

**INFORME DE ESTABILIDAD  
FINANCIERA**

**04/2008**

**BANCO DE ESPAÑA**  
Eurosisistema









**INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA ABRIL 2008**

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

© Banco de España, Madrid, 2008

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:	Basel Committee on Banking Supervision (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea)
BCE:	Banco Central Europeo
BIS:	Bank for International Settlements (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
CDO	<i>Collateralized Debt Obligation</i>
CDS:	<i>Credit Default Swaps</i>
CEIOPS:	Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (Comité Europeo de Supervisores de Seguros y Fondos de Pensiones)
CIR:	Central de Información de Riesgos del Banco de España
CLO:	<i>Collateralized Loan Obligation</i>
CNMV:	Comisión Nacional del Mercado de Valores
DGSyFP:	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
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:	International Accounting Standards
ICO:	Instituto de Crédito Oficial
IEF:	Informe de Estabilidad Financiera
IFRS:	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IIC:	Instituciones de Inversión Colectiva
INE:	Instituto Nacional de Estadística
ISFLSH:	Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
LGD:	Pérdida en caso de impago
m:	Millones
ME:	Margen de explotación
MEFF:	Mercado Español de Futuros y Opciones
MI:	Margen de intermediación
MiFID:	<i>Markets in Financial Instruments Directive</i> (Directiva relativa a mercados de instrumentos financieros)
mm:	Miles de millones
MO:	Margen ordinario
NIC:	Normas Internacionales de Contabilidad
NIIF:	Normas Internacionales de Información Financiera
OMC:	Organización Mundial del Comercio
pb:	Puntos básicos
PD:	<i>Probability of Default</i> (Probabilidad de Impago)
PER:	<i>Price Earnings Ratio</i>
PIB:	Producto Interior Bruto
pp:	Puntos porcentuales

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

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



# ÍNDICE

RESUMEN 11

1 RIESGOS  
MACROECONÓMICOS Y  
MERCADOS FINANCIEROS 15

2 ENTIDADES DE DEPÓSITO  
Y OTROS PARTICIPANTES  
EN LOS MERCADOS  
FINANCIEROS 21

**2.1 Entidades de depósito 21**  
2.1.1 Evolución de los riesgos bancarios 21  
2.1.2 Rentabilidad 39  
2.1.3 Solvencia 45  
**2.2 Otros participantes en los mercados financieros 49**  
2.2.1 Compañías de seguros 49  
2.2.2 Otros intermediarios financieros 51

3 INFRAESTRUCTURAS 53



## Resumen

La profundización de las turbulencias financieras que se iniciaron en el verano pasado, así como las menores perspectivas de crecimiento a nivel global, plantean un escenario más complejo para las entidades financieras, tanto españolas como extranjeras. No obstante, y como se pone de manifiesto a largo de este *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF), la situación a diciembre de 2007 de las entidades de depósito españolas permite afirmar que afrontan este período de mayor incertidumbre desde una posición de solidez. Además, las entidades españolas han evitado los productos complejos cuya valoración se ha revelado muy problemática, no han tenido posiciones fuera de los balances bancarios a través de determinados vehículos (*conduits* y SIV), mantienen riesgos muy limitados en las operaciones de adquisición apalancada de empresas (LBO) y no tienen exposiciones con *monolines* (compañías aseguradoras de bonos). En sentido contrario, la desaceleración del mercado inmobiliario plantea algunos retos adicionales para las entidades españolas.

Desde la publicación del último IEF, *las turbulencias financieras internacionales se han intensificado* y han acabado afectando a diferentes mercados e instituciones. Además de las tensiones en los mercados monetarios, que prosiguen, los mercados de crédito y de financiación han experimentado un incremento de las dificultades. Por su parte, las bolsas han registrado reducciones significativas en las cotizaciones y fuertes oscilaciones en las mismas, si bien no se han producido distorsiones significativas en el funcionamiento de este mercado, al contrario que en los de crédito. Estos desarrollos han impactado muy negativamente en algunos bancos internacionales con fuerte presencia en el negocio de banca de inversión, así como en otros participantes en los mercados financieros (*monolines* y *hedge funds*).

*Las previsiones de crecimiento de la economía mundial se han ido revisando paulatinamente a la baja* a medida que se acentuaban las turbulencias financieras. Además de los elementos de riesgo que se derivan de la propia evolución de los mercados financieros, persisten incertidumbres respecto a la magnitud de la desaceleración de la economía estadounidense, así como en relación con la corrección de los desequilibrios globales y las perspectivas inflacionistas. A pesar de que los riesgos a la baja son acusados, las economías desarrolladas cuentan con elementos de resistencia relevantes en la coyuntura actual, como son la solidez del sector empresarial y la mayor flexibilidad económica.

Los activos financieros en el exterior presentan un elevado grado de diversificación, al tiempo que su perfil de riesgo es muy reducido. Por lo tanto, los retos abiertos para las entidades españolas proceden, en buena parte, de la financiación a familias y empresas en España, y también se derivan de las dificultades que atraviesan los mercados financieros internacionales.

El *crédito* concedido por las entidades de depósito españolas ha experimentado un notable ritmo de crecimiento en 2007, que, no obstante, ha mantenido la tendencia de desaceleración ya observada en anteriores IEF. Dicha desaceleración está relacionada, en buena parte, con una reducción en el ritmo de avance del crédito a las actividades vinculadas al sector inmobiliario, tanto en vivienda como en promoción, en consonancia con el proceso de ajuste que registra este sector en España. Asimismo, parece constatarse una estrategia de mayor diversificación de las carteras crediticias, al tiempo que aumenta la financiación concedida a empresas distintas de construcción y promoción inmobiliaria.

Los activos dudosos han crecido a lo largo de 2007. Dicho incremento, debido en parte al aumento de los tipos de interés, ha de entenderse considerando varios factores. Por una parte, es una consecuencia natural del fuerte crecimiento del crédito en ejercicios anteriores, dado el lapso temporal que transcurre desde la concesión de un crédito hasta la aparición de los problemas de morosidad. Por otra, los niveles de partida de los activos dudosos son muy reducidos, lo que lógicamente también afecta a las tasas de variación. Asimismo, los niveles de cobertura de dudosos a través de provisiones son muy elevados, máxime cuando la comparación se establece a nivel internacional.

*Las ratios de dudosos, pese al ligero repunte en 2007, se sitúan en niveles reducidos. Es probable que a lo largo del presente año continúen aumentando, tanto por el crecimiento de los activos dudosos como por la desaceleración del crédito. Los datos relativos a la financiación concedida en los últimos años, tanto en hipotecas como en empresas, indican que el deterioro de la morosidad no se debe a políticas crediticias excesivamente relajadas desarrolladas por las entidades. Por otra parte, esos datos también confirman que la situación de España no es comparable con la que se observa en Estados Unidos. Esto es así no solo en relación con el segmento *subprime* (alto riesgo), inexistente en España, sino también cuando se comparan las hipotecas españolas con las de mayor calidad en Estados Unidos. Dichas diferencias se han mantenido a lo largo del tiempo; esto es, son de carácter estructural y no responden a la posición cíclica del mercado de la vivienda en ambos países.*

Las ratios de dudosos del segmento de promoción inmobiliaria, que han repuntado ligeramente, continúan en niveles muy reducidos. No obstante, existen algunos factores que hacen relevante analizar con detalle este sector: el fuerte crecimiento del crédito a estas empresas en años precedentes y la propia evolución del sector inmobiliario en España, inmerso en un proceso de ajuste. Para evaluar el impacto de un deterioro más pronunciado de lo esperado en la calidad crediticia del sector, se han realizado diversas pruebas de resistencia con hipótesis muy severas. Las entidades de depósito españolas, gracias a su nivel de provisiones, están en disposición de afrontar incrementos muy significativos de la morosidad del crédito a promotores.

Las entidades españolas estarán afectadas por las condiciones generales de los mercados financieros internacionales, que en la actualidad han registrado una notable contracción de la liquidez. El sistema bancario español no es ajeno a esta situación, si bien sus niveles de liquidez han resultado suficientes. Una parte de la explicación se debe a la adecuada estructura de *financiación* que han mantenido las entidades españolas en los últimos años, con un significativo peso de la financiación a plazos muy largos, a pesar de tener un mayor coste. En España, el modelo de banca predominante es minorista, lo que confiere a las entidades un mayor margen de maniobra para intensificar la captación de depósitos.

La banca española ha financiado una parte del crecimiento de su actividad apelando a los mercados mayoristas, lo que pone de manifiesto una política activa de diversificación de sus fuentes de financiación. Un recurso ampliamente utilizado ha sido la titulización de activos, que, en el caso español, presenta particularidades importantes. Así, las entidades no han empleado la titulización como un mecanismo de transferencia de riesgos, como tampoco han desarrollado el tipo de estructuras y productos complejos que están presentes en otros sistemas bancarios. Lo anterior queda reforzado por la elevada calidad de las carteras que han sido titulizadas.

En la actualidad, el encarecimiento de la financiación a través de titulizaciones y la retirada del mercado de buena parte de los inversores en estos productos han llevado a que las entidades

hayan seguido titulizando para retener los bonos y así, como motivo de precaución, disponer de colateral con que el obtener eventualmente liquidez del Eurosistema o de otros intermediarios financieros (*secured lending*). Los préstamos netos del Eurosistema suponen un peso muy reducido dentro del balance total de las entidades españolas (1,3%), situándose todavía por debajo del peso relativo de España en el Eurosistema. Por el contrario, las entidades de otros países obtienen fondos por encima de su tamaño relativo, sin que ello indique ningún problema ni para estas entidades ni para el Eurosistema en su conjunto. Conviene aclarar que estas operaciones forman parte del marco habitual en el que discurre la instrumentación de la política monetaria en el Eurosistema.

Asimismo, en las condiciones actuales de los mercados financieros internacionales, las entidades españolas han apelado en mayor medida a la financiación a corto plazo en los mercados mayoristas. Esto implica una necesidad de desarrollar una adecuada gestión de la liquidez, así como retomar la financiación a mayores plazos, a pesar de su mayor coste, una vez que dichos mercados se normalicen.

Las entidades españolas se sitúan en una buena posición de partida cuando se analizan su rentabilidad y su solvencia. Desde el punto de vista de la *rentabilidad*, los resultados del ejercicio 2007, a diferencia de lo observado para otros bancos internacionales, no se han visto afectados por la crisis del *subprime*. De este modo, el notable crecimiento del resultado se ha sustentado en la buena evolución de los principales márgenes operativos, así como en una mejora de la eficiencia.

Los niveles de *solvencia* se mantienen ampliamente por encima de los mínimos regulatorios, al tiempo que el capital y las reservas sobre el activo se sitúan en las entidades españolas por encima de los de la mayoría de las grandes entidades de otros países de nuestro entorno. Es más, la solidez de las entidades españolas queda de manifiesto en los ejercicios de estrés realizados, que, a pesar de considerar escenarios macroeconómicos adversos, continúan mostrando una notable capacidad de resistencia.

Las turbulencias financieras no solo están complicando el entorno operativo del sector bancario, sino que *otros participantes en los mercados* (compañías de seguros, fondos de pensiones y de inversión) también se enfrentan a un contexto más complejo. No obstante, en España, la exposición de estos intermediarios al *subprime* también es muy marginal.

Hasta la fecha, las turbulencias han afectado a los mercados financieros, pero no a las infraestructuras que los soportan. No obstante, los supervisores y los reguladores siguen trabajando para potenciar su correcto funcionamiento, así como para adecuar y mejorar las regulaciones que afectan a los participantes en los mercados.



## 1 Riesgos macroeconómicos y mercados financieros

*Persisten y se agravan las turbulencias financieras internacionales en un contexto de menor dinamismo de la economía mundial.*

Desde el último IEF, el *entorno financiero internacional* se ha caracterizado por la persistencia y la profundización de las turbulencias que se iniciaron en el verano de 2007. Las tensiones se han agudizado en los mercados de crédito y en los mercados de financiación a corto plazo ligados a activos titulizados (ABCP) y persisten en los monetarios. Además, también se han trasladado a nuevos segmentos (*hedge funds*) y otras estructuras apalancadas<sup>1</sup>. Por su parte, algunos bancos con exposición a productos estructurados vinculados a la transmisión del riesgo de crédito han registrado fuertes pérdidas, que, en ocasiones, han requerido de ampliaciones de capital, en buena parte financiadas por fondos soberanos de economías emergentes. Las turbulencias también han tenido un fuerte impacto sobre otros agentes financieros, como las agencias aseguradoras de bonos (*monolines*), que enfrentan riesgos de modificaciones a la baja en su calificación crediticia, que, de materializarse, supondrían un revés adicional a la negociación de los productos financieros que aseguran. Todo ello se ha producido en un contexto de menor dinamismo en la economía mundial, como consecuencia, en parte, de unas condiciones de financiación más estrictas, y de revisión generalizada a la baja de las expectativas de crecimiento, lo que a su vez añade dificultades para la resolución de las turbulencias en el sistema financiero.

*Los factores subyacentes al desencadenamiento de las turbulencias han empeorado.*

Los factores subyacentes al desencadenamiento de las turbulencias financieras han empeorado. Así, en Estados Unidos las tasas de morosidad de los préstamos hipotecarios de alto riesgo han aumentado significativamente y el mercado de la vivienda prosigue su ajuste, tanto en términos de actividad como de precios. Además, la falta de confianza en los productos estructurados se ha acentuado, en parte por los problemas de valoración de estos instrumentos, complejos en su diseño y de escasa transparencia.

En los mercados de crédito los índices de riesgo han aumentado fuertemente, hasta alcanzar los niveles máximos desde el comienzo de las turbulencias, y se han elevado también los diferenciales de la renta fija corporativa, particularmente en el sector financiero. Además, la persistencia de las turbulencias ha supuesto que, desde principios de 2008, las tensiones se manifestaran tanto en los tramos de baja calificación crediticia como en los de alta (véase gráfico 1.1.A).

*Los bancos centrales reaccionan para aliviar las tensiones en los mercados monetarios.*

Por su parte, las tensiones en los mercados interbancarios no se han disipado, ya que persiste una cierta desconfianza entre las entidades, lo que supone una prima de riesgo de contraparte elevada (véase gráfico 1.1.B). Los principales bancos centrales han reaccionado ante estas tensiones, desde su aparición en agosto de 2007, adoptando múltiples medidas, entre las que destacan una gestión más activa de la liquidez en los mercados interbancarios y un incremento en la proporción de fondos suministrados en operaciones de refinanciación a largo plazo. Además, algunos bancos centrales, como la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra, expandieron el colateral admitido en las operaciones de liquidez y ampliaron el número de contrapartidas admitidas. También es notoria la cooperación internacional entre los principales bancos centrales, que se materializó en el establecimiento de líneas de *swaps* de divisas entre la Reserva Federal, el BCE y el Banco de Suiza. En marzo, ante el agravamiento de las tensiones de liquidez, los principales bancos centrales anunciaron medidas adicionales, que supusieron, en el caso de la Reserva Federal, el establecimiento de un nuevo instrumento (*term securities lending facility*), mediante el cual incrementará el volumen, la duración y el colateral

1. El recuadro 1.1 explica someramente estos y otros términos.

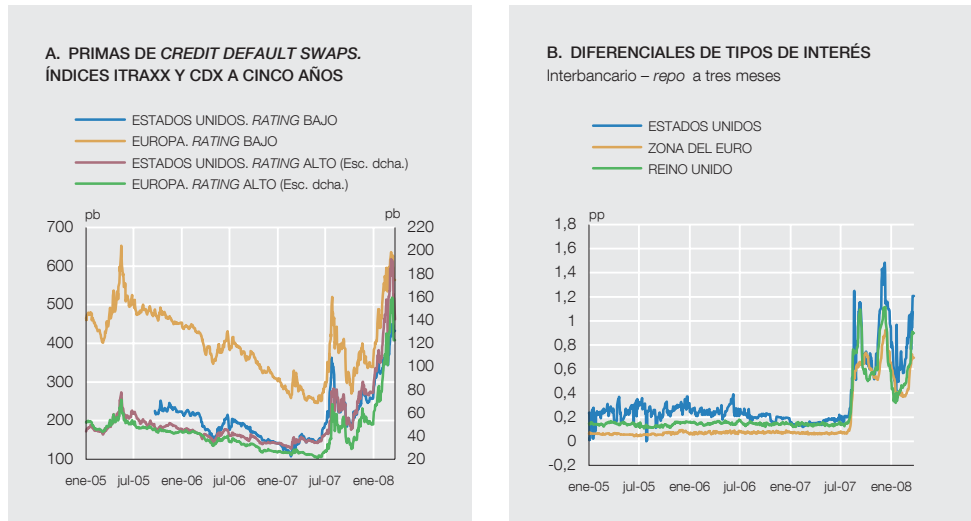
Hipotecas <i>subprime</i>	Hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos concedidas a hogares que se caracterizan por tener un historial crediticio con impagos, así como baja o nula capacidad para financiar una parte de la compra de la vivienda y bajos (e inestables) ingresos en relación con el importe de la deuda asumida.
<i>Conduits</i> y <i>Special Investment Vehicles</i> (SIV)	Entidades que se financian mediante emisiones de pagarés a corto plazo (ABCP) y que invierten en activos (bonos de titulización, CDO, etc.) a largo plazo. A diferencia de los SIV, los <i>conduits</i> suelen disponer de líneas de liquidez con los bancos que los promueven. Estas entidades instrumentales llevaban a cabo una actividad muy parecida a la bancaria (financiación a corto e inversión a largo) sin disponer ni de los recursos propios, ni del acceso a la liquidez de un banco central, ni de la supervisión adecuada.
<i>Leveraged buy-out</i> (LBO)	Operaciones de adquisición de empresas mediante financiación externa en las que se eleva sustancialmente el endeudamiento de la compañía adquirida. Estas actividades se enmarcan dentro de la operativa de <i>private equity</i> , en la que un grupo de inversores compra una empresa con el objetivo de reestructurarla, hacerla más rentable y posteriormente venderla.
<i>Pipeline risk</i>	Posibilidad de que el originador de una determinada operación (por ejemplo, de un LBO), una vez que ha asumido la deuda, y debido a cambios en las condiciones de los mercados, no pueda sindicarla o colocarla entre otros inversores.
<i>Asset-Backed Securities</i> (ABS)	Bonos que surgen en el proceso de la titulización de activos. Si la titulización es de préstamos hipotecarios, los bonos se denominan RMBS ( <i>Residential Mortgage Backed Securities</i> ).
<i>Asset-Backed Commercial Paper</i> (ABCP)	Titulizaciones financiadas mediante la emisión de papel comercial a corto plazo. Dado que continuamente se emiten y amortizan elevados volúmenes de papel comercial, el riesgo de liquidez es muy alto.
<i>Collateralised Debt Obligations</i> (CDO)	Estructura de titulización en la que la cartera objeto de la misma es poco granular, al tiempo que los activos que la componen son heterogéneos. Se diferencian <i>Collateralized Loan Obligations</i> (CLO), cuando se titulan préstamos (financiación empresarial, LBO, etc.) y <i>Collateralized Bond Obligations</i> (CBO), cuando se titulan bonos corporativos o de alto riesgo ( <i>high yield</i> o <i>junk bonds</i> ), entre otros.
CDO de ABS	CDO en el que en la cartera titulizada se incorporan bonos que provienen de otras titulizaciones (ABS).
CDO <i>square</i>	CDO en el que en la cartera titulizada se incorporan otros CDO.
Titulizaciones sintéticas	Estructuras de titulización a través de las que se transfiere riesgo de crédito, empleando para tal objetivo un derivado de crédito (típicamente, un CDS).
<i>Credit Default Swap</i> (CDS)	Derivado de crédito en el que el vendedor de protección, a cambio de una prima, se compromete a realizar un pago al comprador de protección, en caso de que se produzca un determinado evento de crédito (por ejemplo, el impago de un bono, o un cambio en su calificación crediticia).
<i>Monolines</i>	Empresas aseguradoras autorizadas a ofrecer mejoras crediticias en ciertas emisiones de bonos. Iniciaron su actividad en el ámbito de las emisiones de bonos municipales en Estados Unidos, pero en los últimos años y de forma creciente han asegurado emisiones de bonos de titulización, CDO, etc. Su éxito depende de disponer de una elevada calificación crediticia.
<i>Derivative Product Companies</i> (DPC)	Empresas que venden protección frente al riesgo de crédito utilizando derivados (típicamente, CDS). En cierta forma son similares a los <i>monolines</i> , si bien asumen el riesgo a través de derivados

admitido para el suministro de liquidez. También se anunció una ampliación del volumen de las líneas de *swaps* mencionadas anteriormente.

*Las tensiones se han extendido a otros mercados.*

El impacto de las turbulencias sobre el resto de mercados financieros ha sido apreciable, registrándose flujos hacia la calidad que, entre otros aspectos, han contribuido a la reducción de los tipos de interés a corto y medio plazo de los títulos de deuda pública. Además, su repercusión se ha ampliado a nuevos segmentos que hasta entonces habían mostrado cierta resistencia, como las bolsas y los bonos municipales en Estados Unidos, en este último caso como consecuencia de las dificultades de los *monolines*. Así, a partir de enero de 2008, se registraron fuertes oscilaciones en las cotizaciones bursátiles y pérdidas significativas, en gran parte resultado de la revisión (a la baja) en las expectativas de crecimiento y de los mayores





FUENTES: Datastream y Bloomberg.

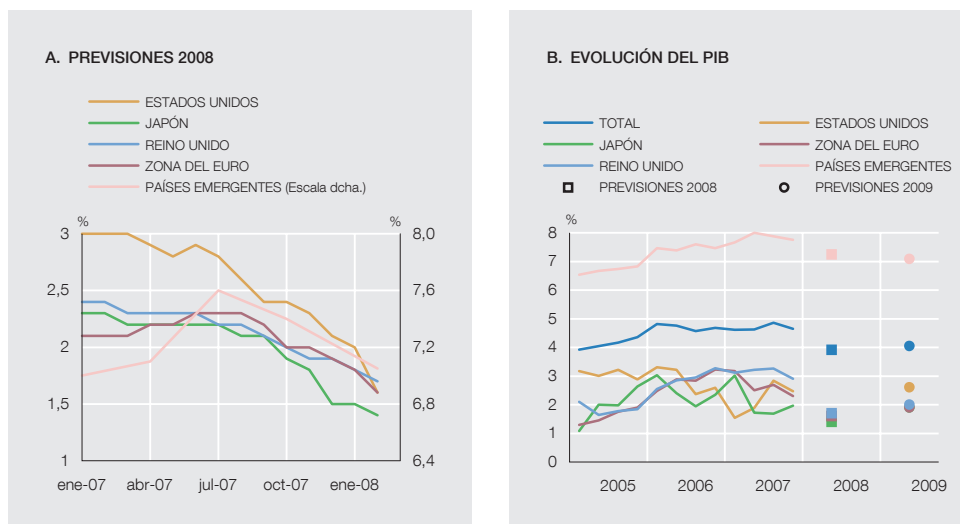
riesgos asociados al mantenimiento del ritmo de actividad. Los mercados emergentes también se vieron afectados, tanto las bolsas como la deuda, si bien los diferenciales de la deuda soberana se mantienen relativamente contenidos y han reaccionado con notable vigor en los períodos en los que se han registrado mejoras en los mercados desarrollados.

*La Reserva Federal reduce los tipos de interés. El dólar se deprecia y aumenta la pendiente de la curva de rendimientos por plazos.*

La Reserva Federal prosiguió la trayectoria, iniciada en agosto de 2007, de reducciones en los tipos de interés oficiales, que se aceleraron a medida que las perspectivas de crecimiento en este país se deterioraban. Así, en enero de 2008, redujo, en dos ocasiones, los tipos de interés por un total de 125 pb, y otros 75 pb en marzo. De este modo, el objetivo de los fondos federales se ha situado en el 2,25%, frente al 5,25% en julio de 2007. Ello ha contribuido a una depreciación notable y generalizada del dólar, que, frente al euro, se ha situado en mínimos históricos, a la vez que a una mayor pendiente en la curva de rendimientos por plazos de la deuda, en la medida en que el descenso de los tipos de interés a largo plazo ha sido sensiblemente menor que el de los tipos a corto. El Banco de Inglaterra también redujo el tipo oficial 25 pb adicionales, hasta situarlo en el 5,25%.

*Las previsiones de crecimiento mundial se han ido revisando progresivamente a la baja, especialmente en Estados Unidos.*

Las previsiones de crecimiento mundial se han ido revisando progresivamente a la baja a medida que se acentuaban las turbulencias financieras (véanse gráficos 1.2.A y 1.2.B), aunque el escenario central de la mayoría de los analistas solo incorpora parcialmente el deterioro de las condiciones financieras globales, descartando la posibilidad de una restricción severa, prolongada y generalizada del crédito, que es el riesgo de mayor magnitud al que se enfrenta la economía global. Conforme al consenso de previsiones, la desaceleración sería más acusada en las economías desarrolladas, en particular en Estados Unidos, mientras que las economías emergentes mantendrían ritmos de actividad relativamente elevados, lo cual es un factor favorable en un entorno global particularmente complicado. Asimismo, la solidez financiera de las empresas en el sector real y la mayor flexibilidad de las economías son elementos positivos relevantes en la coyuntura actual. En cualquier caso, la incertidumbre que rodea a la persistencia de las turbulencias financieras y su impacto sobre la economía real implica que los riesgos a la baja son acusados. En el área del euro, la información provisional de Eurostat muestra que, durante los tres últimos meses de 2007, el PIB se desaceleró, reduciéndose su ritmo de avance al 2,3% en términos interanuales, 0,4 pp menos que en el tercer trimestre (véase gráfico 1.3.A). Las últimas proyecciones macroeconómicas elaboradas por el



FUENTES: Datastream y Consensus Forecast.

BCE apuntan a que en 2008 la tasa de crecimiento del PIB de la UEM continuará reduciéndose, situándose en el conjunto del año entre el 1,3% y el 2,1%.

*Existen riesgos a la baja sobre el crecimiento económico mundial.*

Otro riesgo importante, que se deriva en parte de las turbulencias financieras y que podría interactuar con ellas, es la posibilidad de que la caída de la actividad en Estados Unidos se contagie a las economías del resto del mundo, así como que se produzca una corrección abrupta y desordenada de los desequilibrios globales. A este elemento de incertidumbre se añade la evolución del precio del petróleo (en máximos históricos) y de las materias primas, y los incrementos en los precios de los alimentos, en cuanto que podrían tener efectos adversos sobre la inflación. De hecho, las presiones inflacionistas observadas en la última parte del año, y la posibilidad de que estas se consoliden en las expectativas sobre la evolución de los precios a medio plazo, constituyen otro riesgo significativo, al limitar el margen de actuación de las políticas monetarias.

*A pesar del contexto menos favorable, la economía española continuó creciendo a tasas elevadas, aunque con un perfil de desaceleración.*

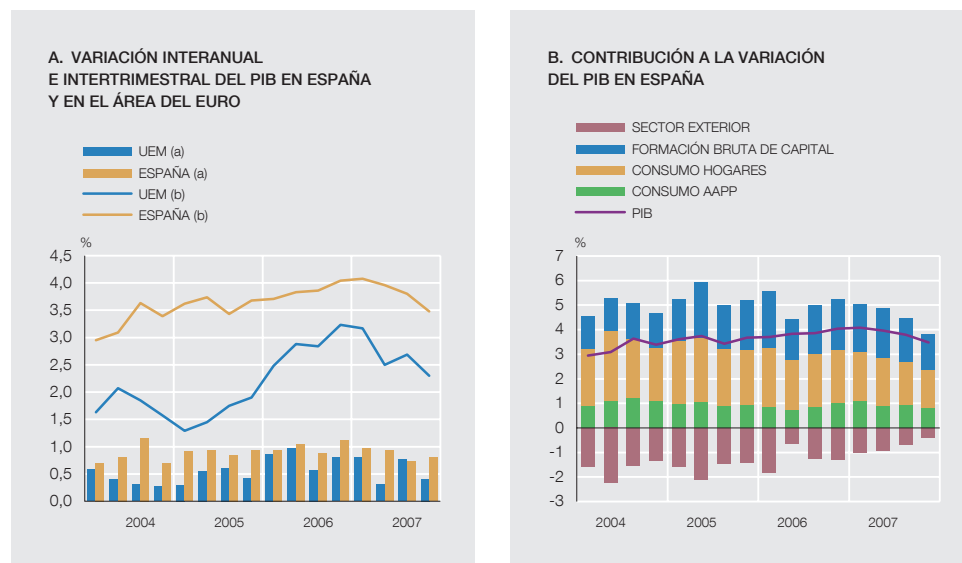
En el caso de la *economía española*, a pesar del contexto macroeconómico exterior menos favorable y de las turbulencias financieras, el PIB mantuvo un elevado dinamismo durante el segundo semestre de 2007, aunque prosiguió la tendencia de moderada desaceleración que se observó a lo largo del ejercicio. Así, durante el cuarto trimestre, el PIB registró una tasa de crecimiento interanual del 3,5%, tres décimas menor que la observada tres meses antes y 1,2 pp por encima del dato de la UEM (véase gráfico 1.3.A).

*La evolución del PIB fue más equilibrada, desarrollo que vino acompañado de un menor dinamismo en la creación de empleo.*

Por componentes, la evolución del PIB en España durante el segundo semestre de 2007 fue el resultado de una reducción en la expansión de la demanda interna, tanto del consumo como de la formación bruta de capital fijo, que no fue totalmente compensada con la mejora en la aportación neta negativa del sector exterior (véase gráfico 1.3.B). La tasa de crecimiento del empleo se situó en el 3% en media del año, aunque en el último trimestre se observó un ligero repunte en la tasa de paro, cerrando 2007 en el 8,6%.

*Las condiciones de financiación del sector privado se han endurecido moderadamente...*

Las turbulencias financieras se han traducido en un endurecimiento moderado de los criterios de concesión de crédito, pero no han supuesto hasta el momento un aumento significativo en los costes de financiación de las sociedades y las familias, más allá de lo que se deriva del propio repunte de los tipos de interés interbancarios. En todo caso, estas últimas rentabilidades han descendido en la parte transcurrida de 2008.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat y Banco de España.

a. Tasas intertrimestrales.  
b. Tasas interanuales.

... contribuyendo a reducir el ritmo de avance del endeudamiento, al tiempo que el precio de la vivienda continuó desacelerándose gradualmente.

Las proyecciones macroeconómicas del Banco de España apuntan a una desaceleración del PIB algo más pronunciada en los próximos trimestres.

En este contexto, durante los últimos meses ha continuado moderándose el ritmo de avance de las ratios de endeudamiento de las familias y las sociedades. En el mercado de la vivienda ha proseguido el proceso de moderación gradual de precios, cuya tasa de crecimiento interanual se situó en diciembre de 2007 en el 4,8%, más de 4 pp menos que a finales de 2006.

En definitiva, la economía española cerró el pasado ejercicio con una expansión robusta del PIB, aunque dentro de una tendencia de desaceleración gradual. Las proyecciones macroeconómicas del Banco de España apuntan a que durante los próximos trimestres se mantendrá el dinamismo económico, aunque la ralentización de la actividad será algo más pronunciada. En todo caso, estas proyecciones están sujetas a un margen de incertidumbre considerablemente mayor que en el pasado, como consecuencia de las dificultades de anticipar el alcance de algunos fenómenos como, especialmente, el impacto de las turbulencias financieras<sup>2</sup>.

2. Para más detalles, véase «Informe de proyecciones de la economía española», *Boletín Económico*, de marzo de 2008, del Banco de España.



## 2 Entidades de depósito y otros participantes en los mercados financieros

### 2.1 Entidades de depósito

#### 2.1.1 EVOLUCIÓN DE LOS RIESGOS BANCARIOS

*El ritmo de avance de la actividad en 2007 es elevado, si bien se desacelera.*

*Los activos dudosos crecen con intensidad, pero las ratios de morosidad siguen en niveles muy reducidos y las coberturas son elevadas.*

*Las entidades han aumentado la financiación del Eurosistema, pero su peso en el balance es muy reducido...*

Los *balances consolidados* de las entidades de depósito españolas (véase cuadro 2.1) reflejan un elevado ritmo de actividad en el año 2007, al crecer el activo un 14,7%. Los negocios en España, a pesar de registrar una leve desaceleración del activo respecto a 2006 (1,7 pp), crecen con más intensidad que los del extranjero (15,8% los primeros, frente a 10,7% los segundos).

El crecimiento del *activo* total se explica, en buena parte, por el incremento de la financiación concedida al sector privado (crédito y renta fija), que aumenta un 16% en 2007. No obstante, el crédito al sector privado, siguiendo una tendencia ya observada en el anterior IEF, se desacelera con respecto a 2006, pasando de un crecimiento en el entorno del 25% a otro cercano al 16%. Esta desaceleración se concentra en los negocios en España, especialmente en el crédito con garantía real.

Por su parte, los activos dudosos de los negocios totales crecen con más intensidad que en 2006 (44,6%), tanto en los negocios en España como en los totales. El mayor crecimiento de los activos dudosos se explica en buena medida por el fuerte aumento del crédito en pasados ejercicios, así como por la evolución de los tipos de interés en el área del euro. No obstante, la tasa de variación de los activos dudosos ha de valorarse teniendo en cuenta sus reducidos niveles de partida, que se traducen en una ratio de dudosos<sup>1</sup> para los negocios totales a nivel consolidado del 0,78%, solo 17 pb por encima de la registrada en 2006. En todo caso, los fondos de insolvencias cubren ampliamente el volumen de activos dudosos.

La desaceleración del crédito a la que se ha hecho referencia se ha visto compensada en parte por el crecimiento de la renta fija, que en 2006 había descendido en importe absoluto. Asimismo, las participaciones contribuyen al incremento de los activos totales, y su notable crecimiento, relacionado con las adquisiciones realizadas por algunas entidades a lo largo de 2007, se traduce en un incremento de su peso en los balances bancarios (hasta el 1,6%).

Finalmente, entre las partidas más expansivas del activo, destaca la de bancos centrales. También desde el punto de vista del *pasivo* se trata de un epígrafe que registra un notable incremento, lo que refleja la apelación que han realizado las entidades españolas a la liquidez del Eurosistema. Las turbulencias en los mercados financieros han llevado a un cambio en la distribución de la liquidez en el conjunto del Eurosistema por países y por entidades. Así, las entidades españolas han incrementado la liquidez que reciben del Eurosistema, aumentando el préstamo neto (diferencia entre los fondos recibidos en operaciones de inyección de liquidez y los entregados en operaciones de drenaje) en diciembre del pasado ejercicio hasta los 44.038 millones de euros, lo que, no obstante, supone un peso muy reducido sobre el balance total (solo un 1,3% en diciembre de 2007). Es más, como se analiza con detalle a lo largo de este IEF, la liquidez obtenida del Eurosistema por las entidades españolas, a diferencia de lo que se observa en las de otros países, está todavía por debajo del peso relativo en términos del PIB de España en el conjunto del PIB del Eurosistema.

También como consecuencia de las turbulencias financieras, la financiación a través de valores negociables crece con menos intensidad que en 2006, si bien lo hace a un ritmo de 19,6%,

<sup>1</sup> En el IEF se emplea el concepto de moroso como sinónimo del de dudoso, pese a que, técnicamente, los dudosos incluyen otros activos además de los que se encuentran en mora.

## BALANCE CONSOLIDADO

CUADRO 2.1

Entidades de depósito

ACTIVO	DIC-07	VAR. DIC-07/ DIC-06	PESO RELATIVO DIC-06	PESO RELATIVO DIC-07
	(m€)	(%)	(%)	(%)
Caja y bancos centrales	88.587	80,0	1,7	2,7
Depósitos en entidades de crédito	249.345	2,0	8,5	7,5
Crédito a las Administraciones Públicas	49.806	-1,4	1,7	1,5
Crédito al sector privado	2.210.957	15,5	66,2	66,7
Valores de renta fija	355.643	9,1	11,3	10,7
Otros instrumentos de capital	105.497	2,4	3,6	3,2
Participaciones	54.388	96,0	1,0	1,6
Derivados	92.079	27,0	2,5	2,8
Activo material	35.984	-1,1	1,3	1,1
Otros (a)	73.834	7,7	2,4	2,2
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>3.316.120</b>	<b>14,7</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>PRO MEMORIA</b>				
Financiación al sector privado	2.323.964	16,0	69,2	70,1
Financiación a las Administraciones Públicas	204.298	0,4	7,0	6,2
Activos dudosos totales	22.241	44,6	0,5	0,7
Ratio de morosidad total	0,78	17,0 (c)	-	-
Provisiones para insolvencias y riesgo-país	42.029	17,6	1,2	1,3
<b>PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>				
	DIC-07	VAR. DIC-07/ DIC-06	PESO RELATIVO DIC-06	PESO RELATIVO DIC-07
	(m€)	(%)	(%)	(%)
Depósitos de bancos centrales	91.973	111,9	1,5	2,8
Depósitos de entidades de crédito	468.087	6,1	15,3	14,1
Depósitos de las Administraciones Públicas	89.432	15,3	2,7	2,7
Depósitos del sector privado	1.468.944	13,0	44,9	44,3
Valores negociables	659.235	19,6	19,1	19,9
Derivados	105.909	33,8	2,7	3,2
Financiación subordinada	80.645	13,5	2,5	2,4
Provisiones	33.679	-8,6	1,3	1,0
Otros (a)	109.895	-7,0	4,1	3,3
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>3.107.799</b>	<b>14,3</b>	<b>94,0</b>	<b>93,7</b>
<b>PRO MEMORIA</b>				
Préstamo neto del Eurosistema (b)	44.086	108,1	0,7	1,3
Intereses minoritarios	10.860	92,6	0,2	0,3
Ajustes por valoración del patrimonio neto	16.940	-24,6	0,8	0,5
Fondos propios	180.521	23,7	5,0	5,4
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>208.321</b>	<b>19,7</b>	<b>6,0</b>	<b>6,3</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>	<b>3.316.120</b>	<b>14,7</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

FUENTE: Banco de España.

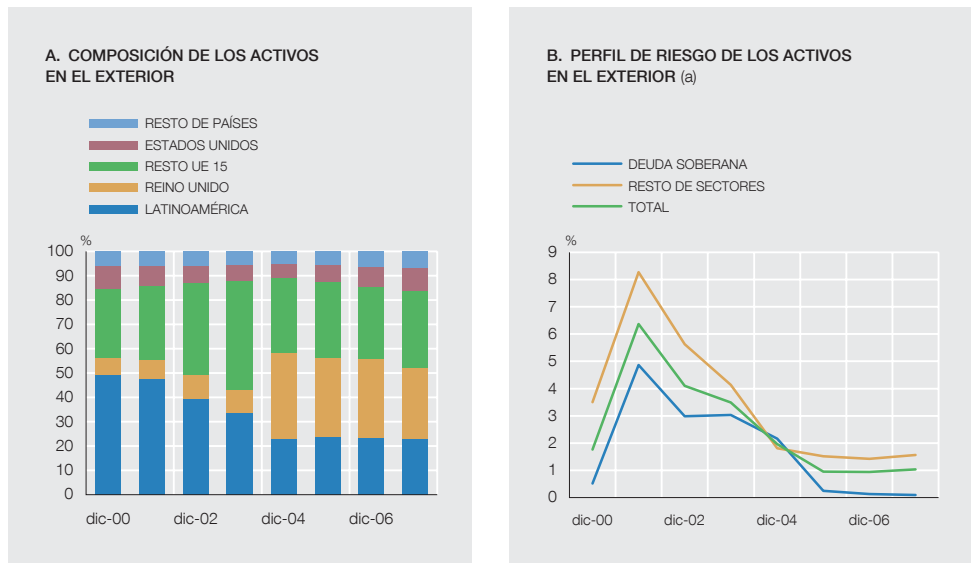
- a. En el epígrafe «Otros» se incluye el resto de partidas de activo y de pasivo no consideradas explícitamente, incluidos los ajustes de valoración.  
b. Diferencia entre los fondos recibidos en operaciones de inyección de liquidez y los entregados en operaciones de drenaje.  
c. Diferencia calculada en puntos básicos.

reflejo de que las entidades españolas han seguido emitiendo títulos. Así, la financiación subordinada crece el 13,5%, incremento similar al registrado en el pasado ejercicio (14,5%).

... al tiempo que los depósitos se estabilizan sobre el activo total, tras las reducciones de años anteriores.

Los depósitos del sector privado, por primera vez en los últimos años, mantienen prácticamente inalterado su peso en el balance con respecto al período anterior (44,3%), al crecer a un ritmo del 13%, similar al de 2006. El modelo de negocio desarrollado por la banca española, basado en la operativa minorista, con una amplia red de oficinas, un estrecho contacto con la clientela y

Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

a. Media ponderada de las probabilidades de impago. Una descripción del cálculo del perfil del riesgo puede encontrarse en *Estabilidad Financiera*, n.º 7, de noviembre de 2004.

un elevado porcentaje en la gestión de fondos de inversión, hace pensar que, si las turbulencias persisten, las entidades dispondrán de capacidad para obtener más financiación vía depósitos. Ello, unido a la desaceleración de la demanda de crédito, contribuirá a aliviar las necesidades de financiación en los mercados mayoristas mientras estos mantengan las condiciones actuales.

A lo largo de 2007, las entidades de depósito españolas incrementaron los fondos propios contables (a una tasa del 23,7%) con más intensidad que en 2006, aumentando así su peso relativo en el balance (desde el 5% hasta el 5,4%).

*No se aprecian riesgos significativos en los activos financieros en el exterior.*

El crecimiento más intenso de los negocios en España frente a los desarrollados en el extranjero hace que el peso relativo de estos se reduzca ligeramente, hasta el 21% del activo total. A lo largo de los últimos años, las entidades españolas han diversificado su actividad en el extranjero, reduciendo su exposición en países emergentes, en particular en Latinoamérica, para incrementar su presencia en Europa y, más recientemente, en Estados Unidos (véase gráfico 2.1.A). El perfil de riesgo de los activos en el exterior continúa siendo muy reducido (véase gráfico 2.1.B).

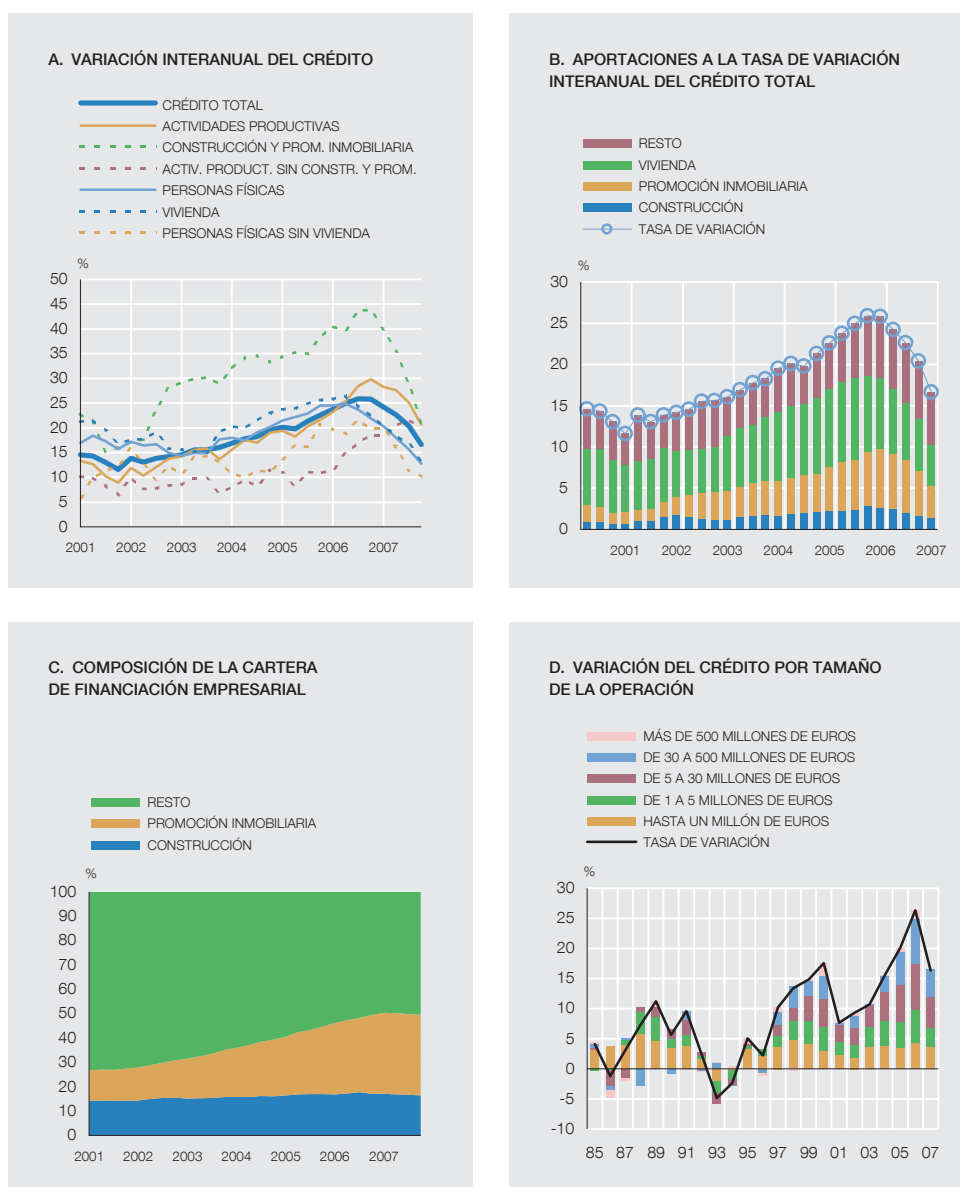
*La desaceleración del crédito es fruto de un proceso de ajuste gradual...*

El crédito al sector privado residente en España ha continuado desacelerándose en la segunda mitad de 2007 (del 22,6% en junio al 16,6% en diciembre; véase gráfico 2.2.A), situación que ya venía observándose en la primera mitad del año (25,8% en diciembre de 2006). Así, la desaceleración se ha producido de forma paulatina, lo que pone de manifiesto que se trata de un proceso de ajuste progresivo hacia una situación menos expansiva que la experimentada en años anteriores, en los que se registraron tasas de crecimiento del crédito muy elevadas. No obstante, los datos de diciembre de 2007 reflejan un crecimiento del crédito a un ritmo apreciable.

*... especialmente concentrado en aquel con garantía hipotecaria.*

El menor ritmo de crecimiento del crédito se concentra especialmente en el concedido con garantía hipotecaria (desde el 25% en diciembre de 2006 al 15% en ese mismo mes de 2007). Lo anterior se refleja en una reducción de la contribución al crecimiento del crédito total de las actividades relacionadas con el sector inmobiliario (véase gráfico 2.2.B).

Entidades de depósito. DI



FUENTE: Banco de España.

Confirmando las tendencias iniciadas a finales de 2006, la financiación a las familias destinada a la adquisición de vivienda muestra una desaceleración (desde el 22,5% en diciembre de 2006 hasta el 13,4% en diciembre del presente año), pero también, y de magnitud similar, en el crédito al consumo (duradero y corriente). Dentro del sector empresarial, el crédito a construcción y promoción inmobiliaria, a diferencia de la financiación concedida al resto de sectores, se desacelera de forma notable (desde el 43,9% en diciembre de 2006 hasta el 20,9% en diciembre de 2007). Así, tiende a corregirse la disociación que existía en años anteriores entre el ritmo de crecimiento de la financiación para adquisición de vivienda y el crédito al sector inmobiliario empresarial.

*El menor crecimiento de las actividades inmobiliarias se debe al cambio de patrón de la economía española y a una nueva estrategia de diversificación de las entidades.*

La desaceleración de las actividades relacionadas con el sector inmobiliario en sentido amplio es coherente con la evolución de este mercado. Asimismo, muestra la nueva estrategia de diversificación que están desarrollando las entidades españolas, que se traduce en una progresiva, si bien todavía incipiente, pérdida de peso relativo de la construcción y la promoción inmobiliaria dentro del conjunto de la financiación concedida al sector empresarial (véase grá-



fico 2.2.C). Así, para el conjunto de actividades empresariales distintas de la construcción y promoción se ha producido una aceleración de la financiación concedida (del 18,5% en diciembre de 2006 hasta el 20,3% en diciembre de 2007), manteniendo la tasa de variación interanual prácticamente inalterada entre junio y diciembre de 2007.

*Los riesgos asociados a financiaciones empresariales de gran tamaño y LBO están muy acotados.*

En los últimos años, una parte del crecimiento del crédito al sector empresarial ha venido motivada por operaciones de financiación de elevado tamaño, relacionadas con movimientos corporativos en distintos sectores, entre las que se encuentran las denominadas LBO<sup>2</sup>. En cambio, en 2007 la formalización de operaciones de financiación de elevado tamaño se ha parado (véase gráfico 2.2.D). Desde el punto de vista de la estabilidad del sistema bancario español, los riesgos en este segmento están muy acotados, porque la financiación se ha sindicado con éxito, normalmente entre entidades de crédito extranjeras (solo en torno al 17% de la financiación concedida proviene de las entidades nacionales), porque se ha realizado en su mayor parte en torno a empresas con elevada rentabilidad, y porque el riesgo retenido es relativamente reducido. Además, históricamente la ratio de morosidad de las operaciones crediticias de mayor tamaño ha sido prácticamente nula.

*En un contexto de subidas de tipos de interés, los dudosos crecen. No obstante, también lo hacen por el fuerte crecimiento del crédito en el pasado...*

Los *activos dudosos* en el negocio en España continúan aumentando (53% en 2007), lo que se explica por la evolución de aquellos que provienen del sector privado residente (véase gráfico 2.3.A). Esta tendencia está relacionada, por una parte, con la reciente dinámica de los tipos de interés en el área del euro, pero al mismo tiempo, y de forma importante, es consecuencia lógica del fuerte crecimiento del crédito en el pasado, dado el desfase existente entre expansión crediticia y aparición de la morosidad. Así, por sectores de actividad, se observa que aquellos en los que la expansión crediticia ha sido más intensa en el pasado registran ahora mayores tasas de variación en sus activos dudosos. En este sentido, dentro de las familias, los activos dudosos crecen con más intensidad en el crédito para la adquisición de vivienda. Por su parte, en el sector empresarial, son los sectores de construcción y promoción inmobiliaria los que presentan los mayores incrementos, mientras que, en consonancia con la solidez patrimonial de las empresas no financieras españolas, el resto de actividades empresariales registran incrementos muy moderados de los activos dudosos.

*... al mismo tiempo que los niveles de partida son muy reducidos en los balances bancarios...*

En cualquier caso, la tasa de variación de los activos dudosos ha de interpretarse teniendo en cuenta sus muy reducidos volúmenes en los balances de las entidades españolas (véase gráfico 2.3.B), en particular, en la financiación para adquisición de vivienda y en las actividades de construcción y promoción inmobiliaria.

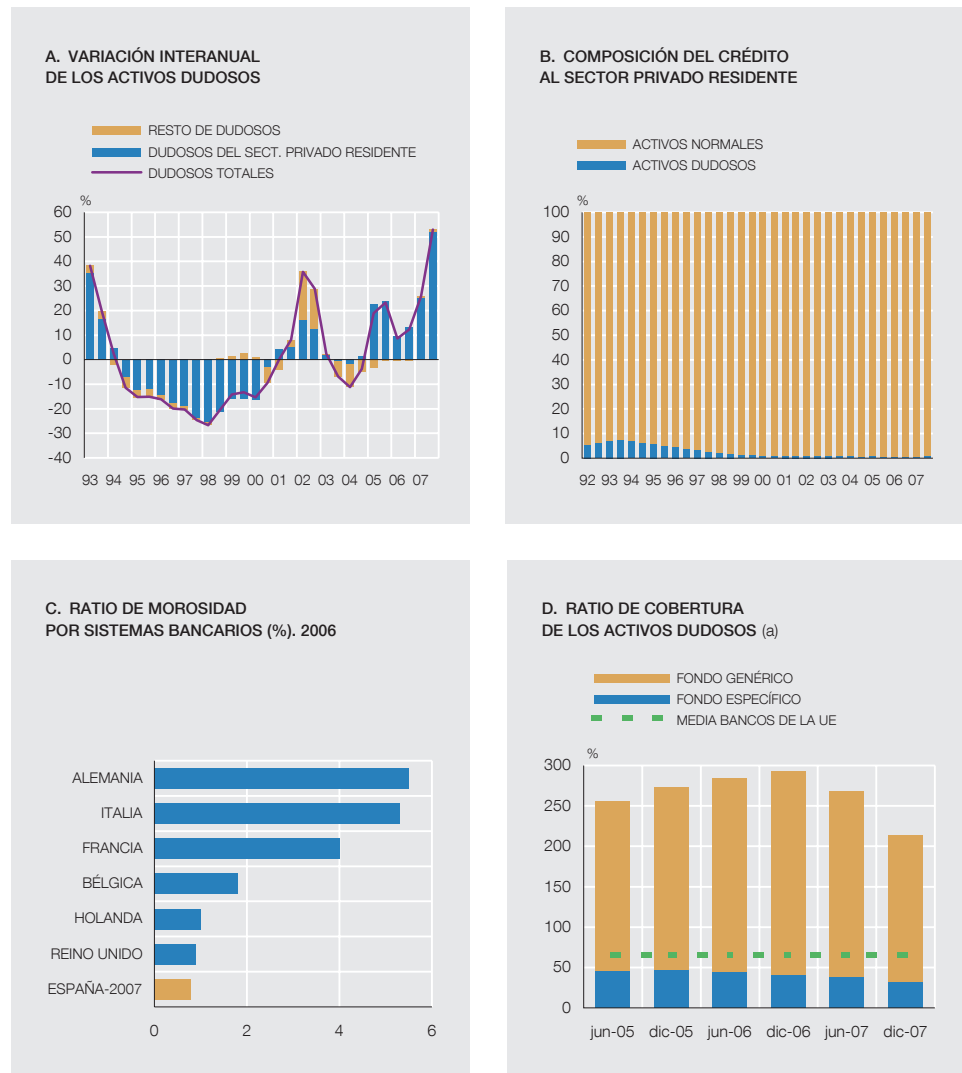
*... así como en comparación con otros sistemas bancarios europeos...*

La comparación internacional de los ratios de morosidad no hace sino reforzar el bajo punto de partida de las entidades españolas. El sistema bancario español tiene las menores ratios de morosidad entre los sistemas bancarios europeos de nuestro entorno (véase gráfico 2.3.C). En particular, destaca la diferencia con el sistema bancario de los tres mayores países de la zona del euro, con ratios de morosidad cinco veces superiores<sup>3</sup>.

*... y en relación con los fondos constituidos para su cobertura.*

Además, el nivel de *cobertura de los activos dudosos* es muy superior en las entidades españolas. La regulación prudencial española ha obligado a cubrir adecuadamente el riesgo de crédito, pero no solo el incurrido e identificado en operaciones concretas, sino también aquel que, habiendo

2. Véase M.<sup>o</sup>-C. Manzano, «La evolución de las operaciones de *leverage buy out* y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera», *Estabilidad Financiera*, n.º 13. 3. Algunas diferencias en los ratios de morosidad se pueden deber a distintas definiciones y prácticas contables. Por ejemplo, es posible que en algunos países se mantengan permanentemente en balance los activos dudosos una vez completamente provisionados (solo desaparecerían si se recuperara su importe). En España, la práctica habitual es darlos de baja (se convierten en fallidos) transcurridos unos cuatro años desde su entrada en mora. No obstante, incluso añadiendo los fallidos a los activos dudosos, la nueva ratio de morosidad seguiría siendo muy reducida en comparación con la del resto de países.



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Banco Central Europeo y Banco de España.

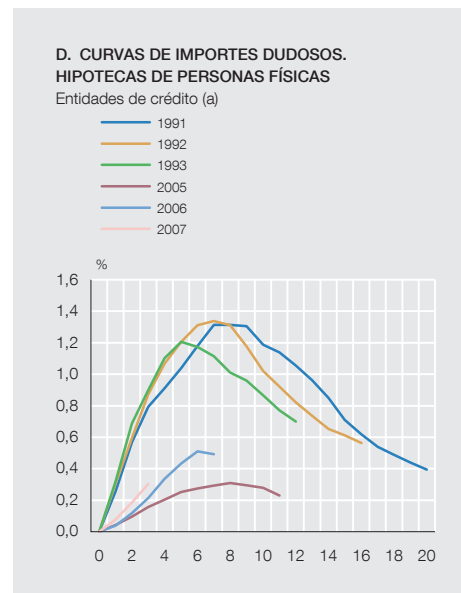
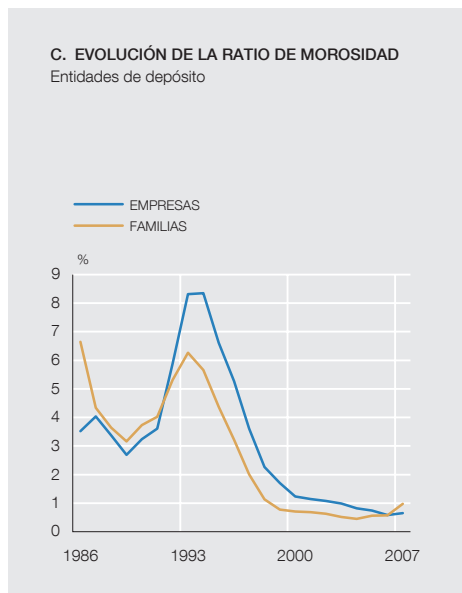
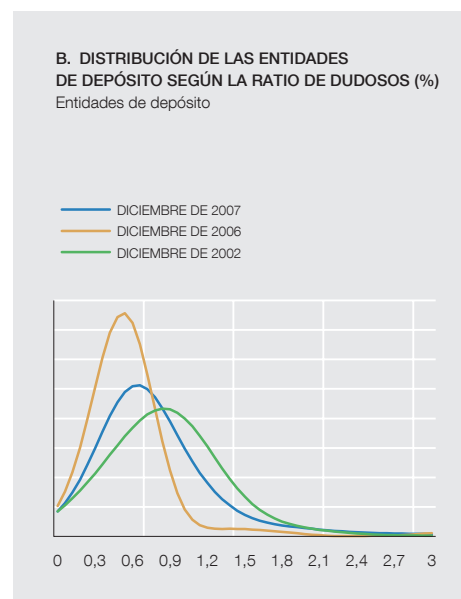
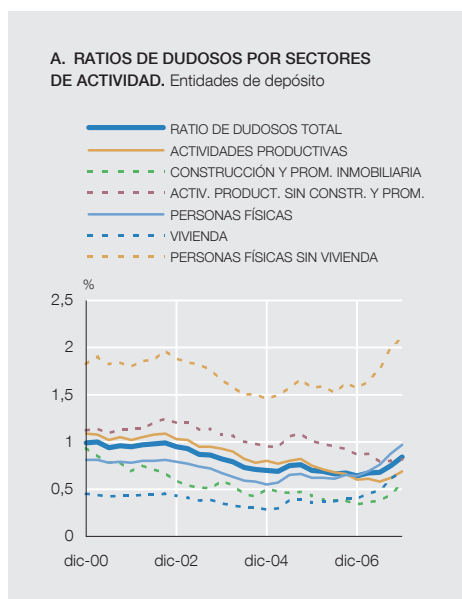
a. La ratio de cobertura se define como el porcentaje que representan los fondos para insolvencias sobre los activos dudosos totales.

sido incurrido, no es posible identificar en operaciones concretas. Así, en la actualidad, los fondos de insolvencias cubren en más de dos veces el volumen de activos dudosos (véase gráfico 2.3.D), de tal modo que si estos se multiplicaran por dos, las entidades, a nivel agregado, tendrían constituidos los fondos necesarios, sin que ello repercutiera en sus resultados. Es más, si se considera una pérdida en caso de impago (LGD) en torno a un tercio para el conjunto de la cartera (lo que resulta muy exigente para la hipotecaria), el volumen de activos dudosos cubierto por los fondos constituidos se multiplica por 6. Por el contrario, para la media de las entidades europeas, la cobertura de los activos dudosos se sitúa algo por encima del 65% de los activos dudosos.

*A pesar de su leve repunte, las ratios de morosidad siguen en niveles muy reducidos, máxime si se adopta una perspectiva temporal más amplia...*

A pesar del crecimiento de los activos dudosos, y del leve repunte de las *ratios de dudosos* a lo largo del último ejercicio, estas se sitúan en niveles reducidos (0,84% para el crédito total al sector privado residente en diciembre de 2007). Distinguiendo por sectores de actividad (véase gráfico 2.4.A), el mayor repunte se observa en el crédito a familias, tanto en vivienda (0,69%) como, especialmente, en la financiación concedida para otros fines (2,11%). Por su parte, el incremento registrado en la morosidad de las empresas no financieras, que ha sido más leve

DI



FUENTE: Banco de España.

a. El eje X representa el número de trimestres desde la concesión del crédito.

... tanto para las entidades consideradas individualmente...

que para las familias, se concentra íntegramente en los sectores de construcción y promoción inmobiliaria, que, no obstante, mantienen ratios muy reducidas (0,72% y 0,49%, respectivamente). La distribución de la ratio de dudosos por entidades y su evolución reciente confirma que los niveles reducidos de dichas ratios son generalizados (véase gráfico 2.4.B).

Si se adopta una perspectiva histórica más amplia, de nuevo se corroboran los bajos niveles de las ratios de dudosos actuales. Más allá de que actualmente la situación macroeconómica en España no sea comparable con la que existía a principios de los años noventa (déficit público y alta tasa de paro), de producirse una evolución más adversa de lo esperado, los niveles de partida de la ratio son significativamente más reducidos (véase gráfico 2.4.C). Esto se puede explicar, por un lado, porque la incorporación de España a un área de estabilidad como es la

zona del euro ha supuesto un cambio estructural significativo (descenso notable de los tipos de interés) y, por otro lado, porque, a lo largo de estos años, las entidades de crédito españolas han mejorado significativamente sus mecanismos de control y de gestión de los riesgos.

*... como para los créditos concedidos recientemente.*

Lo anterior queda reforzado cuando se comparan las *curvas de importes dudosos de los nuevos créditos* concedidos en los años previos a la crisis de 1993 con las registradas en la actualidad. Dichas curvas, aproximadas con datos de la CIR, permiten seguir en el tiempo los nuevos créditos otorgados en una fecha y determinar, en cada momento, el porcentaje que representan los activos dudosos sobre el importe total de aquellos préstamos que se están siguiendo<sup>4</sup>. Así, para la cartera hipotecaria<sup>5</sup>, en los dos años previos a 1993 se produjo un incremento muy pronunciado de las curvas, al mismo tiempo que los niveles alcanzados eran significativamente mayores que los observados en 2007 (véase gráfico 2.4.D). Por lo tanto, el deterioro de las nuevas hipotecas concedidas a principios de los años noventa fue sensiblemente más acusado que el que se está registrando hoy en día. Si se analizan las curvas de tasas de impago de los nuevos créditos concedidos a empresas, la conclusión es análoga: tanto la pendiente de las curvas como el nivel alcanzado son sensiblemente inferiores en los tres últimos años a los observados entre 1991 y 1993.

*La morosidad del conjunto de la cartera y de los préstamos recientes es muy inferior a la registrada en Estados Unidos...*

Al poner en relación la evolución de la morosidad hipotecaria con la que se observa en Estados Unidos, país que está sufriendo dificultades en el mercado inmobiliario de especial intensidad, queda patente que no hay similitudes entre ambos casos (véase gráfico 2.5.A). Así, si se compara el conjunto de las hipotecas concedidas en España con el de aquellas de mejor calidad crediticia en Estados Unidos (segmento *prime*), se observa que las entidades españolas mantienen un nivel muy reducido de morosidad, incluso teniendo en cuenta el repunte reciente y la posibilidad de que siga deteriorándose la morosidad en el futuro próximo.

*... no ya en el subprime (inexistente en España), sino también en el prime.*

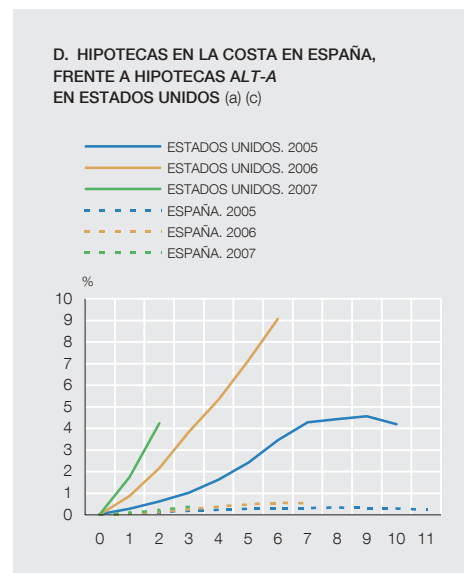
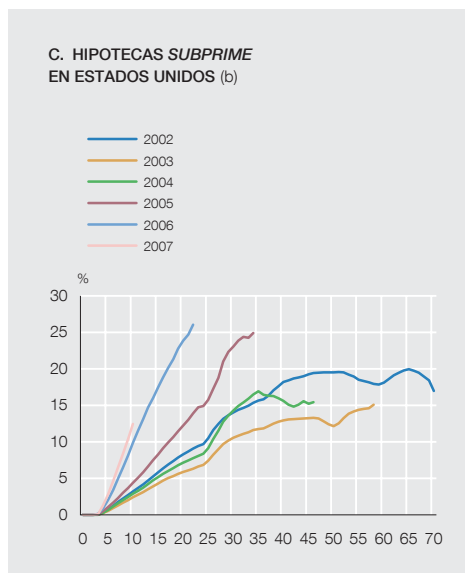
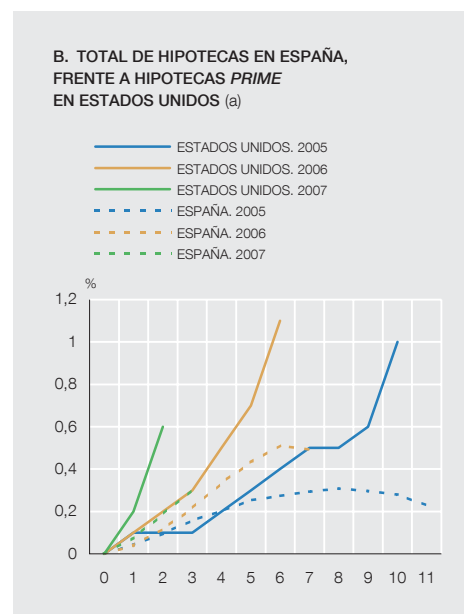
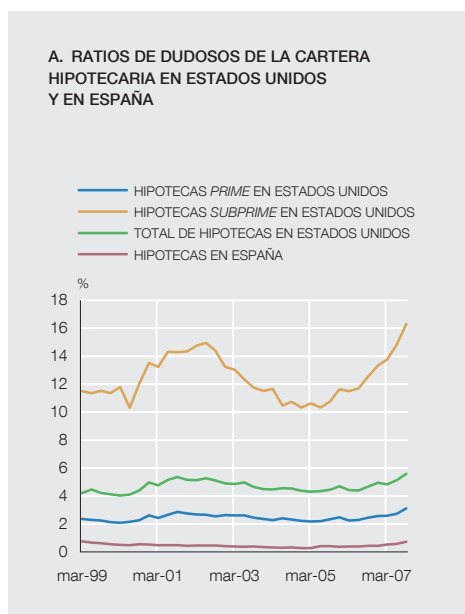
La comparación entre las curvas de importes dudosos del mercado hipotecario español y el estadounidense no hace sino reforzar las diferencias entre ambos mercados, no ya en el nivel de las curvas, sino, sobre todo, en su perfil temporal<sup>6</sup>. Como se comentó en el anterior IEF, un aumento significativo en la pendiente de estas curvas pone de manifiesto, en buena medida, una relajación de los criterios de concesión de las operaciones crediticias (selección adversa en la concesión del crédito). La comparación de las curvas en el mercado *prime* estadounidense con el total de hipotecas en España pone de manifiesto la inexistencia de selección adversa en las hipotecas concedidas en los tres últimos años en España (véase gráfico 2.5.B).

*Tampoco se detectan problemas de excesivo relajamiento en la concesión en segunda residencia...*

Si bien los datos de la CIR no permiten discriminar entre primera y segunda residencia, sí es posible estudiar las curvas de importes dudosos para las provincias del arco mediterráneo y de las islas, donde el porcentaje de segundas viviendas es mayor. Aunque los niveles de las curvas son ligeramente superiores, como cabía esperar, el perfil temporal es muy parecido, poniendo de nuevo de manifiesto la ausencia de selección adversa en esta zona geográfica en fechas recientes. Si estas curvas se comparan, no ya con las del *subprime* de Estados Unidos, con las que obviamente no guardan ninguna relación porque en España no existe

4. Véase el anterior IEF para una descripción detallada del cálculo de estas curvas y de otras similares (tasas de impago). Conviene señalar que se trata de una aproximación a las curvas efectivas de importes dudosos porque la información actualmente existente en la CIR no permite un seguimiento perfecto de las operaciones a lo largo del tiempo. 5. Dado que la CIR no posee explícitamente información sobre hipotecas para adquisición de vivienda, se han considerado bajo dicha clasificación todos los créditos financieros concedidos a las familias de importe superior a 60.000 euros, con plazo mayor de 5 años, con garantías reales al 100% y constituidos por menos de 4 partícipes. 6. La comparación debe hacerse con cierta precaución, porque, además de las salvedades mencionadas en las notas a pie de página 4 y 5, los datos para Estados Unidos consideran impagos transcurridos 60 días, mientras que para España se incluyen impagos transcurridos 90 días (la definición de moroso) y, adicionalmente, importes dudosos por razones distintas de la morosidad (que pueden ser operaciones todavía al corriente de pago).

Comparación entre España y Estados Unidos



FUENTES: Banco de España, Merrill Lynch e Intex.

- a. El eje X representa el número de trimestres desde la concesión del crédito.
- b. El eje X representa el número de meses desde la concesión del crédito.
- c. Provincias costeras del arco mediterráneo y de las islas. *Alt-A*: préstamos en Estados Unidos de calidad intermedia, situados entre el *prime* (mayor calidad) y el *subprime* (alto riesgo).

dicho segmento de negocio (véase gráfico 2.5.C), sino con las de los préstamos de calidad intermedia (*Alt-A*) concedidos en dicho país, es posible constatar que ni la evolución de las curvas ni los niveles de morosidad alcanzados son ni siquiera comparables (véase gráfico 2.5.D).

En definitiva, tanto si se utiliza la información sobre ratios de dudosos como si se recurre a la aproximación de las curvas de importes dudosos, con las limitaciones apuntadas, no se observa ningún paralelismo entre el mercado hipotecario español y el estadounidense, en particular, al compararlo con los segmentos de mayor riesgo en el mercado de crédito hipotecario de Estados Unidos.

... ni en el crédito empresarial.

*El sistema bancario español dispone de capacidad de resistencia para afrontar, sin ver afectada su solvencia, un potencial deterioro severo en la calidad crediticia de los promotores inmobiliarios.*

*Las entidades españolas han de operar en un entorno internacional en el que se ha contraído la liquidez.*

*El porcentaje de crédito financiado con depósitos se sitúa en un nivel elevado.*

Aunque ya se ha visto que el nivel de las ratios de dudosos y la evolución de las curvas de dudosos en el crédito empresarial no muestran aumentos significativos, es cierto que algunos segmentos de negocio, en particular el de *financiación a promotores inmobiliarios*, han crecido de forma muy sustancial en esta década y ahora están experimentando una desaceleración más intensa del crédito. Por ello, tiene interés realizar *pruebas de resistencia (stress testing)* de las entidades de depósito españolas ante potenciales dificultades en este segmento de negocio<sup>7</sup>.

Así, un primer ejercicio consiste en multiplicar la ratio de dudosos del crédito a promotores en el peor momento del anterior ciclo económico (13,1% en diciembre de 1993) por la exposición corriente, en diciembre de 2007, y considerar una pérdida en caso de impago del 50% (tasa de recuperación del 50%), muy elevada tratándose de activos inmobiliarios. Con estos supuestos exigentes, la pérdida total solo representaría el 63% del actual fondo de insolvencias. En un escenario menos drástico, teniendo en cuenta los significativos cambios que se han producido en la economía española, en la situación financiera de las empresas y en la gestión del riesgo de crédito por parte de las entidades, con, no obstante, unas hipótesis duras sobre la evolución de la actividad productiva en los dos próximos años (estancamiento del crecimiento), se contemplan unas ratios de morosidad en torno a la mitad de las observadas en el máximo de 1993. Dichas ratios, unidas a una pérdida en caso de impago del 50%, se traducen en un impacto en el fondo de insolvencias del 31%. Por lo tanto, el sistema bancario español, gracias a una política de provisiones conservadora en esta década, está en condiciones de afrontar, en el caso en que tuviera lugar, un rápido y significativo empeoramiento en la morosidad en el segmento de promoción inmobiliaria. En estos escenarios, y en la medida en que las provisiones genéricas forman parte, en una determinada proporción<sup>8</sup>, del capital regulatorio, los excesos de tier 2 que mantienen las entidades sobre los mínimos legales exigidos se verían ligeramente afectados a la baja.

El riesgo de crédito al que están expuestas las entidades de depósito españolas, manejable en estos momentos, no es el único reto de gestión que afrontan en el futuro inmediato. Así, desde el verano pasado, el *sistema financiero internacional* ha sufrido una *notable contracción de la liquidez*. Las entidades de crédito a nivel internacional están encontrando mayores dificultades para obtener financiación en los mercados mayoristas, lo que ilustra lo relevante que resulta desarrollar una adecuada gestión de la liquidez, al mismo tiempo que disponer de un conjunto de fuentes de financiación bien diversificadas.

A lo largo de los últimos años, en un contexto de crecimiento del crédito y de condiciones favorables en los mercados financieros internacionales, las entidades de depósito españolas han financiado parte del crecimiento de su actividad acudiendo a los mercados mayoristas a medio y largo plazo<sup>9</sup>. Esto se ha traducido en una relativa reducción del porcentaje de los depósitos sobre el crédito, que, no obstante, se situaba en diciembre de 2007 cerca del 80% (véase gráfico 2.6). La utilización del mercado mayorista a medio y largo plazo ha dotado a las entidades de depósito españolas de una mayor flexibilidad en su estructura financiera, aunque el coste ha sido superior de lo que correspondería si la financiación hubiera sido de corto plazo.

7. El ejercicio excluye las empresas de construcción por representar un segmento de tamaño más reducido que ha mantenido bastante estable su peso relativo en las carteras de crédito empresarial de las entidades, y por tratarse de empresas, en general, más diversificadas (obra pública, vivienda, infraestructuras, servicios básicos, etc.) que las de promoción inmobiliaria y, por tanto, menos sensibles al ciclo económico. 8. Las provisiones genéricas se computan, hasta un 1,25% de los activos ponderados por riesgo, como recursos propios regulatorios de segunda categoría (tier 2). 9. El recuadro 2.1 analiza los instrumentos financieros mediante los que las entidades españolas se han financiado en los mercados mayoristas.

A lo largo de los últimos años, las entidades de depósito españolas han mantenido un fuerte ritmo de crecimiento de su actividad crediticia. La mayor parte del crédito se financia a través de depósitos. No obstante, las entidades españolas han apelado, de forma análoga a lo observado en otros sistemas bancarios, a los mercados mayoristas. Las entidades españolas se han financiado especialmente a largo plazo, de tal modo que, al renunciar a un menor coste de la financiación a corto plazo, han dotado a su estructura de pasivo de una mayor flexibilidad y estabilidad.

La financiación en los mercados mayoristas se ha realizado a través de un amplio conjunto de instrumentos financieros, de entre los que destacan los de renta fija (40% del saldo vivo en 2007; véase cuadro adjunto). En segundo lugar se sitúa la titulización de activos (34% del saldo vivo en 2007), que, en España, y a diferencia de lo observado en otros países, se ha caracterizado por haberse desarrollado como un mecanismo de obtención de financiación y no de transmisión de riesgos. Un 9% de la financiación se obtiene emitiendo acciones e instrumentos híbridos (básicamente deuda subordinada, y también preferentes) y el resto son emisiones a través de filiales residentes y no residentes (las más recientes casi exclusivamente de pagarés).

Dentro del saldo vivo de las titulizaciones se distingue entre las titulizaciones de activos y las de cédulas titulizadas, que suponen el 33% del saldo vivo en 2007 del total de las titulizaciones en dicho año. Las entidades pueden emitir cédulas directamente al mercado (dentro de los títulos de renta fija en el cuadro adjunto), pero también a través de fondos de titulización.

Esto ha permitido, especialmente a las entidades de tamaño medio, mejorar su acceso al mercado y reducir el coste de la financiación. Con independencia de cómo se emitan las cédulas, su calidad, más allá de la que implican los préstamos elegibles<sup>1</sup>, es muy elevada: legalmente tienen un nivel de sobrecolateralización mínimo del 25%; en caso de insolvencia del emisor, responde la totalidad de préstamos hipotecarios de la entidad (exceptuando los afectos a titulizaciones de activos), y, además, tienen recurso a la totalidad de los activos del emisor.

Dentro de los valores de renta fija, destacan las cédulas hipotecarias (38% del saldo vivo en 2007), los bonos y obligaciones (32%), que se caracterizan por ser emisiones a largo plazo, y los pagarés (26%). La situación que atraviesan los mercados financieros implica que las entidades han encontrado más dificultades para emitir títulos a largo plazo, de tal modo que han intensificado las emisiones de pagarés.

Lo anterior supone que, si bien las entidades han podido continuar financiándose en los mercados mayoristas, lo han hecho vía instrumentos a menor plazo. No obstante, los plazos residuales, incluidas las emisiones realizadas por las filiales (excluidos los pagarés), indican que en 2008 vence un 10% del saldo vivo, el 31% lo hace entre 2009 y 2012, y el 59% restante a partir de 2013. Por lo tanto, la estructura de plazos sugiere que las presiones derivadas de las tensiones en los mercados financieros internacionales para 2008 son limitadas.

1. Préstamos hipotecarios con un LTV del 80% y del 60% para hipotecas comerciales.

## FINANCIACIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

Saldos vivos. Millones de euros

	Emisiones propias						Emisiones de filiales	Emisiones de fondos de titulización				Emisiones propias de renta fija a corto plazo: pagarés
	Renta fija a medio y largo plazo			Acciones e híbridos				Bonos y obligaciones				
	Bonos y obligaciones	Cédulas hipotecarias	Cédulas territoriales	Subordinadas	Preferentes	Acciones		FTA				
								De las que: cédulas		Pagarés	Vencido en 2009	
2005	79.862	89.641	9.595	22.994	414	50.746	106.011	24.077	142.995			63.728
2006	111.123	132.993	12.245	28.057	1.126	54.318	141.202	25.025	210.950	89.398	5.448	69.878
2007	128.836	150.449	17.384	27.454	1.192	59.736	178.640	23.713	319.598	112.593	643	103.509
Calendario de vencimiento (excluidos pagarés)	Saldo total a 31.12.2007			Vencimiento hasta junio 2008	Vencimiento entre julio 2008 y diciembre	Vencimiento en 2009	Vencido en 2010	Vencido en 2011	Vencido en 2012	Vencido a partir de 2013		
	847.266			44.985	37.212	80.341	65.263	56.883	60.296	502.286		

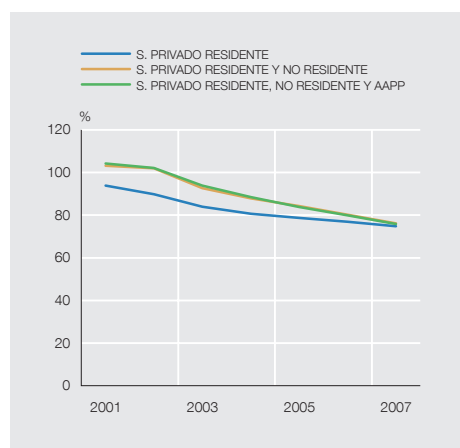
FUENTE: Elaboración propia en base a información de mercado.

Por lo tanto, si bien la banca española no ha permanecido ajena a las posibilidades que ofrecen los mercados financieros y los nuevos productos, al mismo tiempo ha mantenido una sólida base de depósitos para su financiación. El modelo de banca en España se fundamenta en un conjunto de elementos que, si bien en el contexto de unos mercados financieros crecientemente integrados no lo hacen totalmente inmune a las turbulencias recientes, sí contribuyen a que en este momento disponga de mecanismos suficientes para afrontar dichas turbulencias<sup>10</sup>.

10. El recuadro 2.2 analiza los retos del modelo de negocio tradicional (*buy and hold*) frente a otras tendencias recientes en el modelo bancario (*originate to distribute*).



Entidades de depósito. DI



FUENTE: Banco de España.

*Asimismo, el modelo de banca minorista predominante en España ofrece mayores márgenes de maniobra para, si fuera preciso, incrementar la captación de depósitos.*

En primer lugar, la *banca española* desarrolla una *actividad típicamente minorista*; existe una amplia red de oficinas y un estrecho contacto con la clientela. Asimismo, las entidades gestionan un porcentaje muy elevado tanto de los fondos de inversión (80%) como de pensiones (50%). Su modelo de negocio les permite, en el caso de que las turbulencias persistan en el tiempo, sustituir progresivamente la financiación mayorista por la captación de depósitos, en parte, utilizando su probada capacidad comercial para cambiar la oferta combinada de productos a sus clientes (depósitos, fondos, etc.). En diciembre de 2007, los depósitos a plazo, que representan cerca del 60% de los totales, y son los más estables, mantuvieron el intenso crecimiento que ya venían registrando en los últimos meses (incremento del 27%), aunque los depósitos totales avanzaron a menor ritmo (unos 16 pp menos). Por otro lado, desde el verano pasado ha habido disminuciones sostenidas del patrimonio de los fondos de inversión.

*La banca española no ha desarrollado estructuras complejas de titulización...*

En segundo lugar, la banca española ha empleado con intensidad la *titulización de activos* como mecanismo para buscar financiación. Lejos de avanzar hacia un modelo de «originar para distribuir», la titulización de activos se ha caracterizado por su sencillez, evitándose el uso de productos complejos (CDO, CLO, etc.)<sup>11</sup> y reteniendo una parte muy significativa de los riesgos en el balance. Ello ha evitado la introducción de incentivos perversos que afectaran negativamente al mantenimiento de una política de concesión de créditos rigurosa, puesto que no se ha producido una separación entre la concesión y la gestión de los riesgos.

*... y se caracteriza por la elevada calidad crediticia de las carteras titulizadas...*

Como ya se indicó en el pasado IEF, la *calidad de las hipotecas titulizadas* es muy elevada en España. Esto se refleja en el moderado LTV (cociente entre el valor del préstamo hipotecario y el de la vivienda financiada) que presentan las hipotecas titulizadas, que en media se ha situado en torno al 70% (véase gráfico 2.7.A). Además, la cartera subyacente de estas titulizaciones presenta una reducida concentración geográfica, que es idéntica a la de la cartera no titulizada. La mayoría de los bonos que resultan del proceso de titulización (93%) tienen la máxima calificación crediticia otorgada por las agencias de *rating* (véase gráfico 2.7.B), de tal modo que, con un ratio de morosidad como la actual (inferior al 1%), es difícil pensar que los impagos de la cartera crediticia puedan afectar a los bonos de mayor calidad. La morosidad de las hipotecas titulizadas

<sup>11</sup> A nivel internacional, en ocasiones se clasifican las titulizaciones españolas de préstamos a PYME (FTPYME) como CDO. Sin embargo, esta clasificación no es adecuada, ya que las carteras titulizadas no cumplen la principal característica definitoria de los CDO, pues en el caso de los FTPYME se trata de carteras homogéneas y muy granulares.



El objetivo de este recuadro es valorar los retos a medio plazo que las dificultades en los mercados financieros internacionales plantean desde el pasado verano a los dos modelos básicos de negocio bancario: *originate to distribute* frente a *buy and hold*. En el primer modelo, las entidades prestamistas transfieren el riesgo de crédito al mercado, a través, normalmente, de los bancos de inversión (o de bancos universales con segmentos significativos de banca de inversión) y mediante instrumentos complejos. En el segundo modelo, los bancos retienen una parte significativa del riesgo de crédito, pudiendo utilizar la titulización de activos como fuente de financiación.

En el *modelo originar para distribuir* existe un problema serio de incentivos para realizar una adecuada selección y seguimiento del riesgo de crédito de los prestatarios. Las dificultades en el segmento *subprime* han puesto de manifiesto este *problema de incentivos* de una forma cruda. Por lo tanto, o bien este tipo de operativa de originar para distribuir se reduce drásticamente (rechazo de los inversores a la transferencia completa de riesgo y a la falta de incentivos de los originadores), o bien las entidades que mantengan este tipo de negocio se ven obligadas a pagar una prima de riesgo muy superior para financiar su actividad y acorde con el nivel de riesgo del activo subyacente.

En el segundo escalón del modelo de originar para distribuir se encuentran los *bancos de inversión*. Estos se encargaban de estructurar las titulizaciones y de distribuir las entre los inversores a cambio de las correspondientes comisiones. No solo titulizaban y colocaban los préstamos originales, sino que, en sucesivas etapas, *creaban y distribuían productos cada vez más complejos* a partir de los bonos de titulización originales. Era habitual construir nuevas titulizaciones agrupando diferentes bonos con distinto nivel de riesgo para colocarlos entre inversores con diferente apetito por el riesgo. De hecho, los tramos de mayor riesgo eran de más fácil colocación que los súper-sénior por la diferente relación rentabilidad-riesgo. Esta actividad producía un flujo sustancial de ingresos a estas entidades.

Las titulizaciones sucesivas se han acabado transformando en unos *productos muy complejos y de muy difícil valoración* que, en las circunstancias actuales, han visto su demanda muy reducida. Este es el segundo reto que enfrenta el modelo de originar para distribuir. Va a ser difícil que los inversores vuelvan a comprar rápidamente este tipo de productos tan complejos y cuya valoración es a través de modelos (*mark-to model*). Por lo tanto, *este segmento de negocio*, muy importante para los bancos de inversión y para grandes bancos universales con fuerte presencia de banca de inversión, *va a dejar de contribuir significativamente a los resultados de estas entidades* y, probablemente, va a forzar un reajuste a la baja en su dimensión y en las expectativas del negocio a medio plazo. En realidad, la evolución de las cotizaciones bursátiles de estas entidades desde el verano pasado ya pone de manifiesto el cambio en las expectativas.

Otro segmento que puede resentirse sustancialmente es la *financiación de compras apalancadas de empresas (leveraged-buy-outs o LBO)*. El cambio en las condiciones de mercado ha dejado un volumen de crédito sustancial en manos de los originadores de estas operaciones (*pipeline risk*). En realidad, los bancos de inversión participaban muy activamente en estas compras apalancadas porque

sabían que buena parte del riesgo lo podrían distribuir a terceros. De nuevo aparecen problemas de incentivos y de volumen de negocio futuro que tendrán un impacto significativo en los resultados de estas entidades.

Además de la incidencia en la cuenta de resultados, con una merma de ingresos muy significativa y notables pérdidas al depreciarse sus instrumentos financieros, estas entidades van a ver cómo su *riesgo reputacional* crece (además de la posibilidad de enfrentar pérdidas por reclamaciones de clientes), debido a que, por un lado, han vendido productos muy complejos sin disponer de información suficiente sobre la calidad de los activos subyacentes y, por otro lado, han sido incapaces ellos mismos de medir adecuadamente el riesgo en que estaban incurriendo (asumiendo los *ratings* de las agencias de calificación o siendo incapaces de valorar que las correlaciones de impagos en la cartera de préstamos subyacente podrían verse significativamente afectadas).

La *mala gestión del riesgo de crédito*, incluido el recurso a coberturas que podrían revelarse como inefectivas, supone un serio revés para estas entidades. En este caso no se trata solo de una cuestión de reputación, sino de tener en cuenta las *enormes pérdidas* que están experimentando estas entidades y que les han obligado a *recapitalizaciones con un coste muy elevado*.

Adicionalmente, lo anterior pone *en cuestión el sistema de incentivos*. El excesivo peso de la remuneración en función del resultado corriente ha contribuido a aumentar la miopía de los gestores de estas entidades, con un elevado coste para los accionistas.

La *enorme volatilidad de sus cuentas de resultados*, a la que puede contribuir la proclividad del valor razonable (*fair value*), se va a traducir en una *mayor prima de riesgo* y, por tanto, en un *mayor coste de la financiación*. Cabe pensar que la entrada en negocios de alto riesgo será ponderada con más cuidado a partir de ahora, lo que lleva a predecir un *estrechamiento significativo de márgenes*, que, unido a la *disminución del volumen de negocio* (titulizaciones, CDO, LBO, etc.), va a presionar a medio plazo sobre la cuenta de resultados y la solvencia de las entidades que desarrollen este modelo de negocio.

En realidad, el modelo originar para distribuir se ha apoyado en el arbitraje de capital regulatorio (*conduits*, SIV, *ratings* sesgados) y en un apalancamiento muy elevado, facilitado por las bajas primas de riesgo de los últimos años.

Al modelo anterior se contraponen el *modelo bancario tradicional (buy and hold)*, basado en la *proximidad entre el banco y el cliente*, tanto de activo como de pasivo, que refuerza el valor de la franquicia bancaria. Una banca muy próxima al cliente, con una densa red de oficinas que permite mantener una estrecha relación con este, adecuándose a sus necesidades y, por tanto, aumentando la *fidelización del cliente*, es una banca que va a poder *intensificar la captación de depósitos* y sustituir, en parte, en el mercado minorista la pérdida de financiación proveniente del mercado mayorista.

La banca minorista de proximidad no solo vende productos bancarios, sino también otros productos alternativos de colocación del

ahorro (fondos de inversión, fondos de pensiones, seguros de vida...). Lógicamente, una mayor competencia por el pasivo bancario va a encarecer los fondos captados, pero, en cualquier caso, en menor medida que los fondos provenientes de un mercado mayorista.

El aumento del coste de la financiación no va a presionar los márgenes de todas las entidades de la misma forma. Aquellas que tengan un porcentaje elevado de *préstamos a tipo fijo* sufrirán un *estrechamiento de márgenes* mucho más rápido y significativo que aquellas otras que presten a tipo variable y puedan transmitir más rápidamente el cambio permanente en las primas de riesgo.

Durante el período de ajuste a las nuevas condiciones de mercado, es importante que las entidades puedan obtener financiación de diferentes fuentes. En este sentido, la *colateralización de activos por motivo precaución* permite a las entidades acumular un *stock* de colateral que pueden utilizar para la obtención de financiación de otros intermediarios financieros (financiación interbancaria con garantías, *repos* con otros intermediarios, colocaciones privadas de fondos, etc.). La existencia de colateral de buena calidad, con los descuentos que se estimen oportunos, otorga a las entidades un grado de maniobra considerable para ir aumentando el plazo y diversificando las fuentes de financiación. La calidad de este colateral es elevada porque, en primer lugar, se trata, en general, de préstamos con una elevada granularidad, es decir, de importe reducido y bien diversificado por sectores y áreas geográficas, y, en segundo lugar, porque la medición del riesgo de dicho colateral es muy sencilla (son créditos bancarios, no tramos o tramos sucesivos de titulizaciones).

Entre las *entidades minoristas* suele haber *diferentes estrategias* y puede haber entidades bien posicionadas en términos de liquidez que aprovechen la actual coyuntura para ganar cuota de mercado en

los diferentes segmentos del mercado de crédito (hipotecas, consumo, PYME, etc.), lo cual debería contribuir a mantener el dinamismo en el crecimiento del crédito. Es decir, ahora, no solo existe competencia para captar depósitos, sino también para ganar cuota de mercado en los créditos.

El *sistema bancario español*, que se enmarca dentro del modelo de *buy and hold*, contiene características que facilitan el proceso de adaptación a la nueva situación en los mercados financieros. Entre otras, una fuerte presencia de las entidades (bancos, cajas y cooperativas) en el negocio minorista; el escaso peso de las operaciones de activo a tipo fijo a plazos muy largos y, por tanto, la mayor facilidad para trasladar el aumento del coste de la financiación al activo; la posibilidad de utilizar colateral de elevada calidad (la morosidad del crédito en España es una de las más bajas de Europa) en las operaciones de financiación, iniciando un proceso de diversificación de las fuentes de financiación y de alargamiento de plazos. Además, hay que señalar la *elevada capacidad de las entidades españolas de adaptación a un entorno muy competitivo y cambiante*.

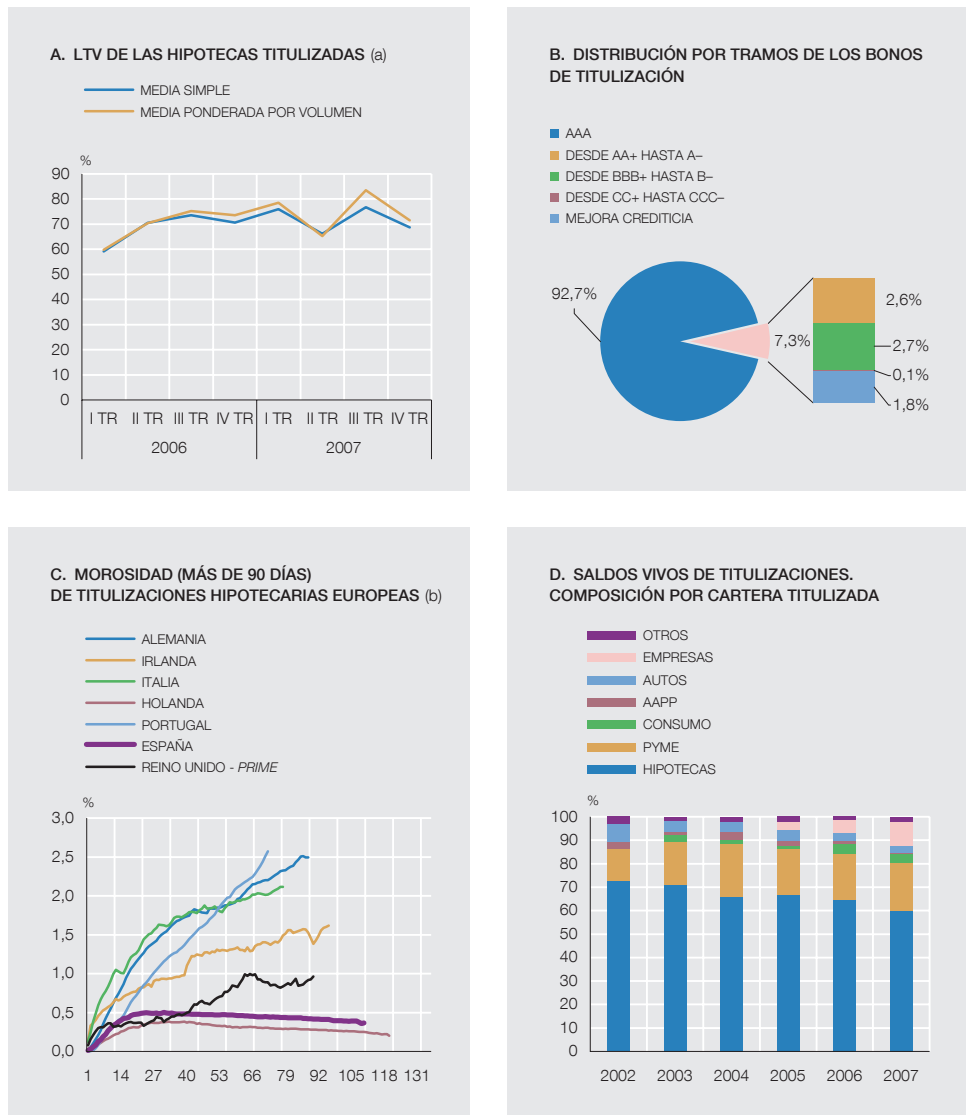
En definitiva, las nuevas circunstancias de los mercados financieros internacionales plantean retos a los dos modelos dominantes de banca (*originate to distribute* y *buy and hold*). Adoptando una visión de futuro, cabe plantear que el modelo de banca tradicional (*buy and hold*), menos afectado por las actuales turbulencias financieras, podría incluir los aspectos más sólidos del modelo de *originate to distribute*, en la medida en que estos superen el test de las turbulencias. En cualquier caso, por parte de las entidades de crédito, este proceso habría de plantearse desde la prudencia, asegurando que se dispone del suficiente conocimiento y comprensión de los elementos que sean susceptibles de ser incorporados, así como de adecuados sistemas de medición y gestión de los riesgos que se puedan incorporar.

*... que se refleja en sus reducidas tasas de impago en relación con las observadas en las titulizaciones llevadas a cabo por las entidades de otros países.*

en España se sitúa en diciembre de 2007 en niveles muy reducidos, en particular si se compara con la de las titulizaciones de otras entidades europeas (véase gráfico 2.7.C). Adicionalmente, hay que señalar que el LTV medio del *total* de créditos hipotecarios vivos de las entidades de depósito españolas no llega al 50%, dada la vida media y la distribución del *total* de hipotecas concedidas. Si dicho LTV se calculara al precio corriente de la vivienda, sería todavía más bajo. Por lo tanto, no solo es elevada la calidad de las titulizaciones hipotecarias, sino que también lo es la de la cartera hipotecaria total, lo que refuerza su papel de garantía adicional para las cédulas hipotecarias (*covered bonds*). Finalmente, cabe mencionar que las entidades españolas, de forma creciente, han titulado no solo hipotecas, sino también préstamos a PYME que disponen de garantía pública, crédito al consumo y crédito para la adquisición de automóviles (véase gráfico 2.7.D).

*Las dificultades en los mercados internacionales de titulación han llevado a las entidades españolas a retener los bonos en su balance, aumentando el colateral por un motivo precaución.*

El encarecimiento de la financiación a través de titulizaciones, junto con la retirada de una buena parte de los inversores institucionales de este mercado, ha llevado a que las entidades financieras españolas modificaran su comportamiento. Las entidades han continuado titulizando, con un aumento en 2007 del 55%, hasta los 142.000 millones de euros, aproximadamente la mitad de los cuales fueron emitidos durante la segunda parte del año. La diferencia respecto a la situación previa a las turbulencias financieras es que ahora, y por un *motivo precaución*, al igual que están haciendo otras entidades europeas, los bonos de titulación están siendo retenidos para disponer de colateral adicional con el que eventualmente obtener



FUENTES: Banco de España, Fitch y Comisión Nacional del Mercado de Valores.

a. LTV (*loan to value*) es la relación préstamo-valor de la vivienda.  
b. El eje X representa los meses transcurridos desde la emisión.

financiación de otros intermediarios financieros a través de operaciones *repo* [obtención de liquidez entregando el colateral como garantía de la operación (*secured lending*)].

Las entidades españolas han aumentado la utilización de liquidez del Eurosistema, si bien su importancia es muy reducida en el balance total. Además, está en consonancia con su peso en el Eurosistema y es relativamente menor que para las entidades de otros países.

En la segunda mitad de 2007, las entidades españolas, en comparación con lo que para ellas ha venido siendo tradicional, han aumentando la *utilización de liquidez del Eurosistema*, si bien su importancia es muy reducida en el conjunto del balance bancario (un 1,3% en diciembre de 2007 o unos 44.000 millones de euros de préstamo neto). No obstante, solo una pequeña proporción del colateral empleado proviene de las nuevas titulizaciones. Conviene señalar que esta operativa se *inscribe plenamente en el marco de funcionamiento de las operaciones de política monetaria en la zona del euro*, tanto por la operativa como por el colateral usado (véase recuadro 2.3). En este sentido, cabe destacar que el Eurosistema no ha incrementado el volumen de financiación concedido al conjunto de la zona del euro, sino que ha puesto a disposición de las entidades una financiación a más largo plazo y más fraccionada, y, con el

La instrumentación de la política monetaria difiere sustancialmente entre países o áreas monetarias. Así, por ejemplo, existen diferencias notables entre el Eurosistema y la Reserva Federal estadounidense, por citar solo dos bancos centrales. En la zona del euro, hay un déficit estructural de liquidez, consecuencia de la existencia del coeficiente de caja y de la evolución de la emisión de billetes, que obliga a las entidades a acudir, de forma creciente, al Eurosistema para conseguir la liquidez que necesitan. En Estados Unidos no existe tal déficit de liquidez, dado que en términos efectivos el coeficiente de caja es relativamente moderado y, fundamentalmente, porque la Reserva Federal mantiene una cartera de títulos en el activo de su balance que compensa la evolución de los billetes emitidos, con lo cual las inyecciones de liquidez de la Reserva Federal son mucho más moderadas.

Existen diferencias también en la política de garantías (colateral) aceptadas por cada banco central a cambio de la liquidez que otorgan a las entidades. En general, la política de colateral de la Reserva Federal es más restrictiva que la del Eurosistema. Conviene señalar que, desde el pasado verano, el Eurosistema no ha cambiado su política de colateral, mientras que sí lo ha hecho la Reserva Federal estadounidense, que la ha flexibilizado.

Por lo tanto, un volumen elevado de inyección de liquidez por parte del Eurosistema forma parte del marco de instrumentación de la política monetaria en la zona del euro, al igual que también forma parte de dicho marco que las entidades acudan tanto a la facilidad marginal de crédito (a un tipo superior al de la subasta) a obtener financiación a un día, ante necesidades no previstas, como a la facilidad de depósito (a un tipo inferior al de la subasta) para colocar a un día los excesos imprevistos de liquidez.

Las necesidades de liquidez de las entidades, tanto en el conjunto del Eurosistema como en España, se han mantenido estables en el último año y medio. Esto es compatible con una reasignación de la liquidez entre países y entidades dentro de la zona del euro. El aumento en la utilización de la liquidez del Eurosistema por parte de las entidades españolas desde el pasado verano (de unos 15.000 millones de euros a unos 44.000 millones) apenas representa un 1,3% sobre el conjunto de su balance. Por lo tanto, la utilización que los bancos españoles están haciendo de la liquidez del Eurosistema se enmarca plenamente en los instrumentos que contempla el Eurosistema.

Los bancos españoles, al igual que otros bancos europeos, dentro y fuera de la zona del euro, están incrementando su colateral. Hay tres motivos para ello. En primer lugar, el motivo precaución: ante las dudas sobre la duración del cierre de los mercados, las entidades acumulan colateral de elevada calidad que les permite obtener liquidez del Eurosistema. En segundo lugar, para poder acceder a operaciones de financiación de otros intermediarios financieros (*secured lending*). En tercer lugar, porque en un proceso de titulación hay dos pasos. El primero es convertir los activos no líquidos (préstamos) en instrumentos líquidos (bonos de titulación). El segundo es colocar dichos bonos en el mercado. A medida que los mercados se vayan abriendo, las entidades que ya tengan una cartera de bonos titulados en su poder podrán acceder más rápido a dichos mercados.

A la luz de los acontecimientos recientes, se ha suscitado un debate acerca de si sería conveniente que la política monetaria aceptara como colateral los bonos de titulación. No obstante, lo relevante para la aceptación de un determinado colateral es su calidad. Con respecto a los bonos procedentes de titulaciones, aquellos derivados de las denominadas tradicionales sí disponen de ese elevado grado de calidad, lo que, a la luz de los acontecimientos recientes, no parece ser el caso de aquellos otros cuyo origen son procesos de titulación más complejos (CDO, CDO de ABS, CDO *square*, etc.).

En este sentido, el Eurosistema no ha variado (flexibilizado) su política de colateral. La calidad exigida a los activos admitidos como colateral es muy elevada. En las titulaciones de préstamos hipotecarios solo admite el tramo *súper-sénior* (AAA). Por ejemplo, en España ese tramo suele representar el 93% de los bonos emitidos. Por lo tanto, para experimentar pérdidas en un bono AAA, la probabilidad de impago de los préstamos hipotecarios debería subir al 14%, con una pérdida en caso de impago del 50%. Estos importes son totalmente impensables para una cartera de créditos hipotecarios españoles. En el peor momento de la última recesión de la economía española (1993), la morosidad en este segmento alcanzó el 4%, mientras que las pérdidas en caso de impago fueron muy reducidas. Por lo tanto, la probabilidad de experimentar pérdidas en un bono AAA de una titulación hipotecaria española es mínima.

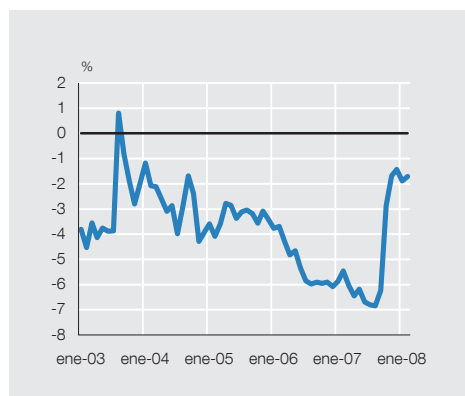
En definitiva, la relación entre las entidades españolas y el Eurosistema desde el verano pasado está plenamente integrada dentro de los cauces habituales de instrumentación de la política monetaria en la zona del euro.

ánimo de favorecer la confianza, lo ha hecho inyectando más liquidez en un primer momento, para, posteriormente, hacer operaciones de drenaje de liquidez con más intensidad.

En lo relativo a las entidades españolas, si se compara la liquidez que estas obtienen del Eurosistema con el peso relativo de España en términos del PIB en el Eurosistema (aproximado por la clave de capital de España en el BCE), en estos momentos todavía se está por debajo de dicha clave de capital (véase gráfico 2.8). Conviene señalar que, tradicionalmente, ha habido sistemas bancarios que han mantenido una posición muy superior a la que les correspondía en función de su importancia relativa, sin que ello haya supuesto ningún problema para dichas

**PROPORCIÓN DE LA FINANCIACIÓN RECIBIDA DEL EUROSISTEMA  
MENOS LA CLAVE DE CAPITAL (a)**  
Entidades de depósito

GRÁFICO 2.8



FUENTE: Banco de España.

a. Clave de capital: aproximación al peso relativo de las entidades de un país en el conjunto del Eurosistema, en términos del PIB.

entidades o para el Eurosistema. De hecho, en la actualidad otros sistemas bancarios de la zona del euro, de menor tamaño, presentan también una apelación a la liquidez del Eurosistema superior a su peso relativo, sin que eso, de nuevo, suponga ninguna dificultad para sus entidades, sino que refleja, fundamentalmente, características estructurales de dichos sistemas bancarios.

El Eurosistema no ha modificado sus criterios de admisión de colateral desde las turbulencias del verano pasado, por lo que su calidad sigue siendo muy alta (solo admite tramos *súper-sénior* en las titulaciones)<sup>12</sup>. Un *rating* AAA de un tramo *súper-sénior* de una primera titulización de préstamos hipotecarios es muy distinto, como la evidencia ha puesto de manifiesto estos últimos meses, a otro *rating* AAA de una retitulización (CDO de ABS o CDO *square*). A medida que se van titulizando y empaquetando en sucesivas titulaciones los diferentes bonos de titulización, la distribución de pérdidas se va haciendo más compleja de estimar, al tiempo que aumenta el riesgo para el inversor.

*Además, a través de emisiones de pagarés, las entidades españolas han podido obtener financiación en los mercados mayoristas.*

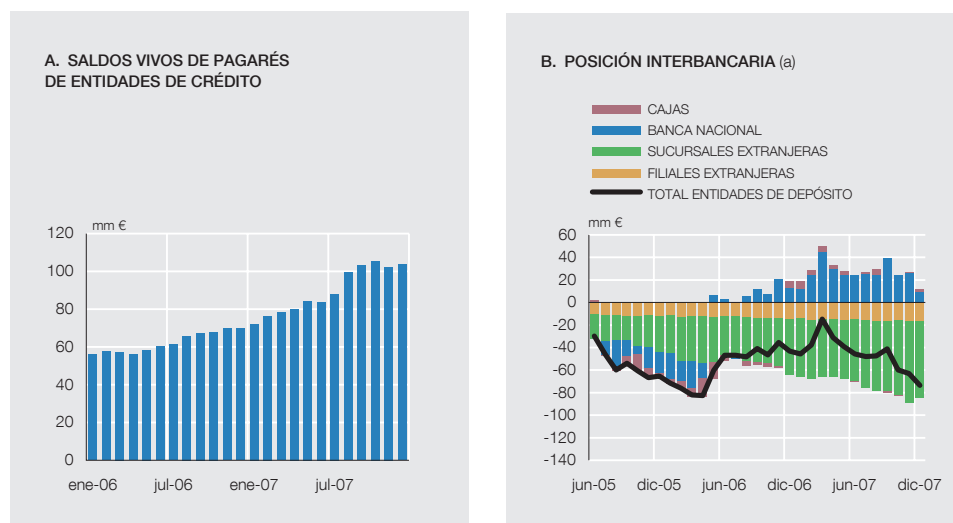
Otro cambio en el comportamiento de las entidades españolas en lo relativo a la financiación en los mercados mayoristas es que, dadas las condiciones actuales de los mercados, se han sustituido las emisiones de renta fija a más largo plazo por otras de menor plazo<sup>13</sup> (véase gráfico 2.9.A). El aspecto favorable es que las entidades, en unas condiciones de mercado difíciles, han podido obtener financiación que, al igual que para la mayoría de sus homólogas europeas, ha debido concentrarse en plazos menores. En cualquier caso, los datos de balance de 2007 muestran que los diferenciales de liquidez por plazos no registran cambios demasiado significativos. Finalmente, otro elemento positivo que hay que considerar es que, al analizar la posición interbancaria (activos menos pasivos interbancarios), como ya se señaló en el anterior IEF, la banca nacional es prestamista neto, las cajas tienen una posición equilibrada y las entidades extranjeras, filiales y sucursales, son prestatarios (véase gráfico 2.9.B).

*La apelación al Eurosistema y la reducción de los plazos son retos que las entidades han de gestionar adecuadamente...*

El acortamiento de los plazos, si bien es un desarrollo lógico en una situación de incertidumbre como la actual, también es un elemento que las entidades han de gestionar adecuada-

<sup>12</sup>. Véase el capítulo 3 del anterior IEF para un análisis detallado de la política de colateral del Eurosistema en comparación con la de otros bancos centrales. <sup>13</sup>. Los datos presentados en el gráfico 2.9.A no incluyen los pagarés emitidos desde filiales, que han crecido de forma importante en meses recientes.

Entidades de depósito. DI



FUENTE: Banco de España.

a. Posición interbancaria definida como activos menos pasivos de entidades de crédito.

mente en el medio plazo. En este sentido, las entidades españolas, así como el Banco de España, han sido conscientes de la importancia de este riesgo. Por este motivo, las entidades, en función de su nivel de actividad y de su grado de internacionalización, han venido mejorando desde hace años los mecanismos de evaluación de sus necesidades de liquidez, han desarrollado pruebas de resistencia y planes de contingencia, y han establecido límites y controles internos. La financiación en los últimos años en el mercado mayorista a medio y largo plazo es un ejemplo de una gestión prudente de la estructura financiera.

*... si bien los ejercicios de estrés no reflejan un impacto muy pronunciado en el crédito en 2008, aun cuando las condiciones de liquidez permanecieran desfavorables.*

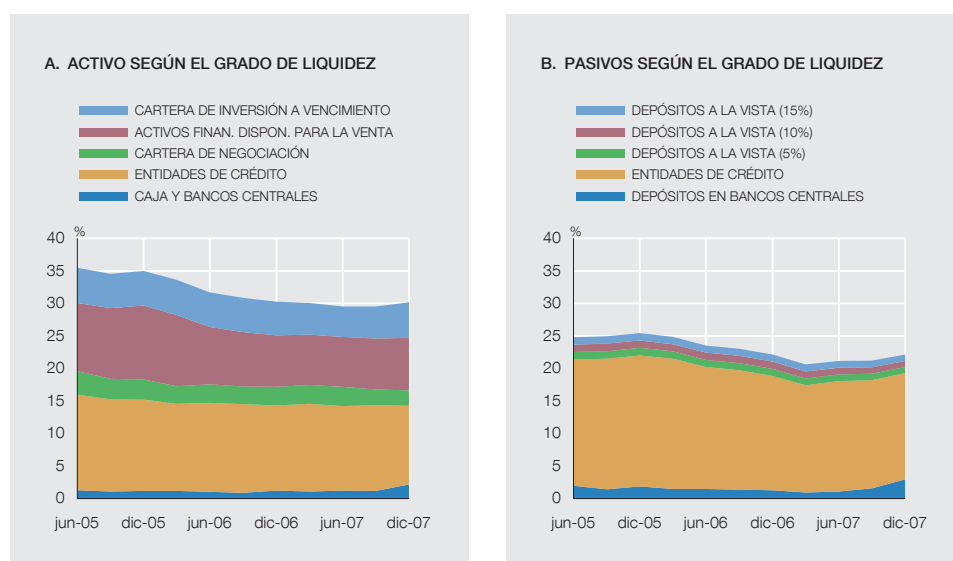
La posibilidad de que las tensiones en la obtención de liquidez, si perduran las dificultades en los mercados financieros internacionales, acaben teniendo un impacto en la evolución del crédito puede evaluarse a través de un ejercicio de estrés, considerando para ello diferentes escenarios de evolución de los fondos captados. Si, durante 2008, las entidades españolas no pudieran obtener financiación a través de la titulización de activos, ni emitir cédulas, ni prácticamente tampoco hacer frente a la renovación de aquellas cédulas hipotecarias que vencen este año<sup>14</sup>, si la liquidez obtenida del Eurosistema no superara la clave de capital (como en la actualidad), y si experimentaran reducciones significativas en las tasas de crecimiento de los pagarés y de los bonos, el crédito al sector privado residente podría crecer a tasas en el entorno del 10% con un crecimiento de los depósitos similar al registrado en 2007. Es decir, para 2008, incluso en un escenario muy desfavorable de los mercados financieros mayoristas, no debería producirse un efecto demasiado pronunciado en el crédito al sector privado. Es más, en la medida en la que se desacelere la demanda de crédito, especialmente en las actividades relacionadas con el sector inmobiliario, las tasas de variación del crédito mencionadas parecen estar alineadas con la evolución de dicha demanda.

Además, hay que tener en consideración que en este tipo de ejercicio no se consideraron otras alternativas de gestión que están a disposición de las entidades de crédito, como, por ejemplo,

<sup>14</sup>. Nótese que las cédulas hipotecarias se han emitido a plazos largos y su importe ha crecido mucho solo en los últimos años. Es decir, los importes que vencen este año son bastante reducidos en comparación con el volumen total de cédulas existentes.



Entidades de depósito. DI



FUENTE: Banco de España.

la realización de activos en el mercado (ventas de cartera de negociación, de activos disponibles para la venta o incluso de participaciones). Así, y de forma bastante homogénea entre entidades, estos activos suponen en torno al 10% de su balance. Este peso elevado de los activos realizables en mercados organizados hace que la comparación de activos y pasivos líquidos de las entidades españolas muestre un elevado grado de correlación, sin especiales signos de preocupación para las entidades de depósito españolas (véanse gráficos 2.10.A y 2.10.B).

2.1.2 RENTABILIDAD

A pesar de que la evolución de los mercados financieros internacionales en la segunda mitad de 2007 fue muy desfavorable, las entidades de depósito españolas han cerrado 2007 con un crecimiento muy significativo y generalizado de sus resultados, lo que supone un muy buen punto de partida para afrontar los retos actuales en un contexto de profundización de las dificultades en los mercados financieros internacionales.

*Los datos de 2007 confirman la solidez de la rentabilidad de las entidades de depósito españolas...*

El *resultado neto atribuido al grupo* se incrementa un 19,3% (véase cuadro 2.2), de tal modo que el ROA (después de impuestos) aumenta 3 pb con respecto a diciembre de 2006, hasta el 1,05%. Por su parte, la rentabilidad de los recursos propios (ROE) crece ligeramente con respecto a 2006, alcanzando el 19,9%. Este incremento del ROE se sustenta principalmente en una mejora de la eficiencia y de la productividad, siendo compatible con una disminución del perfil de riesgo, y con un aumento de las dotaciones prudenciales y de la calidad de los recursos propios (véase gráfico 2.11.A). Además, el aumento del ROE es generalizado entre entidades (véase gráfico 2.11.B).

*... basada en la favorable evolución de los márgenes operativos, que no se han visto afectados por la crisis subprime.*

La fortaleza de la cuenta de resultados se observa en la evolución de sus tres principales *márgenes*, que no solo aumentan significativamente en valor absoluto con respecto a 2006 (ritmos superiores al 16%), sino que también lo hacen en términos de los ATM. Más aún, la *evolución trimestral* de los principales márgenes, así como del resultado neto atribuido al grupo (véase gráfico 2.12.A), pone de manifiesto que las entidades españolas, a diferencia de las de otros países, no se han visto afectadas directamente por la crisis del *subprime*. En este sentido, cabe recordar que, como ya se indicó en el anterior IEF, las entidades de depósito españolas mantienen una exposición directa (créditos) e indirecta (CDO) completamente marginal al segmento *subprime* estadounidense (0,03% de sus activos y 0,68% de su tier 1).

**CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS**

Entidades de depósito

CUADRO 2.2

	DIC-07		DIC-06	DIC-07
	m€	% VAR. DIC. 07- DIC. 06	% ATM	% ATM
Productos financieros	146.700	36,7	4,29	5,05
Costes financieros	93.843	48,5	2,52	3,23
Margen de intermediación	52.857	19,9	1,76	1,82
Resultados entidades método participación	4.369	-4,2	0,18	0,15
Comisiones netas	22.038	10,1	0,80	0,76
Resultado operaciones financieras	11.758	26,7	0,37	0,40
Margen ordinario	91.022	16,8	3,11	3,13
Gastos de explotación	41.305	9,7	1,50	1,42
Otros resultados de explotación	1.381	-2,1	0,06	0,05
Margen de explotación	51.098	22,5	1,67	1,76
Pérdidas por deterioro de activos	14.061	60,6	0,35	0,48
Dotaciones a provisiones (neto)	1.706	-54,7	0,15	0,06
Otros resultados (neto)	4.481	-33,2	0,27	0,16
Resultados antes de impuestos	39.812	11,0	1,43	1,37
Resultado neto	32.054	18,4	1,08	1,10
PRO MEMORIA				
Resultado neto del grupo	30.640	19,3	1,03	1,05

FUENTE: Banco de España.

Las entidades han podido trasladar el incremento moderado de los costes al activo, fortaleciendo el margen de intermediación.

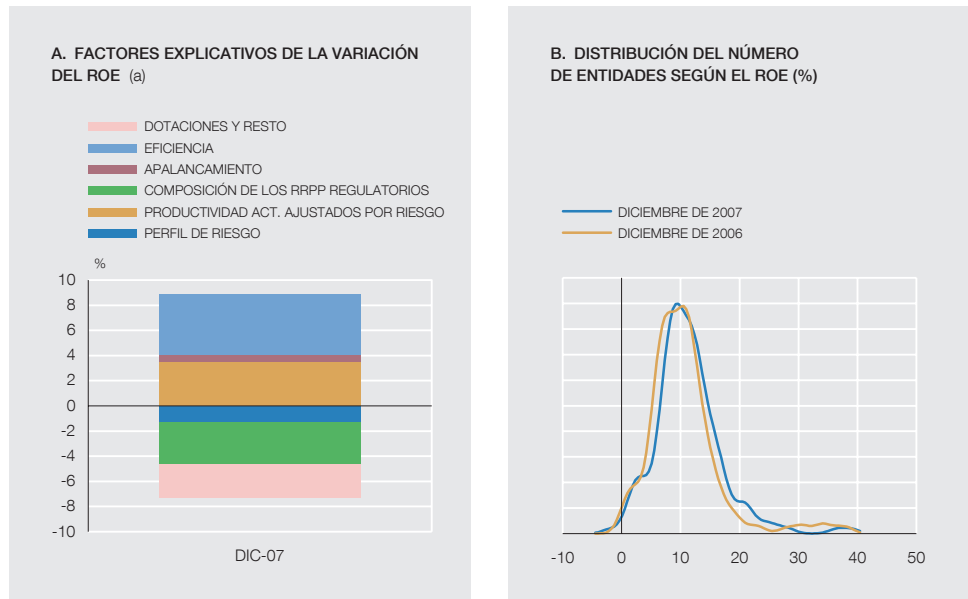
El *margen de intermediación* crece un 19,9% con respecto a diciembre de 2006. Este ritmo de avance, mayor que el de la actividad, implica que, en términos de los activos totales medios (ATM), registra un aumento de 6 pb, hasta el 1,82%. Por lo tanto, en relación con 2006, las entidades españolas han sido capaces de aumentar su margen de intermediación relativo (sobre ATM) en un entorno de altos tipos de interés. Esta favorable evolución del margen de intermediación se sustenta en el crecimiento de los productos financieros, y en especial de aquellos que provienen del crédito concedido a la clientela, que, a pesar de la desaceleración de la actividad crediticia en 2007, crecen con intensidad (75 pb en términos de los ATM). El incremento de los productos ha permitido compensar el aumento de los costes financieros, que ha sido más intenso en los valores negociables y también en la captación de depósitos.

La capacidad de traslación de los costes de financiación, muy relevante si persisten las dificultades, se ve favorecida por la concesión de financiación a tipo variable.

Como consecuencia de las actuales tensiones en los mercados financieros internacionales, cabe pensar que los costes de la financiación evolucionarán al alza. Sin duda, esto supone un reto de gestión para las entidades de depósito españolas, en la medida en que introduce presiones adicionales sobre los márgenes de la cuenta de resultados. No obstante, y a diferencia de las entidades de otros países, una proporción elevada de la financiación concedida por las entidades españolas es a tipo variable, lo que ofrece más margen de maniobra para acomodarse a la nueva coyuntura de los mercados internacionales. Así, el aumento de la prima de riesgo que se observa en los tipos de interés interbancarios (por ejemplo, en el EURIBOR a 3 meses o a 1 año) y que refleja el aumento del coste de la financiación de las entidades bancarias, se traslada automáticamente a los prestatarios que utilicen dichos tipos de interés como referencia. El diferencial entre los tipos marginales activos y pasivos se ha mantenido estable en los últimos seis meses, lo que corrobora dicha capacidad de traslación (véase gráfico 2.12.B).

El dinamismo del margen de intermediación se ha trasladado, si bien con menos intensidad, al *margen ordinario*, que crece un 16,8% (2 pb en términos de los ATM, hasta el 3,13%). El





FUENTE: Banco de España.

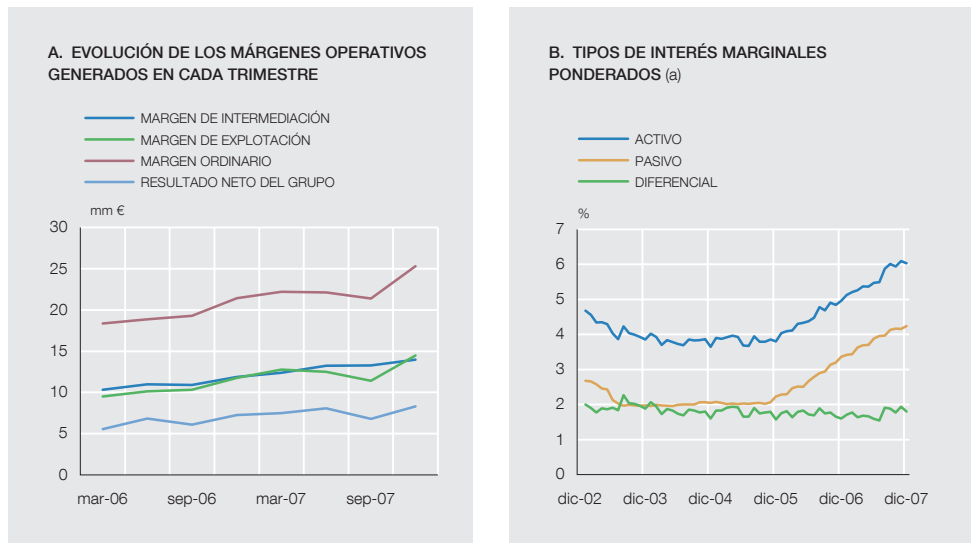
a. Para una explicación detallada de la descomposición del ROE, véase el recuadro II.1 del IEF número 6, de mayo de 2004.

menor dinamismo del margen ordinario, dentro de su notable crecimiento, viene explicado por la moderación de las comisiones, que crecen un 10,1%, reduciéndose en términos de los ATM, lo que responde sobre todo a la evolución de sus dos principales componentes. Así, las provenientes de servicios de cobros y pagos crecen en menor medida, lo que en buena parte es reflejo de la mayor competencia entre entidades. Por su parte, las comisiones percibidas por la comercialización de productos financieros no bancarios también crecen a un ritmo inferior, en parte debido a la propia evolución de los mercados financieros internacionales, que ha sido desfavorable en la segunda mitad de 2007.

El componente más dinámico dentro del margen ordinario han sido los resultados de las operaciones financieras, que crecen un 26,7% y tienden a compensar la evolución más moderada de las comisiones. El mayor dinamismo de los resultados por operaciones financieras se explica, en parte, por la venta de participaciones ajenas al grupo que han realizado algunas entidades españolas, pero también por las ganancias derivadas de las operaciones de cambio, compensando la peor evolución de la cartera de negociación con respecto a 2006.

*La exposición de la cuenta de resultados a los mercados bursátiles es muy limitada.*

En este sentido, cabe destacar que la exposición de la cuenta de resultados de las entidades de depósito españolas a los mercados bursátiles, cuyo comportamiento desde mediados de 2007, y en los primeros meses de 2008, ha sido negativo, es muy limitada. La caída de las cotizaciones bursátiles impacta directamente en la cartera de negociación de las entidades, tanto por las acciones que mantienen como por los productos derivados basados en acciones o índices bursátiles. Sin embargo, y como se ha mencionado, las posiciones de la cartera de negociación de la banca española son reducidas. Las estimaciones realizadas por el Banco de España reflejan que el impacto directo de la negativa evolución de las bolsas en enero de 2008 supone una reducción inferior al 0,5% del resultado antes de impuestos.



FUENTE: Banco de España.

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

La solidez de los resultados también se sustenta en la notable eficiencia operativa de las entidades.

Los gastos de explotación han crecido al 9,7%, lo que les lleva a reducir su peso relativo en términos de los ATM (8 pb, hasta el 1,42%). Por componentes, la evolución es similar, creciendo tanto los de personal (9,3%) como los de administración (10%). La moderación relativa de los gastos de explotación, unida al comportamiento expansivo del margen ordinario, ha permitido que la *ratio de eficiencia* continuara en 2007 con la tendencia que viene mostrando en los últimos IEF, al mejorar desde el 48,31% en diciembre de 2006, hasta el 45,38% a finales del pasado ejercicio. Esta favorable evolución de la *ratio de eficiencia* es un comportamiento general entre las entidades españolas.

En los últimos años se ha producido un proceso intenso de expansión geográfica de las entidades de depósito españolas que ha presionado sobre los gastos de explotación. Así, el incremento del número de empleados y de nuevas oficinas contribuye a explicar de forma relevante el ritmo de crecimiento de los gastos de explotación (véase gráfico 2.13.A). No obstante, las entidades españolas han dado notables muestras de capacidad de gestión de estos gastos, como pone de manifiesto la mejora continua de la eficiencia en los últimos años en el negocio en España y también en Latinoamérica (véase gráfico 2.13.B).

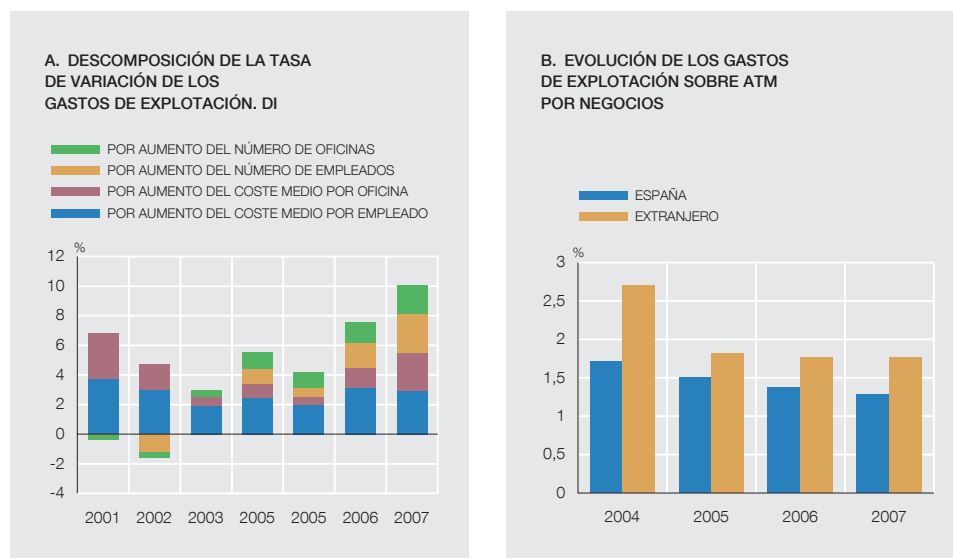
Los datos de 2007 muestran cómo el buen comportamiento del margen ordinario se ha visto reforzado por la contención de los gastos de explotación, lo que se traduce en un notable crecimiento del *margen de explotación* (22,5%), 9 pb en términos de los ATM (hasta el 1,76%).

Las *pérdidas por deterioro de activos* (dotación específica y genérica), en su gran mayoría correspondientes a inversiones crediticias, han crecido con intensidad en los negocios totales (60,6%), en parte debido al crecimiento de los activos dudosos, y en parte al todavía intenso crecimiento de la actividad. En este sentido, las provisiones genéricas constituyen en torno al 75% de los fondos para insolvencias, lo que refleja la relevancia que tiene dentro de la norma-

## GASTOS DE EXPLOTACIÓN

Entidades de depósito

GRÁFICO 2.13



FUENTE: Banco de España.

tiva prudencial española el reconocimiento de las pérdidas incurridas todavía no identificadas en operaciones concretas.

Por su parte, tanto las *dotaciones a provisiones* (distintas de la específica y genérica anteriores) como los *otros resultados* se reducen con respecto a 2006. Por una parte, las dotaciones caen básicamente por la evolución de las destinadas a pensiones, ya que en 2006 habían aumentado con intensidad debido al comportamiento de algunas entidades de elevado tamaño. Los otros resultados también se reducen, en este caso debido a la disminución de los resultados asociados a las ventas de participaciones en empresas del grupo. De nuevo, los resultados de 2006 fueron muy elevados, debido a las ventas realizadas por algunas entidades.

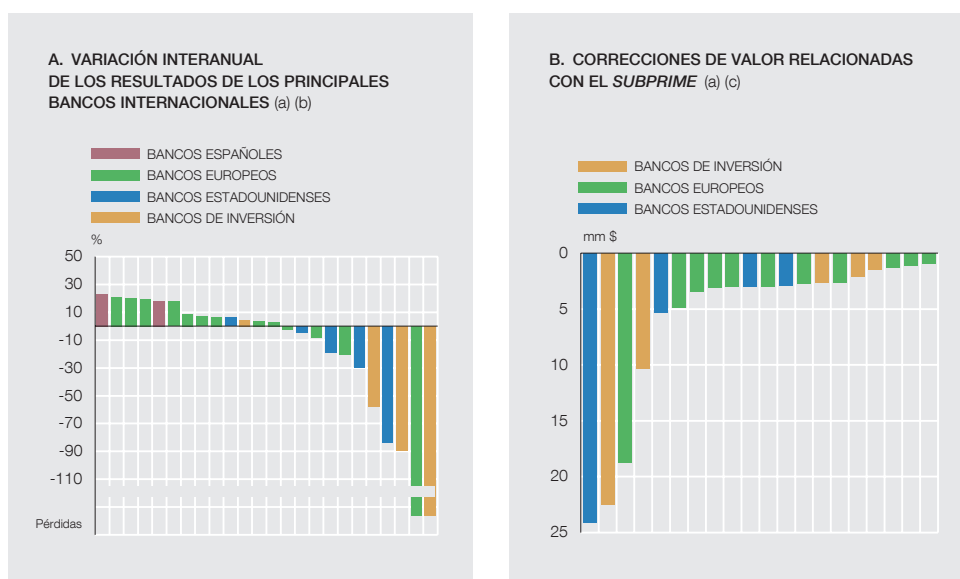
En cualquier caso, las pérdidas por deterioro y las dotaciones a provisiones detraen un 30,8% del margen de explotación, cifra solo ligeramente superior a la que se registró en diciembre de 2006 (30,1%). Con todo, el *resultado antes de impuestos* crece un 11%, mientras que el resultado del ejercicio lo hace un 18,4%. El menor crecimiento de los impuestos se explica por el fuerte incremento que registraron el ejercicio pasado como consecuencia de la disminución del tipo del impuesto de sociedades, que, al afectar a los activos y pasivos por impuestos diferidos, impactó negativamente en el resultado de las entidades.

*La cuenta de resultados dispone de una capacidad de resistencia notable ante un potencial incremento del coste de la financiación.*

Como se ha mencionado a lo largo del presente IEF, una consecuencia derivada de las turbulencias financieras actuales es que se incrementa el coste de la financiación de las entidades de crédito. Si esta situación se prolongase en el tiempo, los diferenciales de las entidades de depósito se podrían ver presionados a la baja. Una prueba de resistencia (*stress testing*) muy directa que permite evaluar esta posibilidad es incrementar el coste medio de los pasivos bancarios para así analizar el impacto sobre los resultados recurrentes de las entidades.

La valoración que se plantea es muy directa, entre otras, por dos razones. Primero, porque se ha considerado un incremento del coste de los pasivos bancarios de 0,25 pb sin posibilidad alguna de traslación al activo, por lo que el aumento del coste de la financiación es, en reali-

Grandes bancos



FUENTES: Banco de España, The Banker y presentaciones de las entidades.

- a. Datos publicados hasta la fecha de elaboración del IEF.
- b. Para los bancos que han registrado pérdidas en el último trimestre de 2007, no es significativo calcular la tasa de variación del resultado.
- c. En este gráfico no aparecen bancos españoles, ya que ninguno ha tenido correcciones de valor relacionadas con el *subprime*.

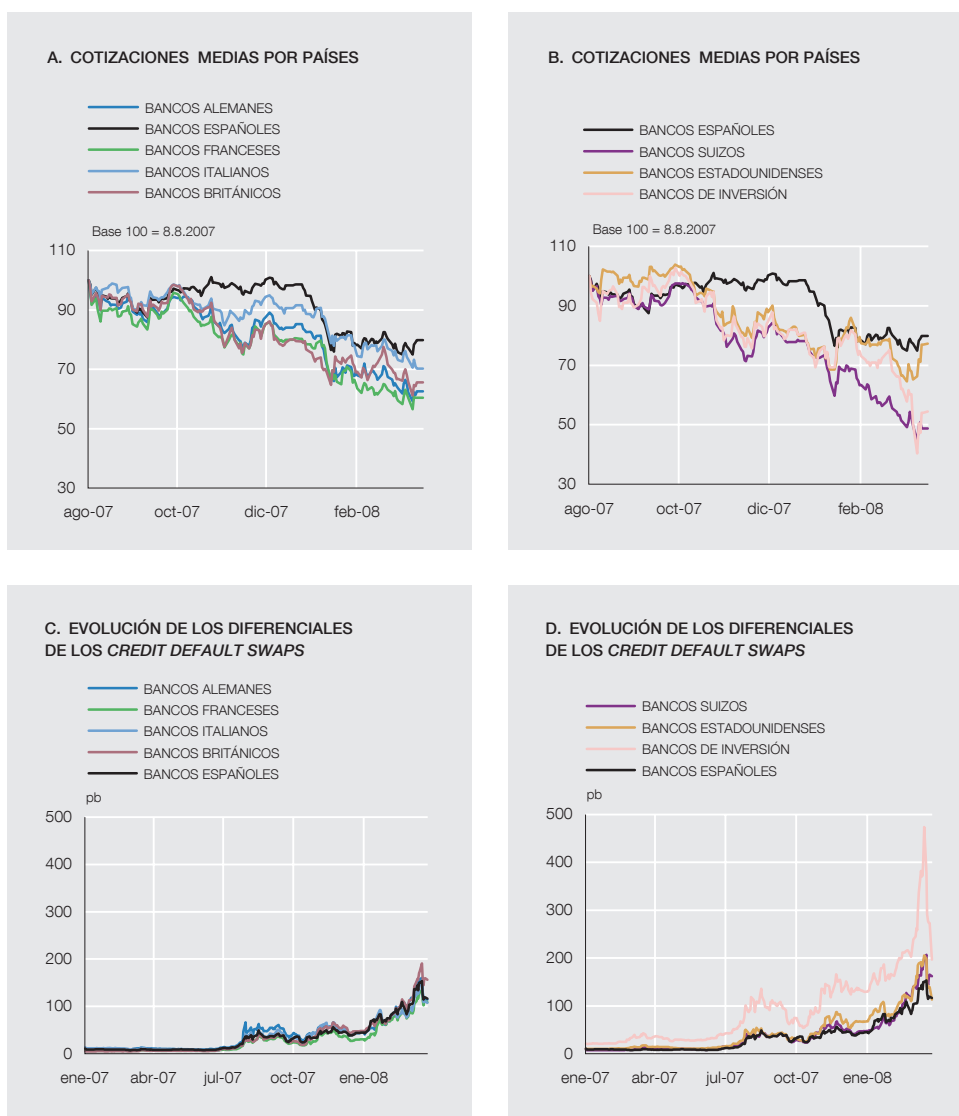
dad, un estrechamiento del diferencial. Segundo, porque no se han considerado decisiones de gestión de ningún tipo por parte de las entidades, es decir, estas no tienen capacidad de reacción alguna (ni traslación del aumento del coste al activo ni reducción de los gastos de explotación). Además de directa, la prueba de resistencia ha de entenderse como muy exigente, en la medida en que un estrechamiento de esta magnitud en el diferencial es más del doble que el experimentado por las entidades españolas en los dos últimos años.

Los resultados muestran que, si el coste medio de la financiación se incrementa en 25 pb, sin posibilidad de traslación al activo, el margen de intermediación crecería a un ritmo del 5,4% (frente al 19,9% registrado en diciembre de 2007), mientras que el de explotación lo haría un 7,5% (22,5% en diciembre de 2007). Si el análisis se endurece todavía más incrementando el diferencial en 50 pb, con lo que la probabilidad de ocurrencia de este escenario es todavía más remota, el margen de intermediación se reduciría un 9%, mientras que el de explotación lo haría un 7,6%.

*El impacto de la crisis del subprime, a diferencia de en el caso de las entidades españolas, ha sido muy significativo para las de otros países.*

La posición de las entidades de depósito españolas, y el nulo impacto directo que la crisis del *subprime* ha tenido sobre sus resultados de 2007, queda de manifiesto cuando se comparan los grandes bancos internacionales. Así, mientras que el resultado antes de impuestos de los dos grandes bancos españoles creció a tasas cercanas al 20%, los principales bancos de Estados Unidos y también de Europa han reducido significativamente sus resultados o incluso han obtenido pérdidas (véase gráfico 2.14.A). Esto obedece en buena medida a las correcciones en el valor de las carteras de productos relacionados con el *subprime* (CDO y otros) para un conjunto de entidades (véase gráfico 2.14.B) que, de forma paulatina, han sustituido el modelo de banca tradicional por el de originar para distribuir. La evolución de las cotizaciones (véanse gráficos 2.15.A y 2.15.B) y de los diferenciales de los CDS (véanse gráficos 2.15.C y 2.15.D) confirman la peor percepción por parte de los inversores de aquellas entidades con mayor dependencia o especialización en el modelo de originar para distribuir. No obstante, los últimos

Grandes bancos



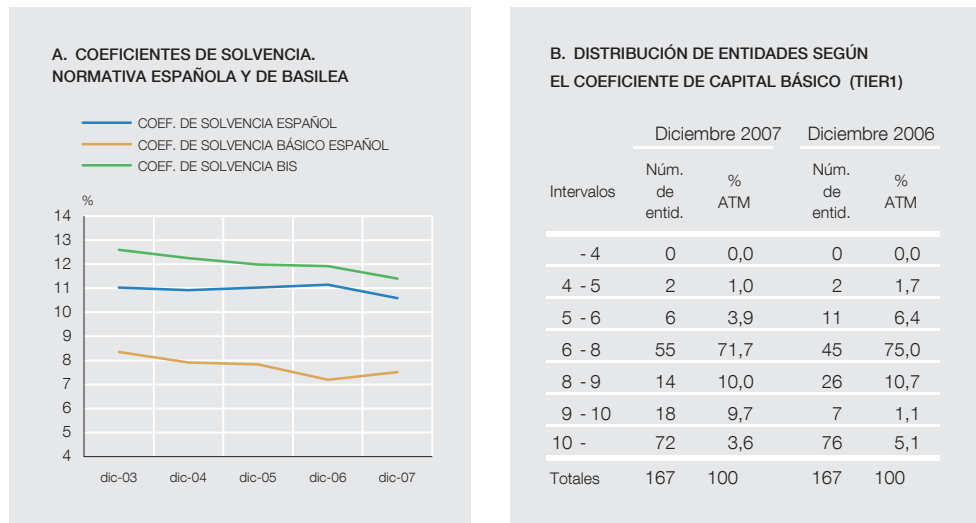
FUENTE: Datastream.

datos disponibles a la fecha de elaboración de este IEF reflejan una corrección significativa de los diferenciales de los CDS, si bien parece necesario esperar un cierto tiempo para determinar si se confirma definitivamente.

### 2.1.3 SOLVENCIA

*La solvencia se mantiene ampliamente por encima de los mínimos regulatorios, habiéndose fortalecido el tier 1.*

Los *coeficientes de solvencia* del sistema bancario español superan ampliamente los mínimos regulatorios exigidos. Así, al cierre del ejercicio 2007, la ratio de solvencia total bajo la normativa de Basilea se ha mantenido por encima del 11,4%, a pesar de reducirse 50 pb. Aplicando la normativa española, más estricta, el coeficiente de solvencia total se sitúa en el 10,6%, tras un retroceso de 55 pb. Por su parte, el coeficiente de solvencia básico ha alcanzado el 7,5% después de haber registrado un repunte (32 pb), que ha roto la tendencia descendente observada durante la última década (véase gráfico 2.16.A). Esta mejora de la ratio de solvencia básica ha tenido lugar para un elevado número de entidades. En realidad, son muy pocas las que tienen una ratio tier 1 por debajo del 6% (el mínimo regulatorio es del 4%) y su peso relativo es muy reducido (véase gráfico 2.16.B). Además, su número y su peso relativo han disminuido en el último año. Por el contrario, el peso relativo de las entidades (más de cien) con una ratio superior al 8% (el doble del mínimo regulatorio) ha aumentado significativamente.



FUENTE: Banco de España.

Los activos ponderados por riesgo se desaceleran...

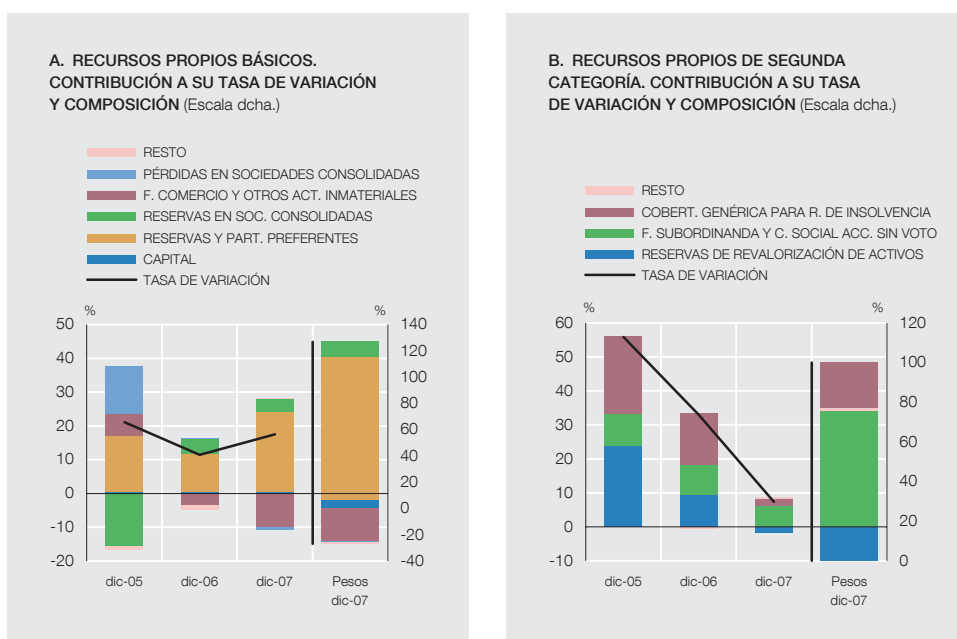
La desaceleración del crédito por parte de las entidades de depósito españolas a lo largo de 2007, en un contexto de moderación de la actividad, se ha trasladado a los *activos ponderados por riesgo*, que han pasado de crecer un 21,3% a finales de 2006 a hacerlo un 12,7% un año después. Así, los requerimientos por riesgo de crédito han crecido al 13,8%, 8,3 pp menos que un año antes, como consecuencia de la desaceleración tanto de los activos que ponderan al 50% (5,8 pp), en su mayoría operaciones con garantía hipotecaria sobre vivienda, que han crecido un 8,8% en 2007, como de los más arriesgados (ponderación del 100%), que se han desacelerado 9,1 pp, con un incremento del 15%. Al mismo tiempo, el crédito con ponderación nula (a AAPP, entre otros) se ha incrementado un 25,5%, lo que, unido a lo anterior, ha tenido como resultado una ligera mejora en el perfil de riesgo de las entidades de depósito (activos ponderados por riesgo sobre activos totales) de 55 pb, hasta el 66,8%.

... así como los recursos propios, donde crecen con intensidad los de primera categoría.

El comportamiento de los *recursos propios totales* ha sido muy similar al de los activos ponderados por riesgo, ya que, tras varios ejercicios con un crecimiento estable (en el entorno del 22%), en diciembre de 2007 han mostrado una fuerte desaceleración (de 15 pp, al haber aumentado a una tasa del 7,2%). Sus componentes han evolucionado de modo distinto. Por un lado, dentro de los positivos, los básicos (tier 1) han crecido un 17,7%, lo que ha supuesto una aceleración cercana a los 6 pp, mientras que los de segunda categoría (tier 2) se han desacelerado por segundo año consecutivo, al haber crecido un 7,3%, frente al 33% de 2006. Por otro lado, las deducciones han repuntado (141%), lo que ha supuesto que su contribución a la ratio de solvencia total sea negativa en 7,2 pp.

El notable crecimiento de los *recursos propios básicos* se explica (véase gráfico 2.17.A), en gran medida, por la buena marcha de la actividad bancaria durante el año 2007, que, plasmada en unos resultados en aumento, ha permitido que las entidades hayan trasladado parte de sus beneficios a reservas (se aceleran cerca de 6 pp, al haber crecido al 18,6%). El fuerte dinamismo de las reservas se ha visto compensado en parte por el incremento del fondo de comercio. Por su parte, los *recursos propios de segunda categoría* se han desacelerado significativamente, al desaparecer los efectos positivos del cambio de normativa, tanto en relación con la computabilidad de las provisiones genéricas, como de las reservas de revalorización, que se produjeron a lo largo de 2005 y 2006. De esta forma, la evolución del tier 2

Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

vuelve a depender, sobre todo, de la variación de la financiación subordinada, que, por otro lado, constituye la parte más importante de los recursos propios de segunda categoría (véase gráfico 2.17.B). Finalmente, las *deducciones de los recursos propios* han vuelto a aumentar como consecuencia del incremento de las participaciones en entidades financieras.

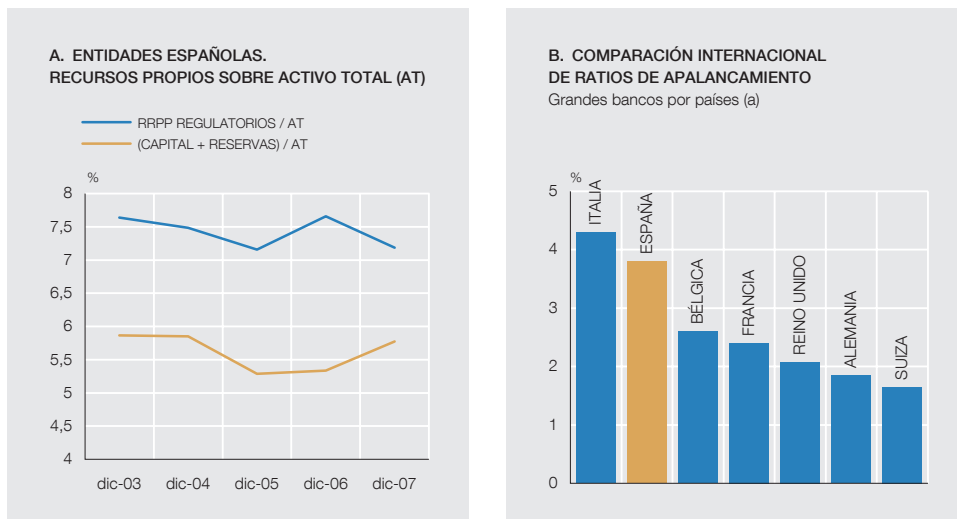
*Los recursos propios sobre el activo total también son elevados...*

*... y la comparación con los grandes bancos internacionales muestra la buena posición de los españoles en términos de su capital básico (core capital).*

Los coeficientes de solvencia se calculan teniendo en cuenta los activos ponderados por riesgo. Sin embargo, desde el verano pasado, hay un interés creciente entre los analistas por la *comparación directa de los recursos propios con el activo total*, probablemente por las incertidumbres aparecidas en cuanto al nivel de riesgo de los activos y por el mayor interés que suscita analizar directamente el grado de apalancamiento de las entidades. Las entidades de depósito españolas muestran (véase gráfico 2.18.A) un coeficiente de recursos propios regulatorios sobre activo total, sin ponderar, por encima del 7% y relativamente estable en los últimos años. Una medida más ajustada se obtiene al considerar solo el capital y las reservas (*core capital*), es decir, excluyendo el tier 2 y los componentes del tier 1 híbridos (participaciones preferentes). Se observa (véase gráfico 2.18.A) que el nuevo cociente se acerca al 6%, un nivel elevado. Adicionalmente, la comparación internacional del cociente entre el capital y las reservas (netas en este caso del fondo de comercio) muestra la fortaleza de las grandes entidades españolas (véase gráfico 2.18.B)<sup>15</sup>.

Con datos de la CIR, se ha construido un modelo para estimar la *distribución de pérdidas* por riesgo de crédito de las entidades de depósito españolas a partir de datos históricos sobre los préstamos concedidos por estas entidades durante las dos últimas décadas. Por medio de este modelo se ha analizado el efecto de variables macroeconómicas, como el PIB y los tipos de interés, sobre la proporción de impagos, la evolución del número total de préstamos concedidos y la pérdida que estos impagos pueden ocasionar a las entidades, lo que ha permiti-

15. Nótese que en la comparación internacional se deduce el fondo de comercio del capital y las reservas. Sin esta deducción, la ratio sería superior para todos los países, aunque, muy probablemente, no se vería alterado el orden entre ellos.



FUENTES: Banco de España y Lehman Brothers.

a. La ratio de apalancamiento se define como el cociente entre el capital y las reservas neto del fondo de comercio sobre el activo total neto del fondo de comercio. A mayor ratio menor apalancamiento.

do calcular el impacto que sobre la distribución de las pérdidas acumuladas en un horizonte temporal de tres años tendrían diferentes escenarios macroeconómicos.

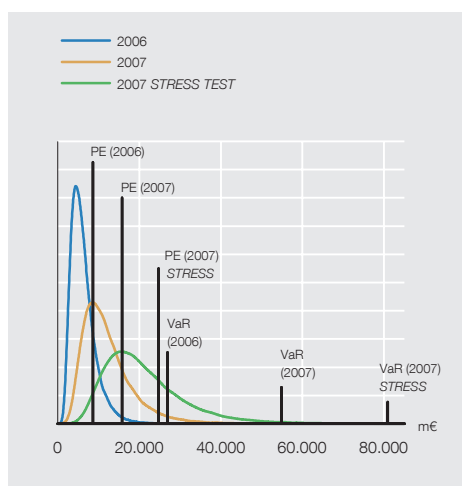
*Los ejercicios de estrés ante diferentes escenarios macroeconómicos adversos confirman la capacidad de resistencia de las entidades españolas.*

Dicha distribución de pérdidas muestra un desplazamiento hacia la derecha, así como un achatamiento (véase gráfico 2.19) de diciembre de 2006 a diciembre de 2007, lo que es indicativo de unas mayores pérdidas esperadas e inesperadas. El aumento en el volumen del crédito concedido entre ambas fechas explica dicho desplazamiento. No obstante, los recursos propios disponibles en la actualidad cubren ampliamente estas pérdidas. Así, la pérdida esperada solo alcanza el 45% de la suma de los fondos genérico y específico del total de las entidades de depósito en diciembre de 2007, mientras que la pérdida inesperada, calculada para un nivel de confianza del 99,9%, supone solo el 19% de los recursos propios del sistema.

Adicionalmente, se ha llevado a cabo un *stress test* sobre la distribución de pérdidas obtenida en 2007, en el que se analiza el impacto que tendrían cuatro trimestres consecutivos con caídas del PIB de magnitud similar a las ocurridas en la recesión de 1993. Adicionalmente, se supone que, a partir del cuarto trimestre, se tardarían dos años más en recuperar los niveles de crecimiento previos. Como se puede observar (véase gráfico 2.19), el efecto fundamental sobre la distribución de pérdidas acumuladas en los próximos tres años sería un aumento considerable del riesgo de crédito. En concreto, la pérdida esperada aumentaría en un 57%, mientras que la pérdida inesperada, evaluada también al 99,9%, podría incrementarse en un 44% con respecto a su valor actual. A pesar de la dureza del escenario simulado, los recursos propios acumulados por las entidades de depósito españolas serían capaces de absorber holgadamente el incremento de las pérdidas por riesgo de crédito en el negocio en España. En particular, la pérdida esperada en este escenario de *stress* solo alcanzaría el 70% de la suma del fondo genérico y del específico, mientras que la pérdida inesperada únicamente afectaría al 26% de los recursos propios<sup>16</sup>.

16. Nótese que no se permite ningún aumento en los recursos propios; es decir, se utilizan los existentes en diciembre de 2007, lo cual endurece adicionalmente el ejercicio de *stress*.





FUENTE: Banco de España.

a. PE: pérdidas esperadas; VaR: valor en riesgo.

## 2.2 Otros participantes en los mercados financieros

### 2.2.1 COMPAÑÍAS DE SEGUROS

Como se ha mencionado en anteriores IEF, una característica diferencial del sistema financiero español es su elevado grado de bancarización. A pesar de ello, el estudio de otros intermediarios financieros, como son las *compañías de seguros*, es relevante para el análisis de la estabilidad financiera. Los efectos derivados de la crisis de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos y las actuales condiciones de los mercados financieros internacionales plantean retos adicionales para el sector asegurador. No obstante, la información disponible hasta la fecha, así como las valoraciones de diferentes organismos nacionales e internacionales, hacen pensar que, en estos momentos, no se detectan especiales tensiones que afecten al sector tradicional de este negocio.

*Los riesgos directos derivados del subprime para las compañías de seguros parecen limitados.*

Esta valoración de carácter general se desprende del hecho de que, a nivel internacional, las compañías de seguros han invertido de forma limitada en el tipo de productos estructurados que están en la raíz de los problemas que en la actualidad atraviesan los mercados financieros internacionales. Las exposiciones que se derivan de los riesgos relacionados con el *subprime*, que algunos estudios a nivel internacional cifran entre el 2% y el 10% del activo total del sector, son consideradas manejables. Hasta el momento, las compañías de seguros no se han visto afectadas por el riesgo de liquidez derivado de la operativa a través de *conduits* o SIV.

La información disponible para el *sector asegurador español* confirma lo anterior. Las entidades que mantienen algún riesgo marginal, directo o indirecto, son reducidas, tanto en número como en peso relativo en el sector. A través de diversos estudios realizados, las compañías de mayor tamaño del sector asegurador español han declarado no tener exposiciones en fondos de inversión ni en productos estructurados expuestos al *subprime* de Estados Unidos.

*Los datos disponibles para las compañías de seguros españolas muestran la estabilidad de las mismas...*

Los datos sobre la evolución de las compañías del sector asegurador español, solo disponibles hasta el tercer trimestre de 2007, muestran la estabilidad del mismo. Así, hasta septiembre de 2007, los activos de las aseguradoras crecieron un 6,2% con respecto al mismo período del año anterior. La estructura del balance no ha variado significativamente con respecto a fechas precedentes, de tal modo que mantienen una elevada proporción de sus activos en inversiones de renta fija (un 50,5% en septiembre de 2007), de las que su mayoría (en torno al

60%) se clasifican como inversiones a vencimiento. Por su parte, la renta variable representa una proporción reducida (5% del activo total), mientras que las pólizas *unit-link*, en las que el tomador del seguro asume el riesgo de la inversión, suponían un 6% de los activos. Por lo tanto, para el sector asegurador español, las fluctuaciones de los mercados de valores no son elementos de elevado riesgo, por su reducida exposición, como tampoco lo es la evolución de los tipos de interés, en la medida en que, generalmente, las posiciones se gestionan mediante inmunización de duraciones.

*... su crecimiento en términos de las primas...*

El crecimiento del sector asegurador español se refleja en un aumento de las primas en el tercer trimestre de 2007 del 9,5%, siendo más expansivo el ramo vida (15,1%) que el de no vida (5,8%), representando las primas de este último un 58% del total.

*... y sus elevados márgenes de solvencia.*

La solvencia del sector continúa siendo elevada. Por una parte, los bienes afectos a las provisiones técnicas superan a las provisiones que se deben cubrir, tanto en el ramo vida como en el no vida. Por otra parte, el margen de solvencia está en un nivel muy elevado, al suponer un 190% para el ramo vida y un 347% para el no vida.

*En la actualidad existe una preocupación creciente acerca de los monolines...*

A nivel internacional un ámbito del negocio asegurador en el que la preocupación es creciente es el de los denominados *monolines*<sup>17</sup>. Estas entidades desarrollan un tipo de negocio significativamente distinto al de las compañías de seguros tradicionales. Básicamente proveen mejoras crediticias a los emisores de bonos, que típicamente se concretan en una garantía incondicional e irrevocable sobre el principal y los intereses de los bonos que son garantizados. De este modo, las emisiones obtienen una mejor calificación crediticia de la que les hubiera sido asignada en ausencia del seguro. Es más, aun cuando el emisor dispone de una buena calificación crediticia, puede encontrar beneficioso contratar los servicios de un *monoline* si se trata de un nombre poco conocido, pues sus títulos se vuelven más atractivos para los inversores.

*... que en los últimos años han otorgado mejoras crediticias a los tramos súper-sénior de los CDO.*

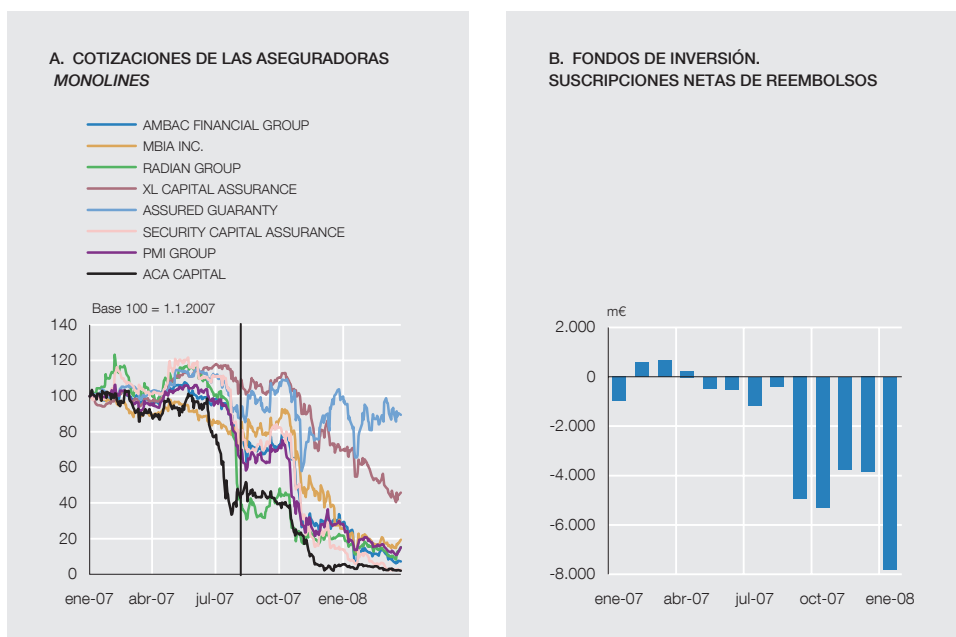
Tradicionalmente, los *monolines* han garantizado emisiones en el mercado estadounidense de bonos municipales, pero a lo largo de los últimos años, y a pesar de las diferencias existentes entre las distintas compañías del sector, han incrementado significativamente su participación en el mercado de productos estructurados, otorgando mejoras crediticias a los tramos *súper-sénior* de titulaciones con CDO, que en algunos casos tenían como subyacente activos de mala calidad crediticia.

Las presiones que desde el verano pasado están viviendo los mercados financieros han impactado en los *monolines*, que han registrado pérdidas en sus posiciones valoradas a precios de mercado (*mark-to-market*) en productos como los CDO sintéticos y otros derivados. Esta situación se ha reflejado en la evolución tanto de sus cotizaciones bursátiles (véase gráfico 2.20.A) como de los diferenciales de los CDS.

*Los problemas que han afectado a estos productos ponen en peligro el rating del monoline (normalmente AAA)...*

Los *monolines* normalmente mantienen sus posiciones hasta el vencimiento y solo han de hacer frente a los pagos comprometidos en las garantías que ofrecen en el caso de que impague el bono correspondiente. A pesar de ello, en medida en que las pérdidas en las posiciones valoradas a precio de mercado reflejan el deterioro de la calidad crediticia de los títulos, estas implican un incremento en la probabilidad de que los *monolines* hayan de hacer frente a pagos futuros sobre los instrumentos garantizados. En este contexto, recientemente las

<sup>17</sup>. Este segmento del negocio asegurador agrupa a un conjunto de entidades especializadas radicadas en Estados Unidos, aunque alguna de ellas pertenece a entidades financieras europeas. Se trata de un mercado en el que la concentración es elevada, pues la cuota de mercado conjunta de las seis mayores compañías está en torno al 90%.



FUENTES: Banco de España, Datastream e INVERCO.

agencias de calificación han anunciado la revisión de los *ratings* de estas empresas, cuestión que es básica para el tipo de negocio que desarrollan.

*... lo que afectaría a los bonos garantizados, pudiendo provocar fuertes ventas de los mismos.*

Una reducción en la calificación de los *monolines* tendría un impacto significativo en los *ratings* de los bonos que han sido garantizados. Ello podría afectar negativamente a los mercados crediticios, en la medida en que la rebaja en las calificaciones crediticias de los títulos garantizados provocaría órdenes de venta por parte de los inversores que los mantienen en cartera. Por otra parte, algunos bancos internacionales también podrían verse afectados de forma directa, tanto porque son propietarios o poseen parte del capital de los *monolines*, como porque han tomado protección a través de CDS de los que son contrapartida estas compañías.

*Las entidades de crédito españolas no tienen exposiciones directas con los monolines.*

*Las entidades de depósito españolas, a diferencia de otros bancos extranjeros, no tienen ninguna exposición significativa con los monolines, por lo que no existen riesgos directos para el sistema bancario español. En todo caso, los riesgos asociados a los monolines serían de carácter indirecto, en la medida en que sus dificultades intensificarán las actuales turbulencias que atraviesan los mercados financieros internacionales.*

2.2.2 OTROS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

En España, la exposición directa a las hipotecas de alto riesgo de Estados Unidos de los fondos de inversión, así como de los fondos de pensiones, es prácticamente nula. No obstante, los riesgos indirectos derivados de las condiciones actuales de los mercados financieros suponen, para ambos, retos de gestión importantes.

*Los fondos de inversión pueden verse afectados por la evolución a la baja y más volátil de los mercados...*

Por una parte, la propia evolución de los mercados financieros, que se ha caracterizado por un incremento de los diferenciales crediticios, así como por la evolución bajista, y más volátil, de las bolsas de valores, tendrá un impacto en el sector. En este sentido, para los *fondos de inversión*, en 2007 la rentabilidad media ponderada ha sido del 2,40%, por debajo de la rentabilidad de la deuda pública. En esta línea se ha situado también la rentabilidad de los fondos de pensiones, que ha sido del 2,1%.

... por un menor apetito por el riesgo de los inversores y por la mayor competencia de las entidades de depósito por la captación del ahorro.

Por otra parte, en un contexto en el que la evolución de los mercados financieros es desfavorable, es probable que los ahorradores tiendan a modificar sus estrategias de inversión, optando por productos que ofrecen un menor perfil de riesgo, como serían los depósitos bancarios. A lo anterior contribuye también el nuevo marco fiscal de los productos de ahorro (véase cuadro 3.1 del IEF de noviembre de 2007).

Los datos disponibles hasta la fecha reflejan lo anterior. Así, el patrimonio total de las instituciones de inversión colectiva (IIC) se ha reducido a lo largo de 2007 en más de 9.000 millones de euros (-2,7%), hasta alcanzar los 327.964 millones de euros. Entre las IIC, los fondos de inversión mobiliaria, que representan un 72,8% del total, han reducido su patrimonio en un 6,1%, mientras que el descenso en el número de partícipes ha sido del 6,3%. Las suscripciones netas de participaciones han sido claramente negativas, especialmente en la segunda mitad del año, momento desde el que se registran unos reembolsos netos cercanos a los 26.000 millones de euros (véase gráfico 2.20.B).

Por su parte, el comportamiento en el sector de los *fondos de pensiones* ha sido algo mejor, si bien su evolución en 2007 ha sido menos dinámica que en años anteriores. Así, el patrimonio de los fondos de pensiones aumentó en 2007 un 6,52%, hasta alcanzar los 86.561 millones de euros, frente al 11,5% registrado en 2006.

Como ya se indicó en anteriores IEF, el Reglamento de IIC de noviembre de 2005 abrió posibilidades adicionales al sector de fondos de inversión, al permitir la creación en España de *hedge funds* y de fondos de fondos. No obstante, en España este sector tiene una importancia relativa reducida, al mismo tiempo que la exposición de las entidades españolas al mismo es limitada. En el ámbito internacional, sin embargo, los *hedge funds* han incrementado significativamente el volumen de activos gestionados en los últimos años. En diversas ocasiones se ha debatido acerca de su capacidad para diversificar los riesgos de una forma más eficiente, al mismo tiempo que sobre sus potenciales peligros, dado que se trata de estructuras altamente apalancadas. Sin embargo, hasta la fecha, no se han situado en la raíz de los problemas que atraviesan los mercados financieros internacionales, aunque algunos han pasado por dificultades.

### 3 Infraestructuras

*A pesar de las dificultades significativas que se han producido en los mercados financieros internacionales...*

*... no se han detectado problemas en las infraestructuras que los soportan.*

*No obstante, se está intensificando el debate para profundizar en la mejora de las infraestructuras regulatorias.*

*Basilea II supone un enorme avance en la gestión de los riesgos...*

*... si bien, y dada la mayor sensibilidad de los requerimientos al riesgo, podría favorecer la prociclicidad del sistema bancario.*

A pesar de las dificultades crecientes en los mercados financieros internacionales desde el verano pasado (*subprime*, falta de liquidez en los *conduits* y SIV, retirada de inversores institucionales del mercado de titulaciones (*covered bonds* y ABS) y de deuda procedente de LBO, pérdida de confianza entre los grandes bancos internacionales y atesoramiento de liquidez por motivo precaución, riesgos con los *monolines* y los DPC, deterioro de expectativas, aumento de los impagos y caídas bursátiles), *las infraestructuras que soportan los mercados financieros internacionales* (contratación, compensación y liquidación de valores y sistemas de pagos, tanto mayoristas como minoristas) han funcionado sin ningún problema significativo. Las dificultades actuales no están, por tanto, relacionadas con la infraestructura de los mercados, sino, en parte, con el funcionamiento y la dinámica de dichos mercados. En cualquier caso, dada la intensidad de las turbulencias, se está produciendo una creciente discusión sobre la forma de profundizar en la mejora de otras infraestructuras de carácter regulatorio.

En el plano de las infraestructuras de regulación, recientemente se ha producido una profunda revisión de dos de sus elementos centrales. La primera, a través del proceso que se conoce como *Basilea II* (y su concreción en la Unión Europea a través de la Directiva de Requerimientos de Capital 48/06 y la próxima Circular sobre recursos propios del Banco de España<sup>1</sup>), y la segunda, a través de la entrada en vigor de las *normas internacionales de información financiera* (*International Financial Reporting Standards* o IRFS) (a través del Reglamento Comunitario 1606/02 y la Circular Contable 4/2004 del Banco de España).

*Basilea II*, que entra en vigor en España este año, supone un enorme avance en la regulación bancaria, al vincular, de forma mucho más estrecha, los requerimientos de capital de las entidades de crédito al nivel de riesgo asumido por estas. De esta forma, se evitarán potenciales incentivos de las entidades a arbitrar la normativa de capital debido a su escasa sensibilidad al riesgo. Por ejemplo, hasta ahora, el consumo de capital regulatorio en la financiación a empresas era independiente del nivel de riesgo de crédito de estas, de tal forma que consumía el mismo porcentaje de recursos propios un crédito a una empresa con la máxima calificación crediticia que otro préstamo a una empresa al borde del impago. La titulización de activos permitía a las entidades explotar esta falta de sensibilidad de los requerimientos de capital al riesgo.

Aun cuando el paso a un sistema de requerimientos de recursos propios mucho más ajustado al nivel de riesgo es una mejora muy importante de la infraestructura regulatoria, este paso no está exento de algunas dificultades potenciales que las entidades deberán tomar en consideración. Entre dichas dificultades, probablemente la más relevante es la *cuestión de la prociclicidad*<sup>2</sup>. Frente a unos requerimientos de capital constantes a lo largo del ciclo económico con Basilea I, los requerimientos de capital van a ser ahora mucho más proporcionales al nivel de riesgo, y este, medido a través de la probabilidad de impago del préstamo, se mueve con el ciclo económico: dichas probabilidades aumentan en las fases de desaceleración económica y disminuyen en las fases expansivas. Así, en línea con la evolución de las probabilidades de impago, un aumento sustancial de los requerimientos de capital puede tener un impacto negativo en el crédito y, por tanto, en la actividad económica, agravando la fase recesiva.

<sup>1</sup>. El 29 de febrero, el Banco de España publicó el texto de la Circular para su consulta pública. <sup>2</sup>. Una discusión sobre el tema puede verse en el trabajo de E. González, «Prociclicidad, volatilidad financiera y Basilea II», aparecido en *Estabilidad Financiera*, n.º 8, pp. 153-161.

*La aplicación del valor razonable también incorpora elementos de prociclicidad.*

Por otra parte, las nuevas normas contables (IFRS) aplicadas en la Unión Europea y en otros países del mundo desde 2005, así como las normas estadounidenses (FASB), también incorporan elementos de sensibilidad al ciclo económico, como es la aplicación del valor razonable, que puede entenderse como el precio al que comprador y vendedor se intercambian el instrumento financiero. El valor razonable se aplica para la valoración de los instrumentos financieros mantenidos en la cartera de negociación (*trading book*) y en la de disponibles para la venta (*available for sale*), pero no para aquellos mantenidos hasta su vencimiento, que deben clasificarse en la cartera de inversión a vencimiento (*held to maturity*) y, tanto en Europa como en Estados Unidos, se valoran al coste amortizado.

*El sistema financiero es, por su naturaleza, procíclico. La cuestión relevante es determinar si la regulación incorpora elementos de prociclicidad adicionales.*

Los mercados financieros, así como los agentes que participan en ellos, tienen, por su propia naturaleza, un comportamiento procíclico. Es decir, en las fases expansivas tienden a no incorporar completamente los riesgos que se van acumulando, para reaccionar con celeridad en los momentos recesivos. En la medida en que la regulación financiera ha de reflejar la realidad de los mercados y adaptarse a ella, también incorpora un cierto elemento de prociclicidad. Este es el caso, por ejemplo, tanto de Basilea II como de las IFRS. No obstante, lo relevante es determinar si estas regulaciones incorporan elementos de prociclicidad adicionales a los que caracterizan al sistema financiero, o bien son un reflejo del mismo, es decir, su aplicación es neutral en términos de la prociclicidad que incorporan. Dada la importancia de esta cuestión, parece conveniente plantearse un análisis más detenido.

*El BCBS ha incluido diversos elementos que mitigan el problema.*

En este sentido, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) fue consciente del tema de la prociclicidad e introdujo en el nuevo marco regulatorio de los recursos propios elementos que la mitigan, tanto en el pilar 1 como en el 2 (posibilidad de calcular las probabilidades de impago teniendo en cuenta un horizonte dilatado<sup>3</sup>, pruebas de resistencia ante estancamientos de la actividad económica, ajuste de los requerimientos de capital al perfil cíclico, etc.). Probablemente el elemento de mitigación más importante es la gestión activa del capital por parte de las entidades con una perspectiva de medio plazo y siendo conscientes del impacto que un cambio de ciclo ejerce en las necesidades de recursos propios. En este sentido, debe señalarse que las entidades de crédito operan, en la mayor parte de los casos, con un margen significativo de capital por encima del mínimo regulatorio.

*El debate acerca de las IFRS ha sido más limitado, si bien las dificultades recientes lo han intensificado...*

Sin embargo, en relación con la sensibilidad del valor razonable al ciclo, el debate, hasta ahora, ha sido más limitado. No obstante, las dificultades crecientes en los mercados financieros internacionales desde el verano pasado han intensificado el interés sobre esta cuestión, ya que la prociclicidad del valor razonable se hace más evidente cuando no hay mercados líquidos y profundos (si los hubiera, el valor razonable sería el precio de mercado), debiendo entonces emplearse modelos internos de valoración.

*... en la medida en que se han puesto de manifiesto los problemas de valoración asociados a modelos (mark-to-model)...*

En efecto, desde el verano pasado, la liquidez en numerosos mercados se ha reducido muy significativamente, con lo cual las entidades han tenido que recurrir de forma creciente a obtener el valor de sus instrumentos financieros a través de la información contenida en mercados de instrumentos semejantes o utilizando sus propios modelos (*mark-to-model*), que, además, hacen uso de *inputs* (probabilidades y pérdidas en caso de impago, correlaciones entre los impagos de los diferentes componentes de una cartera, etc.) no observables directamente en el mercado.

<sup>3</sup> El trabajo de J. Saurina y C. Trucharte, «An assessment of Basel II procyclicality in mortgage portfolios», en *Journal of Financial Services Research*, vol. 32, n.º 1-2, octubre de 2007, pp. 81-101, pone de manifiesto las diferencias significativas de capital regulatorio a lo largo del ciclo que se obtienen dependiendo del método utilizado para calcular la probabilidad de impago.



Las normas contables estadounidenses (SFAS 157) clasifican los activos (y pasivos) en tres niveles, dependiendo de su forma de valoración: nivel 1 (*level 1 assets*), cuyos precios se observan directamente en mercados activos; nivel 2 (*level 2 assets*), cuyos precios se obtienen de mercados poco activos o cuando se trata de instrumentos financieros cuya valoración depende de *inputs* observables directa o indirectamente en un mercado; y, finalmente, nivel 3 (*level 3 assets*), aquellos que se valoran con un modelo propio (*mark-to-model*) con *inputs* no observables en ningún mercado. La información suministrada por los bancos de inversión estadounidenses muestra, desde el verano pasado, un crecimiento de los activos en el nivel 2 y en el nivel 3. Por ejemplo, para los bancos de inversión los activos de nivel 3 superan claramente el volumen de sus recursos propios regulatorios, mientras que los de nivel 2 pueden ser 10 veces mayores que los de nivel 3. Es decir, una valoración errónea de estos activos, fruto de su complejidad o de la falta de información fiable, puede tener unas repercusiones en términos de solvencia muy importantes.

*... máxime para un conjunto de productos muy complejos que se incluyeron en la cartera de negociación...*

Buena parte de las dificultades para valorar algunos instrumentos financieros se derivan de su creciente complejidad. Los diferentes tramos de una titulación (desde triple A hasta el tramo que primero asume las pérdidas, conocido como *equity*) se vuelven a combinar y empaquetar en nuevos instrumentos financieros (CDO, por ejemplo) para volver a ser vendidos a nuevos inversores. Para valorar estos instrumentos sucesivos se utilizan modelos teóricos, desarrollados recientemente y no probados en un escenario muy adverso. Las sucesivas combinaciones de tramos de titulaciones y CDO alteran de forma sustancial la distribución de pérdidas, de tal forma que resulta mucho más difícil calcular el nivel de riesgo incurrido, que, además, aumenta con cada titulación sucesiva. Muchos de estos modelos no tuvieron en cuenta que una parte del subyacente de estos productos eran créditos de alto riesgo (*subprime*) con un comportamiento muy sensible y mal medido frente a los movimientos en los tipos de interés y en los precios de la vivienda, y frente a los incentivos de los prestatarios. Así, las correlaciones entre impagos en una cartera con créditos *subprime* se infravaloraron significativamente, en buena medida porque el modelo de concesión de créditos giró desde el *buy and hold* (el banco se quedaba el riesgo de crédito o al menos una parte de él) al *originate to distribute* (el banco transfería rápidamente todo el crédito y, por tanto, sus incentivos a vigilar la calidad de los acreditados disminuían drásticamente)<sup>4</sup>.

Muchos de los inversores en los tramos más sénior de las titulaciones no estaban preparados para asumir y gestionar unos niveles de riesgo mucho más elevados que lo que indicaban las calificaciones crediticias (*rating*) de dichos títulos. Estos instrumentos, registrados generalmente en la cartera de negociación, empezaron a perder valor, al tiempo que su *rating* era revisado a la baja, de tal forma que, si se utilizaban como colateral de otras operaciones, los inversores se veían obligados a aumentar dicho colateral y, en segundo lugar y más importante, algunos inversores empezaban a venderlos una vez sobrepasados determinados umbrales en el valor razonable del instrumento, presionando adicionalmente a la baja las valoraciones y retroalimentando su caída. Dichas ventas respondían en buena parte al objetivo de limitar las pérdidas en la cartera de negociación.

*... que, ante las actuales condiciones de los mercados financieros, se han traducido en pérdidas significativas para algunos bancos internacionales.*

La fuerte expansión de estos productos complejos, en un entorno de bajas primas de riesgo y de inversores en búsqueda de una mayor rentabilidad, junto a su inclusión en la cartera de negociación y, por tanto, a valor razonable (*fair value*), tuvo un efecto muy significativo en los resultados de las entidades que los utilizaron. En las fases expansivas, los inversores obtienen una elevada rentabilidad (al igual que los colocadores de los productos), aumentando los incentivos a expandir este negocio. Sin embargo, ante un cambio drástico en el sentimiento del mercado, rápidamente se reprecian estos instrumentos (incorporando también una prima por la menor liquidez), produciendo pérdidas significativas que, inmediatamente, al estar en la

4. Véase el recuadro 2.2.

cartera de negociación, se trasladan a los resultados de las entidades. Es posible que algunos inversores se hubieran cubierto de los riesgos de una pérdida de valor de estos instrumentos. Sin embargo, la eficacia de esas coberturas (mediante *monolines* y CDS) puede quedar en entredicho si el volumen asegurado es muy elevado y la caída de valor muy significativa. La concentración de la venta de protección en unas pocas entidades no hace sino aumentar la incertidumbre sobre la eficacia de dichas coberturas. En estas circunstancias, la solvencia de los vendedores de protección puede estar también en cuestión. Dichos vendedores se beneficiaron, en la fase expansiva, de la prima de aseguramiento y de la práctica inexistencia de impagos, con un impacto muy favorable en sus resultados.

En definitiva, cuando los mercados desaparecen hay que recurrir a utilizar *inputs* y modelos internos, que, a su vez, se ven sometidos a una enorme prociclicidad (aumento de las correlaciones entre los valores de los activos de la cartera), lo que contribuye, adicionalmente, a agravar los problemas ante la reacción de los inversores y los gestores bancarios para limitar las pérdidas. En este sentido han surgido opiniones que argumentan que, si los inversores no tienen intención de negociar con estos títulos, es decir, si los van a mantener hasta vencimiento, lo adecuado sería clasificarlos en la cartera de inversión a vencimiento y no en la de negociación o en la de disponibles para la venta. Conviene señalar que, hasta el verano pasado, estos comentarios eran inexistentes, y que ahora, muy probablemente, buscan retrasar el reconocimiento de pérdidas reclasificando activos de la cartera de negociación en la de inversión a vencimiento, algo que las IFRS y las normas contables estadounidenses no permiten.

*La solución a estos problemas no pasa tanto por reclasificar instrumentos financieros de la cartera de negociación en otras...*

*... sino por debatir en profundidad las limitaciones del valor razonable en determinadas circunstancias...*

*... y la posible conveniencia de crear reservas de valoración objetivas y transparentes que reflejaran las incertidumbres existentes sobre ciertos parámetros de los modelos de valoración...*

*... así como por reconocer de un modo más flexible la medición de las pérdidas incurridas por riesgo de crédito.*

La solución en las presentes circunstancias no pasa tanto por reclasificar en otras carteras los instrumentos financieros de la cartera de negociación como por abrir un debate sobre *la conveniencia de que las IFRS reconozcan las incertidumbres asociadas al cálculo del valor razonable en determinadas circunstancias*. Dada la complejidad de los productos, las incertidumbres en su valoración y lo difícil que resulta predecir cómo va a evolucionar la liquidez y el apetito por el riesgo de los inversores en un entorno cambiante, sería deseable que, en las épocas de bonanza de los mercados, las normas contables permitieran crear unas reservas de valoración objetivas y transparentes que recogieran, por ejemplo, la incertidumbre sobre las correlaciones de impagos entre instrumentos. Cuando esta se manifestara, dichas reservas serían el primer elemento utilizable para hacer frente a las caídas de valor de estos instrumentos complejos.

La anterior propuesta, aplicable a los instrumentos financieros en la cartera de negociación y en la de disponibles para la venta, disminuiría la excesiva volatilidad de los resultados y, por tanto, contribuiría también a moderar los incentivos de los gestores de las entidades financieras a llevar a cabo una expansión excesiva del negocio cuando los mercados no tienen dificultades y una contracción excesiva cuando los mercados desaparecen. Lógicamente, *estas reservas de valoración frente a la incertidumbre deberían ser plenamente transparentes y comunicadas en todo momento a los inversores, de tal forma que estos pudieran reconstruir, si lo desearan, las valoraciones sin la corrección por las reservas*.

La prociclicidad de las IFRS está presente también en la medición de las pérdidas incurridas por riesgo de crédito en la cartera de préstamos a empresas y familias. Una mayor flexibilidad en las normas contables sobre provisiones para insolvencias (cálculo del deterioro de los activos) permitiría también disminuir esta prociclicidad y hacer más consistente las normas contables y la evolución de los riesgos bancarios a lo largo del ciclo<sup>5</sup>.

5. Una reflexión sobre cómo hacer esto se encuentra en el trabajo de G. Jiménez y J. Saurina, «Credit cycles, credit risk, and prudential regulation», en *International Journal of Central Banking*, vol. 2, n.º 2, junio de 2006, pp. 65-98.



Por todo ello, este parece un momento adecuado para *abrir un debate sobre la necesidad de dotar a las IFRS de una mayor flexibilidad* a la hora de recoger principios básicos de la medición y gestión del riesgo y, en particular, sobre la conveniencia de permitir reconocer de forma más temprana pérdidas de valor de los activos que se van a producir en el futuro con una elevada probabilidad. De esta forma, los gestores bancarios podrían tener mayores incentivos a limitar su natural comportamiento procíclico.



## 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)  
Informe del Servicio de Reclamaciones (trimestral)  
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).
- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

**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.

## ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 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).
- 49 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: Guerra Civil, comercio y capital extranjero. El sector exterior de la economía española (1936-1939) (2006).
- 50 ISABEL BARTOLOMÉ RODRÍGUEZ: La industria eléctrica en España (1890-1936) (2007).

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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 ENRIQUE ALBEROLA Y DANIEL NAVIA: Equilibrium exchange rates in the 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.
- 0712 JESÚS SAURINA Y CARLOS TRUCHARTE: An assessment of Basel II procyclicality in mortgage portfolios.
- 0713 JOSÉ MANUEL CAMPA E IGNACIO HERNANDO: The reaction by industry insiders to M&As in the European financial industry.
- 0714 MARIO IZQUIERDO, JUAN F. JIMENO Y JUAN A. ROJAS: On the aggregate effects of immigration in Spain.
- 0715 FABIO CANOVA Y LUCA SALA: Back to square one: identification issues in DSGE models.
- 0716 FERNANDO NIETO: The determinants of household credit in Spain.
- 0717 EVA ORTEGA, PABLO BURRIEL, JOSÉ LUIS FERNÁNDEZ, EVA FERRAZ Y SAMUEL HURTADO: Actualización del modelo trimestral del Banco de España. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0718 JAVIER ANDRÉS Y FERNANDO RESTOY: Macroeconomic modelling in EMU: How relevant is the change in regime?
- 0719 FABIO CANOVA, DAVID LÓPEZ-SALIDO Y CLAUDIO MICHELACCI: The labor market effects of technology shocks.
- 0720 JUAN M. RUIZ Y JOSEP M. VILARRUBIA: The wise use of dummies in gravity models: Export potentials in the Euromed region.
- 0721 CLAUDIA CANALS, XAVIER GABAIX, JOSEP M. VILARRUBIA Y DAVID WEINSTEIN: Trade patterns, trade balances and idiosyncratic shocks.

- 0722 MARTÍN VALLCORBA Y JAVIER DELGADO: Determinantes de la morosidad bancaria en una economía dolarizada. El caso uruguayo.
- 0723 ANTÓN NÁKOV Y ANDREA PESCATORI: Inflation-output gap trade-off with a dominant oil supplier.
- 0724 JUAN AYUSO, JUAN F. JIMENO Y ERNESTO VILLANUEVA: The effects of the introduction of tax incentives on retirement savings.
- 0725 DONATO MASCIANDARO, MARÍA J. NIETO Y HENRIETTE PRAST: Financial governance of banking supervision.
- 0726 LUIS GUTIÉRREZ DE ROZAS: Testing for competition in the Spanish banking industry: The Panzar-Rosse approach revisited.
- 0727 LUCÍA CUADRO SÁEZ, MARCEL FRATZSCHER Y CHRISTIAN THIMANN: The transmission of emerging market shocks to global equity markets.
- 0728 AGUSTÍN MARAVALL Y ANA DEL RÍO: Temporal aggregation, systematic sampling, and the Hodrick-Prescott filter.
- 0729 LUIS J. ÁLVAREZ: What do micro price data tell us on the validity of the New Keynesian Phillips Curve?
- 0730 ALFREDO MARTÍN-OLIVER Y VICENTE SALAS-FUMÁS: How do intangible assets create economic value? An application to banks.
- 0731 REBECA JIMÉNEZ-RODRÍGUEZ: The industrial impact of oil price shocks: Evidence from the industries of six OECD countries.
- 0732 PILAR CUADRADO, AITOR LACUESTA, JOSÉ MARÍA MARTÍNEZ Y EDUARDO PÉREZ: El futuro de la tasa de actividad española: un enfoque generacional.
- 0733 PALOMA ACEVEDO, ENRIQUE ALBEROLA Y CARMEN BROTO: Local debt expansion... vulnerability reduction? An assessment for six crises-prone countries.
- 0734 PEDRO ALBARRÁN, RAQUEL CARRASCO Y MAITE MARTÍNEZ-GRANADO: Inequality for wage earners and self-employed: Evidence from panel data.
- 0735 ANTÓN NÁKOV Y ANDREA PESCATORI: Oil and the great moderation.
- 0736 MICHIEL VAN LEUVENSTEIJN, JACOB A. BIKKER, ADRIAN VAN RIXTEL Y CHRISTOFFER KOK-SØRENSEN: A new approach to measuring competition in the loan markets of the euro area.
- 0737 MARIO GARCÍA-FERREIRA Y ERNESTO VILLANUEVA: Employment risk and household formation: Evidence from differences in firing costs.
- 0738 LAURA HOSPIDO: Modelling heterogeneity and dynamics in the volatility of individual wages.
- 0739 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Firm productivity dynamics in Spain.
- 0740 ALFREDO MARTÍN-OLIVER Y VICENTE SALAS-FUMÁS: The output and profit contribution of information technology and advertising investments in banks.
- 0741 ÓSCAR ARCE: Price determinacy under non-Ricardian fiscal strategies.
- 0801 ENRIQUE BENITO: Size, growth and bank dynamics.
- 0802 RICARDO GIMENO Y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: Uncertainty and the price of risk in a nominal convergence process.
- 0803 ISABEL ARGIMÓN Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Los determinantes de los saldos presupuestarios de las Comunidades Autónomas.
- 0804 OLYMPIA BOVER: Wealth inequality and household structure: US vs. Spain.
- 0805 JAVIER ANDRÉS, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO Y EDWARD NELSON: Money and the natural rate of interest: structural estimates for the United States and the euro area.
- 0806 CARLOS THOMAS: Search frictions, real rigidities and inflation dynamics.

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 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.
- 0703 YENER ALTUNBAŞ, ALPER KARA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Corporate governance and corporate ownership: The investment behaviour of Japanese institutional investors.
- 0704 ARTURO MACÍAS Y ÁLVARO NASH: Efectos de valoración en la posición de inversión internacional de España.
- 0705 JUAN ÁNGEL GARCÍA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Inflation-linked bonds from a central bank perspective.
- 0706 JAVIER JAREÑO MORAGO: Las encuestas de opinión en el análisis coyuntural de la economía española.
- 0801 MARÍA J. NIETO Y GARRY J. SCHINASI: EU framework for safeguarding financial stability: Towards an analytical benchmark for assessing its effectiveness.

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

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, solo disponible en versión electrónica en el sitio web<sup>2</sup>)

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

Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (series anuales y trimestrales<sup>3</sup>)

## Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito<sup>4</sup>

Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)

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

## Formación

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

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

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

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).

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

UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.

LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

## PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual

Boletín Mensual

Otras publicaciones

1. Todas las publicaciones las distribuye el Banco de España, excepto las señaladas con (\*), (\*\*), (\*\*\*) o (\*\*\*\*), que las distribuyen, respectivamente, Alianza Editorial, Editorial Tecnos, Macmillan (Londres) y Thomson-Aranzadi. Los precios indicados incluyen el 4% de IVA. 2. Además, diariamente se actualiza en la sección de Estadísticas. 3. Además, se difunde en Internet una actualización trimestral de los cuadros de esta publicación. 4. Solo disponible en el sitio web del Banco de España hasta su incorporación a la publicación *Circulares del Banco de España. Recopilación*.

<b>BANCO DE ESPAÑA</b> 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
---------------------------------------	---