

**INFORME DE ESTABILIDAD
FINANCIERA**

05/2007

BANCO DE ESPAÑA
Eurosisistema



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

© Banco de España, Madrid, 2007

ISSN: 1698-8701 (edición impresa)

ISSN: 1698-871X (edición electrónica)

Depósito legal: M. 46406-2004

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

SÍMBOLOS Y ABREVIATURAS*

€:	Euro(s)
AAPP:	Administraciones Públicas
AFDV:	Activos Financieros Disponibles para la 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
B:	Bancos
C:	Consolidado
CA:	Cajas de Ahorros
CBE:	Circular del Banco de España
CBBE:	Central de Balances del Banco de España
CC:	Cooperativas de Crédito
CDS:	<i>Credit Default Swaps</i>
CEIOPS:	<i>Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors</i> (Comité Europeo de Supervisores de Seguros y Fondos de Pensiones)
CIR:	Central de Información de Riesgos del Banco de España
CNMV:	Comisión Nacional del Mercado de Valores
DI:	Datos de los estados individuales
EC:	Entidades de Crédito
ED:	Entidades de Depósito
EEUU:	Estados Unidos de América
EFC:	Establecimientos Financieros de Crédito
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
IFRS:	<i>International Financial Reporting Standards</i>
ISFLSH:	Instituciones sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
LGD:	Pérdida en caso de impago
MEFF:	Mercado Español de Futuros y Opciones
MiFID:	<i>Markets in Financial Instruments Directive</i> (Directiva relativa a mercados de instrumentos financieros)
m:	Millones
mm:	Miles de millones
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>
PIB:	Producto Interior Bruto
pp:	Puntos porcentuales
PYME:	Pequeñas y Medianas Empresas
RBD:	Renta Bruta Disponible
ROA:	<i>Return on Assets</i> (Rentabilidad del Activo)
ROE:	<i>Return on Equity</i> (Rentabilidad de los Recursos Propios)
RSPR:	Sector privado residente sin entidades de crédito
SIMCAV:	Sociedad de Inversión Mobiliaria de Capital Variable
SPV:	<i>Special Purpose Vehicle</i> (Sociedad instrumental)
T.Var.:	Tasa de variación

* La última versión de las notas explicativas y del glosario puede verse en el *Informe de Estabilidad Financiera* de noviembre de 2006.

UE: Unión Europea
UEM: Unión Económica y Monetaria
VAB: Valor Añadido Bruto
VaR: *Value at Risk* (Valor en riesgo)
VABpm: Valor Añadido Bruto a Precios de Mercado

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN 11

1 RIESGOS
MACROECONÓMICOS Y
MERCADOS FINANCIEROS 13

2 ENTIDADES DE DEPÓSITO
Y OTROS PARTICIPANTES
EN LOS MERCADOS
FINANCIEROS 19

2.1 Entidades de depósito 19
2.1.1 Evolución de los riesgos bancarios 19
2.1.2 Rentabilidad 28
2.1.3 Solvencia 33
2.2 Otros participantes en los mercados financieros 37
2.2.1 Compañías de seguros 37
2.2.2 Otros participantes en los mercados financieros 39

3 ANÁLISIS DE
INFRAESTRUCTURAS
FINANCIERAS 41

Introducción

Desde la publicación del último *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF), la actividad económica tanto en el ámbito internacional como en España, ha mantenido elevados ritmos de expansión, al tiempo que se han mitigado algunos riesgos de carácter global que permanecían abiertos. Asimismo, el sistema financiero internacional ha mostrado una notable capacidad de resistencia ante la concreción de episodios adversos. No obstante, en la actualidad persisten ciertos retos, como son los elevados desequilibrios globales, los riesgos geopolíticos y los derivados de potenciales variaciones en la percepción actual del nivel de riesgo, así como el creciente nivel de apalancamiento de los *hedge funds* y de las operaciones de *private equity*.

La favorable situación de la coyuntura económica a lo largo de 2006 permitió que las entidades de depósito españolas desarrollaran su actividad en un contexto benigno. En esta situación, persisten las tendencias ya apuntadas en anteriores IEF, y el crédito al sector privado continúa dando muestras de aceleración. No obstante, se observa un cierto cambio en el patrón de los últimos años, ya que la financiación a las familias, especialmente para la adquisición de vivienda, se desacelera, intensificándose el crecimiento del crédito a empresas, tanto de construcción y promoción inmobiliaria como del resto de actividades.

Como cabría esperar, incluso en un contexto económico favorable, los activos dudosos están aumentando, tras el fuerte crecimiento del crédito ocurrido en los últimos años. Dicho aumento responde también a la nueva Circular Contable (CBE 4/2004), ya que el reconocimiento de estos activos ahora se realiza antes y con mayor intensidad. En definitiva, el aumento de la morosidad hay que enmarcarlo en un proceso lógico de mayor convergencia hacia los niveles existentes en otros sistemas bancarios de nuestro entorno.

Las ratios de morosidad siguen en niveles muy reducidos, en particular, si se comparan con las de otros sistemas bancarios desarrollados. Dicha comparación es todavía mucho más favorable en el segmento de negocio de crédito hipotecario para adquisición de vivienda, en especial frente al conjunto del mercado estadounidense. Los bajos niveles de morosidad alcanzados reflejan, en buena medida, la favorable evolución de la economía española en los últimos años, pero también ponen de manifiesto que apenas existe margen para reducciones adicionales en las ratios de morosidad. En un entorno en el que el crédito modere sus fuertes tasas de expansión, parece razonable esperar que dichas ratios vayan invirtiendo su tendencia.

El fuerte crecimiento de la actividad y el menor dinamismo de la financiación captada de empresas y familias a través de pasivos bancarios tradicionales obligan a las entidades a acudir a los mercados de capitales e interbancarios. Esta tendencia, que no es nueva, implica una mayor presión sobre los costes financieros de las entidades y sobre su gestión del riesgo de liquidez.

A lo largo de 2006, las entidades de depósito españolas han sido capaces de reforzar su cuenta de pérdidas y ganancias, primera línea de defensa ante la potencial concreción de un escenario más adverso, a pesar del impacto negativo de los cambios fiscales sobre los resultados. La fortaleza de la rentabilidad que se observa en los principales márgenes de la cuenta de pérdidas y ganancias, incluso descontando el efecto positivo derivado de las ventas de algunas participaciones, está relacionada con la mayor actividad y con el aumento de la eficiencia.

La valoración que hacen los mercados acerca de los principales grupos españoles confirma lo anterior, corroborando la fortaleza del sector en España. Es más, los indicadores de mercado sitúan las valoraciones de los grupos españoles en línea con las registradas para los principales grupos europeos y estadounidenses.

No obstante, en una coyuntura menos favorable, parte de las ganancias de eficiencia podrían revertir, al tiempo que, si se ralentiza el ritmo de crecimiento de la actividad, podría observarse un avance más moderado de los resultados. Asimismo, el aumento de rentabilidad está en parte relacionado con un ligero incremento del perfil de riesgo y con un cierto cambio en la composición de los recursos propios regulatorios. Es en estos entornos benignos, en los que las entidades ven impulsados sus resultados gracias a la evolución de la actividad, en los que conviene evitar la complacencia y seguir vigilando la evolución de los costes, intensificando la flexibilidad para hacer frente a posibles deterioros de la eficiencia.

En un contexto en el que el fuerte crecimiento de la actividad ha impulsado los requerimientos de capital, los coeficientes de solvencia, tanto el total como el básico, se mantienen significativamente por encima de los mínimos regulatorios, lo que muestra la fortaleza del sector bancario en España. Además, los ejercicios de *stress* que se han realizado confirman la notable capacidad de resistencia que hoy mantienen las entidades españolas.

Esta fortaleza es también compartida por las compañías de seguros, que muestran elevadas rentabilidades y altos márgenes de solvencia. Esto indica que el sector está en disposición de afrontar los riesgos derivados de la evolución de los mercados, así como los propios del negocio, al tiempo que los retos de más medio plazo, como podría ser la introducción de las NIIF y de Solvencia II.

Otros participantes en los mercados financieros que, sin haber presentado especiales tensiones desde el último IEF, son objeto de seguimiento por su relevancia son los *hedge funds*, aunque su importancia relativa en España es, hoy por hoy, limitada. No obstante, el crecimiento de los activos gestionados en el plano internacional, su opacidad y el elevado grado de apalancamiento con el que operan, y a pesar de las posibilidades de diversificación del riesgo que ofrecen, introducen elementos de incertidumbre adicionales.

La estabilidad de los sistemas financieros depende en buena medida de las infraestructuras que los sustentan, así como de las regulaciones que les afectan. En este sentido, Target2 o la MiFID serán elementos relevantes de los mercados financieros en un futuro próximo.

Al cierre de este IEF se ha observado una corrección de las elevadas cotizaciones que mostraban algunas empresas vinculadas al sector inmobiliario español. No parece que este proceso vaya a afectar de forma significativa a las entidades de depósito españolas, dada su reducida exposición al riesgo de mercado y, en particular, a la volatilidad de las cotizaciones bursátiles a corto plazo. A medio plazo, dichas entidades continúan mostrando una muy elevada capacidad de generación de resultados y de recursos propios y, por tanto, de resistencia frente a perturbaciones inesperadas domésticas o internacionales. El escenario central, con una elevada probabilidad, continúa siendo el de un cambio suave y progresivo de modelo de negocio desde el inmobiliario hacia otros segmentos, en consonancia con un escenario macroeconómico de desaceleración en el precio de la vivienda y en la actividad inmobiliaria en favor de la inversión en bienes de equipo y las exportaciones.

1 Riesgos macroeconómicos y mercados financieros

Las economías mundial y española han continuado creciendo a buen ritmo...

Desde la publicación del último IEF, la actividad económica internacional ha mostrado un dinamismo elevado y se han consolidado unas expectativas de expansión robusta en 2007, con un crecimiento más equilibrado entre las distintas áreas. También se han mantenido contenidas las presiones inflacionistas, a pesar del alto grado de utilización de los recursos productivos y de la holgura de las condiciones de financiación. En este contexto, la economía española ha registrado tasas de crecimiento elevadas, que han continuado beneficiándose del tono holgado de las condiciones financieras, pese al ligero endurecimiento experimentado en 2006. Estas, a su vez, han propiciado las trayectorias crecientes seguidas por el endeudamiento de hogares y empresas y, por ende, por las necesidades de financiación del conjunto del país.

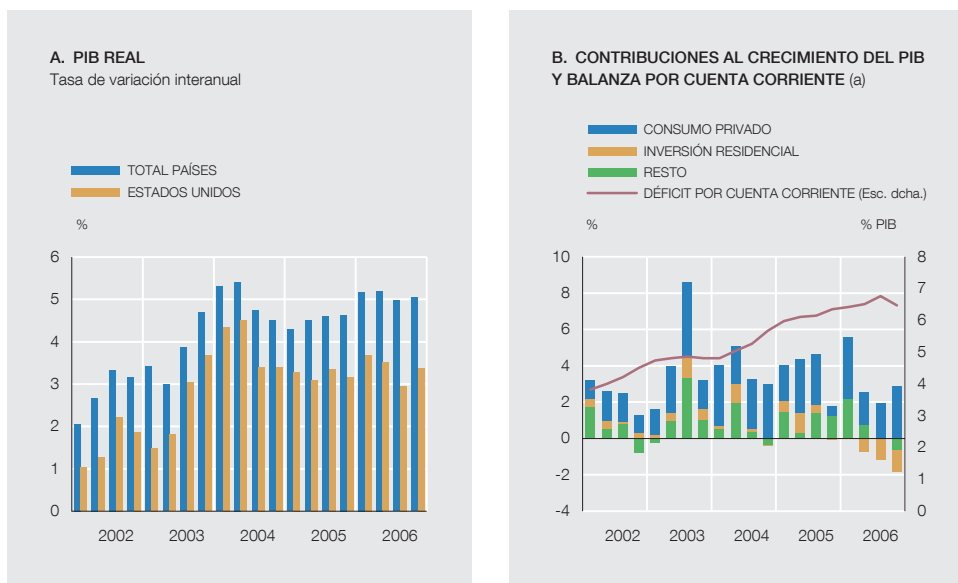
... y se han mitigado algunos de los riesgos identificados en anteriores informes.

Asimismo, se han mitigado algunos de los riesgos globales para el mantenimiento de la estabilidad financiera identificados en informes anteriores. Entre ellos, el de nuevos incrementos en el precio del petróleo o la traslación de la desaceleración de la actividad en el sector de la construcción en Estados Unidos al conjunto de la economía, con efectos de contagio al resto de economías. También hay que destacar el escaso impacto que ha tenido la materialización de algunos episodios de crisis durante este período, como las fuertes pérdidas del *hedge fund* Amaranth a finales de agosto de 2006, el desplome en diciembre de la bolsa en Tailandia en respuesta a la imposición de controles a las entradas de capitales en este país, o las crisis financieras en Ecuador y Venezuela. En esta misma línea, el período de turbulencia financiera global de finales de febrero de 2007, con fuertes aumentos de las volatilidades y significativas caídas en los precios de los activos de mayor riesgo, tampoco ha afectado negativamente al balance de riesgos para la estabilidad financiera, en la medida en que parece contener elementos de corrección de factores que podrían haber incidido en un apetito por el riesgo excesivo. En cualquier caso, estos favorables desarrollos no deben ocultar la persistencia de riesgos, que, si se materializaran, podrían incidir negativamente en el normal funcionamiento del sistema financiero español.

Pero persisten ciertos desequilibrios globales...

Pese a la positiva evolución de la actividad, persisten los elevados desequilibrios exteriores, sin que se observe una tendencia significativa a su corrección. Así, en Estados Unidos, el ajuste a la baja de la inversión residencial y la atonía de la inversión no residencial en el cuarto trimestre de 2006 agudizaron la dependencia del crecimiento en este país respecto del consumo privado (gráficos 1.1.A y B). Por ello, la evolución de la economía estadounidense y la resistencia de su crecimiento frente al mal comportamiento de la actividad en la construcción dependieron del mantenimiento de tasas de ahorro negativas en los hogares, lo que hace menos factible la corrección del déficit externo sin que se produzca una ralentización adicional del crecimiento. En este contexto, la contribución de la política fiscal fue poco decisiva. Nótese que la reducción del déficit exterior observada a finales de 2006 respondió a la evolución del precio del petróleo y, de forma un tanto preocupante, a la moderación de las importaciones de bienes de inversión, y no a una corrección del déficit de ahorro interno en Estados Unidos.

No existen indicios que apunten a una corrección desordenada de estos desequilibrios, aunque su persistencia no contribuye a corregir la dependencia del crecimiento global respecto a Estados Unidos, ni a un cambio del patrón de flujos de capitales internacionales, muy condicionado por esta situación. Un eventual ajuste más abrupto de lo esperado tendría, no obstante, efectos particularmente notorios en aquellos países que, como España, dependen en mayor medida del ahorro exterior para financiar sus decisiones de gasto.



FUENTE: Datastream.

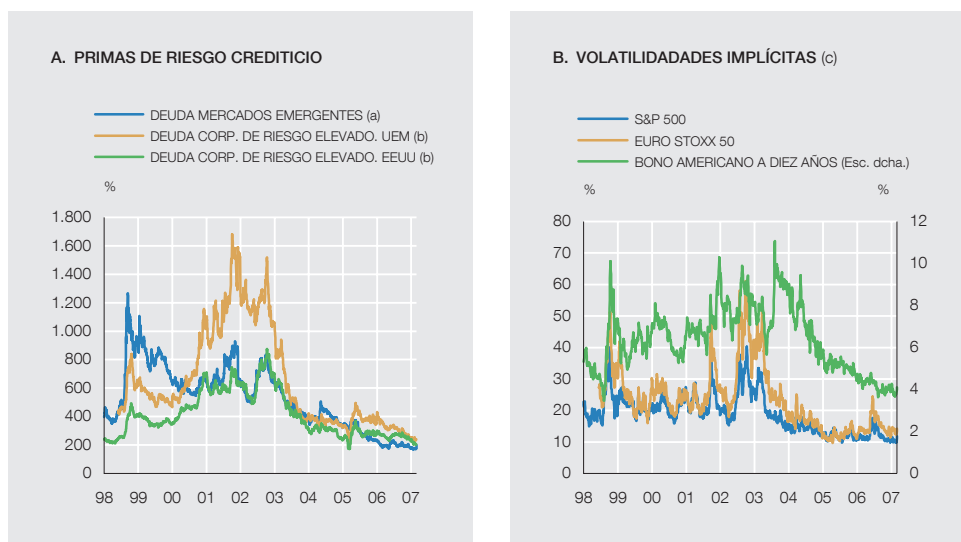
a. Contribuciones a la tasa de variación trimestral anualizada.

... que conviven con riesgos de carácter geopolítico por la evolución de los precios de las materias primas.

Tras un período de fuertes tensiones que situó el precio del petróleo en máximos históricos en agosto, a partir de septiembre se produjo una fuerte reducción. Esta, unida al retroceso del precio de otras materias primas, ha contribuido notablemente a la contención de las presiones inflacionistas. La existencia de un cierto margen de capacidad de producción de crudo ha permitido que el precio reaccione menos enérgicamente a las perturbaciones tanto de oferta como de demanda, lo que ha supuesto una cierta estabilización en torno a 60 dólares/barril. No obstante, el robusto crecimiento global supone el mantenimiento de una demanda elevada de petróleo, en un contexto en el que se mantienen ciertos elementos de incertidumbre de carácter geopolítico respecto a la evolución de los precios de las materias primas. Persiste, pues, el riesgo de un repunte en las tasas de inflación mayor que el que se descuenta en los mercados y que, de materializarse, obligaría seguramente a las autoridades monetarias a endurecer el tono de sus políticas.

Los agentes podrían, además, reconsiderar la remuneración que exigen por afrontar riesgos.

En los mercados financieros internacionales, las primas de riesgo de los activos, especialmente las de los más arriesgados, han presentado durante los últimos años una pauta decreciente, hasta alcanzar unos niveles históricamente muy reducidos (gráficos 1.2.A y B). Detrás de esta evolución se encuentra, primeramente, la menor incertidumbre percibida por los agentes, tal como muestra el comportamiento de las volatilidades implícitas de la mayoría de instrumentos financieros. Este fenómeno responde, seguramente, tanto a factores estructurales (como la creciente globalización de los mercados o las mejoras en la conducción de la política monetaria por parte de los bancos centrales) como a otros de carácter más coyuntural (como las favorables condiciones macroeconómicas). Sin embargo, no puede descartarse que los cambios en las primas vengán también explicados por una cierta reducción de la remuneración exigida por los inversores para compensar la asunción de una cantidad dada de riesgo. En este contexto, resulta particularmente difícil anticipar cuáles podrían ser los efectos sobre los mercados de diferentes tipos de perturbaciones que incidieran, bien sobre la percepción actual del nivel de riesgo, o bien sobre su valoración por parte de los diferentes agentes implicados. Pero, de nuevo, parece razonable anticipar que serán más acusados para aquellos países que apelan en mayor medida al ahorro exterior.



FUENTES: Datastream, Bloomberg y Merrill Lynch.

- a. Diferencial entre el tipo de interés del índice de mercados emergentes (EMBI) y el de la deuda pública de Estados Unidos.
- b. Diferencial entre el tipo de interés de las empresas con *rating* BBB e inferior y el de las calificadas AAA.
- c. Medias móviles de cinco días.

La continua innovación financiera en el ámbito de la diversificación de riesgos añade un elemento adicional de complejidad. Así, por un lado, los nuevos productos, como los derivados crediticios, favorecen una gestión más eficiente de dichos riesgos y, por tanto, elevan la resistencia del sistema ante perturbaciones de carácter adverso. Por otro, sin embargo, la proliferación de agentes, el crecimiento de la negociación *over the counter* y la propia complejidad técnica de los nuevos instrumentos dificultan conocer con precisión cómo se distribuyen los riesgos entre los diferentes participantes en los mercados y, por tanto, cuáles podrían ser los resultados globales de determinados *shocks*. En este sentido, merece una mención especial el fuerte crecimiento de los activos gestionados por los *hedge funds*, cuyos efectos positivos sobre las posibilidades de diversificación y sobre la rentabilidad de las carteras internacionales no deben ocultar que su opacidad tradicional y las consiguientes dificultades para valorar estas participaciones introducen un elemento indeseado de incertidumbre adicional. También son notorios los problemas para identificar qué parte de los incrementos en el peso relativo de los activos exteriores en las carteras de algunos agentes responden a un ejercicio genuino de diversificación de riesgos y cuál a actividades que, como el *carry trade*¹, comportan un mayor componente especulativo.

Los mercados financieros internacionales se han visto afectados en los últimos meses por perturbaciones de diferente naturaleza que, finalmente, no han afectado de manera significativa a las primas de riesgo exigidas. Pero surgen otras nuevas, como la asociada a los cambios en la morosidad del segmento *subprime* de los mercados hipotecarios en Estados Unidos. En principio, la dimensión de este mercado y su carácter eminentemente local deberían contribuir a limitar el alcance internacional de esta perturbación. Sin embargo, no pueden ignorarse sus vínculos con el dinamismo de la actividad en los

1. Actividad basada en la obtención de financiación a coste muy bajo en una moneda para invertir en activos que ofrecen mayor rentabilidad en otra moneda, esperando una reducida volatilidad en el tipo de cambio o incluso una contribución positiva de este a la rentabilidad total de la operación.

mercados inmobiliarios estadounidenses y, por esta vía, con la evolución del crecimiento de aquella economía y, por tanto, con la de alguno de los desequilibrios globales antes reseñados.

La financiación de un creciente volumen de operaciones de fusión y adquisición plantea nuevos retos...

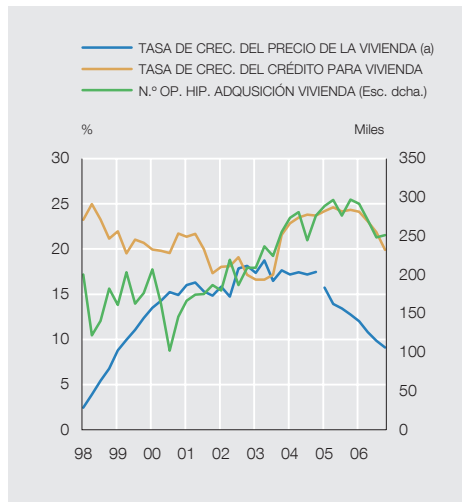
En el año 2006 se produjo un fuerte crecimiento en las operaciones de fusión y adquisición empresariales, que, en gran medida, se han financiado a través de un mayor recurso al endeudamiento. Esta evolución ha sido global y responde, entre otros factores fundamentales, al fuerte crecimiento económico y al buen comportamiento de los beneficios empresariales, en el contexto de unas condiciones de financiación empresarial holgadas. En el ámbito europeo, la intermediación bancaria en estas operaciones ha sido importante y justifica un seguimiento detallado de su financiación y de la medida en que los riesgos se han trasladado efectivamente a un conjunto amplio de inversores. Aunque una parte de estas fusiones y adquisiciones se ha financiado a través de operaciones de *private equity*², el grueso de las mismas ha obtenido los fondos necesarios mediante emisiones de deuda, sobre todo para las operaciones de mayor volumen, con una participación importante de inversores institucionales. Las características de esta deuda han sido variadas, pero con un creciente protagonismo de aquellas con un perfil de pagos sesgado hacia el vencimiento de la deuda, o con tipo de interés fijo. En consecuencia, un deterioro de la evolución macroeconómica podría suponer un rápido revés de estas actividades y sobre sus perspectivas, con riesgo de contagio a otros instrumentos de financiación. También es clave la actitud de los inversores institucionales, algunos con un comportamiento muy dinámico (como los *hedge funds*), cuya participación se produce en un contexto de búsqueda de la rentabilidad. Además, hay que señalar que, durante el período de colocación de la deuda, la banca retiene parte de los riesgos de estas operaciones, en ocasiones financiadas a través de créditos puente o con compromisos de aportar financiación al proyecto. Dado el elevado volumen alcanzado por este tipo de operaciones y su grado de apalancamiento, podría ocurrir que alguna de ellas no se completara con éxito. En cualquier caso, si los bancos internacionales más involucrados en este tipo de negocio han estructurado adecuadamente estas operaciones y han diversificado los riesgos convenientemente, un evento en este mercado no debería tener un impacto significativo en la estabilidad del sistema financiero internacional.

Las empresas españolas han contribuido muy notablemente a esta evolución de las operaciones de fusión y adquisición, con un volumen en 2006 cercano a los 100 mm de euros. Esta cifra cuadruplica la de 2005, que, a su vez, ya representaba un fuerte crecimiento sobre el año anterior. En España, además, una parte muy importante de los fondos necesarios ha sido aportada por las entidades de crédito mediante operaciones que, a menudo, han tomado la forma de préstamos sindicados.

... que vienen a sumarse, en España, a los derivados de la dinámica del crédito para la adquisición de vivienda.

Durante los últimos años, el crédito hipotecario para la adquisición de vivienda ha mantenido en España un elevado ritmo de avance, que lo ha convertido en una de las principales fuentes de expansión del negocio bancario (véase capítulo 2). Sin embargo, recientemente se ha comenzado a moderar el dinamismo de estos préstamos, cuya desaceleración está estrechamente vinculada a una progresiva normalización de las condiciones en los mercados inmobiliarios. Esta normalización se refleja tanto en la evolución del precio de la vivienda, cuya tasa de crecimiento interanual mantiene una clara tendencia decreciente desde finales de 2004, como en las variaciones en el número de operaciones hipotecarias vinculadas a la adquisición de inmuebles residenciales (gráfico 1.3).

2. Se entiende por *private equity* aquellas actividades en las que un grupo de inversores adquiere una compañía con el objeto de reestructurarla, hacerla más rentable y venderla posteriormente para rentabilizar su inversión. Buena parte de las actividades de *private equity* se llevan a cabo aumentando sustancialmente el endeudamiento de la compañía adquirida.



FUENTES: Ministerio de la Vivienda y Banco de España.

a. Nueva estadística a partir de 2005.

Estos cambios refuerzan la verosimilitud de un escenario central en el que los ajustes en este mercado continuarán teniendo lugar de una forma paulatina y ordenada. De este modo, la probabilidad que cabe asignar a escenarios alternativos en los que las correcciones tuvieran lugar de una manera menos ordenada es reducida, aunque ello no debe ocultar el hecho de que, a lo largo de todo este proceso, las entidades de crédito españolas han aumentado considerablemente su exposición a los desarrollos en el mercado inmobiliario nacional.

2 Entidades de depósito y otros participantes en los mercados financieros

2.1 Entidades de depósito

2.1.1 EVOLUCIÓN DE LOS RIESGOS BANCARIOS

Como se ha señalado en el capítulo 1, desde el último IEF la actividad macroeconómica y la evolución de los mercados financieros han sido, en general, favorables, aunque persisten ciertos riesgos. En este contexto, los principales participantes en los mercados financieros españoles han aprovechado el ejercicio 2006 para fortalecer su posición financiera, lo que contribuye a mitigar los riesgos a los que se enfrentan. Este capítulo 2 se dedica precisamente a identificar esos riesgos y a evaluar la capacidad de resistencia de las entidades.

Los balances consolidados de las entidades de depósito españolas muestran (cuadro 2.1) un elevado ritmo de actividad (14,8%), si bien inferior al observado en el año anterior (23,2%). Esta menor intensidad en el crecimiento del activo se debe a la evolución de los negocios en el extranjero, que, tras varios años muy expansivos, registran un crecimiento del 6%, resultado, en parte, de la apreciación del euro frente a las monedas latinoamericanas.

La financiación al sector privado es el principal factor explicativo del crecimiento del activo.

La financiación al sector privado es el principal factor detrás de la evolución de la actividad, mientras que la concedida a las AAPP reduce su peso relativo. De hecho, la expansión de los negocios en España, donde el activo crece un 17,6%, viene principalmente explicada por la evolución del crédito al sector privado, que crece a tasas algo superiores al 25%. Respecto a diciembre de 2005 se observa una ligera desaceleración del crédito con garantía real, que, no obstante, mantiene ritmos superiores al 27%, mientras que el resto del crédito concedido se acelera.

El crecimiento de los activos dudosos no se ha trasladado a la ratio de morosidad...

Los datos a nivel consolidado de 2006 reflejan una aceleración de los activos dudosos de las entidades, que pasan de crecer al 4,6% en diciembre de 2005 a hacerlo ahora al 9,9%. Esta aceleración se debe a la morosidad de los negocios en España, donde crecen al 13,9%. No obstante, este incremento de los activos dudosos no se ha trasladado a las ratios de morosidad, que permanecen en niveles mínimos, en parte debido al propio crecimiento de la actividad.

Los depósitos captados del sector privado crecen un 13,6%, por debajo del ritmo al que se concede financiación a dicho sector, lo que obliga a las entidades a acudir a los mercados internacionales para financiar su expansión crediticia (principalmente, emisión de valores negociables y pasivos subordinados). Estas fuentes de financiación son más costosas, al tiempo que probablemente más volátiles. No obstante, los fondos propios crecen un 17,6% y mantienen su peso sobre el activo total en torno al 5%.

... y el perfil de riesgo de los negocios en el extranjero es decreciente.

La evolución del negocio en el extranjero ha hecho que el peso de los activos financieros en el extranjero se reduzca ligeramente (1,3 pp), hasta el 21,9% del activo total. La creciente localización de los activos financieros en el extranjero en áreas geográficas menos expuestas a potenciales episodios de inestabilidad y, en términos generales, la favorable coyuntura económica que atraviesa la economía mundial hacen que el *perfil de riesgo* de los activos financieros en el *exterior* siga registrando niveles muy reducidos (gráficos 2.1.A y B).

En definitiva, el análisis de los balances consolidados de las entidades de depósito españolas muestra que los principales riesgos para estas están relacionados con la actividad en España, y en particular con la evolución del crédito y de los activos dudosos.

La financiación a hogares se desacelera, no así a empresas...

El *crédito al sector privado residente en el negocio en España* ha continuado acelerándose en 2006 (25,9% en diciembre), debido al fuerte crecimiento de la financiación a empresas (30,3%), en un contexto de evolución favorable de la actividad económica. La financiación a hogares,

Entidades de depósito

ACTIVO	DIC-06	VAR. DIC-06/ DIC-05	PESO RELATIVO DIC-05	PESO RELATIVO DIC-06
	(m€)	(%)	(%)	(%)
Caja y bancos centrales	49.219	6,1	1,8	1,7
Depósitos en entidades de crédito	244.407	9,9	8,8	8,5
Crédito a las Administraciones Públicas	50.526	-3,7	2,1	1,7
Crédito al sector privado	1.909.638	24,8	60,8	66,1
Valores de renta fija	326.009	-16,4	15,5	11,3
Otros instrumentos de capital	103.042	33,2	3,1	3,6
Participaciones	27.803	-2,8	1,1	1,0
Derivados	72.506	-0,6	2,9	2,5
Activo material	36.387	4,8	1,4	1,3
Otros (a)	68.828	12,7	2,4	2,4
TOTAL ACTIVO	2.888.365	14,8	100	100
Pro memoria:				
Financiación al sector privado	1.998.619	22,9	64,7	69,2
Financiación a las Administraciones Públicas	203.443	-22,7	10,5	7,0
Activos dudosos totales	15.219	9,9	0,6	0,5
Ratio de morosidad total	0,61			
Insolvencias y riesgo país	35.595	17,1	1,2	1,2
PASIVO Y PATRIMONIO NETO				
	DIC-06	VAR. DIC-06/ DIC-05	PESO RELATIVO DIC-05	PESO RELATIVO DIC-06
	(m€)	(%)	(%)	(%)
Depósitos de bancos centrales	43.400	-24,1	2,3	1,5
Depósitos de entidades de crédito	437.760	1,9	17,1	15,2
Depósitos de las Administraciones Públicas	77.562	14,8	2,7	2,7
Depósitos del sector privado	1.304.883	13,6	45,7	45,2
Valores negociables	545.881	43,7	15,1	18,9
Derivados	79.139	16,9	2,7	2,7
Financiación subordinada	70.871	14,5	2,5	2,5
Provisiones	36.842	0,8	1,5	1,3
Otros (a)	118.037	1,1	4,6	4,1
TOTAL PASIVO	2.714.375	14,7	94,1	94,0
Intereses minoritarios	5.643	-9,2	0,2	0,2
Ajustes por valoración	22.448	18,8	0,8	0,8
Fondos propios	145.899	17,6	4,9	5,1
TOTAL PATRIMONIO NETO	173.990	16,6	5,9	6,0
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	2.888.365	14,8	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.

sin embargo, muestra signos de desaceleración en el segundo semestre del año, en particular la financiación para adquisición de vivienda (gráfico 2.2.A). No obstante, ambos tipos de crédito siguen creciendo a tasas elevadas (cerca del 22%). Estos desarrollos suponen un cierto cambio de patrón respecto a los últimos años, en los que la financiación a familias avanzaba a tasas superiores a las del crédito a empresas.

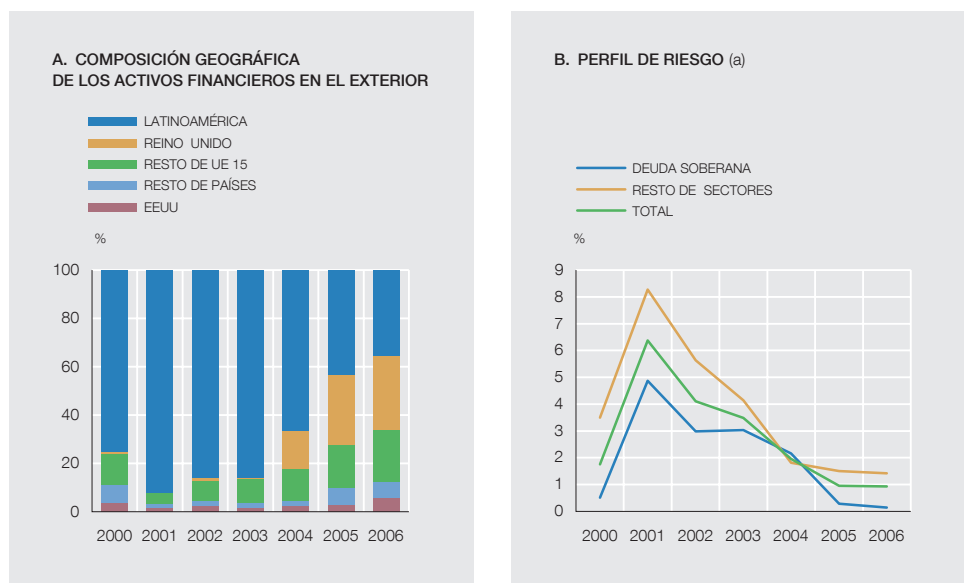
... tanto de construcción y promoción como del resto de sectores.

En el segmento de crédito a empresas ha vuelto a acelerarse el destinado a *construcción y promoción inmobiliaria*, alcanzando una tasa del 44,8% a finales de 2006, pero también el otorgado al resto de actividades empresariales, con un crecimiento del 18,6%, 8 pp por encima de la tasa de diciembre de 2005. Tanto el crédito a construcción como, sobre todo, a

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

GRÁFICO 2.1

Entidades de depósito



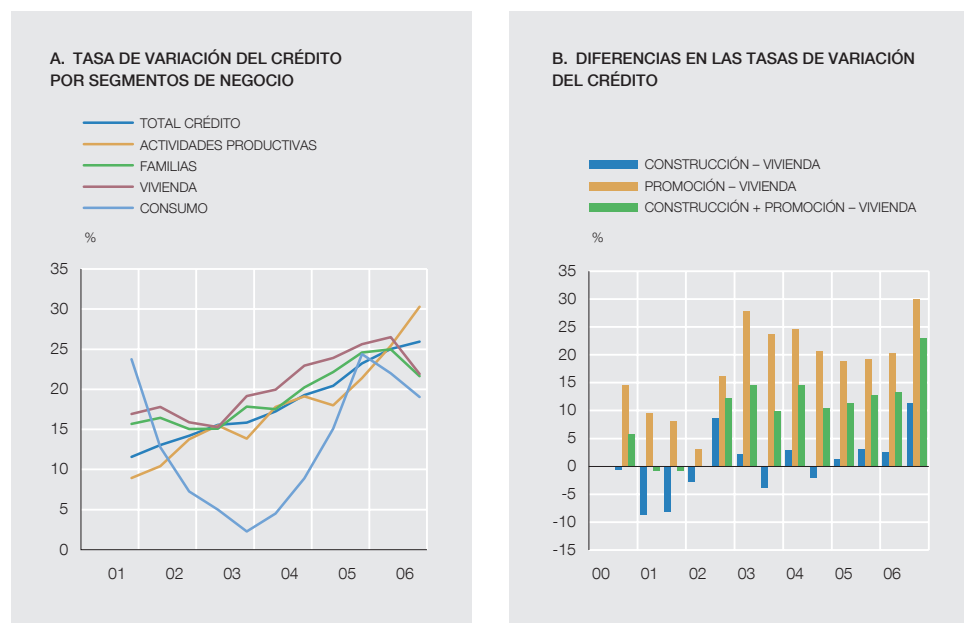
FUENTE: Banco de España.

a. Media ponderada de las probabilidades de impago.

EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO

GRÁFICO 2.2

Entidades de depósito. DI

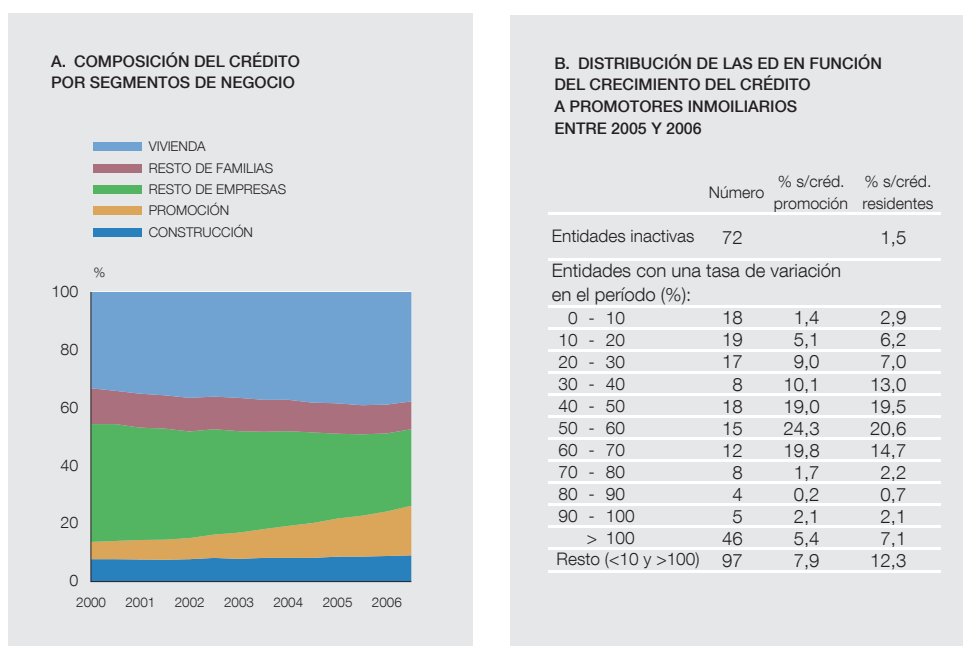


FUENTE: Banco de España.

promoción inmobiliaria siguen creciendo intensamente (33% y 50%, respectivamente), incluso acelerándose, en la segunda mitad de 2006. No obstante, esto podría reflejar el inicio por parte de los promotores de nuevos proyectos en 2006, adelantándose a la entrada en vigor de la nueva normativa sobre calidad de la construcción que podría encarecer los costes.

La paulatina desaceleración del precio de la vivienda, junto con el progresivo aumento de los tipos de interés (175 pb en la zona del euro desde finales de 2005), está en línea con la evolu-

Entidades de depósito. DI



FUENTE: Banco de España.

ción reciente de la financiación para adquisición de vivienda (gráfico 1.3), y contrasta con los desarrollos en la financiación al sector inmobiliario empresarial (gráfico 2.2.B). Dicha disociación, si persistiera en el tiempo y se viera acompañada de una ralentización marcada del crecimiento económico, sería un factor de riesgo para el sistema financiero español. Históricamente, la morosidad del crédito a construcción y promoción inmobiliaria ha sido la más alta de toda la financiación empresarial, como se ha puesto de manifiesto en anteriores IEF.

Aumenta la concentración en el crédito a empresas inmobiliarias y disminuye en la adquisición de vivienda.

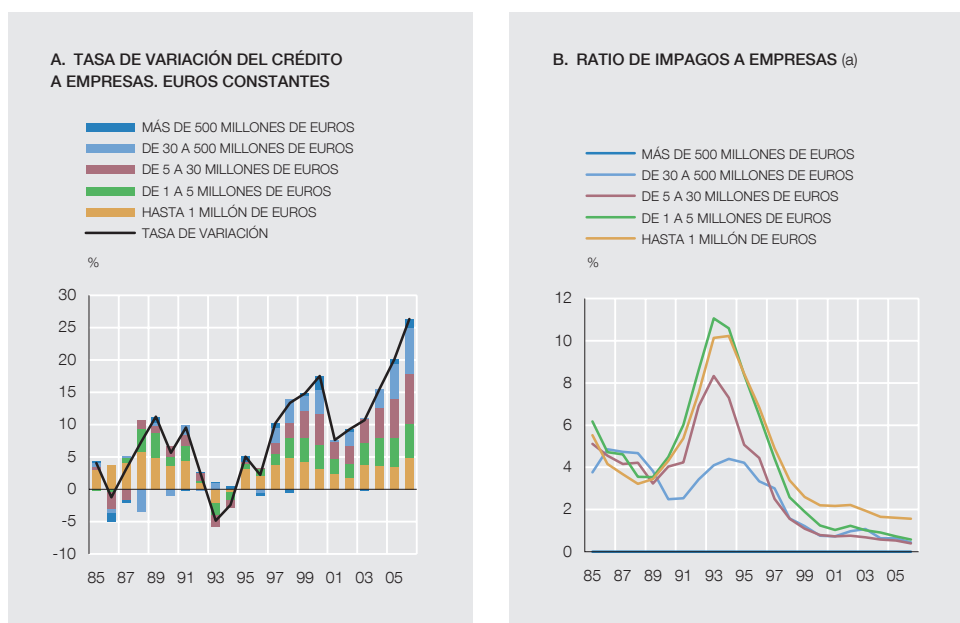
La aceleración del crédito a construcción y promoción inmobiliaria continúa aumentando la *concentración sectorial* de las carteras crediticias de las entidades (gráfico 2.3.A). Para el conjunto de entidades de depósito, en diciembre de 2006 casi la mitad de la cartera de créditos a empresas (49%) va destinada a constructoras (17%) y promotoras (32%). No obstante, el peso relativo del crédito para adquisición de vivienda ha disminuido ligeramente.

El crecimiento del crédito a promotores inmobiliarios no se distribuye de forma homogénea entre las entidades (gráfico 2.3.B). Por un lado, hay un grupo numeroso de entidades con ninguna o muy poca actividad en este negocio y, por otro lado, otro grupo de entidades con elevadas tasas de crecimiento. En cualquier caso, ambos grupos de entidades tienen un peso muy reducido sobre el conjunto de la actividad crediticia del sector privado residente, y en particular en el crédito a promotores inmobiliarios. En tercer lugar, hay algo más de 50 entidades con un peso relativo en el negocio con promotores muy elevado, cercano al 75% y representando dos tercios del crédito total a residentes, cuyo crecimiento del negocio se concentra en torno a la tasa promedio del 50%.

La aceleración del crédito a empresas está vinculada con las operaciones de mayor tamaño...

En los últimos años se observa una tendencia creciente al aumento del peso relativo de las *operaciones de crédito de mayor tamaño*. Así, el crédito se ha acelerado a razón de 5 pp por año desde 2003, como consecuencia de las operaciones superiores a 5 m de euros (gráfico 2.4.A). Si se descontaran las operaciones mayores de 30 m de euros, el crédito a empresas se habría acelerado en 2006, desde el 14% hasta el 17,9%, una variación inferior a la efectiva (del 20,1% al 26,3%).

Entidades de depósito. DI



FUENTE: Banco de España.

a. Cociente entre el número de créditos dudosos y el total de créditos.

... que incorporan, en general, menos riesgo de crédito.

El riesgo de crédito muestra, en general, una relación inversa con el tamaño de las operaciones (gráfico 2.4.B). En 2006 las ratios de impagos (cociente entre el número de créditos dudosos y el total de créditos) se encuentran en el nivel mínimo de los últimos 20 años en todos los grupos de tamaño, siendo muy parecidas todas ellas (en torno al 0,5%), salvo para las operaciones de importe inferior a 1 m de euros (un 95,5% del total de operaciones y un 29% del volumen), que se sitúa en el 1,6%. Los riesgos en el grupo de más de 500 m de euros (0,001% del número de operaciones y un 2,9% del volumen) no han presentado ningún impago en los últimos 20 años, resultado del cuidadoso escrutinio al que están sometidas estas operaciones y de la calidad de los prestatarios. Una parte significativa de estas operaciones suele distribuirse con posterioridad a terceros a través del proceso de sindicación.

El volumen de financiación a hogares en monedas distintas del euro es muy limitado.

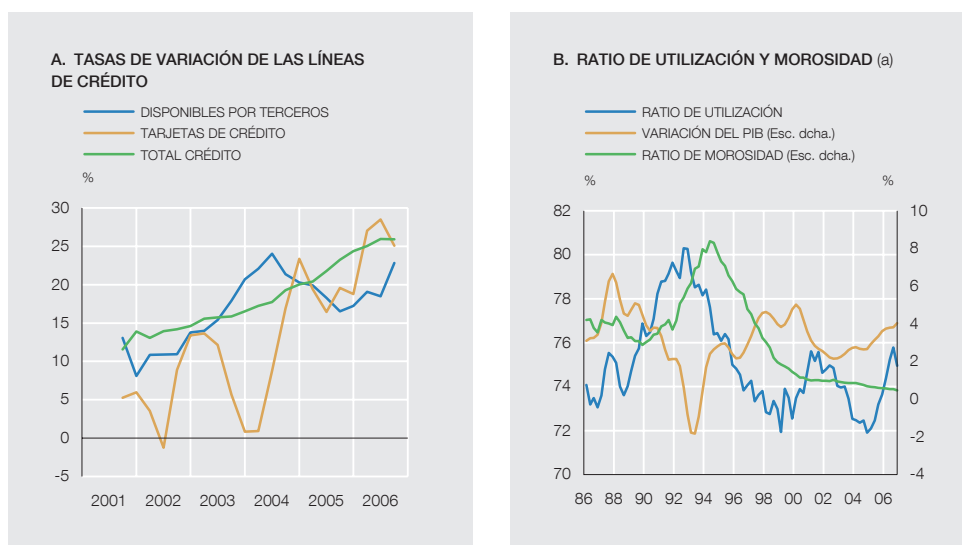
Una parte muy reducida de la *financiación bancaria* a residentes se lleva a cabo en *monedas diferentes del euro*. Así, en 2006 en torno al 0,3% de los créditos a personas físicas con garantía hipotecaria y el 0,2% del resto del crédito a personas físicas están denominados en otras monedas, predominando los francos suizos (dos tercios de las hipotecas y casi la mitad del resto) y los yenes (un tercio y cerca de la mitad, respectivamente)¹. El diferencial de tipos de interés entre el euro, el franco suizo y el yen, así como la evolución del tipo de cambio del euro frente a estas monedas (estabilidad del franco suizo y depreciación tendencial del yen), han estimulado el endeudamiento en estas divisas. No obstante, los riesgos de este tipo de operaciones son más elevados (riesgo de tipo de cambio para el cliente y riesgo reputacional para las entidades que los comercializan).

Aumenta la utilización de líneas de crédito por parte de las empresas.

En paralelo al fuerte crecimiento del crédito en balance, en los últimos años también se ha producido un significativo *aumento de las líneas de crédito* (gráfico 2.5.A). Desde una pers-

1. En el crédito a empresas, el peso de la moneda extranjera es del 1,8%, dos tercios en dólar estadounidense, 20% en libra esterlina y el resto en francos suizos y yenes, fundamentalmente.

Entidades de depósito. DI



FUENTE: Banco de España.

a. Ratio de utilización: cociente entre el importe dispuesto y la suma del dispuesto y el disponible.

pectiva temporal amplia (gráfico 2.5.B), a nivel agregado para el conjunto de la financiación a empresas, la *ratio de utilización* (cociente entre el importe dispuesto y la suma del dispuesto y el disponible) se ha comportado de forma cíclica, llegando a alcanzar en 1992 niveles del 80%, para posteriormente reducirse, con un mínimo en 2004 del 72%.

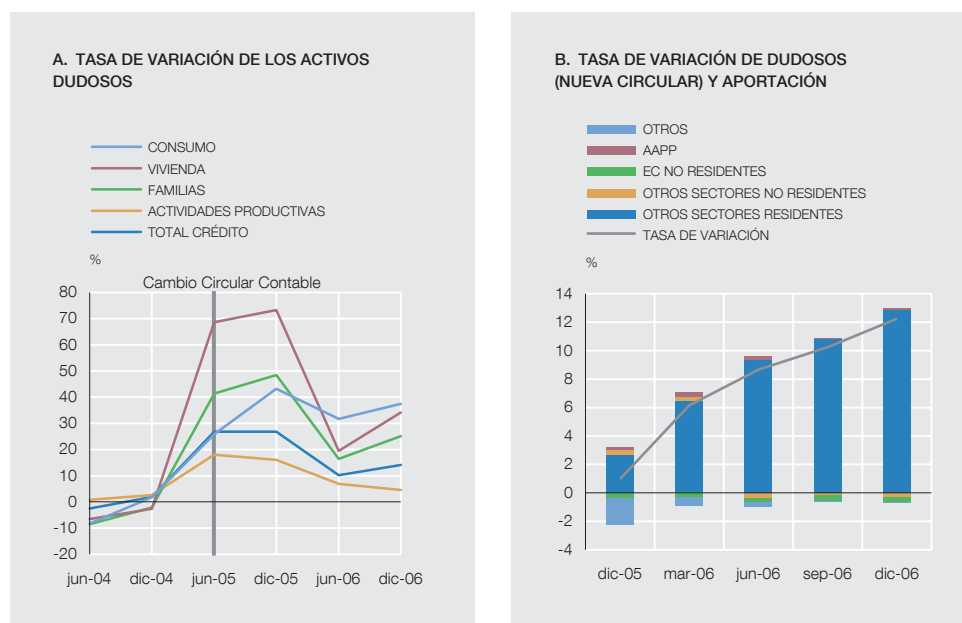
Un análisis de correlación simple muestra que, en general, dicha ratio de utilización se adelanta a la desaceleración de la actividad y al aumento de la morosidad. Detrás de este comportamiento hay un mayor uso de las líneas de crédito por parte de las empresas, intentando anticiparse a posibles situaciones futuras de restricciones de liquidez, en períodos de desaceleración económica, siendo este comportamiento más intenso a medida que aumenta la probabilidad de impago de la empresa. A lo anterior se añade la actitud más prudente de los bancos recortando los importes disponibles a los clientes más arriesgados. La relación directa entre ratio de utilización y aumento, con cierto retraso, de la morosidad no se ha observado en la presente década, con una variación significativa de la ratio de utilización y una elevada estabilidad de la ratio de morosidad.

Tras el fuerte crecimiento del volumen de crédito, los activos dudosos, como cabía esperar, están aumentando...

... en parte, debido también a la nueva normativa contable...

El fuerte crecimiento del crédito en el negocio en España en los últimos años se está traduciendo, como cabía esperar, en un aumento de los *activos dudosos* (gráfico 2.6.A), dado el desfase tradicional que existe entre ambas variables, y a pesar de la favorable evolución de la actividad económica. Un mayor volumen de crédito en las carteras de las entidades de depósito se traduce en una mayor morosidad, manteniendo constantes las probabilidades de impago. Este aumento, como se ha venido señalando en los últimos IEF, responde en parte a *cambios de la normativa contable*, que obliga a reconocer antes y con mayor intensidad los activos dudosos. Además, la volatilidad en la evolución de los activos dudosos será mayor (recuadro 2.1). Utilizando la información reelaborada por las entidades con los nuevos criterios contables desde diciembre de 2004, se observa una progresiva aceleración en la evolución de los activos dudosos (gráfico 2.6.B), que crecen al 12% en diciembre de 2006 (14% los dudosos de empresas y familias).

Entidades de depósito. DI



FUENTE: Banco de España.

Por *segmentos de negocio*, es la financiación a la adquisición de vivienda la que presenta un mayor aumento interanual de la morosidad (34,1%), seguida del resto de financiación a hogares (17,2%) y del crédito a promotores (16,3%), aunque su evolución es muy errática y responde, en parte, a la fuerte expansión del crédito (gráfico 2.6.A). Por el contrario, la morosidad en empresas, y en particular cuando se excluyen constructores y promotores, crece a tasas muy reducidas (4,6% y 1,6%, respectivamente, en diciembre de 2006). Por lo tanto, son los segmentos de negocio que más han crecido en los últimos años los que, lógicamente, muestran un mayor aumento de las cifras de morosos.

... si bien las ratios de morosidad siguen reduciéndose...

La combinación de un crecimiento, en general, moderado de los activos dudosos y una fuerte expansión del crédito se ha traducido en unas *ratios de morosidad* por segmentos de negocio que han continuado disminuyendo a lo largo de 2006. La excepción a este comportamiento, como ya se mencionó en los últimos IEF, es la evolución ascendente de la ratio de morosidad del crédito al consumo (gráfico 2.7.A). Lo anterior, unido al casi imperceptible aumento de la ratio de morosidad en la financiación a hogares para adquisición de vivienda (4 pb, desde el 0,36% al 0,4%), se traduce en que en diciembre de 2006, por primera vez, la ratio de morosidad del crédito a empresas sea inferior a la del crédito a familias. A lo anterior también ha contribuido el ya señalado cambio de patrón en la evolución del crédito.

Por *categorías de riesgo*, en el negocio en España las ratios de morosidad se ordenan de acuerdo con la valoración cualitativa de su nivel de riesgo. La financiación al consumo, en particular mediante tarjetas de crédito o descubiertos en cuenta corriente, es el segmento de negocio con mayor nivel de riesgo. Aunque los activos dudosos de las categorías de riesgo bajo y medio-bajo (créditos con garantías reales que cubren plenamente el riesgo vivo) solo representan en torno al 40% de los dudosos totales, su contribución al crecimiento de estos es muy significativa en diciembre de 2006.

... estando muy por debajo de las ratios en otros países...

A nivel internacional, las ratios de morosidad de las entidades españolas son de las más reducidas (recuadro 2.2). En este sentido, contrastan de forma muy marcada las ratios de mo-

La Circular del Banco de España (CBE) 4/2004 considera que se ha de clasificar *todo* el importe pendiente de una operación como dudoso, una vez que hayan transcurrido tres meses desde el momento del primer impago. Por lo tanto, la CBE 4/2004 ha *endurecido* el llamado *efecto arrastre* por operación, ya que su antecesora, la CBE 4/1991, establecía dos condiciones no excluyentes para que este tuviera lugar: o bien la acumulación de importes vencidos clasificados como dudosos en virtud de su morosidad excedía el 25% del importe pendiente de pago, o bien existían importes impagados tras más de doce meses (seis para hipotecas y créditos al consumo) desde su vencimiento. Por tanto, una de las consecuencias directas de la aplicación de la nueva Circular es el aumento del volumen de dudosos en las entidades de crédito, así como de las ratios de morosidad, como ya se ha visto en los últimos IEF.

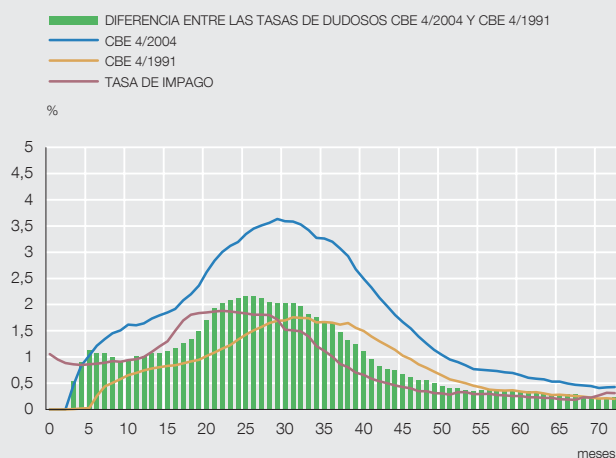
Un análisis de simulación de una cartera de préstamos hipotecarios, a lo largo de un ciclo económico, refuerza las observaciones anteriores. Nótese que los niveles de las ratios de morosidad y sus diferencias son el resultado de las hipótesis mantenidas en las simulaciones y no tienen por qué guardar relación con los niveles reales de morosidad actual o futura.

Así, se ha supuesto que una entidad empieza a conceder hipotecas en el mes $t=0$, por lo que hasta transcurridos tres meses no aparecerán en su balance importes dudosos. Por otra parte, se ha supuesto una tasa de impago que simula un comportamiento cíclico, con un aumento progresivo de los impagos hasta el final del segundo año y un descenso continuado desde mediados del tercer año. Bajo tales supuestos, el gráfico A muestra que la entidad tendrá un mayor nivel de la ratio de dudosos, ya que estos aparecerán antes en el balance de las entidades. Asimismo, permite comprobar que la diferente clasificación de los dudosos bajo ambas circulares produce unas diferencias en la ratio de morosidad que se acrecientan con la probabilidad de impago.

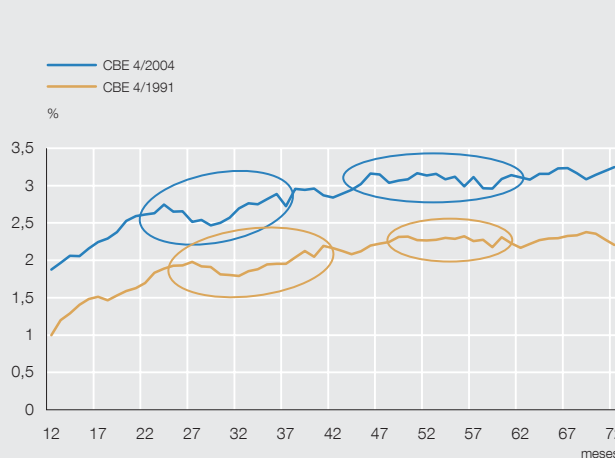
Mediante un estudio similar se ha analizado el impacto de la nueva Circular sobre la volatilidad de la ratio de dudosos. Suponiendo un entorno caracterizado por pequeños *shocks* dentro de una cierta estabilidad macroeconómica, se pone de manifiesto que existen momentos de mayor variabilidad bajo la CBE 4/2004 que con la CBE 4/1991 (gráfico B).

Los resultados anteriores deben tomarse con cautela, dada su dependencia de las hipótesis que sostienen las simulaciones en las que se basan.

A. SIMULACIÓN DE LA RATIO DE DUDOSOS BAJO LA CBE 4/2004 Y LA CBE 4/1991. TIEMPO EN MESES



B. ANÁLISIS DE VOLATILIDAD DE LA RATIO DE DUDOSOS BAJO LA CBE 4/2004 Y LA CBE 4/1991. TIEMPO EN MESES



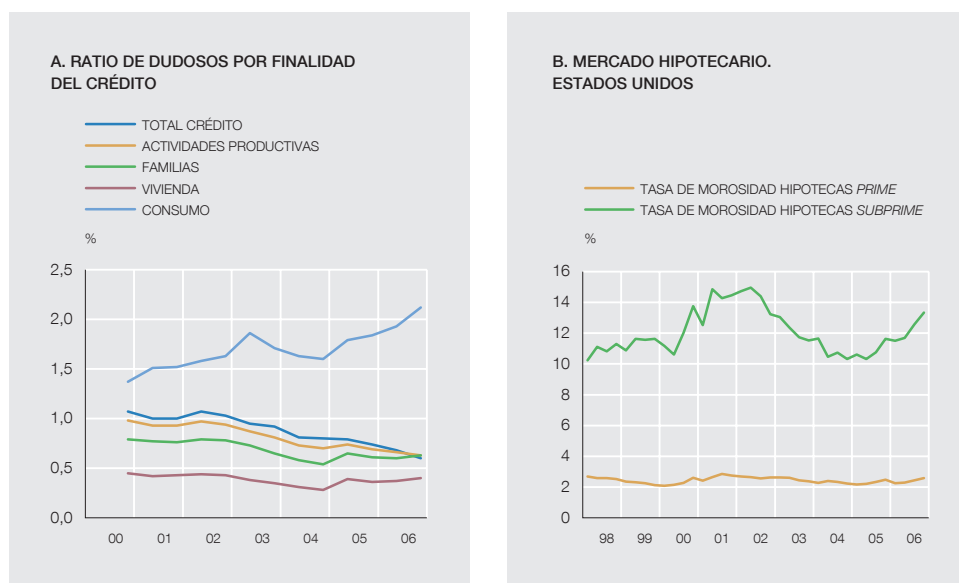
FUENTE: Banco de España.

rosidad del crédito hipotecario a familias en el mercado español y en el estadounidense, donde se pone de manifiesto que el segmento *subprime*² es muy diferente del resto del mercado hipotecario en dicho país (gráfico 2.7.B).

... en particular, en el crédito hipotecario...

Además de las diferencias muy marcadas en los niveles de morosidad hipotecaria total entre el mercado estadounidense y el español y en las exigencias de documentación de las operaciones hipotecarias que deben llevar a cabo las entidades españolas derivadas del riguroso

2. Aunque no existe una única definición, el segmento de crédito *subprime* comprende aquellas operaciones con garantía hipotecaria realizadas con prestatarios que en algún momento han mostrado dificultades de pago en el pasado, que no documentan adecuadamente sus ingresos o que por sus características tienen unos niveles de riesgo muy elevados (cuantificados a través de los modelos de concesión y valoración de préstamos o *credit scoring models*).



FUENTES: Datastream, Mortgage Bankers Association y Banco de España.

marco legal del mercado hipotecario español, conviene señalar que el saldo actual de préstamos hipotecarios en España otorgados a individuos que en algún momento pasado han incumplido sus obligaciones crediticias es muy reducido (1,27%). Además, aunque la ratio de morosidad en el crédito hipotecario es más elevada entre los residentes extranjeros, su nivel es muy reducido (1,4%), por debajo incluso de la morosidad del segmento de crédito al consumo. Finalmente, la información disponible sobre la morosidad de las nuevas operaciones de crédito hipotecario concedidas a finales de 2005 y a lo largo de 2006 no muestra un comportamiento peor que la de las concedidas en los tres años previos (tasas de impagos en torno al 0,04% o al 0,07% a los seis meses o al año de concesión de la operación, respectivamente), por lo que no parece que en el mercado español existan problemas de selección adversa como los detectados en el mercado *subprime* estadounidense.

... aunque cabe esperar que la tendencia descendente se invierta progresivamente.

Las ratios de morosidad en España muestran la favorable evolución de la economía española en los últimos años y, al mismo tiempo, ponen de manifiesto que no cabe esperar disminuciones adicionales de dichas ratios. Al contrario, dado el fuerte crecimiento del volumen de crédito, con el lógico y consiguiente aumento de los activos dudosos, incluso en un entorno económico benigno, es razonable esperar que, si se produce una ralentización del crédito, dichas ratios crecerán. El nuevo marco contable contribuirá, además, a acelerar dicho cambio.

El menor crecimiento de los depósitos incentiva a apelar a los mercados...

La fuerte expansión del crédito a empresas y familias (24,8% a nivel consolidado, cuadro 2.1) no se ha visto acompañada de un crecimiento similar de sus depósitos bancarios (13,6%). La competencia de productos de ahorro provenientes de los fondos de inversión, de pensiones y de seguros, comercializados en buena medida por las propias entidades de depósito, ha obligado a un número creciente de entidades a acudir a los mercados de capitales e interbancarios para poder financiar el mencionado proceso de expansión crediticia.

... a titularizar activos y a emitir cédulas...

Además de la emisión de valores negociables, las entidades están acudiendo de manera creciente a la *titularización de sus activos*. Por otro lado, a finales de 2006 el volumen de *cédulas hipotecarias* emitidas, incluyendo las negociables, se sitúa en el 25% de la cartera de créditos hipotecarios de las entidades de depósito. El resto de titularizaciones hipotecarias re-

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

CUADRO 2.2

Entidades de depósito

	m €	% VARIACIÓN	% S/ATM	
	DIC-06	DIC-06/DIC-05	DIC-05	DIC-06
Productos financieros	107.306	23,0	4,05	4,28
Costes financieros	63.203	29,3	2,27	2,52
Margen de intermediación	44.103	15,0	1,78	1,76
Resultados entidades método participación	4.580	28,4	0,17	0,18
Comisiones netas	20.023	13,3	0,82	0,80
Resultado operaciones financieras	9.278	66,7	0,26	0,37
Margen ordinario	77.984	19,7	3,02	3,11
Gastos de explotación	37.668	7,8	1,62	1,50
Otros resultados de explotación	1.410	17,5	0,06	0,06
Margen de explotación	41.726	32,8	1,46	1,67
Pérdidas por deterioro de activos	8.724	38,3	0,29	0,35
Dotaciones a provisiones (neto)	3.762	25,0	0,14	0,15
Otros resultados (neto)	6.665	91,5	0,16	0,27
Resultados antes de impuestos	35.905	40,3	1,19	1,44
Resultado neto	27.100	33,1	0,94	1,08
Pro memoria:				
Resultado neto del grupo	25.717	33,6	0,89	1,03

FUENTE: Banco de España.

presenta ya el 10% de la cartera hipotecaria mantenida en balance. En 2006 se ha observado una convergencia entre las tasas de crecimiento de las cédulas, que se ralentizan, y las de las titulizaciones —hipotecarias o no—, que se aceleran.

La titulización de activos también permite *transferir riesgo de crédito* desde los bancos hacia otros inversores. Los supervisores bancarios (entre ellos el Banco de España) ven estos desarrollos de forma positiva, por su contribución a la diversificación del riesgo. De hecho, las entidades deberían considerar la posibilidad que les ofrece el actual entorno regulatorio y las condiciones actuales en los mercados financieros para transferir el riesgo acumulado en los tramos de primeras pérdidas retenidas en procesos de titulización anteriores. La nueva normativa internacional emanada del BCBS será más exigente al respecto.

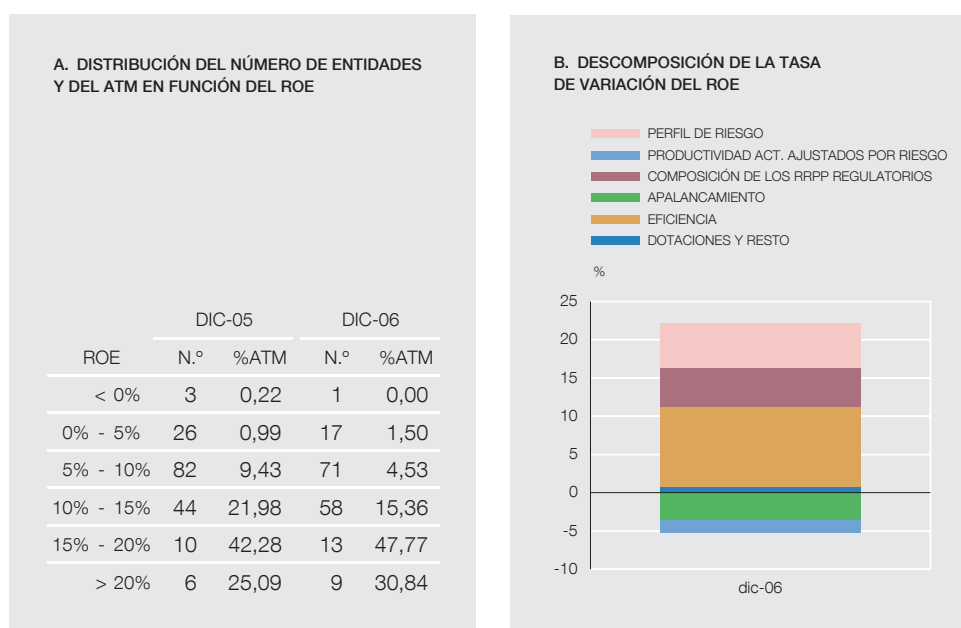
... *haciendo más relevante la gestión del riesgo de liquidez.*

El desequilibrio entre la evolución del crédito y los depósitos tradicionales, así como el mayor acceso a los mercados internacionales, convierten la gestión del *riesgo de liquidez* en un elemento cada vez más importante para las entidades, en particular si, además, están involucradas monedas distintas del euro. Las entidades españolas han respondido, en función de su nivel de actividad y grado de internacionalización, mejorando la evaluación de sus necesidades de liquidez, elaborando escenarios de *stress* y planes de contingencia, así como mediante el establecimiento de límites y controles internos. Cuando la operativa implica monedas distintas del euro y, sobre todo, monedas de países emergentes, la gestión del riesgo de liquidez está descentralizada (por países y monedas), aunque las directrices sobre política de liquidez, controles, límites, etc., se coordinan a nivel centralizado. Finalmente, conviene señalar que en el debate internacional entre supervisores bancarios existe un amplio consenso sobre la escasa eficacia de las regulaciones cuantitativas para controlar el riesgo de liquidez y la necesidad de promover en las entidades las mejores prácticas bancarias al respecto.

2.1.2 RENTABILIDAD

En línea con anteriores IEF, las entidades de depósito españolas muestran una sólida posición en su cuenta de pérdidas y ganancias. En 2006, incluso descontando el efecto positivo derivado de las ventas de participaciones realizadas por algunas entidades, tanto el resultado del ejercicio como los principales márgenes han mostrado un notable crecimiento.

Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

La rentabilidad aumenta...

Así, el *resultado neto atribuido al grupo* del conjunto de entidades de depósito españolas creció un 33,6%³ (cuadro 2.2). Con ello, la rentabilidad del activo (ROA), calculada antes y después de impuestos, ha aumentado de forma notable, hasta situarse en el 1,44% (25 pb más) y en el 1,03% (14 pb más), respectivamente. Este último dato es especialmente destacable, dado que la disminución del tipo del impuesto de sociedades, al afectar a los activos y pasivos por impuestos diferidos, ha tenido un impacto negativo en los resultados (mayor gasto por impuesto sobre beneficios). El ROE ha pasado del 16,6% al 19,6%, siendo este incremento generalizado entre las entidades de depósito (gráfico 2.8.A).

La mejora del ROE en 2006 (gráfico 2.8.B) obedece a la mayor eficiencia con la que operan las entidades⁴. No obstante, el incremento de la rentabilidad se ha sustentado también en un cambio en la composición de los recursos propios regulatorios, a favor de las preferentes y el *tier 2*, y en un cierto incremento del perfil de riesgo, a pesar de la disminución del apalancamiento.

... así como los principales márgenes...

El incremento del *margen de intermediación* se explica por la favorable evolución de los productos financieros, y en particular de los provenientes del crédito a la clientela. No obstante, los costes financieros han crecido con mayor intensidad, tanto los relacionados con los depósitos como, especialmente, los vinculados a la emisión de valores negociables. Esta evolución, más acentuada en los negocios en España, refleja el fuerte ritmo de expansión crediticia y, por tanto, las mayores necesidades de financiación cubiertas acudiendo a los mercados de capitales, con un coste superior al del negocio tradicional (gráfico 2.9.A). El incremento progresivo de los tipos de interés a lo largo de 2006 se está trasladando con algo más de rapidez al tipo marginal del pasivo (gráfico 2.9.B).

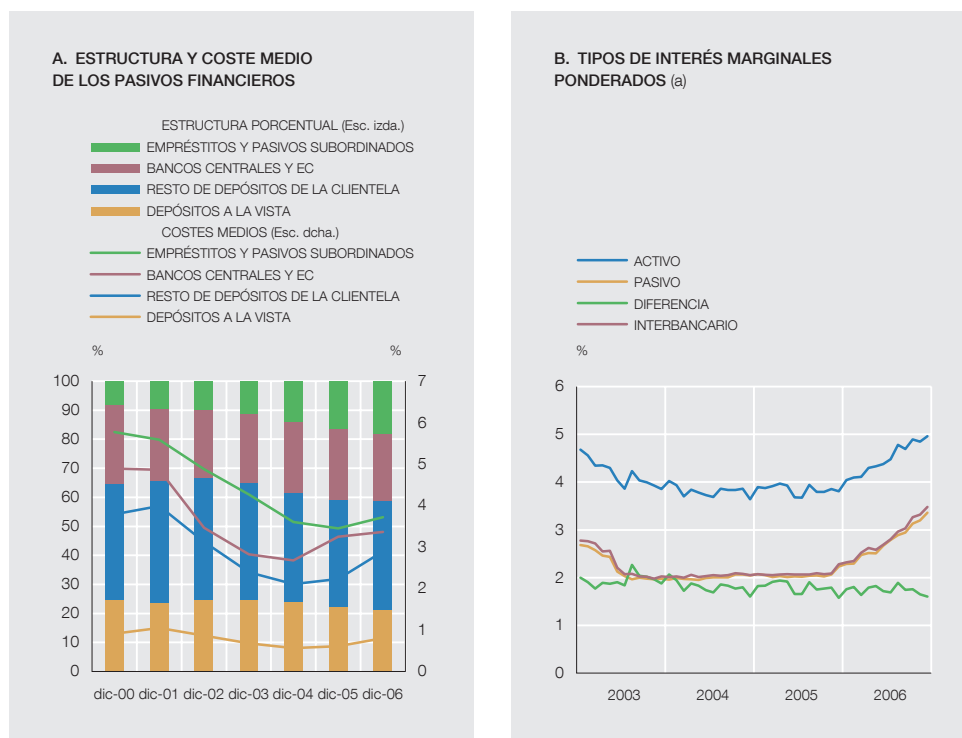
El *margen ordinario* ha crecido con más intensidad que el de intermediación, en parte debido a la favorable evolución de los resultados de las empresas participadas, lo que pone de ma-

3. A diferencia de lo señalado en el análisis del balance, el efecto de la evolución del tipo de cambio ha sido de menor relevancia en la cuenta de pérdidas y ganancias, ya que la variación de los tipos medios ha sido menos intensa. 4. Una explicación detallada de la descomposición del ROE puede verse en el recuadro II.1 del IEF de mayo de 2004.

ESTRUCTURA Y COSTE MEDIO DE LOS PASIVOS FINANCIEROS Y TIPOS DE INTERÉS MARGINALES

GRÁFICO 2.9

Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

a. Los tipos de interés marginales se refieren a los establecidos en operaciones iniciadas o renovadas en el mes anterior al de referencia, ponderándose dichas operaciones por su volumen. Los tipos marginales ponderados de activo incluyen, entre otros, los vigentes para la financiación a la vivienda, consumo y crédito a empresas no financieras, mientras que los de pasivo incluyen imposiciones a plazo fijo y cesiones temporales de activos, entre otras.

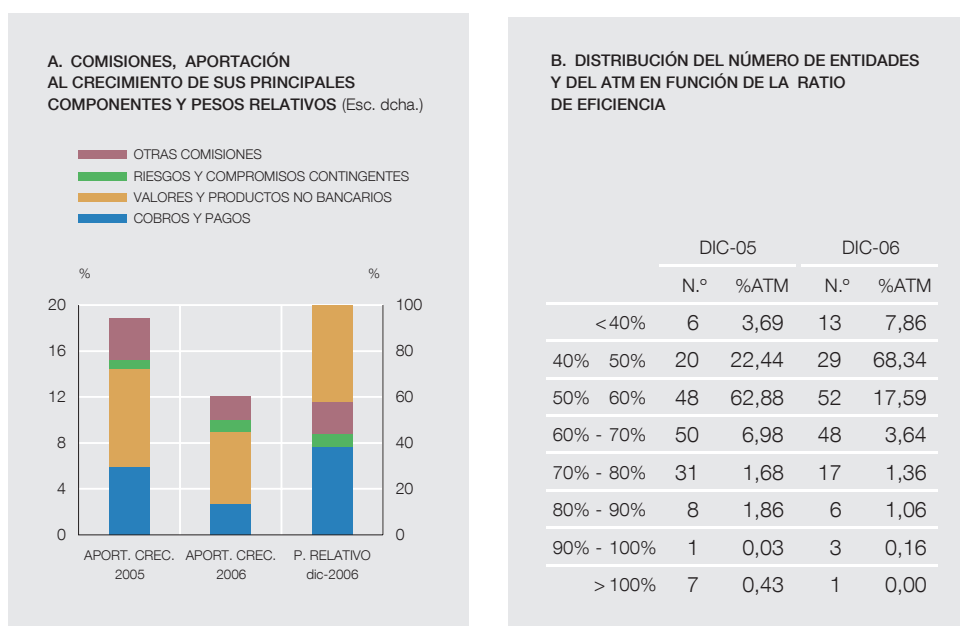
nifiesto la buena marcha de los resultados empresariales. No obstante, el principal factor explicativo es el fuerte incremento de los *resultados de operaciones financieras*, gracias a la favorable coyuntura de los mercados financieros en 2006, junto con las ventas de participaciones registradas por algunas entidades.

Por su parte, las *comisiones* han crecido moderadamente, por debajo del incremento de la actividad. La moderación en el crecimiento ha sido generalizada en sus componentes, pero especialmente intensa en las relacionadas con servicios de cobros y pagos (gráfico 2.10.A). De hecho, esto es más acusado en los negocios en España, donde se reducen, y la razón puede estar relacionada con la creciente competencia en este segmento de negocio. Dicha competencia y la comparación con los niveles relativos de comisiones alcanzados en otros países de nuestro entorno parecen indicar que la contribución de este epígrafe a los resultados va a moderarse, una vez considerada la evolución del volumen de actividad.

... en buena medida debido a la relativa contención de los gastos de explotación que, en parte, puede obedecer a factores coyunturales.

Las entidades españolas han continuado sus esfuerzos de relativa moderación de los *gastos de explotación* (crecen un 7,8%, reduciéndose en términos de ATM). Este comportamiento ha llevado a que se registre una significativa mejora de la *ratio de eficiencia*, que pasa del 53,6% al 48,3%, y que se observa en términos generales para el sector, y en especial para las entidades de mayor tamaño (gráfico 2.10.B). Esta evolución de los costes operativos justifica que el *margen de explotación* haya sido muy expansivo. No obstante, una parte de este incremento de la eficiencia está relacionado con el fuerte crecimiento de la actividad y, por lo tanto,

Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

tiene un componente coyuntural significativo. Una ralentización del crecimiento del crédito supondría un aumento de la presión de los costes fijos sobre la cuenta de resultados y, por tanto, de la necesidad de profundizar en la mejora de la eficiencia.

Las dotaciones a insolvencias han crecido cerca de un 40%, en un contexto de aumento de los activos dudosos y, al tiempo, de fuerte expansión del crédito, lo que lleva al incremento de las genéricas. El resto de dotaciones ha aumentado a menor ritmo (25%), debido a las dotaciones para jubilaciones que han realizado algunas entidades de elevado tamaño. Por el contrario, los resultados por ventas de participaciones casi han duplicando su contribución.

La información de mercado confirma la solidez de las entidades españolas...

Por su parte, los *indicadores de mercado* disponibles para las principales entidades españolas confirman su solidez y proporcionan una valoración en línea con la de los principales grupos bancarios europeos. La reciente publicación por parte del FMI de sus indicadores de robustez financiera confirma también lo anterior (recuadro 2.2).

Las cotizaciones bursátiles de los grandes grupos se han mostrado alcistas, mientras que la volatilidad asociada se ha mantenido estable, tanto para las entidades españolas como para las europeas. Por su parte, las betas, calculadas con respecto al índice DJ Stoxx 50, han repuntado para los principales grupos bancarios europeos y, en menor medida, españoles, si bien estos últimos siguen manteniéndolas en torno a la unidad.

Los *credit default swaps* (CDS) indican que la percepción del riesgo incurrido por las entidades de depósito se ha mantenido muy reducida y estable desde el anterior IEF (gráfico 2.11.A). Asimismo, las calificaciones crediticias de los principales grupos bancarios europeos son elevadas y estables (con alguna mejora) a lo largo del último año (gráfico 2.11.C). Dicho gráfico muestra también las expectativas de los analistas bursátiles. Con la excepción de tres entidades, las recomendaciones de compra se sitúan por encima del 50%, mientras que las de venta, en general, no superan el 10%. Es decir, a la fecha de elaboración del IEF, el consenso de los analistas observa oportunidades para la revaloriza-

El Fondo Monetario Internacional (FMI) ha publicado recientemente una relación de indicadores de solidez financiera (*Financial Soundness Indicators*) para una muestra de cuarenta países. El cuadro adjunto compara la situación de las entidades de crédito españolas frente a una selección de siete economías de la UE y Estados Unidos. El balance general es relativamente satisfactorio para España.

La distribución geográfica de la financiación otorgada por las entidades españolas revela una posición intermedia, con un tercio de los créditos en el exterior, aunque solo un 10% en países emergentes. Por su parte, la proporción de depósitos sobre el volumen de préstamos de la clientela se encuentra en sintonía con la de otros países. Los bajos tipos de interés y el fuerte crecimiento del crédito han fomentado la captación de fondos en los mercados de capitales europeos.

Las entidades españolas obtienen una elevada rentabilidad en términos de ROE y ROA, consecuencia de un alto grado de eficiencia y a pesar de tener el menor diferencial de tipos activos y pasivos. Este último indicador refleja un mayor nivel de competencia en el mercado bancario español. España también se distingue por el mayor peso de los gastos de personal sobre los de explotación, lo que responde, en parte, al modelo de banca minorista desarrollado por las entidades españolas y a la preferencia del público por la obtención de servicios financieros de forma presencial.

Por último, atendiendo a los principales indicadores de solvencia, ratios total y básico, se puede constatar que las entidades españolas se ubican en una posición intermedia, si bien el reducido volumen de activos dudosos se encuentra plenamente cubierto con los fondos de insolvencias. La ratio de morosidad también presenta un nivel muy reducido.

INDICADORES DE SOLIDEZ FINANCIERA: POSICIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO (2005)

Datos consolidados y en %

Distribución geográfica del crédito	ES	DE	UK	FR	IT	NL	PT	US
<i>Economía doméstica</i>	66,2	75,2	50,7	57,0	86,0	35,2	79,2	86,2
<i>Economías avanzadas</i>	24,3	21,6	42,2	32,0	10,9	59,8	15,0	10,5
<i>Economías emergentes</i>	9,5	3,2	7,1	11,0	3,1	5,0	5,8	3,2
Ratio de depósitos sobre préstamos	77,6	71,9	62,2	78,9	66,5	76,3	70,4	107,1
Rentabilidad del activo (ROA)	0,95	0,48	1,12	0,50	0,74	0,49	0,93	1,61
Rentabilidad de los recursos propios (ROE)	16,9	13,9	17,3	14,4	14,0	16,0	15,5	17,7
Diferencial entre tipos del crédito y depósitos de clientes	2,3	3,5	3,0		3,7	3,2	3,1	
Ratio de eficiencia	50,9	61,0	56,8	64,3	60,5	67,7		62,1
Gastos de personal sobre gastos de explotación	59,2	55,1	47,9	58,3	58,1	51,0	54,8	45,0
Ratio de solvencia total	12,4	12,2	12,8	11,4	10,0	12,6	11,4	12,8
Ratio de solvencia básico	8,0	8,0	8,9	8,3	7,3	10,3	6,9	10,7
Créditos dudosos netos de provisiones específicas sobre recursos propios	0,04	35,00	7,50	8,70	36,60		5,00	5,20
Ratio de morosidad	0,8	4,1	1,0	3,5	7,3		1,6	0,7

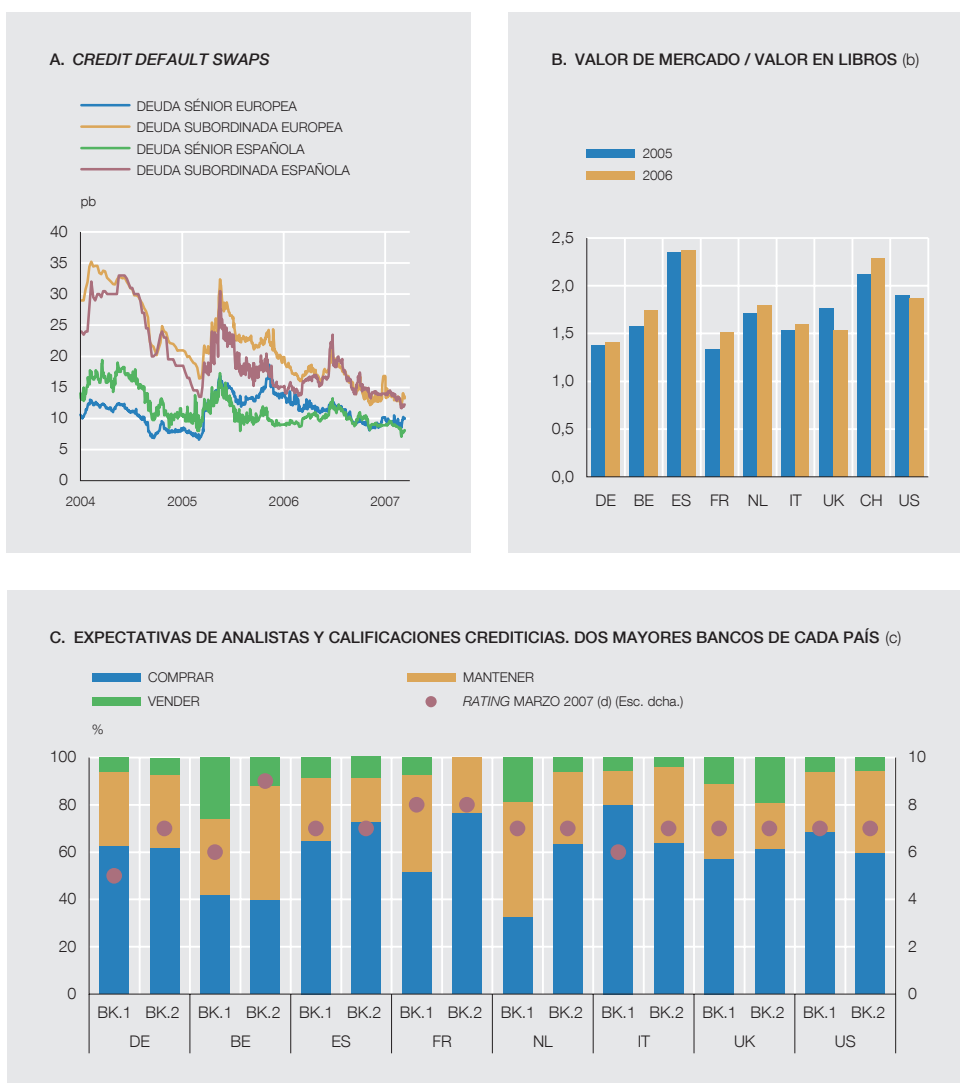
FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

ción a medio plazo de los principales grupos bancarios europeos, incluidos los dos mayores españoles.

La ratio entre el valor de mercado de las acciones y el valor en libros de los fondos propios (conocido también como q de Tobin) muestra también el potencial a medio plazo que el mercado otorga al sector bancario europeo y estadounidense. En este caso, las perspectivas de las grandes entidades españolas son más favorables que las de sus homólogas europeas (gráfico 2.11.B).

... que disponen de una cuenta de resultados capaz de hacer frente a potenciales dificultades.

En resumen, la solidez de la cuenta de pérdidas y ganancias de las entidades de depósito españolas, reflejada en su elevada rentabilidad y eficiencia, así como las buenas expectativas que se derivan de los indicadores de mercado disponibles, hacen pensar que las entidades españolas disponen de capacidad de reacción ante la concreción de potenciales dificultades. No obstante, no hay que descartar que, ante un cambio en la favorable coyuntura económica, una parte de las mejoras alcanzadas en eficiencia de las entidades revierta. Asimismo, en la medida en que el crecimiento de la actividad se ralentizara, ello tendría un impacto significativo en la velocidad de crecimiento de los resultados.



FUENTES: Datastream, Bloomberg y Banco de España.

- a. Se incluyen los 20 mayores bancos de la UE en términos de sus activos, así como los dos mayores suizos y los cinco estadounidenses. Los bancos en los gráficos no están necesariamente ordenados por su tamaño.
- b. q de Tobin o cociente entre la capitalización bursátil y los fondos propios contables de cada entidad.
- c. Las expectativas son de un conjunto de 30 analistas, mientras que las calificaciones son de Standard & Poor's.
- d. Equivalencia rating: AAA = 10; AA+ = 9; AA = 8; AA- = 7; A+ = 6; A = 5; A- = 4; BBB+ = 3; BBB = 2; BBB- = 1.

2.1.3 SOLVENCIA

Los niveles de solvencia se mantienen ampliamente por encima de los mínimos regulatorios...

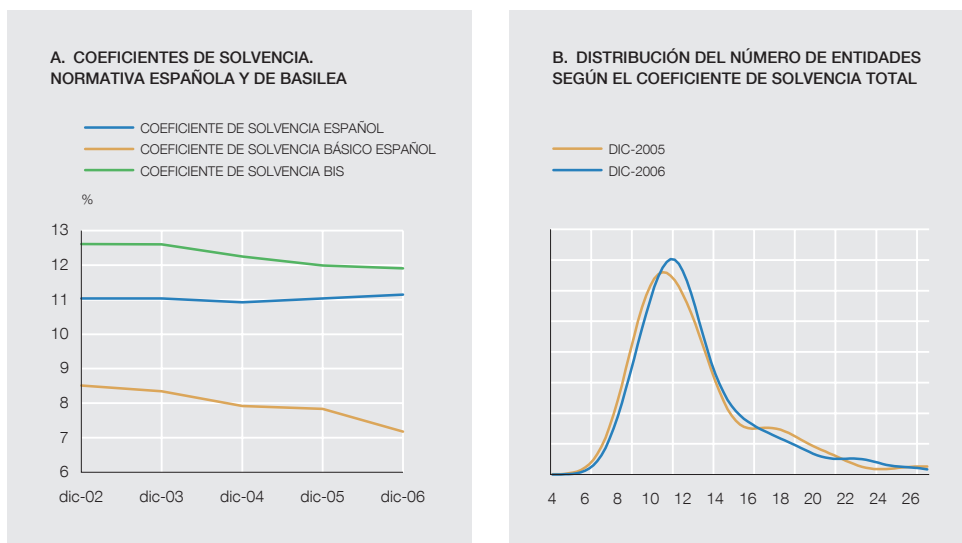
Las ratios de solvencia de las entidades de depósito se han mantenido en 2006 muy por encima del mínimo requerido del 8%, mostrando una evolución muy estable, tanto medidas con la regulación española como con la de Basilea⁵ (gráfico 2.12.A). Así, aplicando la norma española, de carácter más prudente, dicha ratio ha aumentado muy ligeramente (12 pb, hasta el 11,2%), mientras que bajo la de Basilea ha perdido 8 pb, para situarse en el 11,9%. Por su parte, el coeficiente de solvencia básico ha mostrado un marcado descenso (66 pb), aunque se encuentra todavía en valores elevados (7,2%). El análisis a nivel individual de la ratio de solvencia muestra que un gran número de entidades lo han aumentado, desde tasas inferiores al 11% unas hasta en torno al 13% otras (gráfico 2.12.B).

5. La normativa española es más estricta que la de Basilea, al considerar como deducciones de los recursos propios las participaciones en aseguradoras cuando estas superan el 20% del capital de la participada.

COEFICIENTES DE SOLVENCIA AGREGADOS Y DISTRIBUCIÓN SEGÚN EL NÚMERO DE ENTIDADES

GRÁFICO 2.12

Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

... los activos ponderados por riesgo crecen sustancialmente, en paralelo a la expansión del crédito...

El crecimiento sostenido del negocio bancario en 2006 se ha traducido en un aumento del 21,4% de los *activos ponderados por riesgo*. El mayor dinamismo de la actividad crediticia ha acelerado los requerimientos por riesgo de crédito en 2,2 pp, hasta el 22,2%, impulsados tanto por los activos con garantía hipotecaria como por los créditos al consumo y a empresas, lo que ha aumentado el perfil de riesgo de los activos (cociente entre los activos ponderados por riesgo y los totales) hasta el 67,3%, 3,6 pp más que en 2005.

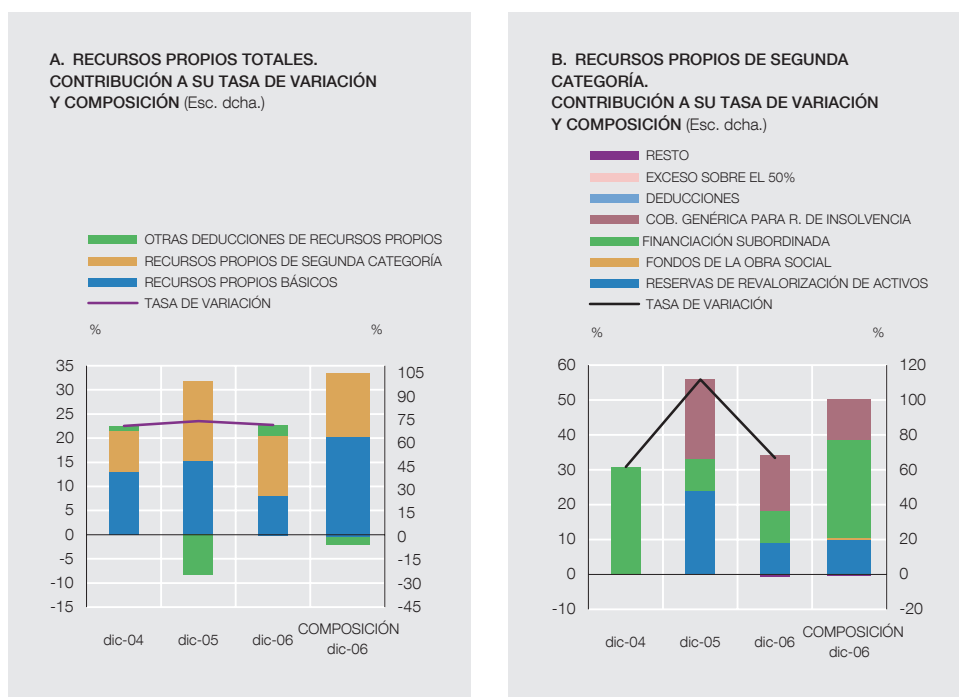
... con un incremento más moderado de los recursos propios.

En cuanto a la evolución de los *recursos propios*, tanto el *tier 1* como el *tier 2* han sufrido una desaceleración importante. Por un lado, los recursos propios básicos han pasado de crecer al 21,1% a incrementarse un 11,2%, explicando la caída del coeficiente de solvencia básico, mientras que los de segunda categoría se han desacelerado 23 pp, al crecer un 33,3%. Las deducciones han sido menores, por lo que su contribución es positiva (gráfico 2.13.A).

El aumento de los recursos propios *básicos* responde, en buena parte, a la favorable evolución de los resultados, que han reforzado las reservas de las entidades (crecen el 14,2%). Las participaciones preferentes aumentan un 1,4%, mientras que el fondo de comercio ha crecido un 17,3%. El crecimiento de los recursos propios de *segunda categoría* responde, por un lado, al crecimiento de la financiación subordinada y de las reservas de revalorización de activos, que incluyen una parte de las plusvalías acumuladas en las participaciones empresariales, en un año de evolución muy favorable de los mercados bursátiles. Por otro lado, la introducción de la CBE 2/2006 ha permitido que un gran número de entidades haya computado como *tier 2*, por primera vez en 2006, parte de sus coberturas genéricas (gráfico 2.13.B). Finalmente, las *deducciones* de los recursos propios se han reducido un 27,4% como consecuencia de la desinversión en compañías de seguros.

El tipo de emisiones de preferentes y financiaciones subordinadas está cambiando...

Los reguladores bancarios atribuyen una importancia creciente al papel que los inversores deben desempeñar para controlar el nivel de riesgo de las entidades de depósito de las que son accionistas, poseedores de participaciones preferentes, financiación subordinada u otros valores de deuda, y depositantes con un cierto tamaño. Una prueba de ello es el pilar 3 de Basilea II. En la medida en que los inversores dispongan de más información sobre el riesgo



FUENTE: Banco de España.

incurrido por las entidades y que estas sepan que sus decisiones van a ser evaluadas con mayor precisión, habrá un mayor alineamiento del riesgo incurrido con el coste de los fondos obtenidos por las entidades o los precios de los activos negociados y, por tanto, en la relación rentabilidad/riesgo de los inversores.

... lo que reduce el riesgo reputacional...

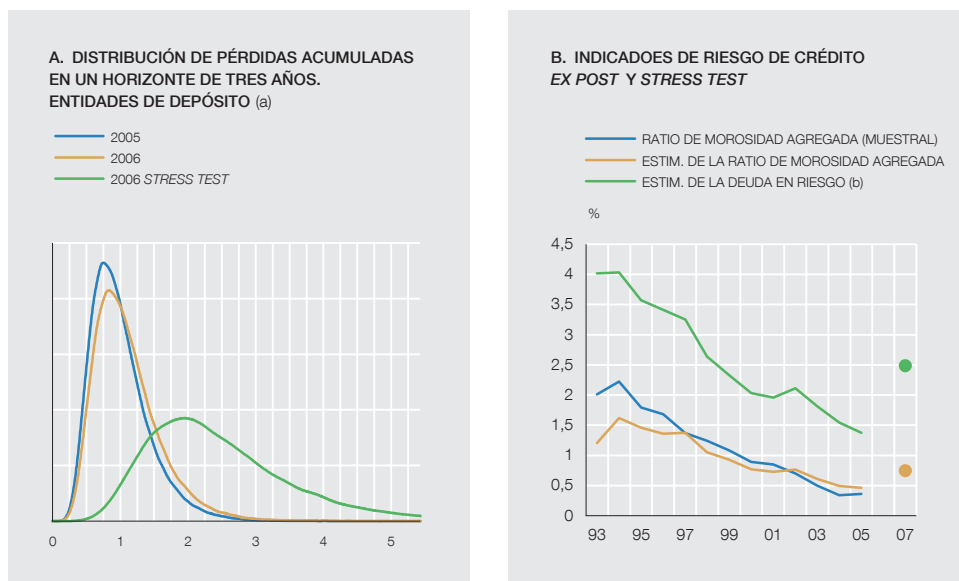
Las participaciones preferentes y la financiación subordinada pueden ser dos instrumentos que contribuyan a favorecer la disciplina de mercado. No obstante, para que dicha disciplina sea efectiva deben cumplirse algunos requisitos, entre los que se encuentra su cotización en un mercado suficientemente líquido y profundo.

... si bien precisan de más liquidez.

La información disponible sobre las preferentes y subordinadas emitidas por bancos y cajas en los últimos años muestra un significativo cambio en las características de emisión, lo que aumenta su capacidad como instrumento de disciplina y, además, reduce el riesgo reputacional de dichas entidades. En 2006 todas las emisiones de preferentes y subordinadas de los bancos y la gran mayoría de las de cajas se dirigieron al segmento cualificado (o institucional), con unas primas de riesgo tradicionalmente superiores a las del segmento minorista. Además, un número creciente de emisiones dispone de calificación crediticia. Esta situación contrasta claramente con la existente a principios de la década, en que predominaba la colocación minorista, sobre todo en las cajas, y apenas había *rating*. No obstante, en el grado de liquidez del mercado secundario en el que pueden negociarse, los avances han sido mucho más modestos. Así, la rotación (cociente entre el saldo intercambiado y el admitido a negociación) de la deuda subordinada en AIAF se sitúa en torno al 0,3 (frente a un 11,1 de la deuda pública), mientras que la de las preferentes es todavía menor (en torno a 0,1).

Los ejercicios de stress...

La estimación de la distribución de pérdidas por riesgo de crédito de las entidades de depósito españolas, a partir de datos históricos sobre los préstamos concedidos durante las dos últimas décadas, permite analizar el efecto de variables macroeconómicas sobre la



FUENTES: Banco de España y Registro Mercantil.

a. Pérdidas relativas a la pérdida esperada en 2005.

b. La deuda en riesgo se define como la media ponderada de las probabilidades de impago estimadas para las empresas de la muestra, siendo el factor de ponderación el peso relativo de su deuda bancaria sobre la del conjunto de empresas no financieras incluidas en la muestra.

proporción de impagos, la evolución del número de préstamos y la pérdida que estos impagos pueden ocasionar a las entidades. Así, es posible calcular el impacto que sobre la distribución de las pérdidas acumuladas, en un horizonte temporal de tres años, tendrían diferentes escenarios macroeconómicos. Previamente, la comparación de la distribución de pérdidas estimada para 2005 y 2006 (gráfico 2.14.A) muestra un ligero desplazamiento hacia la derecha, así como un aplanamiento de dicha distribución, indicando un mayor volumen de pérdidas esperadas e inesperadas, resultado a su vez del aumento de la actividad crediticia.

... confirman la capacidad de resistencia de las entidades de depósito españolas.

Sobre la distribución de pérdidas de 2006 se ha realizado un *stress test* midiendo el impacto de cuatro trimestres consecutivos de caídas del PIB, de magnitud similar a las ocurridas en la recesión de 1993. Se observa (gráfico 2.14.A) que la distribución de pérdidas se desplaza significativamente a la derecha, señalando un aumento considerable del riesgo de crédito. En concreto, la pérdida esperada y la inesperada podrían llegar a duplicarse con respecto a sus valores actuales. No obstante, este *shock* no pondría en peligro la fortaleza de las entidades españolas, ya que estas serían capaces de absorber con holgura el aumento de las pérdidas a través de sus fondos de insolvencias y del resto de recursos propios.

Desde una perspectiva distinta, se ha analizado el riesgo de crédito que soportan las entidades de depósito españolas frente a empresas no financieras, calculando dos tipos de indicadores adelantados de dicho riesgo para 2007. Ambos indicadores se construyen a partir de las estimaciones derivadas de un modelo que incorpora el efecto de cambios en el ciclo económico a través de la inclusión de la variación del PIB como factor explicativo, junto con las características individuales de las empresas. Las proyecciones para el año 2007 se basan en un ejercicio de *stress test* que, *ceteris paribus*, cuantifica la variación en el estimador de la ratio de morosidad agregada y en la deuda en riesgo ante un escenario

con una caída del PIB análoga a la de 1993⁶. Los resultados indican que, a pesar del repunte que se produce en los dos indicadores adelantados de riesgo, los niveles de la ratio de morosidad se situarían en valores análogos a los de principios de esta década, muy por debajo de los niveles de riesgo de crédito de principios de los noventa (gráfico 2.14.B). A nivel más cualitativo, los resultados anteriores se ven reforzados al considerar el proceso de mejora continuada que ha experimentado la medición y gestión del riesgo en las entidades de depósito.

2.2 Otros participantes en los mercados financieros

2.2.1 COMPAÑÍAS DE SEGUROS

El mayor peso de la renta fija...

Las aseguradoras españolas tienen la mitad de su balance invertido en valores de *renta fija* (50,3% en septiembre de 2006), siendo el peso de la *renta variable* y de las *inversiones materiales* reducido (5,5% y 2,4%, respectivamente). No obstante, en las aseguradoras no vida la inversión en renta variable alcanza el 8,6%, mientras que las inversiones materiales son del 5,5% en diciembre de 2005⁷. En las aseguradoras vida destaca el peso de las inversiones derivadas de pólizas *unit link* (11%), donde el riesgo lo asume el tomador del seguro.

A pesar del peso de la renta fija, en los últimos años se observa un incremento de *otras inversiones* (productos estructurados, por ejemplo), que suponen un 10,8% del activo total, siendo más apreciable en las aseguradoras dependientes de entidades de crédito, probablemente porque estos grupos están más habituados a manejar estructuras más complejas.

... hace que el nivel de los tipos de interés sea un factor muy relevante para el negocio de seguros...

El peso de la renta fija implica que el nivel de los tipos de interés es un factor muy relevante en la evolución del negocio. Así, un escenario de tipos más elevados ofrece oportunidades de inversión con mayores retornos y, por tanto, permite a las compañías ofertar productos más competitivos. El mayor horizonte temporal de las inversiones y la necesidad de casarlas con los pasivos reducen el impacto de potenciales aumentos de tipos de interés. Por otra parte, y al disminuir el peso de los títulos de emisores públicos en relación con los de empresas privadas, el *riesgo de crédito* pasará a ser un elemento de gestión más importante.

... en comparación con el menor peso de los mercados bursátiles e inmobiliarios.

La *evolución bursátil* en los mercados domésticos e internacionales (capítulo 1) ha sido, descontando ciertos episodios de volatilidad, favorable. Aun si se produjera un movimiento adverso en las bolsas, el reducido peso de la renta variable hace pensar en un impacto moderado. También ha de juzgarse moderado el impacto de una evolución potencialmente adversa en el *mercado inmobiliario*, dado el reducido peso de las inversiones materiales.

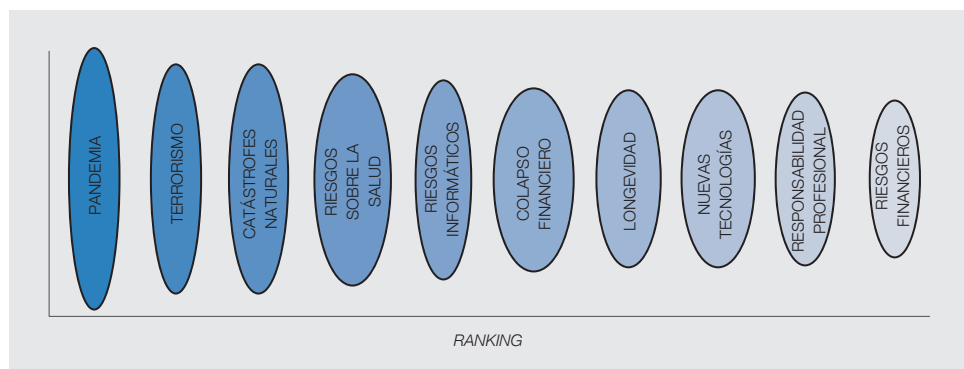
A nivel internacional, preocupan el riesgo de pandemias, el terrorismo y las catástrofes naturales, entre otros riesgos con impacto en las aseguradoras...

Un elemento de preocupación en el sector asegurador internacional es la posibilidad de que la gripe aviar se transforme en una pandemia, ya que, al margen de su probabilidad, el impacto podría ser muy notable. El terrorismo, los desastres naturales, los riesgos relacionados con la salud y el de longevidad constituyen otros elementos de preocupación para los grandes aseguradores internacionales (gráfico 2.15). Algunos de estos riesgos afectan especialmente a las compañías *reaseguradoras*. En España, los riesgos catastróficos y los terroristas, entre otros, están cubiertos por el Consorcio de Compensación de Seguros.

... y los retos derivados de las NIIF y de Solvencia II.

Los *cambios normativos* (NIIF y Solvencia II) plantean también retos a las entidades. Las *NIIF*, que ya se utilizan en la elaboración de los estados financieros consolidados de las compañías con valores cotizados en algún mercado regulado de la UE, y que previsiblemente se trasla-

6. Un análisis más detallado puede verse en el Documento de Trabajo n.º 0622, «Morosidad de la deuda empresarial bancaria en España, 1992-2003», Banco de España, de S. Ruano y V. Salas. 7. En cada caso se utiliza la última información disponible en la fecha de elaboración de este Informe, proveniente, bien de los datos públicos de la DGSyFP, o bien de las estimaciones de ICEA (Investigación Cooperativa entre Entidades Aseguradoras y Fondos de Pensiones), asociación que representa en torno al 90% de las primas del sector.



FUENTES: Informes de varias aseguradoras internacionales y Banco de España.

darán al conjunto del sector, implican, por una parte, un considerable esfuerzo de adaptación de las entidades y, por otra, un cierto elemento de volatilidad adicional. *Solvencia II*, que previsiblemente entrará en vigor en la UE en 2010, plantea nuevos requerimientos de capital más ajustados al nivel de riesgo. Su impacto probable será una mejor gestión del riesgo y una mayor disciplina de mercado. Las aseguradoras deberán adaptarse al cambio, especialmente en lo relativo a la gestión de los riesgos.

Crecimiento de las primas...

Evaluar la capacidad de resistencia del sector ante la concreción de potenciales dificultades pasa por analizar cuál es la situación de su rentabilidad y solvencia. En el ramo vida se espera, de acuerdo con ICEA, un crecimiento de las *primas* para el ejercicio 2006 del 9,8%, mientras que en el ramo no vida el incremento esperado es del 6,5%, crecimientos que superan el 3,5% de inflación del sector seguros en 2006.

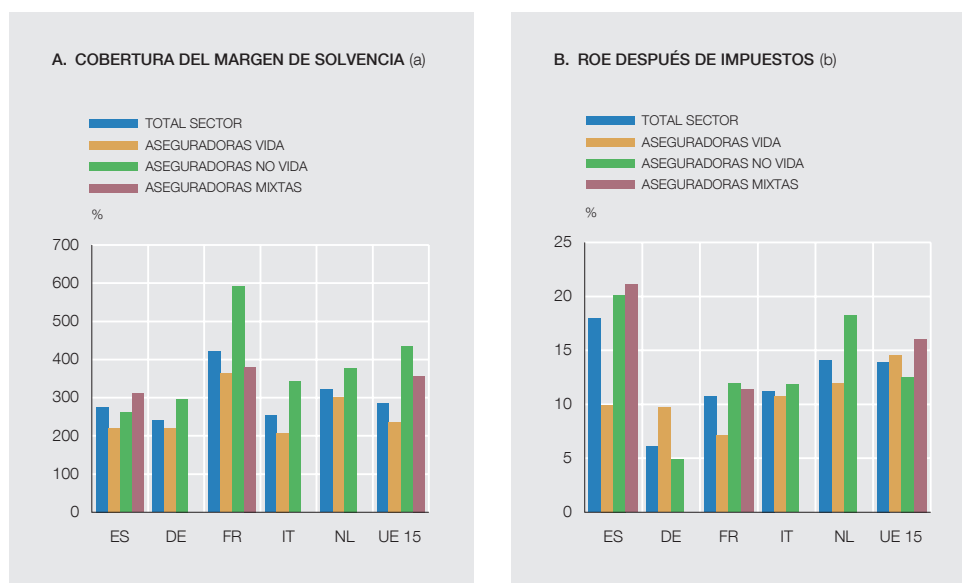
La favorable coyuntura económica, el crecimiento del seguro multirriesgo en el ramo no vida (vinculado al sector inmobiliario) y el seguro del automóvil ayudan a explicar la evolución de las primas. No obstante, el seguro del automóvil crece menos que otros años y que el parque automovilístico, lo que en buena medida refleja la fuerte competencia existente.

... y buena situación de solvencia...

La *cobertura del margen de solvencia* estimada para 2006, tanto en el ramo vida (181%) como en el no vida (398%), es elevada, si bien muestra una evolución divergente con respecto a 2005: reducción en el ramo vida (20 pp) y aumento en el no vida (30 pp). El *ROE* de las compañías de seguros españolas (en torno al 20% en 2006) muestra una evolución favorable en los últimos años y superior a la rentabilidad de la deuda pública española a largo plazo. La comparación internacional, con los últimos datos disponibles, muestra para las aseguradoras españolas vida unos márgenes de solvencia en torno a la media de la UE 15 y una rentabilidad algo inferior (gráficos 2.16.A y B). Las aseguradoras no vida y mixtas, en cambio, obtienen rentabilidades muy superiores a las del promedio europeo, mientras que sus márgenes de solvencia son algo inferiores, aunque crecientes en el tiempo.

... incluyendo a las aseguradoras dependientes de entidades de crédito.

En España, las *aseguradoras que dependen de bancos y cajas* representaban en diciembre de 2005 en torno al 35% de los activos totales del sector (50% en el ramo vida, 37% en las mixtas y 6% en las no vida). Una situación de dificultades en el sector asegurador podría afectar al bancario de forma directa. No obstante, el peso de las entidades aseguradoras en los grupos bancarios españoles es muy reducido, al tiempo que la situación de su rentabilidad y solvencia, a nivel agregado, está en línea con el conjunto del sector.



FUENTES: CEIOPS y Banco de España.

- a. El promedio de la UE 15 no incluye Grecia, por falta de información disponible.
b. El promedio de la UE 15 no incluye Grecia ni Reino Unido, por falta de información disponible.

2.2.2 OTROS PARTICIPANTES EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

Los datos del ejercicio 2006 muestran que el patrimonio de las *instituciones de inversión colectiva* (IIC) creció un 6,7%, siendo los fondos de inversión (que pesan un 78,5%) el colectivo menos dinámico (su patrimonio creció un 4,1%). El factor que ha explicado este incremento es la rentabilidad, especialmente la de los fondos de renta variable, en un contexto favorable de los mercados financieros internacionales. Por contra, los reembolsos crecieron más (26,2%) que las suscripciones (11,1%). Por su parte, los *fondos de pensiones* han crecido un 11,4%, sustentados en el comportamiento de las rentabilidades alcanzadas, ya que las aportaciones netas han permanecido prácticamente constantes (0,7%).

La reforma fiscal y la competencia con otros productos bancarios son retos abiertos para la inversión colectiva.

Algunas de las tendencias que han impulsado la inversión colectiva en España en los últimos años persisten, como el favorable clima económico, pero otras han tendido a mitigarse, como las ventajas fiscales ofrecidas por estos productos, ya que la reforma del IRPF equipara en mayor medida la fiscalidad de los distintos instrumentos. Además, en un contexto de mayores tipos de interés y de persistencia en el crecimiento de la actividad bancaria, la competencia de productos que pueden considerarse como alternativos (depósitos en entidades de crédito) es un elemento que ha de ser tenido en cuenta por el sector de la inversión colectiva. A los retos derivados de los desarrollos anteriores se unen los riesgos que se desprenden de la evolución de los mercados financieros, en los que persisten ciertos riesgos (capítulo 1).

Los hedge funds...

El nuevo Reglamento de IIC de noviembre de 2005 ha proporcionado nuevas oportunidades al sector de fondos de inversión, en particular al permitirse la creación en España de *hedge funds* (o fondos de inversión libre). Al margen de los riesgos de carácter global que implica la industria de los *hedge funds* (capítulo 1), el importe que se estima que están gestionado hasta la fecha estas instituciones es limitado, si bien se espera una mayor actividad de los denominados fondos de *hedge funds*, ya que es el vehículo por el que los pequeños inversores tendrán acceso a este mercado. En abril de 2007 se habían autorizado 7 *hedge funds* y 14 fondos de fondos.

... y el capital riesgo...

Por otra parte, el negocio de capital riesgo (*private equity*), y en particular las denominadas operaciones de *leverage buy out*, ha experimentado un fuerte desarrollo en Europa, incluida España, en los últimos años. Dicho desarrollo está relacionado, en buena medida, con la situación de holgada liquidez en los mercados y con la búsqueda de mayores rentabilidades por parte de los inversores.

... son segmentos de actividad en alza que exigen un seguimiento detallado.

Desde el punto de vista de la estabilidad financiera, la preocupación se sitúa en el elevado apalancamiento que caracteriza a este negocio y en el papel de las entidades de crédito como proveedoras de financiación. En este sentido, las entidades ofrecen un importante nivel de financiación en el momento en el que se realiza la operación, deuda que tratan de distribuir en el mercado secundario o mediante su sindicación con la mayor rapidez posible. El riesgo para la entidad no solo es que cometa errores en el proceso de evaluación del proyecto, sino que no pueda colocar la deuda en el mercado. No obstante, la información disponible indica que estos riesgos son todavía limitados dentro del conjunto de los que soporta el sector bancario europeo. Además, las entidades españolas no suelen entrar en el primer momento de la financiación y participan en tramos de deuda de elevada calidad crediticia.

3 Análisis de infraestructuras financieras

Como se ha señalado en anteriores IEF, la estabilidad del sistema financiero depende de la robustez de sus infraestructuras.

El inicio de la cobertura sistemática de aspectos relativos a la infraestructura operativa e institucional del sistema financiero español en el IEF plantea la conveniencia de encuadrar conceptualmente esta iniciativa. La solidez de los sistemas financieros y, por tanto, la capacidad de hacer frente a los riesgos sistémicos dependen de forma crucial de ciertos elementos institucionales y materiales en los que se basa su organización. El Foro de Estabilidad Financiera cataloga bajo el paraguas de infraestructuras de potencial alcance sistémico aspectos tales como el régimen de insolvencias, el régimen contable, el marco de gobernanza, el sistema de intervención y auditoría, la integridad de los mercados financieros, la funcionalidad de los mismos, y los sistemas de liquidación y compensación.

En este contexto, este capítulo del IEF tiene por objeto recoger las informaciones y valoraciones del estado de determinados aspectos relativos a infraestructuras con relevancia sistémica. Con este objeto, a continuación se plantean algunas reflexiones generales, sobre la relación entre infraestructuras de liquidación y compensación y estabilidad financiera, así como sobre la MiFID.

Sistemas de liquidación y compensación

Las transferencias de valor a través de los sistemas de pago en España suponen diariamente alrededor del 35% del PIB, lo que revela la importancia sistémica de los sistemas de liquidación y compensación. Además, su disfunción afectaría a una gran diversidad de transacciones: operaciones en bolsas y mercados de deuda, operaciones interbancarias, operaciones de pagos al por menor materializadas por medio de transferencias, domiciliaciones, cheques y tarjetas, entre otros.

La contención del riesgo de dislocación en el voluminoso circuito de valor...

La materialización más extrema del riesgo sistémico inherente a las infraestructuras de liquidación y compensación es la dislocación del circuito de valor que fluye a través de los mismos. El término dislocación hace referencia a una discontinuidad en el funcionamiento de la circulación de valor por una de dos razones: porque esta se paraliza, o porque, si no es ese el caso, lo es a costa de subvertir la satisfacción de otros estándares cruciales. El análisis de los sistemas de pago y compensación desde una perspectiva de estabilidad financiera se reduce, así, en su esencia más básica, a contener el riesgo de que la dependencia de un número reducido de proveedores de servicios de liquidación o el funcionamiento de unos incentivos inadecuados conduzcan a bloqueos en el circuito de valor o a situaciones de contagio, entendido este en un sentido amplio del término.

... motiva una vigilancia de los sistemas de pago y de liquidación de valores.

La Ley de Autonomía del Banco de España establece las competencias del Banco de España en materia de sistemas de pago, entre las que se cuenta, además de la capacidad para regular y gestionar sistemas de pago, la de vigilar que aquellos autorizados en España funcionan de manera segura. En este punto, conviene llamar la atención sobre dos hechos: las competencias de supervisión del Banco de España no alcanzan a los sistemas de liquidación de valores y las actuaciones de Banco de España en materia de sistemas de pago no se guían en exclusiva por criterios de estabilidad financiera.

Los principios internacionales a los que atiende la vigilancia son compatibles con distintos modelos de provisión de servicios de pago.

En cualquier caso, las actuaciones de Banco de España en el ámbito de los sistemas de pago se apoyan en el marco común de referencia que proveen los estándares internacionales generalmente aceptados. En esta materia, el Foro de Estabilidad Financiera reconoce un papel cardinal a los «Principios Básicos para los Sistemas de Pago de Importancia Sistémica», emitidos por el Comité de Liquidaciones de Pagos y Valores (CPSS, en su acrónimo inglés) de

Basilea. En el ámbito de la liquidación de valores, el estándar de referencia internacional bajo el que cabe enjuiciar la interacción entre liquidación de valores y de fondos está definido por las «Recomendaciones para los Sistemas de Liquidación de Valores», emitidos conjuntamente por CPSS e IOSCO.

En términos generales, estos estándares no constriñen las soluciones empresariales o técnicas a las que responde la provisión de servicios de liquidación. Es esta compatibilidad potencial de los estándares de riesgo con materializaciones alternativas de los sistemas la que, en última medida, permite que las autoridades en materia de sistemas de liquidación puedan aspirar a compatibilizar objetivos específicos de integración financiera, de estructura de mercado u otros, amén de salvaguardar la seguridad bajo la que los mismos operan.

De acuerdo con las consideraciones anteriores, no es extraño que la discusión de aspectos de infraestructura relativos a sistemas de liquidación y compensación exija establecer prioridades. En concreto, la distinción entre plataformas de pagos sistémicas y no sistémicas conduce a que la atención que se concederá en este Informe a las cuestiones relativas a sistemas de pago al por menor deba ser inferior a la referida a las de grandes pagos.

El objeto de interés desde la óptica de la estabilidad financiera son las implicaciones de los modelos en términos de riesgo y no tanto los modelos en sí.

Un planteamiento similar aconseja que la discusión de políticas de integración financiera y/o de estructura de mercado se articule en términos de su incidencia sobre los procedimientos e instituciones mediante los que se sustancian los principios CPSS. En la práctica, el grado de restricción que esto supone en relación con los contenidos específicos de estabilidad financiera será relativamente limitado, porque los grandes proyectos siempre entrañan sustanciales reformas y retos. Como ejemplo, cabe señalar la influencia del proceso de integración financiera europea en la formulación de los principios CPSS y CPSS-IOSCO y algunos retos que plantea en la actualidad el avance en la integración financiera que supone Target2.

En relación con el primer aspecto, debe recordarse que la perspectiva de la UME aceleró, durante los años noventa, el proceso de reforma de los sistemas de pago y su adecuación a las necesidades que imponían los crecientes flujos de capital. La realización de la UME exigía un mecanismo de pagos especialmente eficiente y seguro, que permitiese sustentar la política monetaria única y un flujo transfronterizo de capitales más intenso. La respuesta a estas necesidades la proporcionó Target, una red europea de sistemas de pago brutos en tiempo real que conseguía una integración parcial del espacio de grandes pagos europeos mediante una armonización de mínimos de los distintos subsistemas y un enlace entre los mismos. En este contexto de reforma de los sistemas de pago de buena parte de los países miembros del CPSS, resultaba inevitable que los principios destilados por ese Comité estuvieran fuertemente influenciados por los desarrollos en los países del área del euro.

La integración monetaria europea ha impulsado la liquidación bruta en tiempo real.

La protección frente al incumplimiento del mayor deudor del sistema, el objetivo central de riesgos en los criterios de Lamfalussy formulados a comienzos de los noventa, cedía así el paso a criterios de estabilidad mucho más exigentes y seguros. Una de las contrapartidas importantes a este mayor nivel de seguridad eran las superiores exigencias de liquidez que presentan los sistemas de liquidación bruta en tiempo real. En este sentido, Target resultaba especialmente oneroso dada la integración parcial a la que, desde un punto de vista regional, debió obedecer su diseño.

Target2 completará el proceso de integración...

En ese contexto, Target2 surge como solución de continuidad en el camino hacia un mayor nivel de integración de los sistemas de grandes pagos nacionales. Una vez comience a ope-

rar¹, este mayor nivel de integración se concretará en las siguientes especificaciones: armonización efectiva de los servicios prestados a los usuarios, consecución de economías de liquidez para las entidades que decidan gestionar conjuntamente su liquidez, mayores niveles de robustez y mantenimiento de relaciones descentralizadas de los bancos centrales nacionales con las entidades miembros del sistema. En consonancia con estos ambiciosos objetivos, la transformación en el perfil de los riesgos sistémicos que presenta Target2 resulta también considerable, como se explica a continuación.

... e introducirá economías de necesidades de liquidez mediante cuentas virtuales.

La consecución de economías de liquidez en Target2 ha exigido implantar las denominadas *cuentas virtuales*, las cuales permiten agrupar varias cuentas de liquidación de distintas entidades. El objeto de esta agregación es permitir que cada uno de los múltiples miembros de la cuenta virtual pueda hacer frente a pagos durante la sesión, hasta el importe disponible en el conjunto de las cuentas que integran la cuenta virtual. Esta economía de recursos que posibilita compartir un mismo saldo de liquidez se agota al finalizar la sesión, momento en el cual las distintas cuentas integrantes de la cuenta virtual deberán equilibrarse.

La compensación multilateral intradía a la que hace referencia el mecanismo de las cuentas virtuales constituye una novedad que pone a prueba las instituciones legales y operativas que deben asegurar los irrenunciables objetivos de estabilidad financiera. A estos efectos, resultan cruciales los mecanismos que contempla la transposición de la Directiva de garantías financieras, primero, al permitir la utilización de cuentas de efectivo como colateral y, segundo, al posibilitar que los acuerdos de compensación entre entidades participantes en una cuenta virtual sean robustos, en la medida en que la gestión de incidencias puede atenderse al contenido de los contratos, incluso si se dan situaciones de concurso público.

El perímetro de entidades que pueden agruparse en una cuenta virtual ha seguido, principalmente, los criterios de grupo consolidable contenidos en la norma IFRS 27². El Consejo de Gobierno del BCE reconoció en julio de 2006 que, además, las redes de cajas de ahorros y cooperativas también podrían agrupar su liquidez sujetas a ciertas condiciones.

El nivel de integración de Target2 plantea exigencias especiales en términos de riesgos operativos.

Por lo que respecta a la robustez del sistema, Target2 constituye un importante avance en relación con Target. Este avance es la contrapartida natural al mayor nivel de requerimientos que cabe exigir a un sistema totalmente integrado. La arquitectura técnica en la que se basa la solución de integración de Target2 ha concedido una atención prioritaria a la continuidad de la actividad en situaciones extremas.

Target2 explota los recursos aportados por los tres bancos centrales que auspiciaron esta iniciativa³, favoreciendo el control de riesgos y la robustez del sistema. Así, cada una de las tres regiones implicadas en la provisión de los servicios que ofrece Target2 cuenta con dos instalaciones separadas entre sí, aunque conectadas en modo síncrono, a fin de asegurar la reanudación de la actividad en caso de interrupción en uno de ellos. Las dos primeras zonas, gestionadas por los bancos centrales de Alemania e Italia, respectivamente, proveen funcionalidades de liquidación y contables de forma alternativa, de acuerdo con un programa periódico de turnos. En caso de un incidente que afectase a las dos instalaciones de una misma región, un procedimiento de copia asíncrona de la información permitirá a la segunda zona

1. Dejando de lado los períodos de transición, el inicio de Target2 está previsto para noviembre de 2007. 2. Dicho criterio no presume que los titulares de cuentas integrantes de la cuenta virtual las mantienen en distintos bancos centrales. 3. La consolidación de Target se planteó inicialmente como un proceso gradual, en el que, en cualquier caso, habría más armonización que en el sistema inicial. Sin embargo, la iniciativa de los bancos centrales de Alemania, Francia e Italia, unida a las demandas de la industria europea, acabaron precipitando una consolidación mucho más intensa.

reanudar los servicios rápidamente. La tercera zona (Banco de Francia) gestiona el sistema de relaciones con clientes y el almacenado de la información relevante. En conjunto, el concepto de gestión distribuida que se acaba de describir debe permitir acomodar situaciones extremas que pudieran afectar a la continuidad de la actividad. Además, el carácter conjunto de la iniciativa permitirá mantener a lo largo del tiempo la robustez del sistema, a pesar de la elevada magnitud de las inversiones en mantenimiento y mejora que precisan los grandes proyectos en tecnologías de la información.

Estabilizadores de mercado

Las turbulencias en los mercados financieros mundiales de finales de febrero han puesto de manifiesto la velocidad del contagio entre mercados y la importancia de mecanismos de estabilización de la volatilidad. Un interesante ejemplo de esta observación revela, además, lo crucial de la robustez de la infraestructura de los mercados a esos efectos. El 27 de febrero, al tiempo que tenía lugar un reajuste mundial en las cotizaciones bursátiles (capítulo 1), se materializó un cuello de botella en la capacidad de procesamiento de la información de precios de la compañía que elabora los índices Dow Jones durante un lapso de una hora. A consecuencia de la distorsión en la transparencia del mercado ocasionada por el mismo, la intensa corrección de las cotizaciones que ya se estaba produciendo se convirtió en una discontinuidad algo más abrupta de lo que de otro modo hubiera sido. En este contexto, la activación en la Bolsa de Nueva York de los llamados *trading collars* paralizó la actividad de arbitraje en el índice y, así, contribuyó a cierta estabilización del mercado.

Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). Sistemas de liquidación y compensación

La MiFID se enmarca en el conjunto de cambios normativos que potencian un mercado financiero único en la UE, permitiendo nuevos sistemas de negociación organizados...

La MiFID, que entra en vigor en noviembre de este año, ha de situarse en el marco de los grandes cambios normativos que introduce el Plan de Acción de Servicios Financieros (FSAP), cuyo objetivo final es conseguir un mercado financiero único en la Unión Europea.

Los beneficios derivados de una mayor integración de los mercados financieros, reconocidos desde hace años por los responsables de las políticas públicas de la UE, están relacionados con la consecución de unos mercados más eficientes, competitivos e innovadores, y, en definitiva, más capaces de contribuir a un mayor crecimiento económico.

Desde esta perspectiva tan ambiciosa, la MiFID propone una profunda reforma de la Directiva de Servicios de Inversión de 1993. Dicha reforma persigue dos objetivos básicos. Primero, y reconociendo la creciente complejidad y desarrollo de los servicios e instrumentos financieros, así como de los sistemas de negociación, abre la posibilidad a nuevos sistemas de negociación organizada, lo que incrementará la competencia. En la medida en que esto altera el principio de concentración de órdenes en los mercados, la MiFID exige a las entidades que garanticen a sus clientes la mejor ejecución posible de sus órdenes.

...y fomentando una mayor protección de los inversores.

Segundo, y relacionado con la mayor complejidad y sofisticación de los servicios financieros, la MiFID reconoce la necesidad de proteger en mayor medida a los inversores, lo que se traduce en un amplio conjunto de requisitos para los proveedores de servicios de inversión. Dichos requisitos están relacionados con su propia estructura interna, pero también con las normas de conducta que han de seguir. En relación con lo primero, se exigen el adecuado cumplimiento normativo y la correcta gestión de los riesgos y de los conflictos de interés, entre otros. En lo relativo a las normas de conducta, también la reforma es de calado, y se basa en la categorización de los clientes en minoristas o profesionales. A partir de ahí surge una serie de requisitos que, especialmente en el caso de los minoristas, exigen que se hayan evaluado los conocimientos de los inversores, al tiempo que analicen si el producto es adecuado para su perfil y sus objetivos.

La magnitud de los cambios exigirá esfuerzos de adaptación a los proveedores de servicios financieros

La magnitud de todos estos cambios, implícita en el proceso de gestación de la MiFID, aprobada en 2004 y desarrollada a través de dos disposiciones adicionales en 2006, implicará notables esfuerzos de adaptación para las entidades proveedoras de servicios de inversión, entre ellas las entidades de crédito. De hecho, una adaptación adecuada, capaz de aprovechar todo el potencial de esta norma, significa que los cambios fluyan en toda la organización. No obstante, conviene señalar que las entidades españolas no afrontan este reto partiendo de cero, sino que ya disponen de ciertas estructuras y procedimientos que, probablemente, puedan ser adaptados a las nuevas exigencias.

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

- 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.
- 0630 FRANCISCO ALONSO, ROBERTO BLANCO Y GONZALO RUBIO: Option-implied preferences adjustments, density forecasts, and the equity risk premium.
- 0631 JAVIER ANDRÉS, PABLO BURRIEL Y ÁNGEL ESTRADA: Bemod: A DSGE model for the Spanish economy and the rest of the euro area.
- 0632 JAMES COSTAIN Y MARCEL JANSEN: Employment fluctuations with downward wage rigidity: The role of moral hazard.
- 0633 RUBÉN SEGURA-CAYUELA: Inefficient policies, inefficient institutions and trade.
- 0634 RICARDO GIMENO Y JUAN M. NAVE: Genetic algorithm estimation of interest rate term structure.
- 0636 AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ: Using standstills to manage sovereign debt crises.
- 0637 ANTON NAKOV: Optimal and simple monetary policy rules with zero floor on the nominal interest rate.
- 0638 JOSÉ MANUEL CAMPA Y ÁNGEL GAVILÁN: Current accounts in the euro area: An intertemporal approach.
- 0639 FRANCISCO ALONSO, SANTIAGO FORTE Y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: Punto de quiebra implícito en la prima de *credit default swaps*. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0701 PRAVEEN KUJAL Y JUAN RUIZ: Cost effectiveness of R&D and strategic trade policy.
- 0702 MARÍA J. NIETO Y LARRY D. WALL: Preconditions for a successful implementation of supervisors' prompt corrective action: Is there a case for a banking standard in the EU?
- 0703 PHILIP VERMEULEN, DANIEL DIAS, MAARTEN DOSSCHE, ERWAN GAUTIER, IGNACIO HERNANDO, ROBERTO SABBATINI Y HARALD STAHL: Price setting in the euro area: Some stylised facts from individual producer price data.
- 0704 ROBERTO BLANCO Y FERNANDO RESTOY: Have real interest rates really fallen that much in Spain?
- 0705 OLYMPIA BOVER Y JUAN F. JIMENO: House prices and employment reallocation: International evidence.
- 0706 ENRIQUE ALBEROLA Y JOSÉ M.^a SERENA: Global financial integration, monetary policy and reserve accumulation. Assessing the limits in emerging economies.
- 0707 ÁNGEL LEÓN, JAVIER MENCÍA Y ENRIQUE SENTANA: Parametric properties of semi-nonparametric distributions, with applications to option valuation.
- 0708 DANIEL NAVIA Y ENRIQUE ALBEROLA: Equilibrium exchange rates in new EU members: external imbalances vs. real convergence.
- 0709 GABRIEL JIMÉNEZ Y JAVIER MENCÍA: Modelling the distribution of credit losses with observable and latent factors.
- 0710 JAVIER ANDRÉS, RAFAEL DOMÉNECH Y ANTONIO FATÁS: The stabilizing role of government size.
- 0711 ALFREDO MARTÍN-OLIVER, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Measurement of capital stock and input services of Spanish banks.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 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. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 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.
- 0608 JUAN AYUSO, ROBERTO BLANCO Y FERNANDO RESTOY: House prices and real interest rates in Spain.
- 0701 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Los principales rasgos y experiencias de la integración de la economía española en la UEM.
- 0702 ISABEL ARGIMÓN, FRANCISCO DE CASTRO Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Una simulación de los efectos de la reforma del IRPF sobre la carga impositiva.

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
---------------------------------------	---