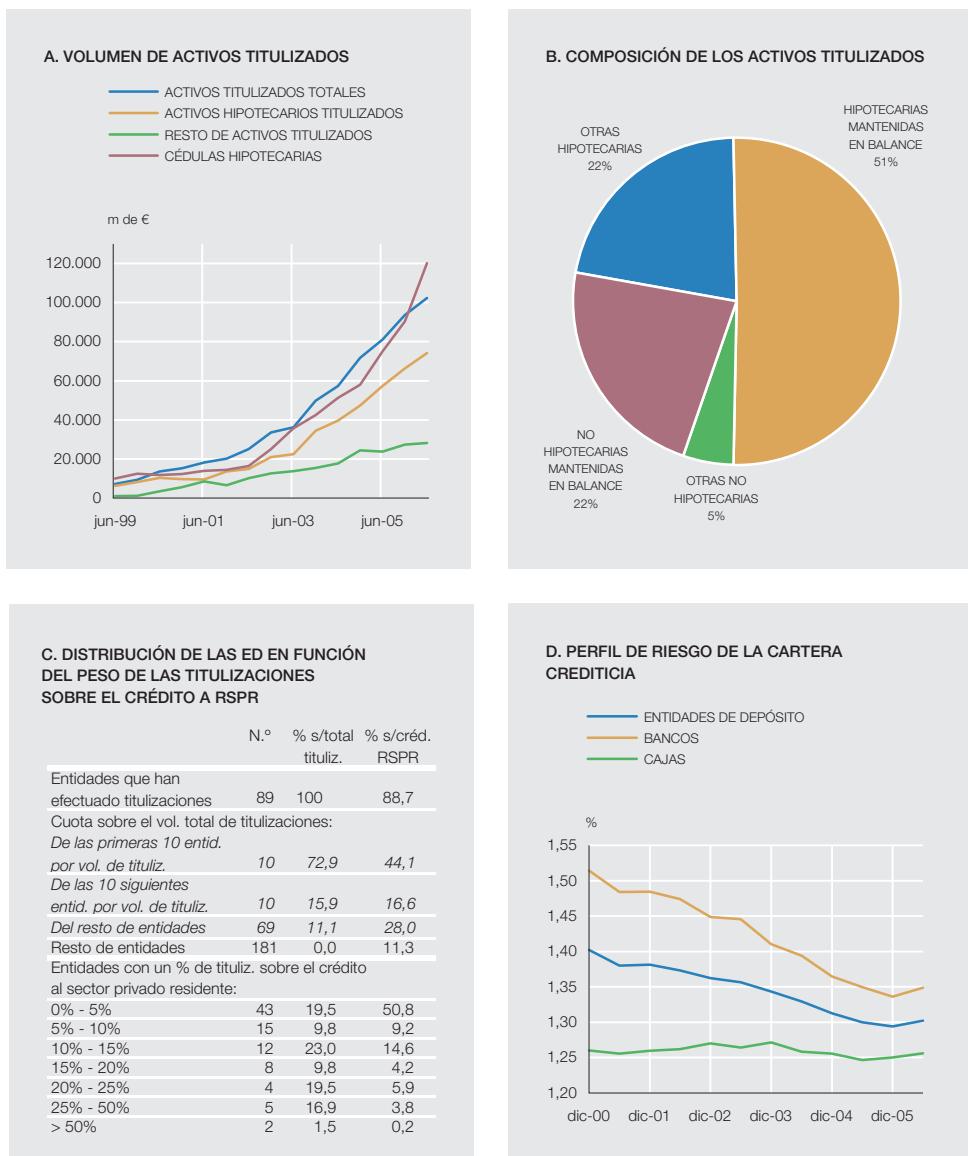
Activos dudosos

Una vez superado el impacto del cambio contable, la variación interanual de los activos dudosos totales en el negocio en España en junio de 2006 se sitúa en el 8,7%, lo que contrasta con el descenso o la estabilidad del período anterior al cambio contable (véase gráfico I.12A). El aumento de dudosos es atribuible en su práctica totalidad a los del sector privado residente, siendo más acentuado en las cajas (13%) que en los bancos (8,6%).

A pesar de un cierto aumento en los activos dudosos, las ratios de morosidad permanecen en niveles muy reducidos (véase gráfico I.12B), resultado de la favorable evolución de la economía española y del crecimiento del crédito. La distinta especialización que todavía subsiste

EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS TITULIZADOS Y DEL PERFIL DE RIESGO
Entidades de depósito. DI

GRÁFICO I.11



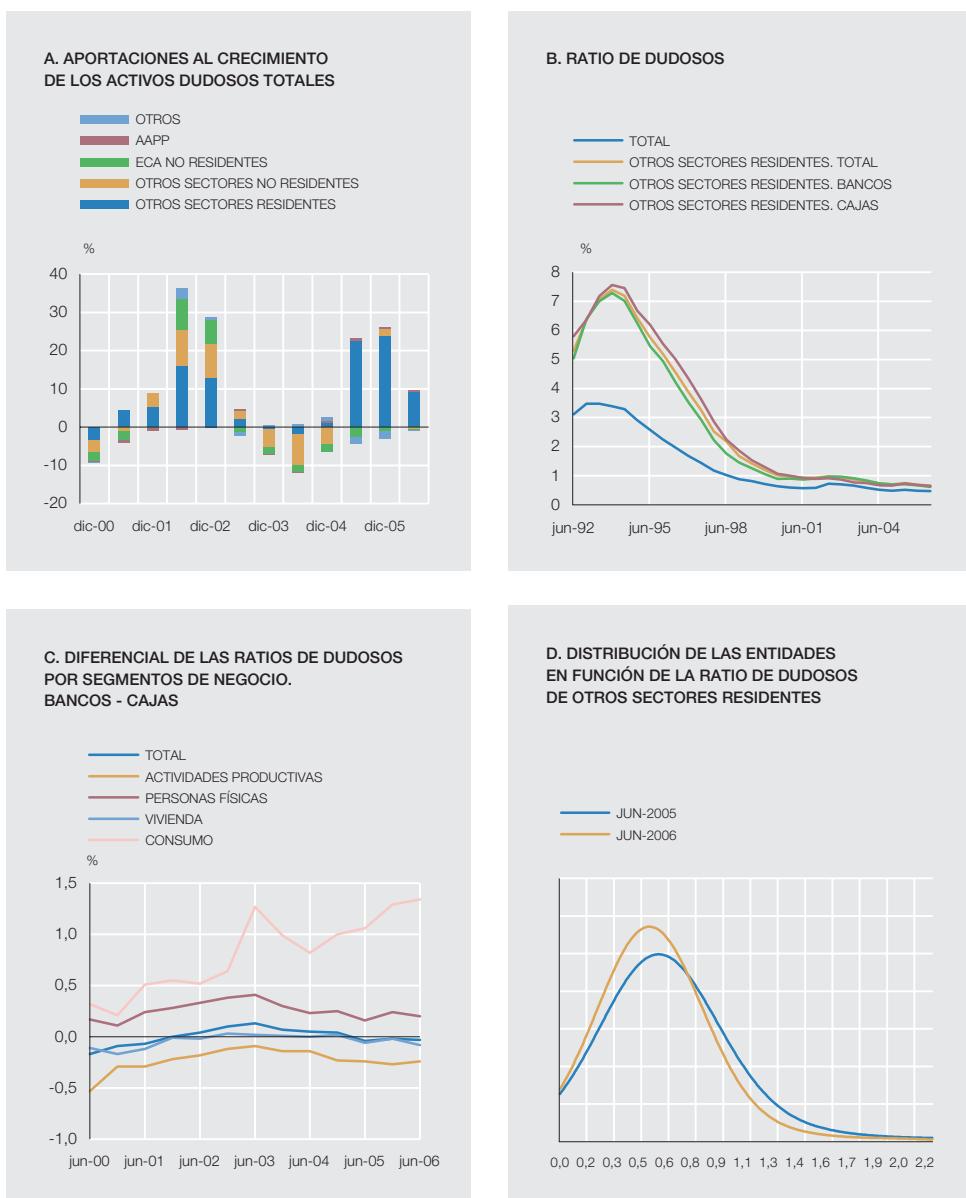
FUENTE: Banco de España.

entre bancos y cajas contribuye a explicar las diferencias en las ratios de morosidad por segmentos de negocio entre ambos grupos de entidades (véase gráfico I.12C). La morosidad es claramente superior en los bancos en la financiación al consumo de los hogares y ligeramente inferior en la financiación empresarial. En el total y en el crédito para adquisición de vivienda no existen prácticamente diferencias. De nuevo, en junio de 2006 se ha producido un desplazamiento de la distribución de las ratios de morosidad hacia el origen, lo que indica una disminución generalizada de estas, aunque de importe reducido, dados los niveles actuales de dicha ratio (véase gráfico I.12D).

Aunque no se dispone de información precisa sobre la financiación bancaria al consumo de importes reducidos y de disposición rápida, la evidencia indirecta disponible parece apuntar a un crecimiento significativo de esta actividad. Este segmento de negocio tiene un riesgo muy superior, manifestado en unas ratios de morosidad muy por encima del resto de segmentos de negocio, acompañado de unos tipos de interés mucho más elevados. La financiación a través de tarjetas de crédito también presenta una fuerte expansión. Se trata también de un

ACTIVOS DUDOSOS
Entidades de depósito. DI

GRÁFICO I.12



FUENTE: Banco de España.

negocio con una morosidad significativamente por encima de la media de la cartera crediticia, compensada mediante mayores primas de riesgo.

Activos financieros en el exterior

Los activos financieros en el exterior de las entidades de depósito españolas han continuado expandiéndose (16,8%) en junio del 2006, en particular, en Reino Unido y en el resto de países de la antigua UE 15. La favorable situación en Latinoamérica, junto con el peso creciente (véase gráfico I.13A) que están adquiriendo los activos financieros en áreas de bajo riesgo relativo (Europa occidental y Estados Unidos), explica la evolución favorable en el perfil de riesgo de los activos financieros en el exterior en la primera mitad de 2006 (véase gráfico I.13B).

I.3 Riesgo de liquidez

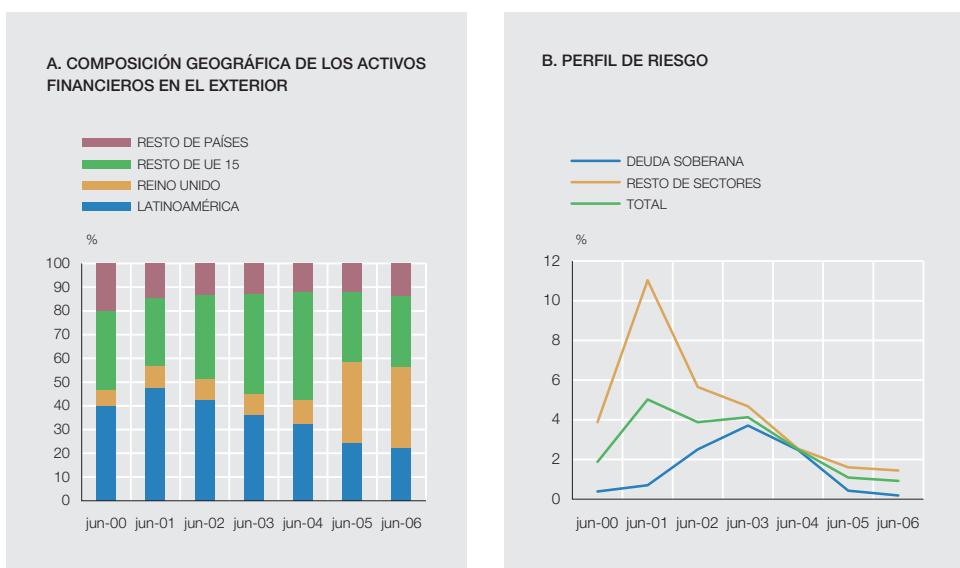
MERCADOS

La liquidez en el *mercado español de deuda* se ha mantenido estable en términos generales. No obstante, la evolución de la ratio que mide la rotación de bonos y obligaciones contratados en el conjunto del mercado parece confirmar una leve senda ascendente de la liquidez desde comienzos de 2005. Por lo que se refiere a la ejecución de operaciones, no hay cambios

**PERFIL DE RIESGO Y COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS
EN EL EXTERIOR**

GRÁFICO I.13

Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

dignos de reseñar en lo referente a los sistemas de negociación utilizados en el mercado. Así, en el segmento que define la operativa de los titulares de cuenta, alrededor de dos tercios de la contratación tiene lugar telefónicamente. En cambio, otros indicadores apuntan a la creciente implantación de plataformas electrónicas dedicadas a la provisión de servicios de ejecución al inversor institucional final.

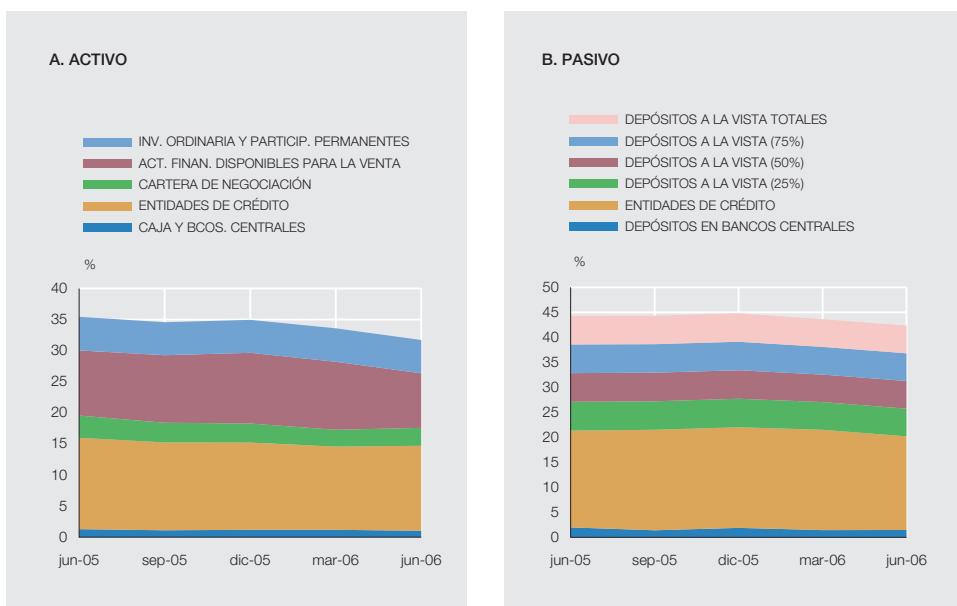
Los indicadores de liquidez de los *mercados bursátiles* han continuado mostrando el tono positivo señalado en informes anteriores. En términos interanuales, el volumen de contratación acumulado hasta junio de 2006 aumentaba cerca del 30%, si bien buena parte de ese crecimiento refleja la elevación general de las cotizaciones bursátiles. En consecuencia, la liquidez medida en términos de rotación de la capitalización bursátil se ha mantenido relativamente estable alrededor de los máximos históricos recientes. Desde una perspectiva complementaria de la liquidez, cabe destacar que en el último año la evolución de la horquilla media ponderada de la cotización de los dos grandes bancos les ha convertido en los valores más líquidos del mercado español.

En los *mercados internacionales de cambios*, las encuestas semestrales efectuadas en Nueva York y Londres por los respectivos comités del mercado cambiario evidencian la continuidad en el dinamismo de la actividad en los dos principales mercados. En concreto, el nivel medio diario de contratación en operaciones de contado, *forward*, *swaps* y opciones sobre divisas creció alrededor del 20% en relación con el registrado en la encuesta anterior presentada en octubre de 2005. En términos relativos, destaca el incremento registrado por la actividad en operaciones *forward* sobre tipo de cambio.

En el ámbito de *novedades institucionales* relativas a la liquidez de los mercados, cabe destacar el establecimiento de un segmento especial de negociación dentro del Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE) para los fondos de inversión cotizados. Además de otras particularidades, este nuevo segmento incorpora la regulación del especialista como figura obligatoria que fomente la liquidez de esos productos. En este sentido, la actuación de los especialistas deberá contribuir a que la cotización de esos fondos de inversión se sitúe dentro de una hor-

ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS ORDENADOS POR LIQUIDEZ
Entidades de depósito. DI

GRÁFICO I.14



FUENTE: Banco de España.

quilla máxima de precios, ayudando así a reducir los costes de liquidación. A la fecha de cierre del IEF, se habían registrado dos fondos cotizados, ambos referenciados al Ibex-35. Por otro lado, el recuadro I.3 explica el proceso de integración de los pagos al por menor en Europa (SEPA).

ENTIDADES

El análisis del balance llevado a cabo en la sección I.1.2 ha puesto de manifiesto la creciente separación que existe entre la evolución del crédito a empresas y familias y los depósitos provenientes de estos mismos agentes, algo en lo que se ha venido haciendo hincapié en los últimos IEF, y que explica la creciente necesidad de las entidades de recurrir al mercado interbancario europeo o a los mercados de capitales internacionales.

Una perspectiva complementaria se obtiene analizando el grado de liquidez de los activos y pasivos financieros de las entidades. El peso relativo de los activos líquidos sobre el total balance en el negocio en España ha disminuido ligeramente en el último año (véase gráfico I.14A). Casi dos terceras partes de dichos activos tienen una liquidez muy elevada (efectivo, depósitos en otras entidades de crédito y en el banco central, junto con los instrumentos financieros de la cartera de negociación). La ordenación por grado de liquidez del pasivo es más compleja debido a la dificultad de medir con precisión el grado de liquidez de los depósitos a la vista, teóricamente de máxima liquidez pero que en la práctica habitual de las entidades presentan una elevada estabilidad. En cualquier caso, en el último año, los pasivos más líquidos han mostrado una elevada estabilidad para el conjunto de entidades de depósito (véase gráfico I.14B).

El análisis de la brecha o *gap* de liquidez, a partir de la información sobre plazos remanentes del activo y del pasivo, pone de manifiesto una posición larga muy significativa (por encima del 15% del activo) en las operaciones a más de cinco años, incluso incluyendo en el pasivo el 75% de los depósitos a la vista. Lo anterior evidencia la creciente importancia de las operaciones de crédito a largo plazo, vinculadas en buena medida al crédito a familias para la adquisición de vivienda. El alargamiento del plazo medio remanente de los créditos y, en particular, de los que tienen garantía hipotecaria, no hace sino confirmar dichos desarrollos.

El proyecto SEPA¹, en la medida en que es uno de los elementos integrantes del programa europeo de integración financiera, está entre las prioridades políticas de las instituciones de la UE. En su estadio final, SEPA conformará un espacio en el que todos los pagos en euros serán considerados domésticos gracias a la desaparición de las diferencias existentes entre pagos nacionales y transfronterizos. Lograr este objetivo requiere acometer una profunda reforma de los mecanismos y sistemas de pequeños pagos de la UE, que adolecen de un fuerte sesgo nacional y de escasa integración. La incompatibilidad de un sistema fragmentado de pagos minoristas con un espacio económico dotado de unidad de mercado y de moneda se encuentra en el origen de la iniciativa SEPA.

Dicha fragmentación se expresa en la determinación de las características y las condiciones de los servicios de pago basada en criterios geográficos, lo que resulta incompatible con la unidad de mercado, y también en la ausencia de oferta transfronteriza de algunos de estos servicios que son habituales en los mercados nacionales.

SEPA es un proyecto presidido por la autorregulación y por la cooperación entre autoridades y sector privado. Aunque su principal detonante fue una decisión política² y sus objetivos esenciales se corresponden con la visión que el Eurosistema y la Comisión Europea tienen del mismo³, su diseño y dirección están en manos del sector bancario, representado por el Consejo Europeo de Pagos (EPC). Las autoridades europeas han asumido un papel básicamente catalizador. Hacen un seguimiento activo del proceso, valoran su evolución en la perspectiva de los objetivos a alcanzar, mantienen cauces de diálogo y colaboración con el sector y promueven actuaciones correctoras de las tendencias que pudiesen hacer peligrar el proyecto. La eventual activación de sus competencias reguladoras solo se contempla como último recurso.

En SEPA pueden identificarse cuatro componentes básicos: instrumentos, infraestructuras, estándares y marco legal. En su nivel de desarrollo actual, estos adolecen de grados diversos de fragmentación a escala europea. Por ser piezas estrechamente interrelacionadas, el éxito del proyecto requiere abordarlos con una visión de conjunto.

En cuanto a los *instrumentos*, SEPA concierne a los pagos electrónicos. Los instrumentos-papel, como los cheques y el efectivo, están fuera de su ámbito. El EPC ha elaborado un modelo básico de orden de transferencia y otro de adeudo por domiciliación y ha aprobado sus reglamentos, en los que se regulan las relaciones interbancarias que darán soporte a los pagos basados en esos instrumentos. También ha aprobado un marco general para las tarjetas de pago que, a diferencia de aquellos, no supone la creación de un instrumento nuevo paneuropeo. Este marco consiste en un conjunto de normas y principios generales que deberán asumir los proveedores y redes de tarjetas que quieran sumarse a la comunidad SEPA y operar en su seno. La diversidad de enfoques se justifica por el hecho de que las

tarjetas no son un producto estrictamente bancario y porque, el de tarjetas, es un mercado global, que se sustenta en buena medida en las redes de las marcas internacionales. En todo caso, el objetivo es el mismo que para los otros instrumentos, es decir, que con una sola tarjeta SEPA sea posible hacer pagos y extracciones en cajeros en toda el área.

El EPC también ha elaborado un marco de *infraestructuras*, que se rige por los principios de separación de instrumentos e infraestructuras y de interoperabilidad y que fija las normas básicas que deberán cumplir los procesadores de los instrumentos SEPA. Este ámbito, aunque incluye parcelas de colaboración entre entidades de crédito y procesadores, se concibe básicamente como un dominio en el que estos últimos competirán entre sí ofreciendo sus servicios a la comunidad bancaria. La interoperabilidad entre infraestructuras permitirá que un pago iniciado en cualquier lugar del área llegue a su destinatario en cualquier otro punto de la misma. No obstante, las preferencias del EPC se decantan por un modelo de infraestructura PEACH⁴, es decir, de una cámara que pueda ofrecer el servicio de alcance paneuropeo por sí misma.

La existencia de *estándares* y su uso generalizado es condición necesaria de eficiencia y seguridad. El Eurosistema considera su existencia y adopción como un componente esencial para el éxito de todo el proyecto. Sin ellos no será posible el procesamiento automático de los pagos de principio a fin⁵. Existen estándares en el ámbito de los instrumentos, de la mensajería o de las infraestructuras, pero que no son compatibles entre unos países y otros. En este capítulo del proyecto SEPA no hay nada parecido a los reglamentos o a los marcos. El EPC está dedicando notables esfuerzos para avanzar en este terreno y, aunque todavía queda bastante trabajo por hacer, ya se van dando algunos pasos destacables, como la decisión de optar por el estándar de mensajería ISO 20022-UNIFI y un lenguaje basado en XML. También se está trabajando en el campo de los identificadores de cuentas y de entidades y en el de los estándares de seguridad.

La parcelación normativa que soportan los pagos en Europa condiciona su integración. Para resolverlo, la CE ha adoptado recientemente una propuesta de Directiva de Pagos para el Mercado Interior que diseña un *marco legal armonizado* para los pagos minoristas en el área que acompañará el arranque de la SEPA. Se está debatiendo en el Consejo de la Unión Europea y en el Parlamento Europeo y se espera que su aprobación tenga lugar a lo largo de 2006 para su entrada en vigor al tiempo de la puesta en marcha de la SEPA. Entre sus novedades destaca la de contemplar la posibilidad de que las denominadas entidades de pago, que no son entidades de crédito, puedan operar en este mercado y así aportar dosis de competitividad y mejoras de eficiencia en el mismo.

Por último, hay que señalar que en el calendario SEPA hay fijadas dos fechas especialmente relevantes:

- El 1 de enero de 2008 deberá arrancar la «*SEPA de los ciudadanos*». La industria bancaria deberá tener a punto la oferta de

1. Acrónimo de «Single Euro Payments Area». **2.** Reglamento (CE) n.º 2560/2001 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de diciembre de 2001, sobre los pagos transfronterizos en euros. **3.** Véase «Single Euro Payments Area. Joint statement from the European Commission and the European Central Bank», mayo 2006.

4. Acrónimo de Pan European Automated Clearing House. **5.** Incluyendo las relaciones interbancarias y las banco-cliente.

los nuevos instrumentos para que los ciudadanos que lo deseen puedan utilizarlos en todos sus pagos, domésticos y transfronterizos.

- El 31 de diciembre de 2010 deberá estar completada la «*SEPA de las infraestructuras*». Aunque en enero de 2008 las infraestructuras existentes estarán en disposición de procesar los viejos instrumentos nacionales y los nuevos SEPA, solo estarán obligadas a procesar pagos SEPA en toda el área del euro tres años después, para lo que deberán ser interoperables. En esta fecha, una masa crítica de pagos nacionales debería haber migrado al modo SEPA para que el proceso sea irreversible.

La gestión de la migración es, por tanto, esencial y se organizará por cada comunidad nacional⁶, teniendo en cuenta sus circunstancias locales pero con la perspectiva del objetivo común. Nótese que se trata de un proceso extremadamente complejo. Como en un gran puzzle, habrá que reunir múltiples piezas nacionales disjuntas para dar forma al mercado paneuropeo. A los bancos centrales nacionales, en su condición de miembros del Eurosistema, les corresponde desempeñar un papel clave en la promoción y coordinación de los procesos de migración.

6. Las comunidades nacionales incluyen a todos los agentes implicados en los pagos minoristas: sistema bancario, Administraciones Públicas, empresas de todo tipo y particulares.

I.4 Riesgo de mercado

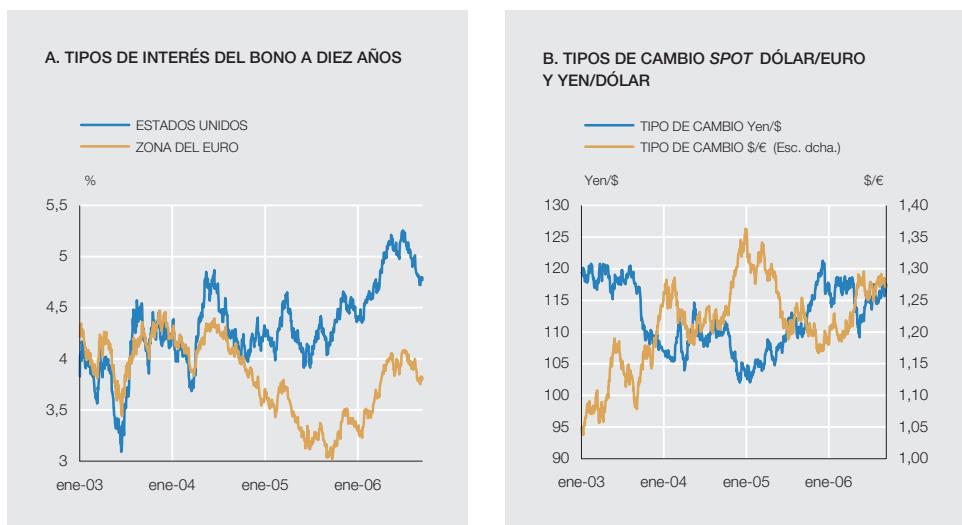
MERCADOS

El aspecto más destacado de la evolución de los mercados financieros internacionales desde el último IEF ha sido el *episodio de volatilidad* registrado en el mes de mayo, que supuso significativos retrocesos en los precios de los activos financieros con mayor riesgo (bolsas y diferenciales soberanos de países emergentes) y su posterior recuperación a partir de junio. Durante este tiempo se observó un elevado grado de incertidumbre respecto a la evolución de las tasas de interés oficiales en Estados Unidos. Por una parte, los comunicados de la Reserva Federal apuntaban una pausa en el ciclo alcista de tipos en la medida en que los datos mostraran una desaceleración de la actividad. Por otra parte, puesto que los indicadores de actividad se mantenían relativamente robustos y las presiones inflacionistas se rerudecían, no era evidente que dicha pausa fuera inminente, al tiempo que surgían dudas sobre el nivel en el que se finalizaría el ciclo alcista de tipos de interés oficiales. Finalmente, la Reserva Federal volvió a subir los tipos de interés 25 pb en junio, hasta situarlos en el 5,25%, si bien en la reunión de agosto se interrumpió el ciclo de subidas. Posteriormente, las expectativas sobre movimientos de tipos se reafirmaron, apuntándose un fin de ciclo en junio e incluso la posibilidad de que a principios de 2007 se redujeran los tipos de interés oficiales, por lo que los mercados recuperaron la mayor parte de las pérdidas observadas en el mes de mayo.

En los *mercados monetarios del área del euro* los tipos de interés negociados han continuado aumentando, lo que refleja tanto las sucesivas elevaciones en los tipos de interés de referencia realizadas por el BCE este año como las expectativas del mercado de que se produzcan nuevos incrementos. Así, el EURIBOR a un año subió 80 pb desde diciembre de 2005, hasta alcanzar en agosto un valor medio por encima del 3,6%.

Otro aspecto muy destacable ha sido la evolución de los *tipos de interés a largo plazo* (véase gráfico I.15A). Tras unos meses en los que estos habían registrado una suave tendencia alcista hacia niveles considerados más acordes con el elevado ritmo de actividad y el incremento de los tipos de interés oficiales en mayo, coincidiendo con el episodio de turbulencia y la consecuente huida hacia la calidad, a partir de julio se ha revertido esta tendencia. Así, en Estados Unidos, el tipo de interés a 10 años se ha reducido hasta niveles del 4,80%, frente al 5,20% alcanzado en la primera semana de julio, originándose de nuevo una significativa pendiente negativa de la curva de rendimientos por plazos. Este movimiento también se ha observado, aunque con menor intensidad, en Japón, donde se han revisado a la baja las expectativas sobre la evolución de los tipos de interés oficiales, así como en el área del euro.

En los *mercados secundarios de deuda pública* del área del euro también se registraron incrementos generalizados en las rentabilidades, aunque más moderados en los plazos más lar-



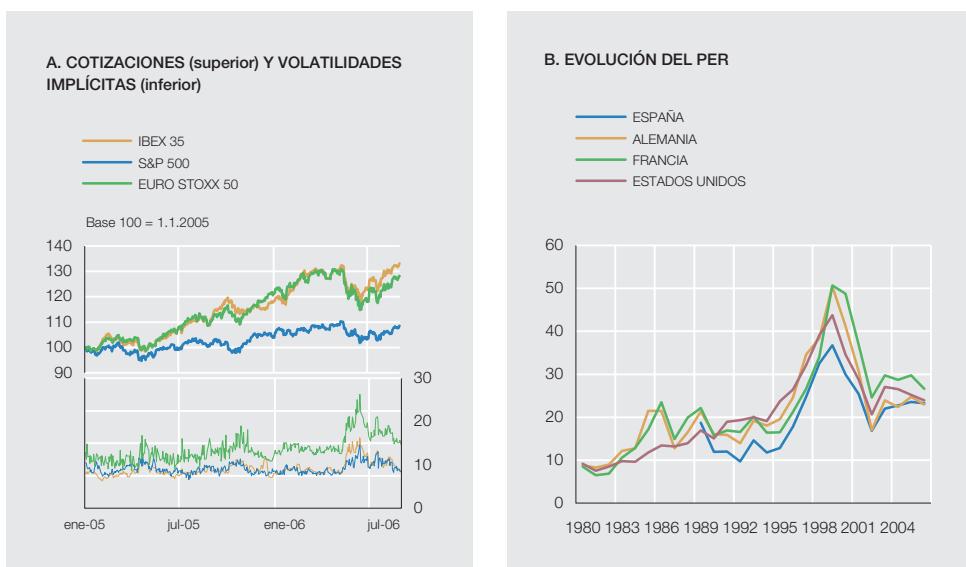
FUENTE: Datastream.

gos, que posteriormente han revertido parcialmente. De esta forma, los tipos de interés a largo plazo en la UEM se situaban a mediados de septiembre próximos al 3,8%, lo que representa un aumento de 40 pb en relación con los correspondientes niveles de finales de 2005. El diferencial entre la deuda estadounidense y la alemana se ha reducido ligeramente, hasta alcanzar, en esa fecha, valores inferiores al punto porcentual.

Por su parte, en los *mercados de cambios* de los países industrializados el aspecto más destacable ha sido la depreciación del yen, tras la revisión de las expectativas de tipos de interés en Japón (véase gráfico I.15B).

La evolución de los *mercados bursátiles* de la UEM durante el primer semestre ha estado marcada por el acusado descenso de las cotizaciones durante mayo y junio, que interrumpió el perfil ascendente de los meses anteriores (véase gráfico I.16A). Estos movimientos, que fueron más acusados que en Estados Unidos, y que también se plasmaron en un notable repunte de la volatilidad, parecieron reflejar un aumento en la incertidumbre sobre las perspectivas macroeconómicas internacionales y los cambios en el tono de la política monetaria en Estados Unidos, en un entorno caracterizado por las fuertes subidas del precio del petróleo y por la persistencia de los desequilibrios globales. Durante los meses posteriores, no obstante, se produjo un proceso de normalización que llevó a que los principales índices iniciaran una senda de recuperación, hasta alcanzar niveles próximos y, en algunos casos superiores, a los registrados en el período inmediatamente anterior a las turbulencias. Asimismo, las volatilidades descendieron, aunque a principios de septiembre se mantenían, en general, todavía algo por encima de los valores previos a ese episodio (véase gráfico I.16A).

Tras estos movimientos, el EURO STOXX amplio de las bolsas de la UEM presentaba a mediados de septiembre unas ganancias acumuladas desde el inicio del ejercicio del 6,3%, una revalorización similar a la registrada por el S&P 500 de las bolsas estadounidenses durante el mismo período (5,6%). Los índices españoles tuvieron un comportamiento más favorable. Así, el Índice General de la Bolsa de Madrid se situaba en la misma fecha un 14,9% por encima del valor con el que cerró el pasado año. Aunque en nuestras bolsas los ascensos han sido bastante generalizados, se ha observado cierta heterogeneidad. En este sentido, destaca el aumento de las cotizaciones en las empresas de la rama de materiales básicos, industria y



FUENTES: Datastream y Bloomberg.

construcción (27,5%), frente a las subidas más moderadas en tecnología y comunicación (5%), y la variación nula en el caso de los servicios de consumo.

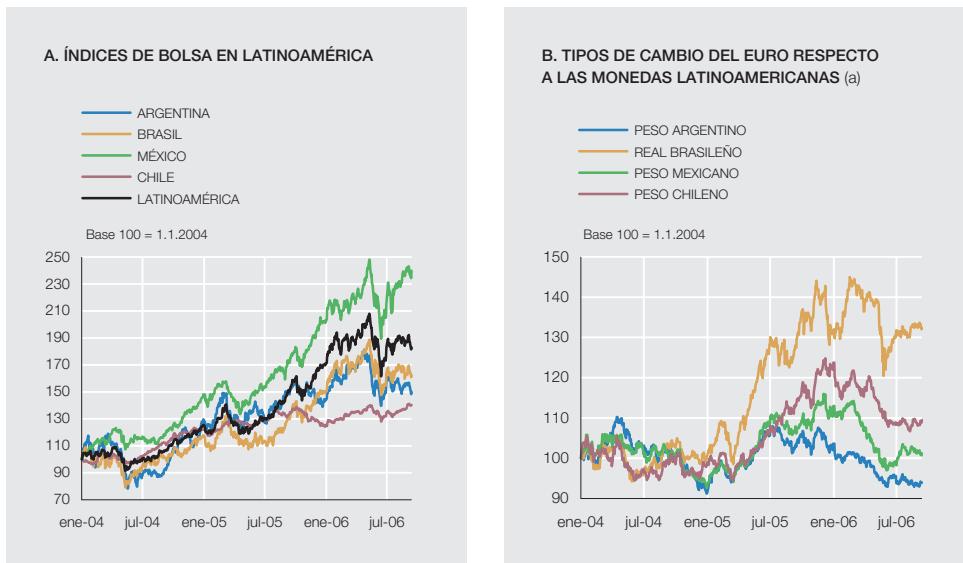
Pese a esta evolución de las cotizaciones, el mantenimiento de elevadas tasas de avance de los resultados empresariales llevó a descensos moderados en las ratios PER (cociente entre el precio y el beneficio por acción) en las principales bolsas, aunque estas disminuciones fueron menores en el caso de los mercados españoles (véase gráfico I.16B). No obstante, estos indicadores continúan por encima de sus valores medios históricos.

En *Latinoamérica*, el comportamiento de las bolsas en los últimos trimestres vino también marcado por el episodio de volatilidad financiera de mayo-junio. Con anterioridad a dicho episodio, se alcanzaron máximos históricos en los índices bursátiles de los principales países de la región (véase gráfico I.17A). Durante mayo y junio los mercados de renta variable mostraron una fuerte caída, que para el índice MSCI regional fue del 22% en moneda local. El episodio de volatilidad financiera fue superado de forma rápida y robusta, especialmente en México, aun cuando en países como Argentina o Brasil no se alcanzaron de nuevo los niveles máximos de mediados de mayo.

Por su parte, los mercados cambiarios, al igual que los mercados bursátiles, acusaron también el impacto de las turbulencias financieras (véase gráfico I.17B). Previo a ese episodio, en los primeros meses del año, el real brasileño fue la única moneda que mantuvo el proceso de apreciación nominal que habían experimentado otras monedas de la región frente al euro en trimestres anteriores. Asimismo, desde la salida de la turbulencia financiera, la mayor parte de las monedas se han apreciado, aunque solo el real brasileño llegó a recuperar los niveles previos. Esta interrupción de la tendencia a apreciarse de varias monedas fue bienvenida en algunos casos, pues los temores a un exceso de apreciación cambiaria se estaban haciendo evidentes en algunos sectores.

ENTIDADES

A la luz de las cifras publicadas por algunas de las grandes entidades bancarias europeas, los riesgos asociados a la cartera de negociación en relación con los recursos propios (tier 1) de dichas entidades, en general, no parecen haber aumentado significativamente respecto a los niveles medios de 2005. Sin embargo, los niveles absolutos del VaR diario estimado para la



FUENTES: Datastream y Bloomberg.

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

cartera de negociación han incrementado su fluctuación, dependiendo de la especialización de cada entidad, como consecuencia de la volatilidad experimentada por los mercados bursátiles durante los meses de mayo y junio y de la volatilidad observada en los mercados de renta fija de algunos países emergentes.

En el caso de las entidades españolas de mayor tamaño para las que se dispone de datos, el VaR supone menos de un 0,15% del *tier 1*, lo que es indicativo del reducido peso que tiene el riesgo de mercado sobre el conjunto de riesgos de las entidades de depósito. Sin embargo, en términos absolutos, el VaR diario estimado para un nivel de confianza del 99% parece haber experimentado una mayor variabilidad desde mediados de 2005⁵.

5. Conviene señalar que los niveles estimados del VaR en cada momento muestran un grado apreciable de volatilidad y que, por tanto, no necesariamente son un buen indicador de la evolución que el riesgo de mercado va a tener en el futuro más inmediato.

II Rentabilidad

Las entidades de depósito españolas han aprovechado el contexto económico favorable en el que operan para consolidar la positiva evolución de sus resultados¹. El crecimiento de los beneficios no solo se basa en el incremento de la actividad, sino también de la eficiencia, lo que lleva a que el margen de explotación crezca en términos absolutos, como se observó en anteriores IEF, y también en relación con los activos totales medios (ATM).

II.1 Situación general de la rentabilidad

El resultado neto atribuido al grupo de las entidades de depósito españolas creció hasta junio de 2006 un 38,5% (véase cuadro II.1). Este aumento confirma la tendencia positiva que se ha venido observando en anteriores IEF, si bien los criterios contables introducidos por la CBE 4/2004, en aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera, hacen pensar que se observarán tasas de variación de los resultados más volátiles².

El mayor crecimiento del resultado neto atribuido al grupo con respecto al de los recursos propios (14%) implica que el ROE ha pasado del 16,3% en junio de 2005 al 19,8% en el mismo mes del presente año. El diferencial entre el ROE y la rentabilidad de la deuda pública española ha aumentado de nuevo (véase gráfico II.1A). No obstante, la elevada rentabilidad hay que valorarla en función del potencial riesgo incurrido y del elevado crecimiento de la actividad en los últimos años.

La evolución del ROE responde³ (véase gráfico II.1B) a la mejora de la eficiencia y a la disminución del apalancamiento, junto con una menor detacción de la parte final de la cuenta de resultados (el aumento de las coberturas por deterioro de activos se ha visto compensado por la venta de participaciones y las menores dotaciones realizadas), un aumento del perfil de riesgo y una disminución del peso del capital y las reservas en el conjunto de los recursos propios regulatorios⁴. Por su parte, la rentabilidad del activo (ROA) también ha aumentado, tanto el calculado con el resultado neto atribuido al grupo (del 0,88% al 1,02%), como el computado con el resultado antes de impuestos (del 1,21% al 1,36%).

El *margen de intermediación* continúa mostrando una evolución favorable en términos absolutos, al crecer un 16%. Sin embargo, el fuerte crecimiento de la actividad así como el mantenimiento de los tipos de interés en niveles reducidos⁵, a pesar de su incremento en el segundo trimestre del año, contribuyen a explicar que en términos de los ATM el margen de intermediación se reduzca 5 pb (véase gráfico II.2A).

La evolución del margen de intermediación responde a un crecimiento de los productos financieros de un 23,2% (13 pb en términos de ATM), principalmente debido al aumento registrado

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. Nótese que en la primera mitad de 2006 una entidad de depósito española de elevado tamaño ha obtenido importantes plusvalías derivadas de la venta de algunas de sus participaciones. Si excluyéramos estas ventas de naturaleza atípica, y con las limitaciones que una estimación de este tipo implica, el resultado neto atribuido al grupo crecería en junio de 2006 en el entorno del 26%, lo que confirma la elevada rentabilidad de las entidades de depósito españolas. 3. Una explicación detallada de la descomposición del ROE puede verse en el recuadro II.1 del IEF de mayo de 2004. 4. Nótese que la introducción de la CBE 2/2006 el 30 de junio de 2006 implica que dentro de los recursos propios de segunda categoría se incluye la cobertura genérica por riesgo de insolvencia. Por ello, el *tier 2* en junio de 2006 es sensiblemente mayor que el de un año antes, lo que afecta a la descomposición del ROE, tiendiendo a reducir las medidas de apalancamiento y de calidad de los recursos propios. 5. El recuadro II.1 analiza el grado de dispersión de los tipos de interés entre entidades por productos en el mercado bancario español.

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS
Entidades de depósito

CUADRO II.1

	JUN-06 m €	VAR. JUN. 06/ JUN. 05 (%)	PESO S/ATM JUN-05 (%)	PESO S/ATM JUN-06 (%)
Productos financieros	49.953	23,2	4,00	4,13
Costes financieros	28.638	29,1	2,19	2,37
Margen de intermediación	21.315	16,0	1,81	1,76
Resultados entidades método participación	2.062	6,9	0,19	0,17
Comisiones netas	9.728	16,6	0,82	0,80
Resultado operaciones financieras	4.152	55,3	0,26	0,34
Margen ordinario	37.257	19,0	3,09	3,08
Gastos de explotación	18.398	9,4	1,66	1,52
Otros resultados de explotación	796	34,9	0,06	0,07
Margen de explotación	19.655	30,3	1,49	1,62
Pérdidas por deterioro de activos	3.853	51,1	0,25	0,32
Dotaciones a provisiones (neto)	825	-52,7	0,17	0,07
Otros resultados (neto)	1.555	3,3	0,15	0,13
Resultados antes de impuestos	16.497	34,6	1,21	1,36
Resultado neto	13.127	38,5	0,94	1,08
Pro memoria:				
Resultado neto del grupo	12.364	38,5	0,88	1,02

FUENTE: Banco de España.

por los provenientes del crédito, lo que, en buena medida, es reflejo del elevado dinamismo que viene mostrando la financiación concedida al sector privado (véase capítulo I). Estos, unidos a los rendimientos asimilados de los instrumentos de capital y de los depósitos en entidades de crédito, compensan la evolución negativa de los obtenidos de los valores de deuda. Por otra parte, los costes financieros crecen un 29,1% (18 pb en términos de ATM), impulsados por los aumentos en la retribución de los depósitos de familias y empresas y de las entidades de crédito, pero, especialmente, por la emisión de valores negociables y pasivos subordinados, con un coste medio significativamente superior a los depósitos de la clientela.

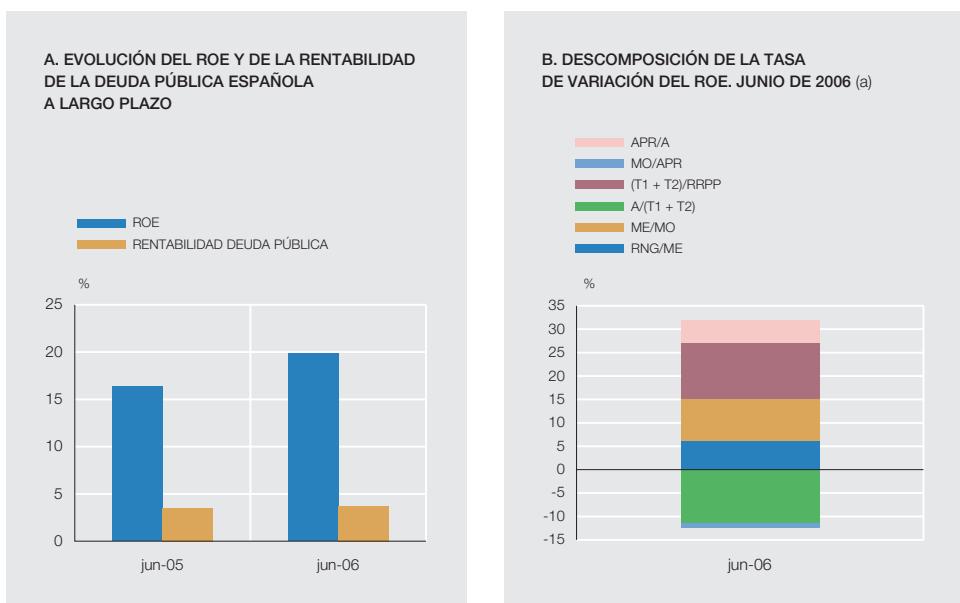
En términos generales, la evolución de los resultados empresariales de las compañías en cartera ha sido favorable, y ello contribuye a explicar que la aportación de las empresas que se valoran por el método de la participación⁶ haya crecido en junio de 2006, si bien lo hace moderadamente (6,9%). Dicha moderación explica que, en términos de los ATM, los resultados de estas empresas se hayan reducido 2 pb con respecto al mismo período del año anterior, hasta el 0,17%.

Por su parte, las *comisiones netas* se han mostrado más dinámicas, al crecer un 16,6%. Distinguendo por productos, se han registrado incrementos en todos ellos. Así, los ingresos por comisiones derivados de la prestación de servicios de valores y de la comercialización de productos financieros no bancarios han crecido un 18,2%, en especial debido a la evolución de estos últimos, en un contexto en el que ha continuado el dinamismo en la venta de seguros y de fondos de inversión. Las comisiones cobradas por riesgos y compromisos contingentes crecen más que el total (18,5%). Por su parte, y a pesar del ritmo de crecimiento de la actividad, las comisiones por servicios de cobros y pagos, que siguen siendo las más relevantes

6. Es decir, aquellas empresas asociadas (sobre las que se ejerce influencia significativa sin llegar a ser dependientes), las multigrupo y las del grupo (principalmente empresas de seguros y no financieras que no forman parte del grupo consolidable de entidades de crédito).

EVOLUCIÓN DEL ROE Y SUS DETERMINANTES
Entidades de depósito

GRÁFICO II.1



FUENTE: Banco de España.

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

dentro de los ingresos totales (38%), han crecido moderadamente (11,9%). Esto último puede responder, en parte, a un incremento de la competencia entre entidades en este segmento de negocio. En cualquier caso, y a pesar del crecimiento de las comisiones en nivel absoluto, en términos de los ATM todos los productos han disminuido ligeramente su peso, lo que lleva a que las comisiones netas se reduzcan 2 pb, hasta el 0,8%.

Los resultados por operaciones financieras reflejan un fuerte incremento (55,3%), que se traslada a un crecimiento de 8 pb en términos de los ATM, hasta el 0,34%. El notable descenso de la cartera de negociación, explicado en parte por el episodio de turbulencia en los mercados financieros de mayo-junio, queda en parte compensado porque se han dejado de registrar pérdidas en los otros resultados de operaciones financieras. En cualquier caso, el incremento de los resultados por operaciones financieras se debe, en gran medida, a las plusvalías obtenidas por algunas entidades en la venta de alguna de sus participaciones.

Con todo, el margen ordinario ha registrado un incremento del 19%. Como se observa en el gráfico II. 2B, es el margen de intermediación, su principal componente, el que más contribuye a su crecimiento (9,4 pp). En segundo lugar, y debido al fuerte crecimiento registrado, se sitúan los resultados por operaciones financieras (4,7 pp), y con una contribución análoga, debida a su mayor peso relativo, se encuentran las comisiones netas (4,4 pp). La favorable evolución registrada en términos absolutos implica que, sobre los ATM, su disminución con respecto a junio de 2005 sea tan solo de 1 pb, hasta el 3,08%.

Los gastos de explotación se incrementaron un 9,4%, por debajo del crecimiento de la actividad (en términos de los ATM se han reducido 14 pb, hasta el 1,52%). Dicho incremento es menor en el negocio en España. Por componentes, los gastos de personal cre-

El BCE ha publicado recientemente un estudio de las posibles causas de la dispersión de tipos de interés bancarios en el área del euro¹. El estudio utiliza datos de tipos de interés de nuevas operaciones de crédito o depósito a distintos plazos, armonizados para todos los países de la zona, recopilados por los respectivos bancos centrales nacionales desde enero de 2003. La conclusión es que, a pesar de formar parte de una zona monetaria única y de existir libertad de transacciones y de ubicación, las diferencias en los tipos medios entre países se mantienen. El BCE justifica la dispersión de tipos por la heterogeneidad de las condiciones de oferta y demanda entre países, por las diferencias en el riesgo de crédito, y por diferencias en regulaciones y niveles de competencia.

En este recuadro se muestra el resultado del estudio de la dispersión de tipos de interés dentro del mercado español, utilizando los mismos datos armonizados que el Banco de España recopila para la confección de los indicadores que posteriormente son analizados para el conjunto del área del euro. Por tanto, lo que se analiza aquí es *la dispersión de tipos entre entidades dentro de España*.

En el cuadro A se presenta la *media de los tipos de interés* ofrecidos por las entidades de depósito para distintos productos bancarios durante el período 2003-2006, ponderada por el volumen de las

operaciones con el fin de evitar que los precios de operaciones de pequeño tamaño influyan de forma significativa en el cómputo del estadístico. Se observa que los tipos de los depósitos se aproximan al tipo interbancario en mayor medida que los de los préstamos, con la excepción de las cuentas corrientes, tanto de hogares como de empresas no financieras. En los préstamos, una parte del diferencial debe cubrir la prima de riesgo.

Las principales diferencias en los niveles de los tipos de interés que se observan entre clases de productos, tanto en depósitos como en préstamos, responden, en parte, a diferencias en liquidez y riesgo. Así, por ejemplo, el mayor riesgo de los préstamos al consumo frente a los hipotecarios para la compra de vivienda podría explicar el tipo medio más alto de los primeros frente a los segundos (recuérdese el gráfico I.1C). Mayor tipo de interés medio no significa por tanto que el producto deba ser más rentable si conlleva un mayor coste en forma de riesgo para las entidades².

La dispersión en tipos de interés entre entidades se evalúa a través del *coeficiente de variación (CV)*, es decir, el cociente entre la desviación estándar (ponderada) y la media (ponderada) de los tipos de interés. Los valores positivos del CV en el cuadro A confirman que

1. Differences in MFI interest rates across Euro area countries, BCE, septiembre de 2006.

2. El papel de la prima de riesgo en el análisis de bienestar del mercado de crédito es muy relevante como pone de manifiesto el trabajo de Martín-Oliver, Salas y Saurina «Risk premium and market power in credit markets», de próxima publicación en Economics Letters.

A. MEDIA Y DISPERSIÓN DE TIPOS DE INTERÉS ENTRE ENTIDADES

				MEDIA (%)	COEFICIENTE DE VARIACIÓN				
					2003	2004	2005	2006 (b)	MEDIA (%)
DEPÓSITOS	HOGARES	Cuentas corrientes		0,61	0,83	0,82	0,90	0,98	0,88
		Depósitos a plazo	Menos de un año	2,14	0,32	0,39	0,45	0,35	0,38
			De uno a dos años	2,13	0,25	0,23	0,26	0,23	0,25
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS		Más de dos años	2,23	0,29	0,22	0,28	0,28	0,27
		Cuentas corrientes		0,79	0,58	0,57	0,56	0,54	0,56
		Depósitos a plazo	Menos de un año	2,15	0,16	0,19	0,14	0,13	0,16
PRÉSTAMOS (a)	HOGARES	Créditos para consumo	De uno a dos años	2,23	0,17	0,26	0,27	0,23	0,23
			Más de dos años	2,47	0,18	0,22	0,30	0,36	0,27
			Menos de un año	8,42	0,43	0,42	0,45	0,40	0,42
		Créditos para la vivienda	De uno a cinco años	7,52	0,24	0,25	0,31	0,27	0,27
			Más de cinco años	7,25	0,11	0,08	0,17	0,20	0,14
			Menos de un año	3,37	0,13	0,08	0,06	0,08	0,09
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS	Créditos menores a un millón de euros	De uno a cinco años	3,57	0,15	0,21	0,20	0,26	0,21
			Más de cinco años	4,82	0,28	0,36	0,38	0,37	0,35
			Menos de un año	4,33	0,22	0,19	0,17	0,13	0,17
		Créditos mayores a un millón de euros	De uno a cinco años	4,75	0,19	0,25	0,31	0,23	0,25
			Más de cinco años	5,26	0,24	0,22	0,28	0,27	0,25
			Menos de un año	3,93	0,14	0,13	0,13	0,12	0,13

FUENTE: Banco de España.

- a. Los tipos de interés de los préstamos son variables y el plazo se refiere al de fijación del tipo inicial.
b. Datos disponibles hasta julio de 2006

dentro del mercado español también existe dispersión de precios en los productos bancarios. Las cuentas corrientes son, con diferencia, el producto con un mayor nivel de dispersión entre entidades. Por otro lado, la distribución de los tipos de interés aplicados en productos más homogéneos, como los créditos hipotecarios con un plazo de fijación del tipo inicial inferior al año, está concentrada alrededor de la media con una desviación típica de solo 0,09 veces dicha media. Por otro lado, la dispersión no presenta una tendencia clara durante el período considerado, puesto que aumenta o disminuye según el tipo de producto o el plazo considerado³.

El cuadro A muestra con claridad que la dispersión de tipos de interés se manifiesta también dentro de un mismo país, con igual regulación e igual intensidad de las condiciones competitivas para todas las entidades. Por lo tanto, entre las razones de la dispersión deben

3. El coeficiente de variación presentado en el cuadro A es superior en todos los productos al presentado en el informe del BCE, debido a que las diferencias de tipos de interés en el primer caso se miden entre entidades de un mismo país, y en el segundo entre países diferentes. Para construir este último se han agregado los tipos de interés de las entidades operantes en un mismo Estado en un único dato, que será el tipo de interés del país que se utilice para calcular la dispersión entre Estados miembros. Así pues, los estadísticos que pretenden capturar las diferencias de precios entre países no incluyen la heterogeneidad de tipos de interés existentes en cada país entre entidades.

incluirse la diferenciación de producto y servicio que ofrecen las entidades a sus clientes, de manera que finalmente las diferencias de precios responden, en buena parte, a la diferenciación en los productos. El carácter local de los mercados de servicios bancarios al por menor también puede influir, así como la existencia de costes de búsqueda del mejor precio posible⁴.

Lo anterior suscita dos reflexiones finales. En primer lugar, la necesidad de tratar con cautela los indicadores de dispersión de precios a la hora de evaluar el grado de integración de un mercado financiero que se extiende más allá de un país⁵. En segundo lugar, y relacionado con lo anterior, la necesidad de matizar adecuadamente el significado de la integración financiera en los mercados bancarios minoristas, tanto de depósitos como de préstamos. La existencia de dispersión en los precios no necesariamente es un indicativo de falta de integración ni, por otro lado, la integración bancaria va a traducirse en una eliminación completa de las diferencias de precios entre productos y entre entidades.

4. Un análisis más detallado de estas cuestiones puede verse en los trabajos de Martín-Oliver, Salas y Saurina, Documentos de Trabajo 0506 y 0530, del Banco de España. **5.** Una alternativa a los indicadores de precios se encuentra en Pérez, Salas y Saurina (2005), *Moneda y Crédito*, 220, pp.105-144.

cen un 9,1%, los generales un 9,3% y las amortizaciones un 11,3%. No obstante, el mayor peso relativo de los primeros justifica que sean los que más contribuyen a la tasa de crecimiento del total (véase gráfico II.2C). La *ratio de eficiencia*, que muestra el porcentaje que los gastos de explotación detraen del margen ordinario, registra una nueva mejora, reduciéndose 4,3 pp, hasta el 49,4% (véase gráfico II.2D). En parte, dicha mejora responde al aumento de la actividad, dada la estructura de costes de las entidades. Una desaceleración de la actividad bancaria se traduciría en un empeoramiento de la ratio de eficiencia debido al peso de los costes fijos sobre el conjunto de los gastos de explotación.

La positiva evolución del margen ordinario junto con el incremento moderado de los gastos de explotación, en relación con la actividad, justifican que el *margen de explotación* crezca un 30,3% en términos absolutos (véase gráfico II.3A). El fuerte dinamismo de este margen explica que se incremente también en términos relativos sobre ATM, 14 pb, hasta el 1,62%.

Las *pérdidas por deterioro de activos* (asimilables a las antiguas dotaciones para insolvencias y riesgo-país) han crecido intensamente hasta junio de 2006 (un 51,1%), lo que implica que en términos de los ATM se incrementan 7 pb, hasta el 0,32%. El comportamiento de esta partida es atribuible en su práctica totalidad a los saneamientos crediticios (pesan un 98% del total), que se incrementan en un contexto de moderado crecimiento de los activos dudosos y de fuerte expansión del crédito, lo que lleva a incrementos de las dotaciones genéricas. Así, su detracción del margen de explotación se incrementa 2,6 pp, hasta el 19,3% (véase gráfico II.3B).

Por su parte, las *dotaciones a provisiones* se reducen también con intensidad, un 52,7%, lo que significa que en términos de ATM caen 10 pb, hasta el 0,07%. Este fuerte descenso se debe a las otras provisiones, que más que compensan los incrementos registrados en las dotaciones para riesgos y compromisos contingentes y para fondos de pensiones y obligacio-

EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES MÁRGENES, RATIO DE EFICIENCIA Y GASTOS DE EXPLOTACIÓN

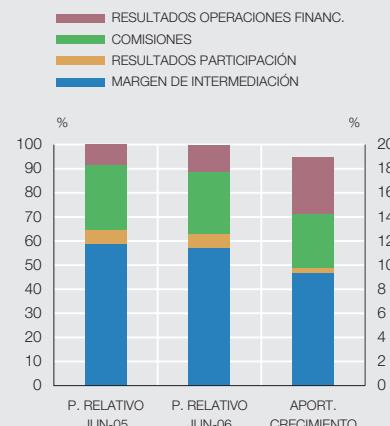
Entidades de depósito

GRÁFICO II.2

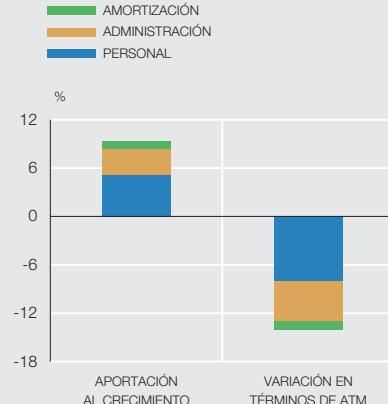
A. EVOLUCIÓN DE LOS MÁRGENES Y DEL RESULTADO ATRIBUIDO AL GRUPO SOBRE ATM



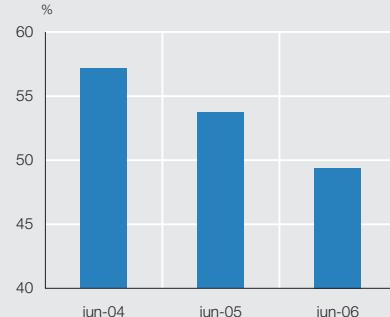
B. PESO RELATIVO Y CONTRIBUCIÓN DE LOS COMPONENTES DEL MARGEN ORDINARIO A SU CRECIMIENTO



C. CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO Y A LA VARIACIÓN SOBRE ATM DE LOS COMPONENTES DE LOS GASTOS DE EXPLOTACIÓN



D. RATIO DE EFICIENCIA



FUENTE: Banco de España.

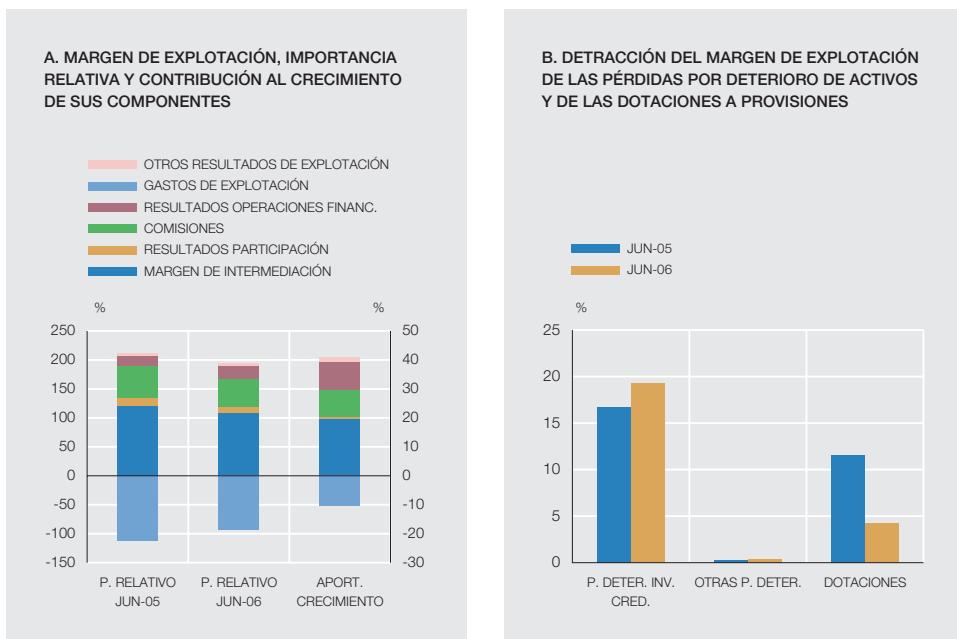
nes similares. Esta evolución justifica que su detacción sobre el margen de explotación se reduzca desde junio de 2005 en 7,4 pp, hasta el 4,2%.

Así, el incremento de las pérdidas por deterioro queda parcialmente compensado por la reducción de las dotaciones a provisiones, de tal modo que en conjunto pasan de detraer un 28,5% del margen de explotación en junio de 2005, a hacerlo en un 23,8%. Si se tiene en cuenta que los otros resultados han crecido solamente un 3,3%, reduciéndose 2 pb, hasta el 0,13%, se constata que, a pesar de las diferencias antes señaladas, la contribución de la parte final de la cuenta de pérdidas y ganancias al resultado del ejercicio no ha variado entre junio de 2006 y el mismo período del año anterior. No obstante, y con respecto a los otros resultados, hay que tener en cuenta que su reducido incremento es el resultado de fuertes crecimientos de las otras pérdidas, que quedan compensados por

MARGEN DE EXPLOTACIÓN

GRÁFICO II.3

Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

aumentos de las otras ganancias, reflejo de las ventas de participaciones realizadas por algunas entidades.

En resumen, a lo largo de la primera mitad de 2006, se han registrado, al igual que se observó en el anterior IEF, fuertes ritmos de mejora en los resultados contables obtenidos por las entidades de depósito españolas. Esta evolución no solo se sustenta en el incremento de la actividad, sino que, juntamente con las plusvalías realizadas en la venta de participaciones empresariales y el aumento de la eficiencia, ha conducido a incrementos del margen de explotación superiores a los del ATM.

II.2 Análisis por entidades

La buena situación de la rentabilidad de las entidades de depósito españolas no solo es apreciable a nivel agregado, sino que el análisis del ROE entidad a entidad refleja una situación de mejora generalizada, si bien más intensa para las entidades de mayor tamaño (véase cuadro II.2). Así, en junio de 2005, el 42% de las entidades presentaba un ROE superior al 10%, frente al 47% en junio de 2006. Por encima del 15% de ROE se situaban el 13% de las enti-

DISTRIBUCIÓN DEL ROE

CUADRO II.2

Entidades de depósito

		JUN-05		JUN-06	
	N.º DE ENTIDADES	% ATM	N.º DE ENTIDADES	% ATM	
< 0	6	0,33	4	0,26	
0 - 5	21	1,05	21	0,65	
5 - 10	72	8,94	67	4,94	
10 - 15	51	18,90	50	16,31	
15 - 20	13	45,48	18	43,44	
> 20	9	25,30	12	34,40	

FUENTE: Banco de España.

DISTRIBUCIÓN DE LA RATIO DE EFICIENCIA
Entidades de depósito

CUADRO II.3

JUN-05			JUN-06		
	N.º DE ENTIDADES	% ATM		N.º DE ENTIDADES	% ATM
< 40	9	3,76	12	9,50	
40 - 50	19	29,67	28	29,70	
50 - 60	47	54,24	46	50,95	
60 - 70	49	7,91	46	6,60	
70 - 80	30	2,41	27	2,46	
80 - 90	8	1,51	5	0,50	
90 - 100	2	0,06	5	0,17	
> 100	8	0,43	3	0,13	

FUENTE: Banco de España.

dades, frente al 17% actual. En términos de los ATM, la mejora en la rentabilidad de los recursos propios es más intensa: el peso relativo de las entidades con un ROE superior al 10% pasa del 89% al 94%, mientras que superan un ROE del 15% un conjunto de entidades que representaban un 71% de los ATM en junio de 2005, frente al 78% de junio de 2006.

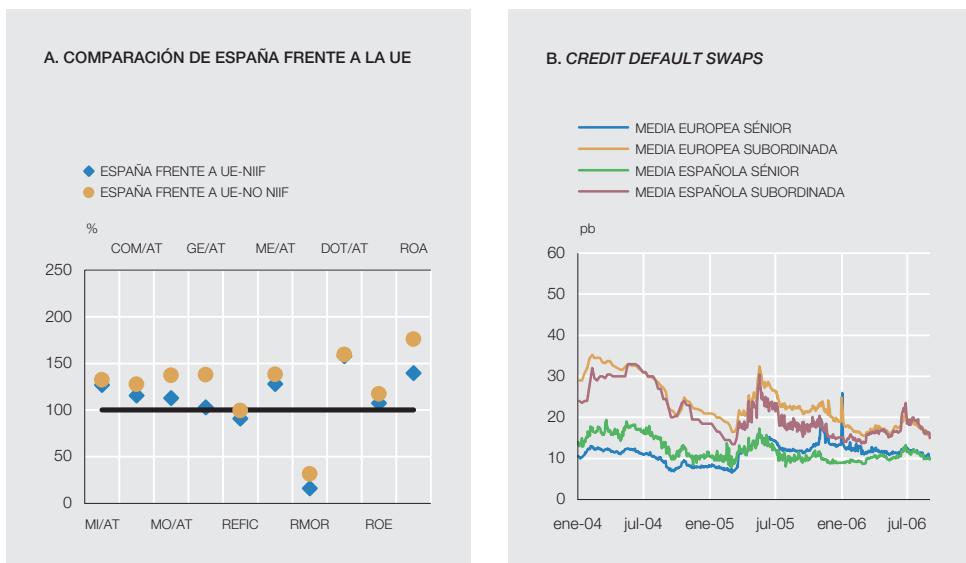
Por su parte, la *ratio de eficiencia* también ha mejorado en términos generales para el conjunto de entidades de depósito españolas (véase cuadro II.3). No obstante, y de modo análogo a lo observado en el análisis del ROE, la mejora de la eficiencia es más pronunciada para las entidades de mayor tamaño. Así, mientras que en junio de 2005 el 44% de las entidades de depósito españolas ostentaban una ratio de eficiencia inferior al 60%, en este año el porcentaje sube al 50% de las entidades. En términos del activo total medio explicado, se pasa del 87% al 90%. La mejora es más intensa si se consideran las entidades con una ratio de eficiencia por debajo del 50%: en términos del número de entidades se pasa del 16% al 23%, y en términos del activo total medio explicado del 33% al 39%.

COMPARACIÓN INTERNACIONAL

A grandes rasgos, 2005 fue un ejercicio favorable para la banca europea. El aumento de la actividad económica en algunos países que habían atravesado un período de bajo crecimiento y la evolución de los mercados internacionales de capitales propiciaron un reforzamiento generalizado de la posición económico-financiera de las entidades de depósito europeas. En anteriores IEF se constató, a nivel agregado, una favorable posición de las entidades de crédito españolas en relación con la media de la Unión Europea. Los datos disponibles para diciembre de 2005 corroboran los diferenciales en rentabilidad y eficiencia de las entidades españolas.

Sin embargo, el análisis comparativo entre los diferentes sistemas bancarios de cada país se ve coyunturalmente condicionado en Europa por la introducción de las nuevas Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). La nueva regulación contable, que en el caso español fue introducida a través de la CBE 4/2004, ha sido aplicada en 2005 por 17 Estados miembros de la Unión Europea⁷. La comparación entre este grupo de países, a partir de ahora UE-NIIF, con los restantes ocho socios comunitarios debe hacerse con mucha precaución, al diferir el marco contable en aspectos relevantes como son el reconocimiento y valoración de los instrumentos financieros y la definición de las partidas que quedan dentro y fuera del balance⁸. No obstante, el impacto del cambio contable en España ha sido relativamente

7. Chipre, Dinamarca, Eslovaquia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Malta, Polonia, Portugal y República Checa. 8. Un análisis conciso del impacto de las Normas Internacionales de Información Financiera sobre el modelo contable español puede verse en el recuadro I.1 del IEF de diciembre de 2005.



FUENTES: BCE, Datastream y Banco de España.

moderado⁹, por lo que la comparación con los países que no habían adoptado todavía las NIIF puede hacerse, si bien tomando con cautela las conclusiones.

Las entidades de crédito españolas presentan una posición de relativa holgura en relación con las de la Unión Europea en todas las variables consideradas (véase gráfico II.4A). Así, el margen de intermediación supera en un 27% la media correspondiente a los países que conforman el bloque UE-NIIF. Este diferencial se sustenta, fundamentalmente, en el modelo de negocio desarrollado por las entidades de nuestro país, predominantemente minorista, y en la fuerte expansión del crédito, ya analizada en el capítulo I.

Las comisiones netas de las entidades españolas son un 15% más altas que las del agregado de comparación, lo que se explica en parte por la evolución del negocio en el extranjero. El margen ordinario de las entidades españolas es, como resultado de todo lo anterior, un 13% superior a la media correspondiente al agregado de referencia.

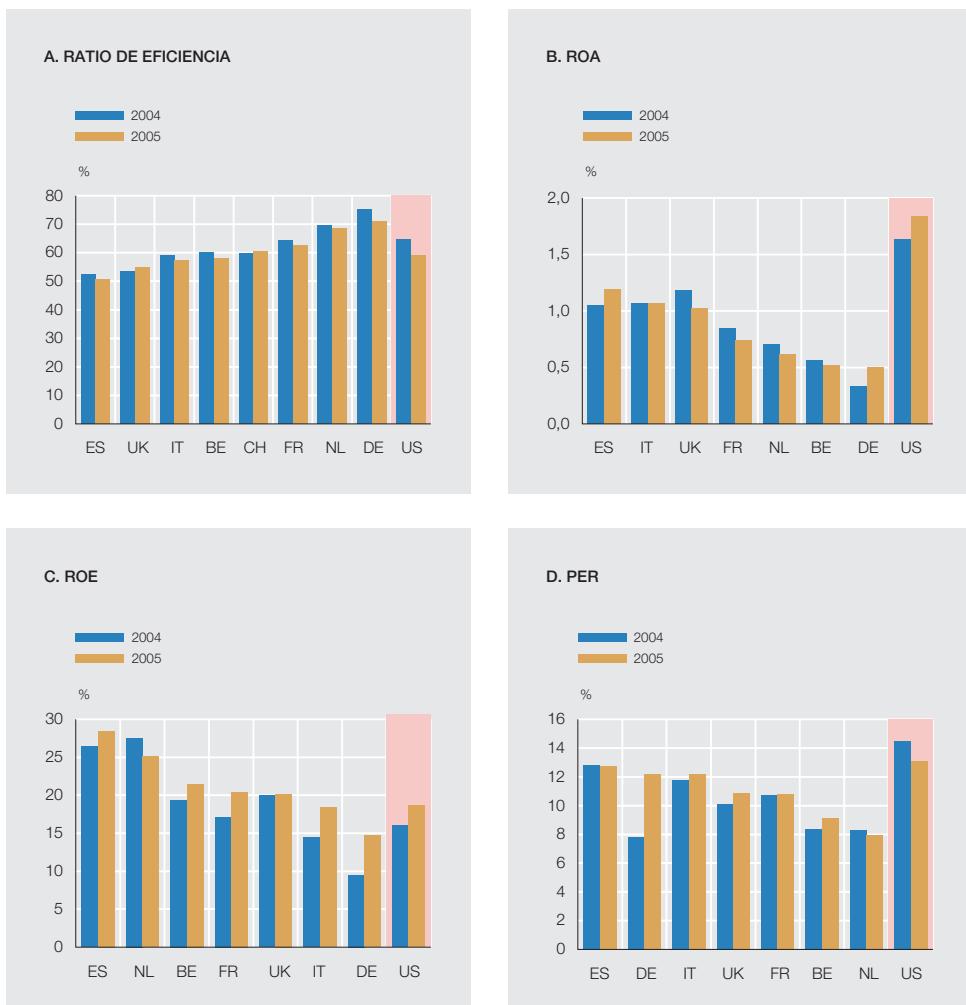
En lo referente a los gastos de explotación, debe resaltarse que las entidades españolas se sitúan en los niveles medios europeos, mientras que la ratio de eficiencia se sitúa a una distancia favorable del 10% con respecto a la media europea. No obstante, el margen de explotación supera en un 30% la media de la UE-NIIF.

Por su parte, la comparación en términos de morosidad es muy favorable a las entidades españolas, incluso teniendo en cuenta que, a diferencia de ejercicios anteriores, la introducción de las NIIF ha supuesto una mayor homogeneización en la definición de los activos dudosos. Por otro lado, las pérdidas por deterioro de activos superan en un 60% el promedio comunitario, lo que pone de manifiesto la fuerte expansión crediticia de las entidades españolas y, consecuentemente, de la cobertura asociada a un aumento de las pérdidas incurridas pero todavía no identificadas en operaciones concretas.

9. Al respecto, véase el trabajo de D. Pérez «Impacto de la Circular Contable 4/2004 sobre el balance y la cuenta de resultados de las entidades de depósito españolas», *Notas de Estabilidad Financiera*, n.º 4, mayo de 2006, Banco de España, donde se estima que el impacto en el balance ha sido de un aumento del 11% y de una caída del 3,5% en el resultado.

COMPARACIÓN CON LA BANCA INTERNACIONAL
Muestra de grandes bancos

GRÁFICO II.5



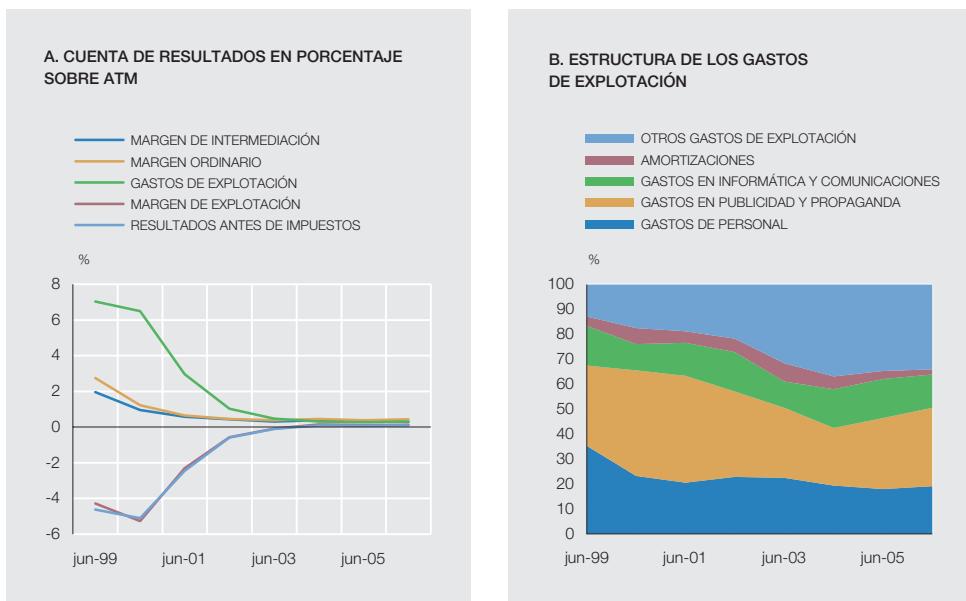
FUENTES: Informes anuales de las entidades y Datastream.

Los dos principales indicadores de rentabilidad, ROE y ROA, sintetizan la buena marcha de la industria bancaria al situar a España un 7% y un 40%, respectivamente, por encima del promedio de la UE-NIIF. Debe subrayarse que esta mejora en los resultados ha sido generalizada, no limitándose en ningún momento a un número reducido de entidades.

La comparación con el resto de países que no habían adoptado las NIIF (UE-no NIIF en adelante) en 2005¹⁰ (véase gráfico II.4A) muestra una posición todavía más favorable de las entidades españolas en la mayor parte de epígrafes de la cuenta de resultados, así como en las dos medidas de rentabilidad.

A nivel individual, la *información del mercado bursátil* permite conocer de forma directa la valoración que los inversores conceden a las perspectivas económico-financieras de las entidades admitidas a negociación. En ese sentido, los principales bancos españoles se han visto respaldados por una continuada apreciación de sus acciones durante los últimos dos años, presentando únicamente síntomas de desaceleración durante el segundo trimestre de 2006, coincidiendo con el período de turbulencia en los mercados financieros internacionales. La evolución de las grandes entidades españolas cotizadas es muy similar a la del conjunto de las europeas.

10. Alemania, Austria, Bélgica, Eslovenia, Hungría, Luxemburgo, Reino Unido y Suecia.



FUENTE: Banco de España.

En consonancia con la evolución en la cotización de las acciones, las *volatilidades implícitas*, un indicador de la percepción del riesgo que tiene el mercado de estas compañías, se han mantenido notablemente estables. El comportamiento observado para los principales bancos europeos es análogo al de las entidades españolas, lo que denota un creciente nivel de sincronía entre las principales instituciones financieras europeas.

Los *credit default swaps* (CDS) sobre deuda senior o subordinada de las entidades, que proporcionan un indicador explícito de su riesgo de crédito, han visto prolongada su senda de estabilidad ya apuntada en el anterior IEF, y muestran una elevada similitud para los grandes grupos financieros españoles y europeos (véase gráfico II.4B).

Por otra parte, las *betas*, referenciadas al índice DJ Stoxx 50, han experimentado un importante repunte a nivel europeo, más moderado a nivel español. En cualquier caso, la beta promedio de la banca española se mantiene en niveles próximos a la unidad.

La comparación entre los *grandes bancos internacionales*¹¹, con datos de 2004 y 2005, muestra la eficiencia de las entidades españolas, seguidas de cerca por las entidades del Reino Unido (véase gráfico II.5A). En lo referente a la rentabilidad del activo y de los recursos propios (véase gráfico II.5B y II.5C), las principales entidades de nuestro país también ostentan una posición muy destacada, mejorando en 2005 el dato registrado durante el ejercicio anterior. Por último, los grandes grupos bancarios españoles presentan un año más el PER más elevado (véase gráfico II.5D), lo que evidencia el mayor potencial de crecimiento de los resultados a medio plazo que les atribuye el mercado. A pesar de la mejoría clara en la eficiencia y la rentabilidad de los grandes bancos europeos en contraste con la situación que atravesaban una parte significativa de ellos a principios de esta década, coincidiendo con períodos de crecimiento muy débil en sus respectivos países de origen,

11. La muestra de grandes bancos europeos está integrada por dos entidades alemanas, tres francesas, tres italianas, cinco británicas, dos belgas, dos holandesas y dos españolas. Adicionalmente, se han incorporado al análisis cinco entidades estadounidenses.

las diferencias en cuanto a la rentabilidad con los grandes bancos estadounidenses son todavía muy significativas¹².

En el IEF de noviembre de 2004 se hizo un análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias de las entidades especializadas en banca electrónica. Allí se mostraba que dichas entidades, después de un período inicial de entrada en el mercado, habían conseguido obtener un resultado positivo, aunque reducido, en términos de los ATM gestionados. Buena parte de ese resultado se basaba en la disminución del peso relativo de los gastos de explotación al aumentar significativamente el volumen de actividad.

Dos años más tarde, la situación de la cuenta de pérdidas y ganancias no ha variado significativamente: el resultado antes de impuestos continúa siendo positivo, pero modesto en términos del activo total medio (véase gráfico II.6A). Este nivel del resultado se basa tanto en unos gastos de explotación en términos relativos de pequeño importe, exponente del tipo de especialización desarrollada, como en unos márgenes también muy bajos. El escaso margen de intermediación no se debe a una baja rentabilidad media del activo (3,9%), sino a un coste medio del pasivo (3,6%) muy superior al del conjunto de entidades de depósito (2,3%).

La estructura de gastos de explotación (véase gráfico II.6B) muestra un aumento del peso relativo de los gastos de publicidad (en torno al 30% de los gastos totales) y el mantenimiento, en términos relativos, de los gastos de personal (20% del total) y de informática (15% del total), junto con la disminución del peso relativo de las amortizaciones.

La banca electrónica podría estar incrementando la competencia en el segmento de captación de depósitos porque, en paralelo a su desarrollo, se aprecia un incremento sostenido en el coste medio de los pasivos para el conjunto del sistema. Por otra parte, las entidades tradicionales están reaccionando con una creciente segmentación de la clientela y de los canales de distribución, incluida la activación de sus propias divisiones de banca electrónica. La rentabilidad de estas últimas para las entidades tradicionales se desconoce, al no presentar resultados separados para ellas.

12. La única salvedad es el ROE, si bien, dado su elevado ROA, puede atribuirse al sustancialmente menor grado de apalancamiento (*leverage ratio*) de las entidades estadounidenses o, en otros términos, al mayor peso de los recursos propios sobre el activo total. Probablemente, la normativa prudencial sobre la materia no es ajena a esta situación.

III Solvencia

En junio de 2006 el coeficiente de solvencia total de las entidades de depósito españolas muestra un nivel muy superior al mínimo regulatorio exigido. No obstante, el coeficiente de solvencia básico ha acentuado su tendencia descendente. La diferente evolución de ambas ratios ha sido debida, en parte, a la introducción de la Circular del Banco de España 2/2006 sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, que ha modificado la normativa existente (CBE 5/1993)¹. Su aplicación ha tenido un efecto asimétrico entre las distintas partidas que componen los fondos propios, ya que, junto a otras modificaciones, ha ampliado la lista de partidas contables susceptibles de formar parte de los recursos propios de segunda categoría y al mismo tiempo ha aumentado las deducciones.

III.1 Situación general de la solvencia

Como se ha venido mostrando en anteriores IEF, el *coeficiente de solvencia total*, que responde a la regulación sobre recursos propios vigente en España, ha mostrado una gran estabilidad, al representar el 10,6% de los activos ponderados por riesgo, tras crecer muy ligeramente, por encima del nivel de junio de 2005 (5 pb). Este comportamiento es similar al mostrado por la ratio de solvencia calculada bajo la *normativa de Basilea*², que se ha situado en el 12,1% al decrecer tan solo 10 pb. La tendencia descendente del *coeficiente de solvencia básico* se ha visto acentuada al reducirse 65 pb hasta alcanzar el 6,9% en junio de 2006 (véase gráfico III.1A).

La fuerte actividad desarrollada por las entidades, tanto en España como en el extranjero, se ha traducido en unos mayores requerimientos de capital como consecuencia directa del fuerte aumento de los activos ponderados por riesgo (20,2%). De igual modo, los recursos propios totales han continuado aumentando a tasas elevadas (20,7%), aunque desacelerándose (véase gráfico III.1B), lo que ha propiciado el mantenimiento de la ratio de solvencia total.

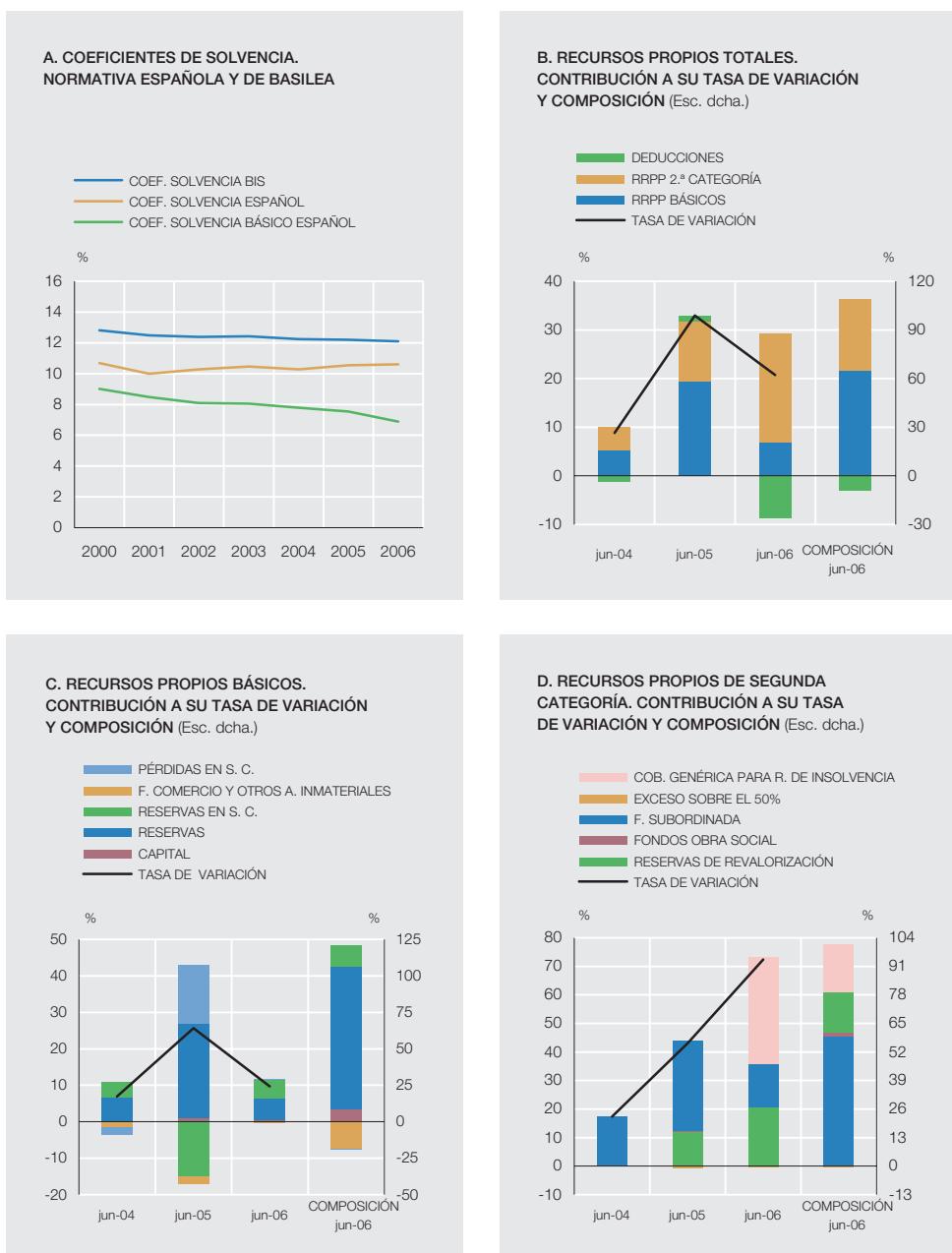
Los componentes de los recursos propios presentan un comportamiento dispar. Así, mientras que los básicos se han desacelerado 16 pp al aumentar un 9,7%, los de segunda categoría se han acelerado mucho al crecer a una tasa del 72,4% (29,3 pp más que en 2005), y las deducciones han repuntado al cuaduplicarse su volumen (346%), siendo estas dos últimas resultado del cambio regulatorio.

La desaceleración de los *recursos propios básicos* se produce tras el impacto que supuso en 2005 la entrada en vigor de la CBE 4/2004, favoreciendo la reducción tanto del fondo de comercio como de las pérdidas y las reservas en sociedades consolidadas, a lo que se añadió el efecto positivo que tuvo sobre las reservas la adquisición de una gran entidad extranjera en 2004 (véase gráfico III.1C). Bajo un contexto marcado por la escasa influencia sobre el *tier 1* de la introducción de la CBE 2/2006, las reservas se han desacelerado 19,8 pp, recuperando tasas más acordes con sus niveles históricos (5,8%), mientras que las reservas en sociedades consolidadas han crecido un 48,3%. Por su parte, las deducciones del *tier 1* continúan teniendo una contribución muy reducida al comportamiento global (-1,8%).

1. El recuadro III.1 analiza con más detalle los cambios de la CBE 2/2006 y su impacto sobre el coeficiente de solvencia de las entidades. 2. La normativa de Basilea no considera explícitamente como deducciones las participaciones en aseguradoras cuando la entidad, o el grupo bancario, tiene más del 20% del capital de la compañía de seguros, a diferencia de la CBE 2/2006. Esto hace que los requerimientos españoles, en línea con los comunitarios, sean más exigentes que los de Basilea I.

COEFICIENTES DE SOLVENCIA Y EVOLUCIÓN DE LOS RECURSOS PROPIOS
Entidades de depósito

GRÁFICO III.1



FUENTE: Banco de España.

Los recursos propios de segunda categoría han mostrado un gran dinamismo como consecuencia de tres factores (véase gráfico III.1D). En primer lugar, la CBE 2/2006 ha permitido considerar como *tier 2*, hasta el límite del 1,25% de los activos ponderados por riesgo, el fondo genérico derivado de la cobertura del riesgo de insolvencia incurrido, pero todavía no identificado en operaciones concretas³, lo que ha contribuido en gran medida a la variación total (37,5 pp), con un peso relativo del 21,8% en el *tier 2*. En segundo lugar, las reservas de revalorización de activos han seguido creciendo, especialmente en las cajas, a tasas muy elevadas (187%), como consecuencia del cómputo como *tier 2* de las plusvalías obtenidas en las inversiones en acciones. Por último, se mantiene el crecimiento de la financiación subordi-

3. El resto de coberturas de insolvencias responden a las específicas, aquellas destinadas a cubrir el riesgo incurrido y ya identificado en operaciones concretas (activos dudosos).

La CBE 2/2006 modifica a la anterior CBE 5/1993 en lo relativo a la definición de recursos propios, introduciendo cambios significativos en lo referente a la computabilidad y deducibilidad de algunos de sus elementos. De forma no exhaustiva, la nueva Circular permite computar como recursos propios de segunda categoría (*tier 2*) la cobertura genérica, correspondiente al riesgo de insolvencia de los clientes, es decir, la ligada a las pérdidas inherentes o a las pérdidas incurridas pero todavía no identificadas individualmente, con un límite que se establece en el 1,25% de los activos ponderados por riesgo. A su vez, se permite el cómputo de algunas plusvalías (o la deducción de ciertas minusvalías) derivadas de la aplicación de la CBE 4/2004. Finalmente, se amplían las deducciones de recursos propios. Así, por ejemplo, se deducen las participaciones en entidades aseguradoras, de reaseguro o asimiladas cuando la participación sea superior al 20% del capital de la participada¹, así como las financiaciones subordinadas emitidas por entidades participadas y adquiridas por el grupo.

El impacto de la CBE 2/2006 se puede medir comparando la composición de los recursos propios para dos fechas consecutivas, en este caso junio de 2005 y junio de 2006. En cuanto a los recursos propios básicos o *tier 1*, tanto el efecto de las minusvalías en instru-

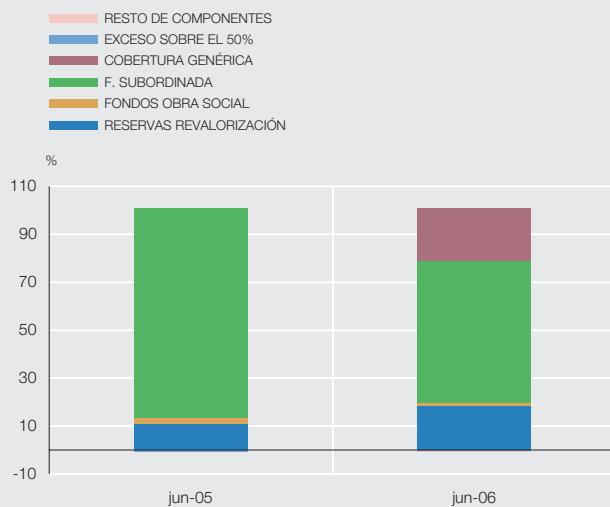
mentos de capital y en valores de deuda, como las coberturas de inversiones netas en negocios en el extranjero, ambas introducidas como componentes negativos de los recursos propios básicos, no han tenido un efecto significativo en su composición, ya que su peso relativo conjunto no llega a los 50 pb (1,9% de las deducciones) para el total de las entidades de depósito.

En relación con el *tier 2* (véase gráfico A), permitir el cómputo de la cobertura genérica ha supuesto un fuerte cambio en la composición de los mismos, como cabía esperar. A pesar de la limitación del 1,25%, su peso supone el 21,8% del total del *tier 2* y el 27,5% de sus componentes positivos. Además, la CBE 2/2006 permite el cómputo de ciertas plusvalías en instrumentos de capital y en valores representativos de deuda derivados de la CBE 4/2004, lo que ha hecho aumentar el peso de las reservas de revalorización del 11% al 18,4%.

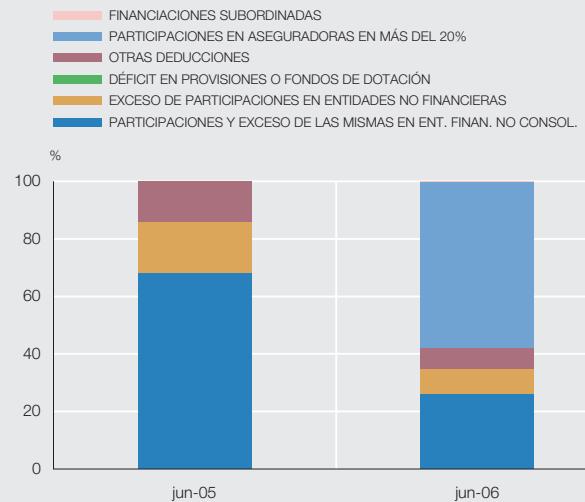
Por su parte, la composición de las deducciones ha sufrido una modificación sustancial al incluir las participaciones en aseguradoras en las que la entidad o el grupo participa en más del 20% (véase gráfico B). Esta nueva partida supone en junio de 2006 el 57,5% de las deducciones totales, lo que ha compensado en gran medida el aumento de los recursos propios producido por el resto de modificaciones.

1. Esta deducción no se aplica por parte del BCBS, pero sí a nivel de la UE.

A. COMPOSICIÓN DE LOS RECURSOS PROPIOS DE SEGUNDA CATEGORÍA Entidades de depósito



B. COMPOSICIÓN DE LAS DEDUCCIONES DE RECURSOS PROPIOS Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

nada (17,1%), aunque su peso sobre el *tier 2* es ahora ya solo del 59,3% (28 pp menos que en 2005).

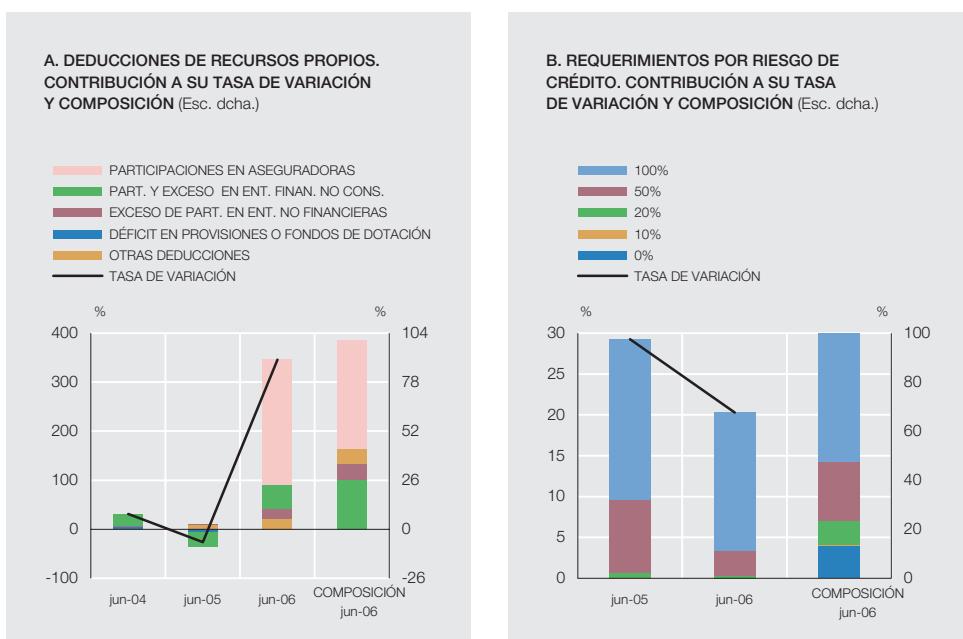
Las deducciones de los recursos propios han aumentado en casi todos sus componentes, pero su repunte se debe fundamentalmente al nuevo cómputo como deducciones de las participaciones en entidades aseguradoras cuando la participación de la entidad de depósito es superior al 20% del capital de la participada. Así, esta partida contribuye a la variación

EVOLUCIÓN DE LAS DEDUCCIONES DE RECURSOS PROPIOS

GRÁFICO III.2

Y DE LOS REQUERIMIENTOS

Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

total en 256 pp, suponiendo más de la mitad de las deducciones totales (véase gráfico III.2A).

El sólido crecimiento de la economía española y la buena marcha, en general, del resto de economías donde la banca española tiene presencia significativa, siguen favoreciendo la actividad de las entidades y, en particular, el incremento del crédito a familias y empresas, lo que ha repercutido en la evolución creciente de los activos ponderados por riesgo, y esto, a su vez, se ha traducido en unas mayores exigencias de capital. Así, los requerimientos de recursos propios han continuado su intenso crecimiento (20,2%), aunque a una tasa inferior a la del período anterior, afectado por la mencionada adquisición de una entidad extranjera.

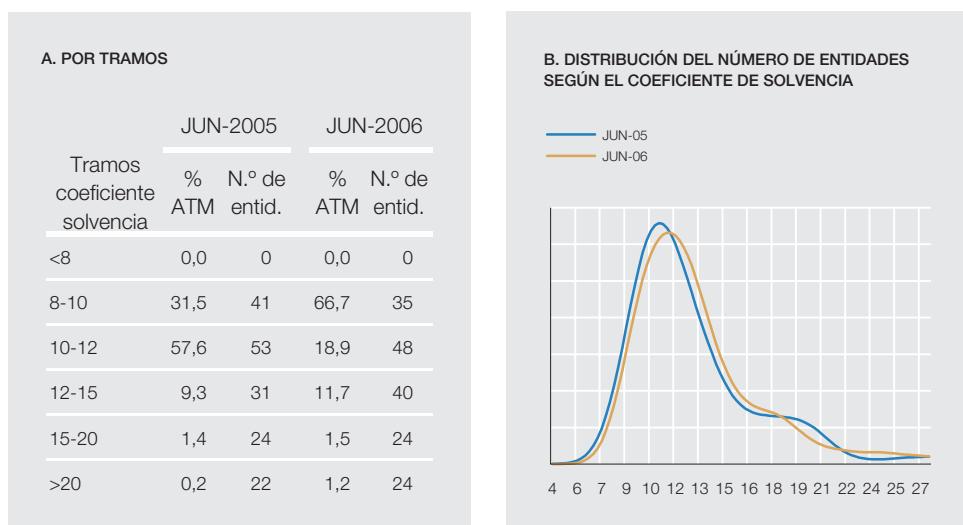
El crédito sigue siendo el principal motor de la actividad bancaria, como pone de manifiesto su importancia dentro de los requerimientos totales (95%). Los requerimientos derivados por riesgo de crédito y contraparte se han incrementado un 20,3% en junio de 2006, movidos por el aumento de los activos que ponderan un 50%, en su mayor parte financiación con garantía hipotecaria para adquisición de vivienda (16,3%), y por los que ponderan un 100% (véase gráfico III.2B), constituidos en buena medida por la financiación a empresas y al consumo de los hogares (21,7%). En cuanto al perfil de riesgo de la cartera, medido a través de su ponderación media, ha aumentado en 2,4 pp, situándose en el 66,5%. Los requerimientos por la cartera de negociación son los segundos en importancia (3,6%), pero, a pesar de sus mayores exigencias en este período (11,7%), su contribución total es muy reducida.

III.2 Análisis por entidades

El comportamiento agregado de la ratio de solvencia presenta diferencias significativas a nivel individual (véase gráfico III.3A). En términos del número de entidades, en junio de 2006 se ha producido un desplazamiento de la distribución del coeficiente de solvencia hacia la derecha desde los tramos inferiores (véase gráfico III.3B), coherente con la mejora en la ratio de un elevado número de entidades. A pesar de ello, el tramo entre el 12% y el 15% sigue suponiendo solo el 11,7% en términos del activo total medio. Por su parte, el mayor peso relativo del

DISTRIBUCIÓN DEL COEFICIENTE DE SOLVENCIA
Entidades de depósito

GRÁFICO III.3



FUENTE: Banco de España.

tramo entre el 8% y el 10%, junto con el menor número de entidades que lo conforman, es indicativo de que ciertas entidades de tamaño medio-alto han reducido su ratio de solvencia, pasando del tramo 10-12 al tramo 8-10. Este efecto contrapuesto entre el alto número de entidades que mejoran y el elevado peso de las que empeoran ligeramente ha tenido como resultado una evolución agregada sin cambios, comentada al principio del capítulo.

COMPARACIÓN INTERNACIONAL

Al igual que en el capítulo II, la comparación con la banca europea se ha visto condicionada por la introducción de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y, por consiguiente, las comparaciones deben tomarse con cautela.

Durante 2005, el coeficiente de solvencia total se situó para las entidades españolas 39 pb por encima del correspondiente al agregado UE-NIIF (véase gráfico III.4A). Por el contrario, el coeficiente de solvencia básico se situó 24 pb por debajo de dicho agregado⁴. La comparación con los países UE-no NIIF presenta la situación contraria, al figurar las entidades españolas 42 pb por debajo en el coeficiente de solvencia total y 18 pb por encima en la ratio *tier 1* en junio de 2005. En conjunto, se puede afirmar que, en materia de solvencia, las entidades españolas se sitúan en línea con los estándares imperantes en Europa, superando ampliamente los requisitos mínimos establecidos en el Acuerdo de Capital de Basilea I, aún vigente.

De forma complementaria, la comparación entre los grandes bancos internacionales cotizados muestra un panorama favorable (véase gráfico III.4B). Entre los países considerados, los bancos españoles presentan unos coeficientes de solvencia total elevados, mientras que si atendemos a la ratio *tier 1* ocupan una posición intermedia.

Por último, el *pay out*, que indica el porcentaje de beneficios que la empresa reparte a sus accionistas en dividendos, si situó en el 45% en el caso de las entidades españolas (véase gráfico III.4C), viéndose superadas en 2005 por las entidades británicas, italianas, belgas y, fuera de Europa, por las estadounidenses. El descenso del *pay out* de las entidades españo-

4. Nótese que los datos correspondientes al ejercicio 2004 han sido reelaborados de acuerdo con los nuevos principios contables, pudiendo haber, por tanto, algunas diferencias con respecto al análisis efectuado en anteriores IEF.

COMPARACIÓN INTERNACIONAL

GRÁFICO III.4



FUENTES: BCE, Informes anuales de las entidades y Banco de España.

las con respecto al año anterior se enmarca en un contexto de mayores beneficios respecto a ejercicios anteriores.

PRUEBAS DE RESISTENCIA Y NORMATIVA PRUDENCIAL

Recientemente, el FMI ha llevado a cabo una evaluación del sistema financiero español (*Financial Sector Assessment Program*) que muestra la capacidad de resistencia del mismo ante aumentos del riesgo de crédito, de mercado, de tipo de interés en el balance y de liquidez. Las conclusiones anteriores se obtuvieron a través de la realización de pruebas de resistencia (*stress tests*) tanto a nivel agregado del conjunto de entidades de depósito como a partir de los análisis que llevaron a cabo de forma individual un conjunto representativo de empresas financieras (entidades de depósito y compañías de seguros). Se trata, por tanto, de un estudio muy completo sobre la capacidad del sistema financiero español para absorber shocks macroeconómicos que crean entornos desfavorables para las entidades.

Las pruebas de resistencia permiten construir indicadores de fragilidad del sistema bancario. En particular, tiene interés analizar el impacto de un shock macroeconómico no solo sobre el promedio del sistema sino sobre las entidades más débiles. Una forma de llevar a cabo este análisis es a través de la simulación de un escenario desfavorable (por ejemplo, la actividad

económica se para y los tipos de interés se elevan 200 pb), que provoca un volumen de pérdidas esperadas que acaban impactando sobre los resultados y los recursos propios. A continuación se ordenan las entidades en términos de la caída relativa de la rentabilidad y de los recursos propios y se elige el 10% de entidades en peor situación. El peso relativo en términos de los activos totales de este 10% de entidades da una medida aproximada del alcance del *shock* y, por tanto, del potencial impacto en la estabilidad del sistema bancario.

Utilizando información real de 2004 y 2005 para evaluar la situación en 2005 y 2006, respectivamente, y suponiendo un escenario altamente improbable y desfavorable como uno en que la actividad económica se parase y los tipos de interés se elevaran 200 pb, se obtendrían unos resultados en los que las pérdidas esperadas para la entidad que está en el percentil 90 de la distribución supondrían el 10% de sus resultados antes de impuestos. La caída porcentual de los recursos propios sería inferior al 1%. Si no existieran los fondos de insolvencias (provisión genérica o colectiva) las conclusiones serían significativamente más desfavorables, ya que las pérdidas esperadas de la entidad en el percentil 90 llegarían a duplicar su resultado antes de impuestos (del 10% con provisión colectiva al 200% sin ella) y el impacto en recursos propios se elevaría al 15% (frente al 1% cuando se tiene en cuenta la genérica). Incluso en el escenario en el que no se considera la provisión genérica, el peso relativo de las entidades situadas en el peor decil de la distribución está en el 2,5% en 2005 y en torno al 1,5% en 2006, lo que indica que las entidades más afectadas por el *shock* son muy pequeñas y, además, su importancia relativa se reduce en el último año⁵. Lo anterior corrobora la significativa contribución del mecanismo de provisiones prudenciales a la estabilidad del sistema bancario español así como su resistencia ante *shocks* potenciales.

5. El ejercicio se ha hecho a nivel de grupos consolidados, solo incluye bancos y cajas de ahorros y se han filtrado las entidades con un comportamiento muy atípico. Con todo, la muestra de entidades consideradas (algo más de 60) representa más del 95% de los activos totales de las entidades de depósito a nivel consolidado.

ANEJO: NOTAS EXPLICATIVAS Y GLOSARIO

1 Notas explicativas

Buena parte del análisis de estabilidad financiera llevado a cabo en este Informe (en particular, el estudio del balance, de la evolución de los riesgos y de la rentabilidad de las entidades de depósito) se basa en la información que suministran los estados financieros requeridos por las circulares contables del Banco de España (CBE): hasta junio de 2005, la CBE 4/1991 y, a partir de entonces, la CBE 4/2004. Por su parte, el análisis de la solvencia se basa, principalmente, en la información de los estados de la Circular de recursos propios mínimos CBE 5/1993. Dicha Circular ha sido adaptada a la CBE 4/2004 mediante la CBE 3/2005, que entró en vigor en junio de 2005.

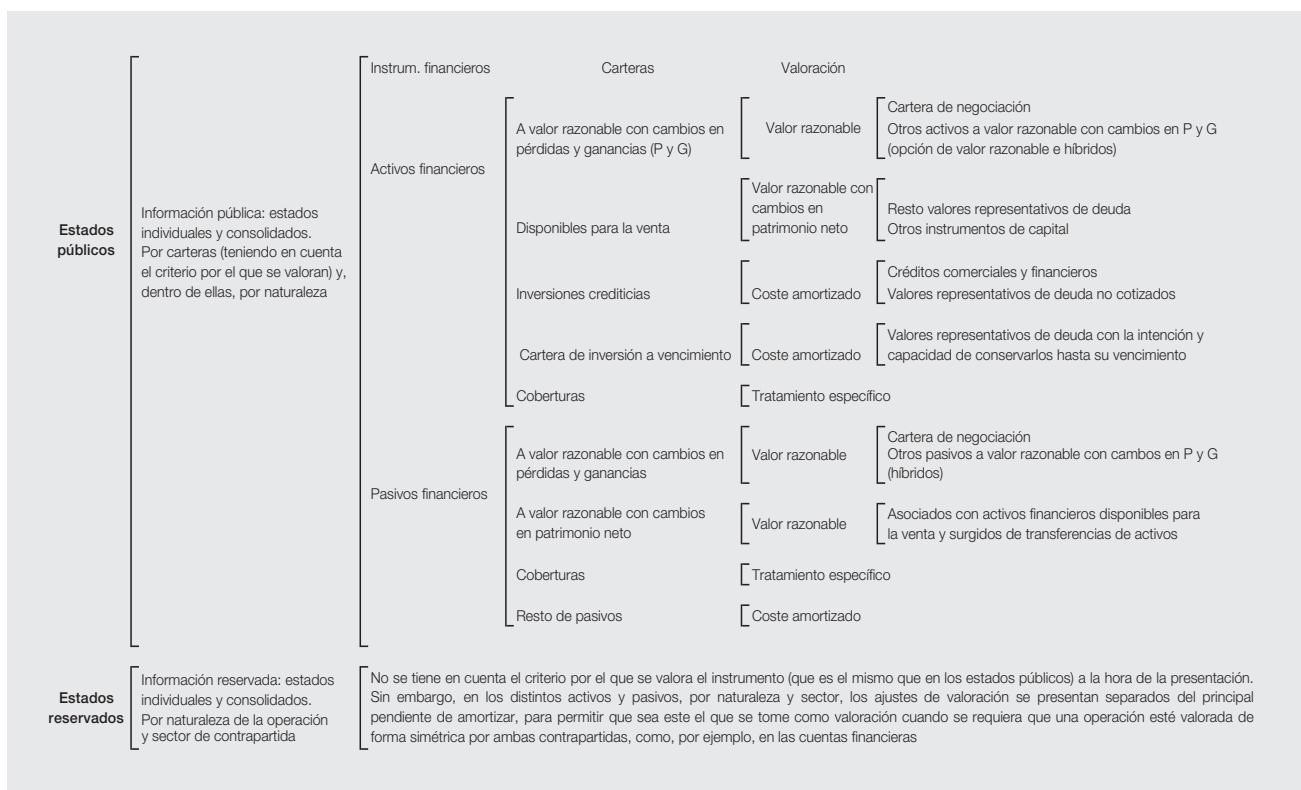
La Circular contable proporciona información desde perspectivas distintas. Así, la información según el sujeto al que representa puede ser individual o consolidada, combinándose con la que se suministra según el destinatario al que va dirigida; es decir, la información pública, de difusión general, y la información reservada para el supervisor. Además, la información reservada sobre los negocios totales se desagrega entre negocios en España y negocios en el extranjero.

La información pública tiene un propósito general y, por ello, se dirige a los usuarios en general. En la CBE 4/1991 estos usuarios se consideraban, principalmente, la propia dirección de la entidad, los empleados, poderes públicos y agentes del mercado, mientras que la CBE 4/2004 considera al inversor como al usuario principal, pues, si se cubren las necesidades de información de este, centradas en el riesgo y la rentabilidad, estarán cubiertas muchas de las necesidades de información del resto de usuarios de la misma. Por su parte, la información financiera que proporcionan los estados reservados tiene fines supervisores y/o estadísticos.

En la CBE 4/1991 los estados consolidados, tanto públicos como reservados, se referían a los grupos consolidables de entidades de crédito, es decir, por su fin supervisor, se referían a los mismos grupos de consolidación y con la misma amplitud que los de la Circular de recursos propios mínimos. Por ello, el ámbito de aplicación para el análisis de los balances, riesgos y rentabilidad de la Circular contable era el mismo que el análisis de los riesgos y la solvencia de la Circular de recursos propios.

El Reglamento (CE) 1606/2002 y el Código de Comercio establecen que las sociedades cuyos valores hayan sido admitidos a cotización en un mercado regulado de cualquier Estado miembro de la Unión Europea deberán, a partir de 2005, presentar sus cuentas consolidadas públicas de acuerdo con los *Internacional Accounting Standards (IAS)/Internacional Financial Reporting Standards (IFRS)* o, en español, Normas Internacionales de Contabilidad (NIC)/Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

La CBE 4/2004, que adapta las normas de información financiera de la UE, ha pretendido que no existan diferentes normas contables para las distintas entidades de crédito que compiten entre sí y que están sujetas a una misma regulación y supervisión bancaria. Para ello, y con el fin de que las cuentas de dichas entidades sean homogéneas, comparables entre sí y puedan agregarse, ha extendido la aplicación de dichas normas a los estados públicos (balance, cuenta de pérdidas y ganancias, estado de cambios en el patrimonio neto y estado de flujos de efectivo) de todas las entidades de crédito, con valores cotizados o no, y no solo a sus cuentas consolidadas, sino también a sus cuentas individuales. Sin embargo, los estados reservados, tanto individuales como consolidados, que no tienen el propósito de infor-



mación general, sino que en ellos priman fines supervisores y estadísticos, no presentan de la misma forma los instrumentos financieros ni tienen el mismo ámbito de la consolidación que los públicos, aunque los criterios de valoración y de registro de las operaciones y la definición de los instrumentos financieros son los mismos en ambos estados y, por tanto, son coherentes entre sí.

La nueva Circular, para los estados públicos, tanto individuales como consolidados, presenta los instrumentos financieros de acuerdo con las IAS, es decir, por carteras, teniendo en cuenta el criterio por el que se valoran y, dentro de ellas, por naturaleza. En el IEF 12/2005 se publicó un cuadro, que se reproduce aquí (cuadro A.1), en el que se ofrecía una breve explicación del contenido de dichas carteras. Por su parte, para los estados reservados presentan los instrumentos financieros clasificados por sector de contrapartida y naturaleza de la operación. En los estados reservados, y al contrario que en los públicos, por motivos estadísticos, los ajustes por valoración de activos y pasivos se separan del principal pendiente de amortizar, lo que permite un análisis de la evolución temporal de los diferentes epígrafes no afectado por cambios en el valor de los instrumentos financieros o de la cartera en la que están registrados (esquema 1). La CBE 4/1991 valoraba los instrumentos financieros por el principal pendiente de amortizar, y de forma simétrica para activos y pasivos. Puesto que los estados reservados de la CBE 4/2004 permiten separar esta valoración, es posible el enlace de los estados de ambas circulares para una parte muy significativa, en términos cuantitativos, del balance (créditos y depósitos, principalmente).

Sin embargo, los criterios de valoración son comunes tanto a los estados públicos como a los reservados, aunque, como se ha dicho, en los reservados los ajustes por valoración se presentan separados del principal pendiente de amortizar, de manera que también puedan ser valorados según este criterio. De forma resumida, y sin tener en cuenta toda la casuística, se

Los activos financieros se agrupan en cinco carteras principales: cartera de negociación, otros activos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias, activos financieros disponibles para la venta, inversiones crediticias y cartera de inversión a vencimiento.

La cartera de inversiones crediticias básicamente recoge aquellos activos financieros no negociados que suponen deudas para aquel que los emitió o para el obligado al pago. Dichos activos se valoran por su coste amortizado.

La cartera de activos financieros disponibles para la venta recoge los activos financieros representativos de deuda que la entidad no va a mantener hasta el vencimiento y que no están incluidos dentro de los de su operativa de negociación ni en la cartera de otros activos financieros con cambios en pérdidas y ganancias, así como los instrumentos de capital (acciones) de empresas no dependientes, ni asociadas, ni multigrupo que no se hayan valorado por su valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias. Los activos disponibles para la venta se registran por su valor razonable, anotándose sus cambios de valor en el patrimonio neto, excepto cuando se realizan, momento en el que dichos cambios se reflejan en la cuenta de pérdidas y ganancias. No obstante, los instrumentos de capital para los que no hay un valor razonable fiable se valoran por su coste.

La cartera de negociación recoge los activos financieros que las entidades pretenden realizar en el corto plazo, así como los derivados de negociación. Estos activos se registran por su valor razonable y sus cambios se reflejan en la cuenta de pérdidas y ganancias. A diferencia de la CBE 4/1991, los derivados de negociación se consideran instrumentos financieros que se registran en el activo o en el pasivo en función de que su valor razonable suponga, respectivamente, un derecho o una obligación contractual de intercambiar con terceros instrumentos financieros en condiciones potencialmente favorables, o desfavorables, a la fecha a la que se refieren los estados financieros.

La cartera de inversión a vencimiento se valora al coste amortizado y recoge los instrumentos representativos de deuda con vencimiento fijo que la entidad tiene la intención, y la capacidad financiera, de mantener hasta su vencimiento. Con la nueva Circular, si se producen ventas o reclasificaciones de una parte más que insignificante de la cartera de inversión a vencimiento, no será posible clasificar, ni tener clasificado, durante un período de dos años, ningún activo financiero como inversión a vencimiento.

La cartera de otros activos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias recoge, por ejemplo, aquellos instrumentos híbridos no incluidos en la cartera de negociación y que deben ser valorados íntegramente a valor razonable, o aquellos activos financieros gestionados conjuntamente con pasivos por contratos de seguros o derivados financieros con el objeto de reducir la exposición a cambios en el valor razonable.

La inclusión de derivados de cobertura y de las macrocoberturas en el balance es una novedad de la Circular. Estas últimas permiten la posibilidad de cubrir, en una determinada cartera, el riesgo de tipo de interés de un importe de activos financieros que forman parte del conjunto sin ser instrumentos concretos.

El nuevo balance público distingue explícitamente entre el pasivo y el patrimonio neto. Dentro del pasivo, la nueva Circular distingue cuatro grandes categorías en las que se clasifican los pasivos financieros según su gestión y valoración: cartera de negociación, otros pasivos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias, pasivos financieros a valor razonable con cambios en patrimonio neto y pasivos financieros a coste amortizado.

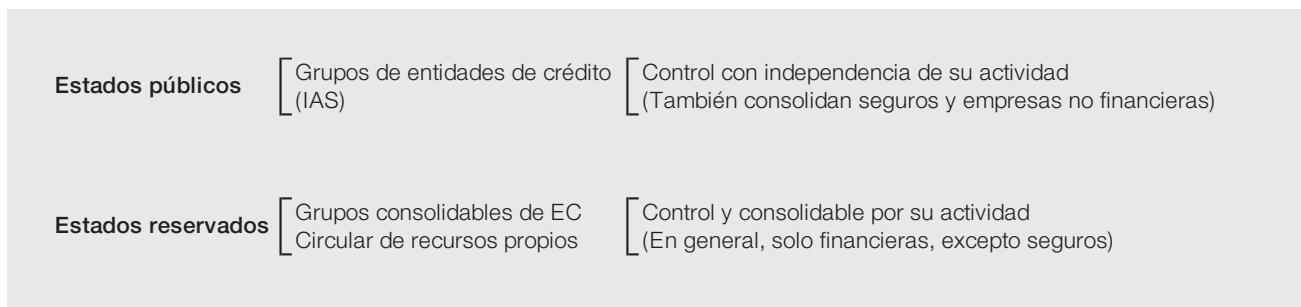
La cartera de pasivos financieros al coste amortizado es la única en la que los pasivos no se registran por su valor razonable. Esta cartera incluye depósitos de la clientela, débitos representados por valores negociables y depósitos de entidades de crédito.

La cartera de negociación incluye los derivados de negociación y otros débitos en valores negociables, así como posiciones cortas en valores.

La cartera de otros pasivos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias incluye los pasivos financieros híbridos que no forman parte de la cartera de negociación y que deben ser valorados íntegramente por su valor razonable.

La cartera de pasivos financieros a valor razonable con cambios en patrimonio neto recoge los pasivos financieros que están asociados con activos financieros disponibles para la venta, y que estén originados como consecuencia de transferencia de activos en los que la entidad mantenga el control de dichos activos y no haya transferido ni retenido sustancialmente sus riesgos y beneficios. Estos pasivos se valorarán por su valor razonable con cambios en el patrimonio neto.

Finalmente, el patrimonio neto incluye los fondos propios, compuestos básicamente de reservas y prima de emisión, junto con los ajustes por valoración, entre los que se incluyen los ajustes de activos financieros disponibles para la venta (variaciones en el valor razonable no realizadas de los activos financieros incluidos en esa cartera) y los ajustes por diferencias de cambio, donde se registran las diferencias de cambio ocurridas en el patrimonio neto.



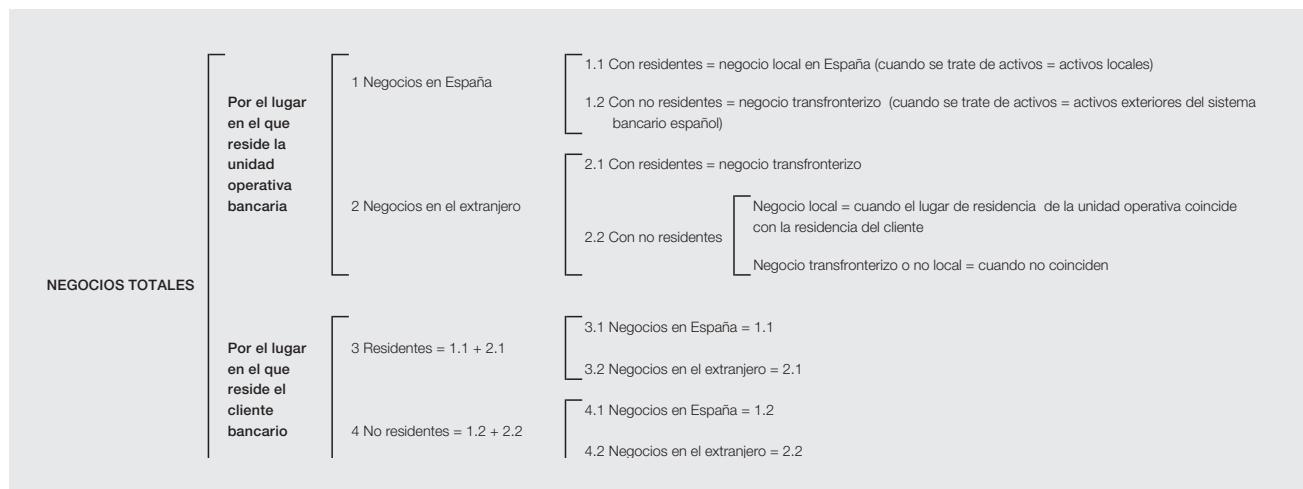
puede decir que los instrumentos financieros se valoran: 1) a valor razonable, los activos y pasivos financieros que formen parte de la cartera de negociación o sean instrumentos financieros derivados y los activos financieros disponibles para la venta, y 2) a coste amortizado, las inversiones crediticias e inversiones a vencimiento y el resto de los pasivos financieros (esquema 1).

El ámbito de consolidación también difiere entre los estados públicos y reservados. Así, de acuerdo con las IAS, los estados públicos consolidados se aplican a los grupos de entidades de crédito en los que consolidan todas las entidades que pertenecen al grupo, independientemente de su actividad (es decir, las empresas de seguros y las no financieras también se consolidan), mientras que los estados consolidados reservados se aplican a los grupos consolidables de entidades de crédito; es decir, a aquellas sociedades consolidables por su actividad; en general, todas las financieras, excepto empresas de seguros. Por tanto, los grupos de consolidación de los estados reservados de la CBE 4/2004 coinciden con los de la CBE 4/1991, lo que permite su enlace, y también con la consolidación que sigue la Circular de recursos propios. Esta consolidación es más útil a efectos supervisores, además de hacer coherente el ámbito de aplicación de ambas normas (esquema 2).

La aplicación de las IAS y la CBE 4/2004 ha supuesto una fuerte ruptura respecto a la CBE 4/1991, tanto en cuanto a la valoración, presentación y ámbito de la consolidación como a nivel de las series de epígrafes concretos analizados. Además, a partir de la nueva Circular, no solo es importante distinguir entre los estados consolidados y los individuales, sino también entre los reservados, base principal del IEF, y los públicos, que, como se ha visto, se refieren a un campo de actuación o consolidación más amplio que es necesario también seguir, ya que estos últimos son la base de la información que se emite al mercado y, por tanto, es útil para completar el análisis de la estabilidad del sistema bancario español. Como consecuencia del seguimiento de estas diferentes perspectivas, el análisis de la información financiera se complica, ya que una misma variable (una ratio, por ejemplo) puede computarse en distintos ámbitos de consolidación y con diferentes normas de valoración, lo que va a suponer que, dependiendo de la fuente de información de la que se parta, dicha variable puede tomar diferentes valores y, por tanto, cuando no provengan de los estados públicos, va a ser diferente a la variable publicada por las propias entidades.

Estados financieros reservados consolidados de los grupos consolidables de entidades de depósito residentes en España

Agregación de los balances o de las cuentas de resultados consolidados de los grupos consolidables de entidades de crédito de las 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 reser-



vadas individuales, mientras que para las filiales de entidades extranjeras se consideran sus cuentas reservadas subconsolidadas (las del grupo que depende de la filial residente en España).

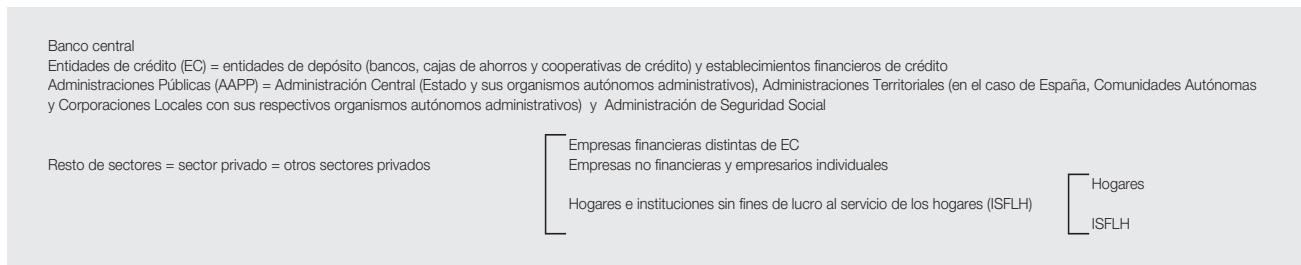
Los estados reservados consolidados (balance o cuenta de resultados) comprenden los negocios totales consolidados a nivel mundial, neteadas sus operaciones intragrupo, de los grupos consolidables de las entidades consideradas. Dichos grupos consolidables están formados por la matriz en España (con sus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

La consolidación y agregación de los estados financieros consolidados de los grupos de entidades de depósito residentes en España coincide con la de los estados de solvencia o recursos propios, con la excepción de las sucursales de entidades residentes en países de la UE, que no suministran información de recursos propios.

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

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

Estos estados (negocios totales), tal como aparece en el esquema 3, 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 nego-



cios con residentes en España y con no residentes (o con extranjeros). Además, cuando la residencia de la unidad operativa coincide con la de la contrapartida, se hablará de negocio local y, cuando no coincide, de negocio transfronterizo (*cross border*), no local o con el exterior.

La consolidación de cuentas se basa en el control del grupo consolidable 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 reservadas individuales de dichas entidades.

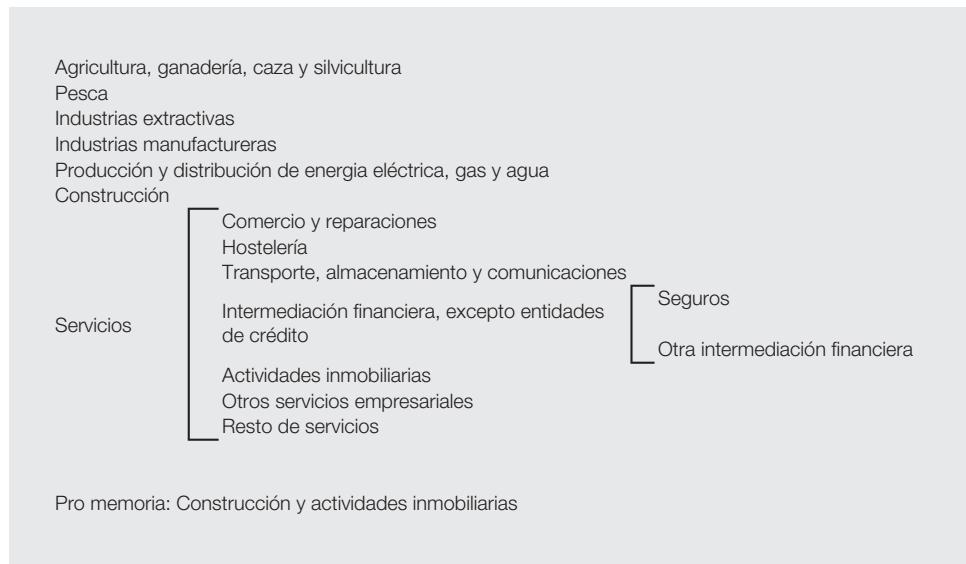
Los estados individuales (balance o cuenta de resultados) comprenden los negocios totales a nivel mundial realizados por las entidades de depósito individuales residentes en España. Dichas entidades pueden ser nacionales o extranjeras (filiales y sucursales de entidades de depósito extranjeras) y están formadas por la casa central y todas sus sucursales en el extranjero (cuando tengan), pero no incluyen las filiales de estas entidades que operan en el exterior.

Al igual que ocurre con la información consolidada, los estados individuales (negocios totales), como se observa en el esquema 3, pueden presentarse por el lugar en el que reside la unidad operativa (casa central o sucursal) y por el lugar en el que reside la contrapartida. Sin embargo, mientras que los negocios totales no incluyen o netean las operaciones entre unidades de la entidad que reside en distintos países, por el contrario, y a diferencia de las cuentas consolidadas, los negocios en España y los negocios en el extranjero no netean las posiciones entre las unidades que residen en dichos ámbitos territoriales: España y el resto de países. Dicho de otra forma, los negocios en España incluyen las posiciones frente a sucursales propias en el exterior, porque son no residentes, y dicha información es necesaria para elaborar la Contabilidad Nacional (más concretamente, las Cuentas Financieras) y la Balanza de Pagos, pero en los negocios totales se consolidan tales operaciones intrasucursales, ya que son activos de unos y pasivos de otras.

Dentro de los negocios en un país, los locales (en el caso de España, negocios en España con residentes), partida mayoritaria de las cuentas individuales de las entidades que residen en un país, son la base de las cuentas financieras entre los residentes en 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 sus negocios en España, en cuanto a su sectorización, instrumentos y resultados, que de las cuentas consolidadas de sus grupos.

CLASIFICACIÓN DEL SECTOR EMPRESAS NO FINANCIERAS, EMPRESARIOS INDIVIDUALES Y EMPRESAS FINANCIERAS DISTINTAS DE ENTIDADES DE CRÉDITO POR EL TIPO DE ACTIVIDAD PRODUCTIVA QUE DESARROLLAN (RAMAS O SECTORES DE ACTIVIDAD)

ESQUEMA 5



Sectores institucionales

En el IEF se distinguen los sectores institucionales que aparecen en el esquema 4, siendo «residentes» los que tengan un centro de interés o habiten en España y «no residentes» los que tengan un centro de interés o habiten en un país distinto de España, con independencia de que residan en el mismo país de la unidad operativa de la entidad de depósito. Cualquiera de estos dos sectores institucionales se subdivide en los siguientes subsectores: bancos centrales, entidades de crédito (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 5.

Las definiciones de las partidas del balance y la cuenta de resultados aparecen en la CBE 4/2004, así como los criterios de valoración. No obstante, el glosario incluye algunas partidas, dada su relevancia en el análisis de la estabilidad financiera.

2 Glosario

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

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

Activos dudosos: Saldos deudores 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 y pasivos financieros: Efectivo, préstamos, valores de renta fija, valores de renta variable, derivados, contratos de seguros vinculados a pensiones, cuentas de periodificación y otros activos financieros. No obstante, en general, al mencionar activos financieros en el IEF se refiere a los activos financieros rentables.

Activos financieros rentables: Activos financieros, excluidas las cuentas de periodificación y los otros activos financieros. 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, que incluyen activos materiales y activo intangible.

Activos totales medios (ATM): Media de los activos en el período en el que dichos activos dan lugar a los flujos de resultados.

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: Porcentaje 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: Porcentaje entre los intereses devengados y la renta bruta disponible del período considerado.

Cartera crediticia: No es una cartera en la que se clasifican los instrumentos financieros, de acuerdo con los estados públicos o las IAS, sino que es la contrapartida de los instrumentos de deuda que posee la entidad de crédito, es decir, es la suma de los préstamos vivos concedidos y de los valores representativos de deuda (cartera de renta fija). En el IEF se usa como sinónimo suyo financiación concedida y también instrumentos de deuda. Esta definición vale para cualquier sector (citado convenientemente) y para la economía en su conjunto.

Cartera de activos financieros disponibles para la venta: Cartera de los estados públicos en la que se incluyen los valores representativos de deuda no clasificados como inversión a vencimiento o a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias y los otros instrumentos de capital de entidades que no sean dependientes, multigrupo o asociadas de la entidad, y que no se hayan incluido en la cartera a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias.

Cartera de inversión a vencimiento: Cartera de los estados públicos que incluye los valores representativos de deuda, con vencimiento fijo y flujos de efectivo de importe determinado o determinable, que las entidades tienen, desde el inicio y en cualquier fecha posterior, la intención y la capacidad financiera para mantenerlos hasta su vencimiento.

Cartera de negociación: Cartera de los estados públicos, que puede ser de activo o de pasivo. La de activo está formada por los activos financieros que o se originan o adquieren con el objetivo de realizarlos a corto plazo, o son parte de una cartera de instrumentos financieros, identificados y gestionados conjuntamente, para obtener ganancias a corto plazo, o son derivados no designados como instrumentos de cobertura contable. La de pasivo está formada por los pasivos financieros que se emiten con la intención de readquirirlos en un futuro próximo, o son posiciones cortas de valores, o forman parte de una cartera de instrumentos financieros, identificados y gestionados conjuntamente, para obtener ganancia a corto plazo, o son derivados no designados como instrumentos de cobertura. La cartera de negociación forma parte de la cartera de activos o pasivos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias.

Cartera de participaciones permanentes: Participaciones en filiales o dependientes, multigrupo 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 (representativos de deuda) 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.

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

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

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

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

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

Cuentas no sectorizadas netas: Patrimonio neto de las entidades y el resto de epígrafes de activo y pasivo que no quedan sujetos a una agrupación, ni de acuerdo con el concepto de resi-

dencia (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 cartera 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.

Dotaciones (pérdidas por deterioro de activos): 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 (cobertura específica), o servir de cobertura para pérdidas ya incurridas pendientes de asignar a operaciones concretas (cobertura genérica).

Dotación específica (cobertura específica del riesgo de crédito por insolvencia del cliente): Dotación en el período considerado, con cargo a pérdidas y ganancias, para cubrir las pérdidas por deterioro del riesgo de insolvencia del cliente. Los riesgos que deben dotarse, aplicándoles determinados porcentajes mínimos, con algunas excepciones, son: los activos clasificados como dudosos (por razón de la morosidad del cliente o por razones distintas de la morosidad del cliente), los activos subestándar, los riesgos y compromisos contingentes dudosos, excepto avales y demás cauciones prestadas, clasificados como dudosos por razones distintas de la morosidad del cliente, y los avales y demás cauciones prestadas dudosos, tanto por razón de su morosidad como por razones distintas a su morosidad.

Dotación genérica (cobertura genérica por riesgo de crédito por insolvencia del cliente) : Dotación en el período considerado, con cargo a pérdidas y ganancias, calculada aplicando a aquellos riesgos crediticios (instrumentos de deuda no valorados por su valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias y los riesgos contingentes, clasificados como de riesgo normal) unos determinados parámetros en función del saldo vivo y la variación en el período de las distintas clases de riesgo normal, y de la dotación específica.

Dotación por riesgo-país (cobertura del riesgo de crédito por razón de riesgo-país): Dotación en el período considerado, con cargo a pérdidas y ganancias, a la pérdida por deterioro de los instrumentos de deuda no valorados a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias y de los riesgos contingentes por razón del riesgo-país, es decir, por el riesgo que concurre en los clientes residentes en un país determinado por razones distintas del riesgo comercial habitual.

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 (moneda de presentación) de las monedas de los países en los que están localizadas o se generen dichas partidas (moneda funcional), sin que, necesariamente, se haya reducido (aumentado) la actividad, la rentabilidad o los costes en moneda local en el extranjero.

Endeudamiento: Porcentaje 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 sus sustitutos próximos a los mismos, como es la emisión de valores con plazo superior al mes.

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.

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.

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: Importe del pago anticipado realizado, como consecuencia de una combinación de negocios, por los beneficios económicos futuros derivados de activos intangibles que no son individual y separadamente identificables y reconocibles.

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 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 Espa-

ña 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: Cartera de los estados públicos que incluye los activos financieros que no se negocian en un mercado activo ni es obligatorio valorarlos por su valor razonable y cuyos flujos de efectivo son de un importe determinado o determinable y en los que se recuperará todo el desembolso realizado por la entidad, con exclusión de las razones imputables a la solvencia del deudor. En el Informe se utiliza como sinónimo de crédito o préstamos, aunque algunos créditos y préstamos en los estados públicos pueden estar incluidos en la cartera de negociación, o en los activos no corrientes en venta.

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

Margen de intermediación: Se computa como la diferencia entre los productos financieros y los costes financieros (suma de los intereses netos y los rendimientos de instrumentos de capital).

Margen ordinario: Resultado de añadir al margen de intermediación los resultados de entidades valoradas por el método de la participación, las comisiones netas, el resultado de las operaciones financieras y las diferencias de cambio.

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

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

Pay out: Relación porcentual entre los dividendos y el beneficio de la entidad. 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 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): Relación porcentual 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.

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 multiplicando el parámetro α (alfa) del método de estimación de la cobertura genérica asignado a cada una de las seis categorías de riesgo por la exposición contenida en ellas. Las seis carteras son: *Sin riesgo apreciable*, que incluye, entre otros, la exposición con AAPP de países de la Unión Europea o las avaladas por ellas, junto con la financiación interbancaria otorgada por la entidad; *Riesgo bajo*, que incluye los préstamos con garantía hipotecaria sobre viviendas terminadas cuyo riesgo vivo sea inferior al 80% del valor de tasación de las viviendas y las operaciones cuyo titular sea una empresa con rating A o superior; *Riesgo medio-bajo*, que incluye las operaciones de arrendamiento financiero no incluidas en otras clases de riesgo y aquellos riesgos que cuenten con alguna garantía real diferente de las mencionadas en las dos clases anteriores; *Riesgo medio*, que incluye riesgos con residentes en España no incorporados en otras clases riesgo; *Riesgo medio-alto* que incluye créditos a personas físicas para la adquisición de bienes duraderos y bienes y servicios corrientes; *Riesgo alto*, que incluye los saldos por tarjetas de crédito, descubiertos en cuenta corriente y excedidos en cuenta de crédito de los acreedores no incluidos en Sin riesgo.

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

Plusvalías (minusvalías) latentes: Ajustes por valoración del patrimonio neto como consecuencia de los beneficios (pérdidas) producidos —pero no realizados— en la cartera de valores registrada en activos financieros disponibles para la venta valorada a valor razonable con cambios en patrimonio neto.

Posición estructural en moneda extranjera: Activo permanente en moneda extranjera financiado en euros (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 (tipo de cambio histórico).

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: Porcentaje entre los fondos para insolvencias y los activos dudosos.

Ratio de eficiencia: Porcentaje 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 porcentaje entre los activos dudosos y la financiación concedida.

Recursos propios atribuidos al grupo: Suma del capital o del fondo de dotación, la prima de emisión, las reservas acumuladas, el remanente, las reservas en entidades valoradas por el método de la participación, los otros instrumentos de capital, las cuotas participativas y fondos asociados de las cajas de ahorros, el resultado neto atribuido al grupo, los ajustes de valoración, y menos los dividendos y retribuciones y los valores propios. Promediados de forma análoga a los ATM, se utilizan como denominador para el cálculo del ROE. En el IEF se utiliza a veces, advirtiéndolo convenientemente, una definición restringida, que excluye los ajustes por valoración.

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 finanzas 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 a su ahorro bruto (todos los sectores).

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

Rentabilidad del activo (ROA): Porcentaje 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 entidades de crédito.

Resultado de operaciones financieras: Incluye: 1) los ajustes por valoración de los instrumentos financieros registrados en la cuenta de pérdidas y ganancias, excepto los intereses devengados por aplicación del método del tipo de interés efectivo y las correcciones de valor de los activos, y 2) los resultados obtenidos en la compraventa de instrumentos financieros, excepto los correspondientes a participaciones en entidades del grupo, multigrupo y asociadas, y a valores clasificados en la cartera de inversión a vencimiento. Los resultados de operaciones financieras se asignan a la cartera en la que se clasifican los instrumentos financieros que dan lugar a dichos resultados, es decir: 1) a la cartera de negociación y otros instrumentos a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias por los cambios en su valor razonable; 2) a los activos financieros disponibles para la venta e inversiones crediticias por su compraventa, y 3) a otros, entre ellos los derivados de cobertura.

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 financieras ante el eventual incumplimiento, en la forma y/o en el tiempo, de las obligaciones de pago por parte de algún deudor, tal como se establecieron en el contrato del instrumento financiero. 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: Incluye el riesgo de liquidez del activo y del pasivo; sin embargo, el IEF se refiere al riesgo de liquidez del activo, es decir, a la incapacidad de los agentes para enajenar sus activos financieros rápidamente, sin afectar significativamente a los precios de mercado.

Riesgo de mercado: Posibilidad de incurrir en pérdidas por mantener instrumentos financieros cuyo valor puede verse afectado por variaciones en las condiciones de mercado. Incluye tres tipos de riesgo: riesgo de cambio, riesgo de valor razonable por tipo de interés y riesgo de precio como consecuencia de movimientos adversos en los mismos. A veces se menciona directamente el riesgo de valor razonable por 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, ya sea por factores específicos del propio instrumento, o por factores que afecten a todos los instrumentos negociados en el mercado.

Riesgo de refinanciación o de liquidez del pasivo: Parte del riesgo de liquidez; sin embargo, el IEF se refiere a la posibilidad de pérdidas por la dificultad de la entidad para encontrar fondos para cumplir con sus compromisos relacionados con instrumentos financieros, es decir, por 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 del tipo de cambio de la divisa en la que está denominada la exposición.

Riesgo de valor razonable por tipo de interés: Posibilidad de incurrir en pérdidas motivadas por cambios en los tipos de interés de mercado (instrumentos con tipo de interés fijo).

Riesgo de flujo de efectivo por tipo de interés: Posibilidad de incurrir en pérdidas a causa de que los flujos de efectivo de un instrumento financiero puedan cambiar porque lo hagan los tipos de interés del mercado (instrumentos con tipo de interés variable).

Riesgo Herstatt: Riesgo de principal que tiene lugar en la liquidación de operaciones del mercado de cambios cuando no se realiza de acuerdo con el criterio de pago contra pago. La denominación Herstatt es debida al nombre del banco alemán cuya quiebra en 1974 puso en evidencia la importancia de este riesgo.

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 globalmente en los clientes residentes en un determinado país 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 incapacidad general de los residentes de un país para hacer frente a sus deudas por carecer de la divisa o divisas en que estén denominadas, como, por ejemplo, por la imposición de restricciones a la conversión de la moneda local a una moneda fuerte o a su repatriación, y iii) restantes riesgos derivados de la actividad financiera internacional, como son el riesgo político, que resulta de disposiciones normativas que den lugar al incumplimiento de los contratos (expropiación, nacionalización, etc.) y el que surge en situaciones de guerra, inestabilidad social, situaciones catastróficas o situaciones generalizadas de insolvencias.

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

Riqueza neta: Véase Patrimonio neto.

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

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

Sociedades puestas en equivalencia o método de la participación: Mecanismo de integración de aquellas sociedades 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, son asociadas, es decir, no se ostenta su control (participación inferior al 20%). Este mecanismo consiste en valorar las participaciones por la fracción que representen del patrimonio neto de la participada.

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

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

Unit linked: Seguro de vida en el que, habitualmente, las primas pagadas se materializan en fondos de inversión. Se trata, por lo tanto, de un seguro de vida en el que el tomador asume el riesgo de las inversiones que realiza la entidad aseguradora con sus primas.

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

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

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

Volatilidad implícita: Utilizando un determinado modelo de valoración de opciones, en el que todos los parámetros se consideran dados, excepto el precio teórico del activo en cuestión y

su volatilidad histórica, la volatilidad implícita, en un momento determinado y para el plazo dado, se obtiene al introducir como precio teórico del activo el de su precio de mercado. Ofrece una indicación de la percepción del riesgo que tiene el mercado.

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

Estudios e informes

PERIÓDICOS

Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España (ediciones en español e inglés) (anual)
Boletín Económico (mensual) (hay una versión en inglés de periodicidad trimestral)
Estabilidad Financiera (ediciones en español e inglés) (semestral)
Informe Anual (ediciones en español e inglés)
Memoria de Actividades de Investigación (ediciones en español e inglés) (anual)
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

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

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.

- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 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 MARÍCHAL (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 MARÍCHAL (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).
- 46 MARGARITA EVA RODRÍGUEZ GARCÍA: Compañías privilegiadas de comercio con América y cambio político (1706-1765) (2005).
- 47 MARÍA CONCEPCIÓN GARCÍA-IGLESIAS SOTO: Ventajas y riesgos del patrón oro para la economía española (1850-1913) (2005).
- 48 JAVIER PUEYO SÁNCHEZ: El comportamiento de la gran banca en España, 1921-1974 (2006).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0531 GABRIEL JIMÉNEZ Y JESÚS SAURINA: Credit cycles, credit risk and prudential regulation.
- 0532 BEATRIZ DE-BLAS-PÉREZ: Exchange rate dynamics in economies with portfolio rigidities.
- 0533 ÓSCAR J. ARCE: Reflections on fiscalist divergent price-paths.
- 0534 M.^a DE LOS LLANOS MATEA Y MIGUEL PÉREZ: Diferencias en la evolución de los precios de los alimentos frescos por tipo de establecimiento. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 0535 JOSÉ MANUEL MARQUÉS, FERNANDO NIETO Y ANA DEL RÍO: Una aproximación a los determinantes de la financiación de las sociedades no financieras en España.
- 0536 S. FABIANI, M. DRUANT, I. HERNANDO, C. KWAPIL, B. LANDAU, C. LOUPIAS, F. MARTINS, T. MATHÄ, R. SABBATINI, H. STAHL Y A. STOKMAN: The pricing behaviour of firms in the euro area: new survey evidence.
- 0537 LUIS J. ÁLVAREZ E I. HERNANDO: The price setting behaviour of Spanish firms: evidence from survey data.
- 0538 JOSÉ MANUEL CAMPA, LINDA S. GOLDBERG Y JOSÉ M. GONZÁLEZ MÍNGUEZ: Exchange-rate pass-through to import prices in the euro area.
- 0539 RAQUEL LAGO-GONZÁLEZ Y VICENTE SALAS-FUMÁS: Market power and bank interest rate adjustments.
- 0540 FERNANDO RESTOY Y ROSA RODRÍGUEZ: Can fundamentals explain cross-country correlations of asset returns?
- 0541 FRANCISCO ALONSO Y ROBERTO BLANCO: Is the volatility of the EONIA transmitted to longer-term euro money market interest rates?
- 0542 LUIS J. ÁLVAREZ, EMMANUEL DHYNE, MARCO M. HOEBERICTHS, CLAUDIA KWAPIL, HERVÉ LE BIHAN, PATRICK LÜNNEMANN, FERNANDO MARTINS, ROBERTO SABBATINI, HARALD STAHL, PHILIP VERMEULEN Y JOUKO VILMUNEN: Sticky prices in the euro area: a summary of new micro evidence.
- 0601 ARTURO GALINDO, ALEJANDRO IZQUIERDO Y JOSÉ MANUEL MONTERO: Real exchange rates, dollarization and industrial employment in Latin America.
- 0602 JUAN A. ROJAS Y CARLOS URRUTIA: Social security reform with uninsurable income risk and endogenous borrowing constraints.

- 0603 CRISTINA BARCELÓ: Housing tenure and labour mobility: a comparison across European countries.
- 0604 FRANCISCO DE CASTRO Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: The economic effects of exogenous fiscal shocks in Spain: a SVAR approach.
- 0605 RICARDO GIMENO Y CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL: The interaction between house prices and loans for house purchase. The Spanish case.
- 0606 JAVIER DELGADO, VICENTE SALAS Y JESÚS SAURINA: The joint size and ownership specialization in banks' lending.
- 0607 ÓSCAR J. ARCE: Speculative hyperinflations: when can we rule them out?
- 0608 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA Y SERGIO PUENTE: Business demography in Spain: determinants of firm survival.
- 0609 JUAN AYUSO Y FERNANDO RESTOY: House prices and rents in Spain: Does the discount factor matter?
- 0610 ÓSCAR J. ARCE Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: House prices, rents, and interest rates under collateral constraints.
- 0611 ENRIQUE ALBEROLA Y JOSÉ MANUEL MONTERO: Debt sustainability and procyclical fiscal policies in Latin America.
- 0612 GABRIEL JIMÉNEZ, VICENTE SALAS Y JESÚS SAURINA: Credit market competition, collateral and firms' finance.
- 0613 ÁNGEL GAVILÁN: Wage inequality, segregation by skill and the price of capital in an assignment model.
- 0614 DANIEL PÉREZ, VICENTE SALAS Y JESÚS SAURINA: Earnings and capital management in alternative loan loss provision regulatory regimes.
- 0615 MARIO IZQUIERDO Y AITOR LACUESTA: Wage inequality in Spain: recent developments.
- 0616 K. C. FUNG, ALICIA GARCÍA-HERRERO, HITOMI LIZAKA Y ALAN SIU: Hard or soft? Institutional reforms and infrastructure spending as determinants of foreign direct investment in China.
- 0617 JAVIER DÍAZ-CASSOU, ALICIA GARCÍA-HERRERO Y LUIS MOLINA: What kind of capital flows does the IMF catalyze and when?
- 0618 SERGIO PUENTE: Dynamic stability in repeated games.
- 0619 FEDERICO RAVENNA: Vector autoregressions and reduced form representations of DSGE models.
- 0620 AITOR LACUESTA: Emigration and human capital: who leaves, who comes back and what difference does it make?
- 0621 ENRIQUE ALBEROLA Y RODRIGO CÉSAR SALVADO: Banks, remittances and financial deepening in receiving countries. A model.
- 0622 SONIA RUANO Y VICENTE SALAS: Morosidad de la deuda empresarial bancaria en España, 1992-2003.
- 0623 JUAN AYUSO Y JORGE MARTÍNEZ: Assessing banking competition: an application to the Spanish market for (quality-changing) deposits.
- 0624 IGNACIO HERNANDO Y MARÍA J. NIETO: Is the Internet delivery channel changing banks' performance? The case of Spanish banks.
- 0625 JUAN F. JIMENO, ESTHER MORAL Y LORENA SAIZ: Structural breaks in labor productivity growth: the United States vs. the European Union.
- 0626 CRISTINA BARCELÓ: A Q-model of labour demand.
- 0627 JOSEP M. VILARRUBIA: Neighborhood effects in economic growth.
- 0628 NUNO MARTINS Y ERNESTO VILLANUEVA: Does limited access to mortgage debt explain why young adults live with their parents?
- 0629 LUIS J. ÁLVAREZ E IGNACIO HERNANDO: Competition and price adjustment in the euro area.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 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.
- 0501 JOSÉ RAMÓN MARTÍNEZ-RESANO: Size and heterogeneity matter. A microstructure-based analysis of regulation of secondary markets for government bonds.
- 0502 ALICIA GARCÍA HERRERO, SERGIO GAVILÁ Y DANIEL SANTABÁRBARA: China's banking reform: an assessment of its evolution and possible impact.
- 0503 ANA BUISÁN, DAVID LEARMONTH Y MARÍA SEBASTIÁ-BARRIEL: An industry approach to understanding export performance: stylised facts and empirical estimation.
- 0504 ANA BUISÁN Y FERNANDO RESTOY: Cross-country macroeconomic heterogeneity in EMU.
- 0505 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Una larga fase de expansión de la economía española.
- 0506 VÍCTOR GARCÍA-VAQUERO Y JORGE MARTÍNEZ: Fiscalidad de la vivienda en España.
- 0507 JAIME CARUANA: Monetary policy, financial stability and asset prices.
- 0601 JUAN F. JIMENO, JUAN A. ROJAS AND SERGIO PUENTE: Modelling the impact of aging on Social Security expenditures.
- 0602 PABLO MARTÍN-ACEÑA: La Banque de France, la BRI et la création du Service des Études de la Banque d'Espagne au début des années 1930.
- 0603 CRISTINA BARCELÓ: Imputation of the 2002 wave of the Spanish Survey of Household Finances (EFF).
- 0604 RAFAEL GÓMEZ Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: The importance of being mature: The effect of demographic maturation on global per-capita income.
- 0605 JUAN RUIZ Y JOSEP VILARRUBIA: Canales de reciclaje internacional de los petrodólares.
- 0606 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y SERGIO GAVILÁ: Posible impacto de Basilea II en los países emergentes.
- 0607 ESTHER GORDO, JAVIER JAREÑO Y ALBERTO URTASUN: Radiografía del sector de servicios en España.

EDICIONES VARIAS¹

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.)

NIGEL GLENDINNING Y JOSÉ MIGUEL MEDRANO: Goya y el Banco Nacional de San Carlos (2005). Edición en cartón: 30 €; edición en rústica: 22 €.

BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): El análisis de la economía española (2005) (*). (Ediciones en español e inglés.)

BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1874-1939 (2005). 30 €.

JOSÉ MARÍA VIÑUELA, PEDRO NAVASCUÉS Y RAFAEL MONEO: El Edificio del Banco de España (2006). 25 €.

BANCO DE ESPAÑA: 150 años de historia del Banco de España, 1856-2006 (2006). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)

BANCO DE ESPAÑA: Secretaría General. Legislación de Entidades de Crédito. 5.^a ed. (2006) (****).

Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Boletín Estadístico (mensual)

Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual)

Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (anual)

Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito²

Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)

Registros de Entidades (anual) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Formación

BANCO DE ESPAÑA: Cálculo mercantil (con ejercicios resueltos).

PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo I) (1999).

PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo II) (1998).

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (ejercicios resueltos) (1994).

UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.

LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual
Boletín Mensual
Otras publicaciones

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

BANCO DE ESPAÑA Eurosistema	Unidad de Publicaciones Alcalá, 522; 28027 Madrid Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488 correo electrónico: publicaciones@bde.es www.bde.es
---------------------------------------	---