

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

05/2009

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema



INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA MAYO 2009

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA MAYO 2009

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

© Banco de España, Madrid, 2009

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 suspenso regularizados
AT:	Activos totales
ATM:	Activos totales medios
BCBS:	<i>Basel Committee on Banking Supervision</i> (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea)
BCE:	Banco Central Europeo
BIS:	<i>Bank for International Settlements</i> (Banco de Pagos Internacionales)
BME:	Bolsas y Mercados Españoles
B:	Bancos
C:	Consolidado
CA:	Cajas de ahorros
CBE:	Circular del Banco de España
CBBE:	Central de Balances del Banco de España
CC:	Cooperativas de crédito
CDO:	<i>Collateralized Debt Obligation</i>
CDS:	<i>Credit Default Swaps</i>
CEIOPS:	<i>Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors</i> (Comité Europeo de Supervisores de Seguros y Fondos de Pensiones)
CIR:	Central de Información de Riesgos del Banco de España
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:	<i>International Accounting Standards</i>
ICO:	Instituto de Crédito Oficial
IEF:	<i>Informe de Estabilidad Financiera</i>
IFRS:	<i>Internacional 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.

PYMES:	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

INTRODUCCIÓN 11

1 RIESGOS
MACROECONÓMICOS Y
MERCADOS FINANCIEROS 13

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

3 OTROS ASUNTOS 41

- 2.1 **Entidades de depósito** 19
 - 2.1.1 Evolución de los riesgos bancarios 19
 - 2.1.2 Rentabilidad 30
 - 2.1.3 Solvencia 35
- 2.2 **Compañías de seguros, y fondos de inversión y de pensiones** 38
- 3.1 **Medidas adoptadas por el Banco Central Europeo contra la crisis** 41
- 3.2 **Prociclicidad de Basilea II: medición y alternativas de corrección** 41
- 3.3 **El sistema de provisiones español constituye un ejemplo** 45

Introducción

Desde el último *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF), el contexto en el que operan las entidades financieras se ha caracterizado por una elevada incertidumbre e inestabilidad. En los mercados financieros internacionales persisten las dificultades, e incluso las entidades con mejores calificaciones crediticias tienen difícil, si no cerrado, el acceso a la financiación mayorista, aunque los avales públicos para emisiones de deuda puestos en marcha en un elevado número de países están contribuyendo a aliviar esta situación. La economía real se ha deteriorado con rapidez e intensidad, y con una sincronización cíclica a nivel mundial sin precedentes.

La gravedad y el deterioro de la situación han inducido a las autoridades de los diferentes países a adoptar medidas excepcionales de apoyo al sistema financiero, con el objetivo de evitar su colapso. En efecto, desde el último IEF ha persistido la necesidad de rescatar o apoyar públicamente a numerosas entidades de diversos países. El gobierno estadounidense ha inyectado capital desde finales de 2008 en un elevado número de entidades, incluidos los bancos de mayor tamaño. En Europa, algunos bancos grandes han recibido la ayuda directa del Estado. Estas medidas han sido complementadas con actuaciones expansivas tanto en el ámbito de la política fiscal como en el de la monetaria.

Las entidades de depósito españolas se vieron poco afectadas inicialmente por la crisis financiera internacional, en la medida en que su modelo de banca minorista es distinto del modelo bancario de «originar para distribuir», origen de la crisis financiera. Esto, junto con la ausencia de vehículos de inversión fuera de balance (*conduits* y *SIV*) y las provisiones contracíclicas, explica el menor impacto inicial sobre el sistema bancario español.

Sin embargo, las entidades españolas, como las de otros países, afrontan los riesgos derivados de una coyuntura económica mucho más débil e incierta. Así, el crecimiento de la zona del euro se ha debilitado mucho en el cuarto trimestre de 2008, al tiempo que las previsiones para 2009 y 2010 se han revisado a la baja con intensidad. La economía española entró en recesión a finales de 2008, aumentando significativamente el desempleo, lo que, unido al ajuste en el sector inmobiliario, está incrementando fuertemente la morosidad.

El sustancial deterioro de la economía real, que implica una menor demanda de crédito por parte de los clientes, y una mayor cautela en la concesión por parte de las entidades, dado el aumento del perfil de riesgo de los prestatarios, explican la evolución de los riesgos en los balances bancarios.

El crecimiento de la morosidad no depende solo de la posición cíclica de la economía, sino también de la política crediticia desarrollada por cada entidad. Así, si bien es cierto que todas las entidades han expandido con intensidad sus balances bancarios y, en particular, sus carteras crediticias, no todas las estrategias de expansión han sido iguales. Incluso dentro de una misma estrategia, no todas las entidades han realizado la misma selección del riesgo de crédito. Finalmente, no todas las entidades están demostrando la misma capacidad para gestionar el entorno mucho más complejo que existe desde agosto de 2007.

Las dificultades para financiarse en los mercados mayoristas persisten para las entidades internacionales, incluidas las españolas. La estructura de plazos de vencimiento de la deuda bancaria en España, que se ha centrado en el medio y largo plazo aun a pesar de su mayor

coste; las medidas del Gobierno, incluida la adquisición de activos y la prestación de avales para las emisiones bancarias —y las del BCE, en particular la adjudicación plena a tipo fijo para todos los plazos—, y la capacidad del sistema bancario español para intensificar la captación de depósitos suponen un alivio para la posición de liquidez de las entidades.

Los resultados de las entidades de depósito españolas han sido en 2008, en su conjunto, positivos, si bien se han reducido con respecto a los obtenidos en el ejercicio precedente. Su mejor comportamiento en comparación con los registrados por entidades de sistemas bancarios de nuestro entorno refleja, en buena medida, el negocio tradicional de banca minorista predominante en España, que se asienta en una mayor recurrencia de los resultados, al depender en menor medida de los que provienen de los mercados financieros.

No obstante, las cuentas de resultados de las entidades españolas seguirán presionadas a la baja. En el corto plazo, por la mayor morosidad, que se traduce en la necesidad de mayores provisiones específicas (solo compensada parcialmente por las provisiones genéricas). En el medio plazo, porque la competencia por la búsqueda de financiación presiona los márgenes a la baja, y esto no podrá ser compensado por unos mayores volúmenes de actividad, ya que el proceso de desapalancamiento del sector financiero —y del conjunto de la economía— no puede considerarse como transitorio, ni en España ni a nivel global.

En la medida en que las dificultades en los mercados financieros tarden en solventarse, y más intenso y duradero sea el deterioro de la economía real, habrá una mayor presión sobre las cuentas de resultados y más entidades sufrirán dicha presión. Es preciso, por tanto, que acometan procesos de racionalización de sus estructuras de costes, bien a través de la reorganización del número y del tamaño medio de sus oficinas, bien mediante soluciones entre varias entidades a través de los procesos que se consideren oportunos.

La solvencia se mantiene, en general, por encima de los mínimos requeridos por la normativa de capital, cuya transposición a España se ha hecho buscando las opciones más prudentes y exigentes. Asimismo, el nivel de apalancamiento de las entidades de depósito españolas es menor que el registrado en otros sistemas bancarios de nuestro entorno.

En definitiva, el entorno financiero internacional es más difícil que en el último IEF, y la economía española ha iniciado, como la de otros países, un deterioro económico muy intenso, mayor que el inicialmente previsto. Las entidades españolas han de afrontar mayores ratios de morosidad y mayores presiones en sus cuentas de resultados y en su capital, en un entorno en el que la actividad no va a crecer al ritmo del pasado. En este sentido, no todas las entidades están sometidas a estas presiones por igual, ya que existen diferencias en las políticas crediticias que han desarrollado durante la fase expansiva del ciclo y en su capacidad de gestión de los riesgos, lo que se traslada a diferencias en la morosidad. Además, desde el punto de vista de los elementos (rentabilidad y solvencia) que permiten hacer frente a la manifestación de los riesgos incurridos, todas las entidades no tienen la misma capacidad de generación de beneficios ni la misma holgura en términos de su solvencia. En cualquier caso, en una coyuntura como la actual, el conjunto del sistema bancario español debe proceder a un redimensionamiento, así como a adoptar estrategias de optimización de costes.

El entorno exterior volvió a ser extremadamente complejo y continuó mostrando tensiones...

... a pesar de las numerosas medidas de rescate y de estímulo fiscal adoptadas por las autoridades económicas.

Se observó cierta mejoría en los mercados monetarios y de crédito, apoyada en la actuación de las autoridades, lo que propició un repunte en las emisiones de renta fija privada.

Descensos en la renta variable y dudas sobre la viabilidad de algunas entidades financieras.

Desde el último *Informe de Estabilidad Financiera*, el contexto internacional en el que operan las entidades de crédito españolas se ha caracterizado por una elevada incertidumbre e inestabilidad, ante la persistencia de las dificultades en el ámbito financiero, acentuadas por el notable empeoramiento de la evolución económica en el cuarto trimestre de 2008 y las malas perspectivas de crecimiento para 2009. La crisis, de carácter global, muestra un grave deterioro en algunos países desarrollados en los que el sector financiero tiene especial importancia.

La gravedad y el empeoramiento de la situación obligaron a las autoridades económicas nacionales a adoptar numerosas iniciativas de estímulo fiscal y de apoyo al sistema financiero. Las primeras se orientaron fundamentalmente a paliar los efectos de la crisis sobre la actividad y el empleo, mientras que las segundas lo hicieron a sostener el sistema financiero. Estas últimas se tradujeron en distintas oleadas de planes de rescate y en un compromiso de evitar la quiebra de todas las entidades sistémicas. Así, entre otras, destacan las medidas para garantizar los depósitos bancarios y otros pasivos de las entidades de crédito, los avales otorgados a las emisiones de renta fija a medio y largo plazo, y los planes para inyectar fondos públicos en instituciones de crédito (véase recuadro 1.1).

Durante la última parte de 2008 estas medidas aportaron un cierto sustento a los mercados de capitales, si bien este alivio tuvo un carácter transitorio a medida que las pérdidas de algunas entidades financieras eran mayores de lo esperado y ante la incertidumbre en la implementación final de algunos de los planes de rescate. Adicionalmente, la dinámica de los mercados se vio influida por los temores a que la recesión económica fuera más profunda y dilatada, lo que en su caso provocaría un deterioro mayor del balance del sector financiero.

En los mercados monetarios se observó una cierta mejoría respecto a la situación vigente a mediados de septiembre, si bien su evolución dista de la normalidad y, a principios de 2009, se registraron nuevos repuntes en las primas de riesgo (gráfico 1.1.A). El suministro amplio de liquidez por parte de los bancos centrales y, en algunos casos, la intervención directa, como la compra por la Reserva Federal de papel comercial a corto plazo, fueron decisivos para sostener estos mercados. Estas actuaciones estuvieron acompañadas por una significativa reducción de los tipos de interés oficiales, que alcanzaron mínimos históricos, en ocasiones en el entorno del 0%. También se frenó el deterioro de algunos mercados de crédito que anteriormente habían registrado incrementos muy importantes en los diferenciales de tipos de interés (gráfico 1.1.B). Estas condiciones, junto con los avales concedidos por el sector público a las emisiones realizadas por los bancos, impulsaron a principios de 2009 el volumen de actividad en los mercados primarios de renta fija, sobre todo en Estados Unidos.

Los índices bursátiles en las economías desarrolladas y en algún área emergente volvieron a registrar fuertes descensos, siendo el sector financiero el que mostró una mayor volatilidad (gráficos 1.1.C y D). Las cotizaciones de los bancos se vieron influidas por la incertidumbre sobre la viabilidad de algunas instituciones, el deterioro en las perspectivas de beneficios del sector y los recortes en el reparto de dividendos.

Las medidas de rescate del sector financiero, los programas de estímulo fiscal y el fuerte deterioro en la actividad produjeron un empeoramiento de las cuentas públicas y suspen-

A lo largo del pasado año y a principios de 2009 se han ido sucediendo numerosos programas de rescate de entidades financieras con problemas. Estos programas evitaron un colapso del sistema financiero, aunque no han sido suficientes para restaurar el normal funcionamiento del mismo. El carácter global de la crisis, la elevada magnitud de las pérdidas, la incertidumbre sobre el alcance final de las mismas y la urgencia con la que se tuvieron que desarrollar y aplicar estos programas generaron algunos elementos de improvisación y, en algunos casos, emulación en las respuestas adoptadas. Así, mientras que algunos países, como Estados Unidos o el Reino Unido, respondieron casi al unísono ante el deterioro de su sistema financiero, otros países en los que el impacto inicial de la crisis financiera fue menor gozaron de cierto margen para diseñar las medidas más adecuadas para los problemas de sus entidades crediticias.

Hasta septiembre de 2008 la reacción de las autoridades en Estados Unidos y en el Reino Unido fue caso a caso, apoyando a algunas entidades que se consideraban sistémicas¹ e interviniendo en el resto². Conforme avanzaba el año, fue aumentando la magnitud de las pérdidas cubiertas mediante aportaciones de capital del sector público y registraron un fuerte incremento a partir del 15 de septiembre, fecha de la quiebra de Lehman Brothers, al no ser capaz de obtener ni financiación privada ni apoyo público. Este hecho incrementó súbita y profundamente la inestabilidad de los mercados financieros en el ámbito global, por dos motivos: por un lado, se pusieron de mani-

fiesto la complejidad e interconexión del sistema financiero internacional y la dificultad para conocer el verdadero alcance de una quiebra de estas dimensiones; y, por otro lado, se hizo patente la necesidad de una implicación a gran escala del sector público para restaurar la confianza y evitar un ajuste brusco y desordenado del sector.

A partir de ese momento, las autoridades aplicaron una serie de planes de rescate destinados no solo a entidades aisladas, sino también a todas aquellas que se considerasen sistémicas, con el propósito de restaurar el funcionamiento de los mercados financieros y evitar que se repitiera un suceso de extrema volatilidad como el que sucedió tras la quiebra de Lehman Brothers. En estas iniciativas se pueden distinguir distintas etapas, que subrayan las dificultades de instrumentar una respuesta eficaz y rápida ante un colapso potencial del sistema financiero. La primera fase se inició con la aprobación, el 3 de octubre, por parte del Congreso de los Estados Unidos, del *Trouble Asset Relief Program* (TARP). Este plan trataba principalmente de restaurar el mecanismo de formación de precios en los mercados mediante la compra por parte del Tesoro de activos con problemas de valoración, produciéndose al mismo tiempo un cierto saneamiento de los balances. Sin embargo, pronto fueron evidentes los problemas de esta medida a corto plazo, lo que, unido al agravamiento de la inestabilidad en los mercados, hizo que antes de su aplicación se planteasen soluciones de otro tipo.

En este contexto, el 8 de octubre, el Tesoro británico anunció un plan de rescate del sector financiero, destinado a mejorar la captación de pasivo de las entidades bancarias. Los principales elementos de este plan fueron inyecciones de capital en forma de acciones preferentes, que permitían mejorar las ratios de solvencia y garantías públicas a la

1. Hasta mediados de septiembre, las autoridades públicas apoyaron operaciones de rescate coordinadas con el sector privado en entidades como Bear Sterns, CountryWide, Merrill Lynch o AIG. Además, proporcionaron líneas de crédito e inyección de capital público en Fannie Mae y Freddie Mac. 2. Además de la intervención en bancos de pequeño tamaño, destacan las intervenciones en Northern Rock e IndyMac.

PRINCIPALES ENTIDADES FINANCIERAS CON APOYO DEL SECTOR PÚBLICO A SU CAPITAL

País	Entidad financiera	País	Entidad financiera
ESTADOS UNIDOS		FRANCIA	
American International Group	Banques Populaires		
Citigroup Inc.	Caisse d'Épargne		
Bank of America Corp.	BNP Paribas		
Wells Fargo & Co.	Crédit Agricole		
JP Morgan Chase & Co.	Crédit Mutuel		
Morgan Stanley	Société Générale		
Goldman Sachs Group Inc.	Dexia		
Resto de inyecciones de capital TARP (528 entidades)			
IndyMac Bank, Pasadena, CA	HOLANDA		
Washington Mutual Bank, Henderson, NV and Washington	ING		
Resto de Intervenidas FDIC (71 entidades)	Aegon		
REINO UNIDO	SNS Reaal		
Lloyds	Fortis		
HBOS			
RBS	BÉLGICA		
Bradford & Bingley	Ethias		
Northern Rock	KBC		
ALEMANIA	Dexia		
Commerzbank / Dresdner	Fortis		
HSH Nordbank			
Bayer LB	IRLANDA		
Hypo Real Estate	Allied Irish Bank		
IKB	Bank of Ireland		
	Anglo Irish Bank		

FUENTE: Información de mercado.

deuda que fuese emitida por las entidades. Varios países adoptaron iniciativas que se inspiran en este plan de rescate. Así, el 14 de octubre, apenas 11 días después de la aprobación del programa estadounidense TARP, el Tesoro de este país dio un giro en su aplicación para permitir las inyecciones de capital y además anunció un programa de garantías respaldado por el Fondo de Garantía de Depósitos (FDIC) para las emisiones de deuda bancaria (véase cuadro adjunto).

En los países de la UE los planes que se diseñaron, enmarcados dentro de unos principios comunes concertados por los Jefes de Estado y de Gobierno, constaron de los siguientes elementos: una ampliación de los sistemas de garantía de depósitos, el otorgamiento de avales públicos para las emisiones bancarias, la compra de activos bancarios y las inyecciones de capital público.

Estas iniciativas lograron evitar el colapso de los mercados financieros, aunque no restaurar completamente la confianza, ya que las perspectivas del sector continuaron siendo muy negativas como consecuencia del deterioro de la actividad real y el afloramiento de nuevas pérdidas ligadas a activos complejos. Al mismo tiempo, comenzaron a observarse indicios de restricción en el crédito disponible al sector privado que podrían retroalimentar la recesión económica.

ca, a pesar de que el estímulo del crédito había estado presente de forma más o menos explícita en todos los programas de rescate.

A finales de año y a principios de 2009 se inició una nueva etapa más ambiciosa en los planes de rescate, tanto por su cuantía como por su alcance. En varios países se adoptaron iniciativas públicas destinadas a estimular de modo directo el crédito al sector privado. Por otro lado, se intentó restaurar la confianza en las entidades financieras mediante fórmulas para aislar y limitar las pérdidas que puedan surgir en determinadas inversiones. Para ello se anunciaron tanto fórmulas basadas en la creación de fondos para adquirir activos problemáticos y sacarlos del balance (como el fondo público/privado del plan Geitner) como esquemas basados en la cobertura por parte del sector público de las pérdidas que existan en las carteras de los balances bancarios, al estilo del esquema de protección de activos del Reino Unido. Más recientemente, los gobiernos están teniendo una mayor influencia en las decisiones adoptadas por aquellas entidades a las que se les ha suministrado un volumen de fondos significativo. Así, aunque no se ha llegado a plantear la nacionalización formal de algunos bancos, sí que se ha anunciado la sustitución de participaciones preferentes por acciones ordinarias, lo que les conferiría una mayor capacidad de gestión de las mismas.

Los diferenciales de los CDS de la deuda pública experimentaron repuntes ante el deterioro de las finanzas públicas.

tan previsiones de elevados déficits públicos en el futuro en la mayoría de los países. Estos factores se reflejaron en las primas de riesgo de los derivados de crédito de deuda soberana, que experimentaron un aumento significativo. La rentabilidad de los títulos de la deuda pública también aumentó, si bien no de modo generalizado. En algunos países, como en Estados Unidos, el impacto alcista sobre los tipos de interés de las mayores emisiones asociadas al aumento de las necesidades de financiación del sector público fue compensado con creces por la fuerte demanda de estos títulos en su carácter de activo refugio.

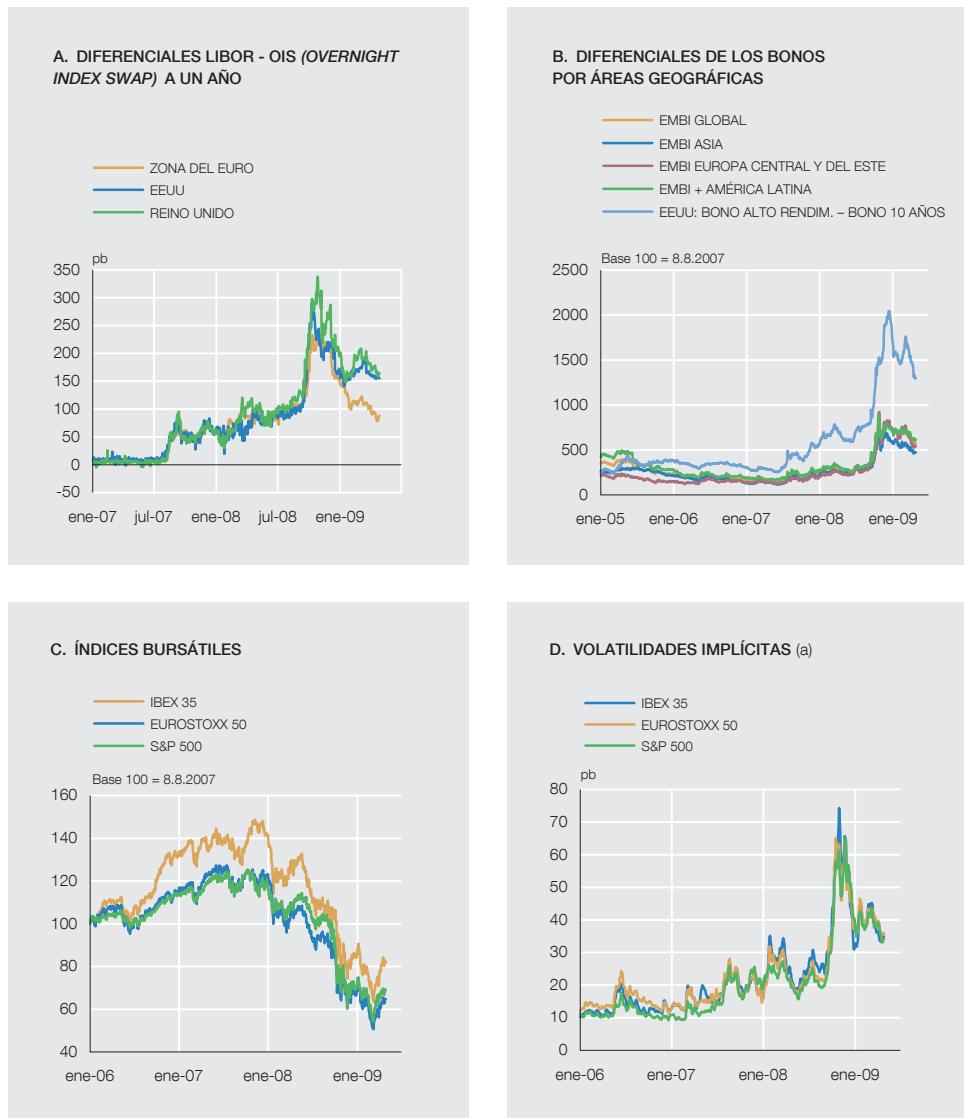
Fuerte desaceleración de la actividad y revisiones a la baja en las expectativas de crecimiento económico y de inflación...

Durante este período, los indicadores de actividad mostraron un fuerte deterioro y configuraron un ambiente de recesión en la mayoría de los países desarrollados, y de fuerte desaceleración en las economías emergentes. Así, por ejemplo, en Estados Unidos y en el Reino Unido la tasa de crecimiento intertrimestral anualizada del PIB durante el cuarto trimestre presentó descensos cercanos al 6%, al tiempo que en Japón la contracción alcanzó el 12,1%. En este contexto se produjo una importante revisión a la baja de las expectativas de crecimiento para 2009, de modo que para el conjunto del año se espera una contracción de la actividad mundial, con descensos muy acusados en las principales economías desarrolladas.

... que facilitaron una posición más laxa en la política monetaria.

Las expectativas de inflación también mostraron un notable descenso, e incluso en algunos casos —como Japón y Estados Unidos— se esperan caídas de los precios para este año. En este escenario la política monetaria de numerosos bancos centrales otorgó un mayor protagonismo al estímulo de la actividad, al tiempo que se tomaron medidas para aliviar las tensiones financieras. Incluso, algunos adoptaron medidas no convencionales, como la apertura de facilidades de liquidez con la garantía de activos problemáticos, préstamos a instituciones financieras no bancarias en dificultades o, más recientemente, las compras de deuda pública y privada por el Banco de Inglaterra y la Reserva Federal.

Algunos bancos centrales adoptaron medidas no convencionales.



FUENTE: Datastream.

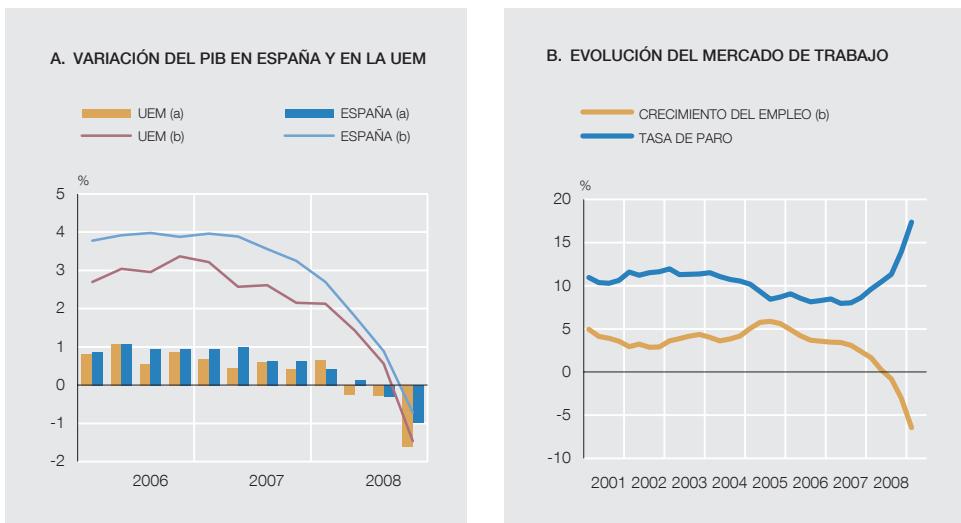
a. Medias móviles de cinco días.

Los países emergentes no son inmunes al importante deterioro económico y financiero global.

El crecimiento económico de la UEM se ha debilitado notablemente durante el cuarto trimestre de 2008 y las proyecciones macroeconómicas para 2009 y 2010 se han revisado a la baja.

En los países emergentes se observaron tendencias similares a las de los países desarrollados, aunque de menor intensidad, confirmándose de este modo que las economías de estos países no son inmunes a los efectos de la crisis económica. Estos efectos fueron particularmente intensos en Europa del Este, donde el crecimiento de los últimos años se había apoyado en la financiación exterior al sector privado denominada en moneda extranjera.

En el área del euro, la actividad económica se debilitó de forma acusada en el cuarto trimestre. La información de Eurostat muestra que el PIB de la UEM disminuyó un 1,6% intertrimestral (-1,5% con respecto al mismo período de 2007), tras la caída del 0,3% en los tres meses anteriores. Este retroceso refleja el impacto de la crisis financiera internacional a través del endurecimiento de las condiciones financieras, del bajo nivel de confianza y de la menor demanda exterior. Esta evolución supuso una expansión del producto del 0,7% para el conjunto del año, casi 2 pp por debajo del dato de 2007 (gráfico 1.2.A). En este contexto, el BCE ha revisado a la baja sus proyecciones macroeconómicas para este año y para el próximo, si-



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

- a. Tasas intertrimestrales.
b. Tasas interanuales.

tuando la tasa de crecimiento en 2009 entre el -2,2% y el -3,2%, y en 2010 entre el 0,7% y el -0,7%.

La economía española también entró en recesión, lo que se tradujo en un fuerte repunte del desempleo.

En España, durante el último tramo del pasado ejercicio también se agudizó la debilidad de la actividad económica. Así, durante los últimos tres meses de 2008 el PIB registró una caída interanual del 0,7%, frente al avance del 0,9% del trimestre anterior (gráfico 1.2.A). En términos intertrimestrales se registró un descenso del 1%, tras el retroceso del 0,3% del trimestre previo, encadenándose, por primera vez desde 1993, dos trimestres de caídas consecutivas. Esta evolución vino determinada por la contracción de la demanda nacional, que se redujo un 2,8% en tasa interanual, parcialmente compensada por la demanda exterior neta, cuya contribución al avance del producto fue positiva (2,3 pp), ya que, a pesar del notable recorte que experimentaron las exportaciones (-7,9%), las importaciones se ajustaron en mayor medida (-13,2%). El retroceso del producto vino acompañado de una intensificación en el ritmo de destrucción de empleo, que según la EPA se redujo un 3% en términos interanuales durante el cuarto trimestre, situándose la tasa de paro al cierre de 2008 en el 13,9%, más de dos puntos y medio por encima de la registrada en septiembre (gráfico 1.2.B). Los datos más recientes apuntan a una continuidad de esta tendencia durante los primeros meses de 2009.

El deterioro de las perspectivas macroeconómicas y de la solvencia de los consumidores percibido por las entidades financieras ha seguido viéndose reflejado en la aplicación de unos criterios de concesión de préstamos más cautos. A ello también habrían podido contribuir otros factores, como las dificultades de financiación en los mercados mayoristas, aunque en menor medida según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB)¹. Simultáneamente, durante el segundo semestre de 2008 volvió a registrarse un comportamiento contractivo de la demanda de financiación bancaria. Durante los últimos meses, no obstante, el descenso de los tipos de interés oficiales se ha empezado a trasladar al coste de las

1. Para más detalles, véase J. Martínez Pagés (2009), «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2009», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España.

El nuevo endurecimiento de la oferta crediticia, junto con el descenso de la demanda de financiación, ha empezado a traducirse en una estabilización de la ratio de endeudamiento de los hogares y las sociedades. La carga financiera continuó aumentando, aunque tenderá a reducirse durante los próximos meses por el descenso de los tipos EURIBOR.

La recesión económica está aumentando la proporción de agentes con un elevado grado de presión financiera.

nuevas operaciones crediticias, aliviando por esta vía el tensionamiento de las condiciones financieras. En este contexto, ha continuado el proceso de desaceleración de la financiación del sector privado no financiero. Como consecuencia, las ratios de endeudamiento han tendido a estabilizarse o reducirse ligeramente durante el último tramo del año. Sin embargo, la carga financiera ha seguido aumentando como resultado del incremento de los tipos de interés medios de los préstamos vivos, aunque el descenso reciente de los tipos EURIBOR contribuirá durante los próximos meses a reducir los pagos asociados a las obligaciones financieras. Los últimos datos de la riqueza neta de los hogares, correspondientes al tercer trimestre del año pasado, muestran un descenso de esta en relación con la renta bruta disponible, tendencia que, a juzgar por la evolución del precio de los activos financieros e inmobiliarios, habría continuado hasta el cierre del ejercicio.

En resumen, la economía española ha experimentado a lo largo del segundo semestre del año pasado un ajuste muy severo, que se ha reflejado en un repunte acusado del desempleo. En consecuencia, ha aumentado la proporción de agentes que se encuentran bajo un elevado grado de presión financiera, lo que se ha reflejado en un incremento importante de la morosidad. Esta situación no es previsible que mejore durante los próximos trimestres, a la luz de las últimas proyecciones macroeconómicas del Banco de España, que muestran una tasa de crecimiento del PIB del -3% en 2009 y del -1% en 2010².

2. Para más detalles, véase «Informe de proyecciones de la economía española», Boletín Económico, marzo 2009, Banco de España.

2.1 Entidades de depósito

2.1.1 EVOLUCIÓN DE LOS RIESGOS BANCARIOS

Persiste una situación muy compleja en los mercados financieros internacionales y en la economía mundial.

Las entidades españolas se ven afectadas por el cierre de canales de financiación mayoristas, aliviadas en parte por las medidas de las autoridades y la captación de depósitos, proceso este último que corre el riesgo de agotamiento.

A lo anterior se añaden los riesgos del deterioro de la economía real, situándose la morosidad como un riesgo cuya gestión va a ser crucial durante este año y el próximo.

El crecimiento del activo total se desacelera...

... por el menor crecimiento de la financiación al sector privado.

Como se ha analizado en el capítulo 1, el entorno en el que operan las entidades financieras es muy adverso. De una parte, persiste la inestabilidad en los mercados financieros internacionales, que ha llevado a la necesidad de intervención de las autoridades públicas de diversos países sobre numerosas entidades, algunas de elevado tamaño. Asimismo, las condiciones en los mercados de financiación mayorista siguen siendo difíciles, incluso para las entidades con mejores calificaciones crediticias. Por otra parte, la economía mundial atraviesa momentos de gran dificultad, habiéndose concretado una sincronización cíclica entre países sin precedentes.

Las entidades de depósito españolas se han visto afectadas por la crisis financiera internacional, porque se ha cerrado un canal de financiación —el mayorista— que en los años previos al verano de 2007 había contribuido a financiar una parte significativa del crecimiento de la actividad. Este hecho, común también a otros países de nuestro entorno, se ha visto aliviado por las medidas adoptadas por el Gobierno español, relativas a la garantía de las emisiones de deuda bancaria y al fondo de adquisición de activos de elevada calidad, así como por las actuaciones de las autoridades monetarias (véase capítulo 3). Por su parte, las entidades de depósito españolas han intensificado la captación de pasivo tradicional, en particular de depósitos a plazo, proceso facilitado por su modelo de negocio de banca minorista. No obstante, dicho proceso de intensificación en la captación de depósitos es difícilmente sostenible en el medio plazo e incorpora mayores costes asociados a estos depósitos, que presionan los resultados de las entidades, en un entorno de menor actividad.

A lo anterior se añaden los riesgos de una coyuntura macroeconómica mucho más débil e incierta, tanto en España como en el exterior. Las dificultades que atraviesa la economía real se han traducido en significativos repuntes de la morosidad, cuya gestión va a ser crucial durante este año y el próximo. En este contexto, junto a la menor demanda de crédito, las entidades han intensificado la cautela en la concesión de financiación, discriminando en mayor medida entre sectores y acreditados. Este proceso de ajuste que atraviesan los balances bancarios será difícil y llevará un cierto tiempo. Los elevados niveles de rentabilidad, provisiones y solvencia con los que partía el sistema bancario español no implican que dicho ajuste vaya a ser totalmente homogéneo entre entidades, ni tampoco que no vaya a ser costoso, que no afecte a las cuentas de resultados y a las ratios de capital y que no exija reforzar ciertas líneas de actuación, como la intensificación en los esfuerzos por racionalizar en mayor medida las estructuras de costes.

En este contexto, el *balance consolidado* de las entidades de depósito españolas muestra un moderado crecimiento de la actividad. Así, el *activo total* se incrementa en diciembre de 2008 un 8,8% (14,7% en diciembre de 2007) (véase cuadro 2.1).

Este comportamiento del activo se debe sobre todo a la desaceleración de la financiación al sector privado (crédito y renta fija), que registra un crecimiento del 7,8% en diciembre de 2008 (16,1% un año antes). Ello se explica por factores de demanda —pero también de oferta—, debido, en parte, a la mayor cautela de las entidades en la concesión de crédito en un contexto económico adverso e incierto, en el que la morosidad está aumentando con intensidad, y, en menor medida, a las dificultades de las entidades para obtener financiación mayorista.

BALANCE CONSOLIDADO

Entidades de depósito

CUADRO 2.1

ACTIVO	DIC-08	VAR. DIC-08/ DIC-07	PESO RELATIVO DIC-07	PESO RELATIVO DIC-08
	(m€)	(%)	(%)	(%)
Caja y bancos centrales	102.967	16,2	2,7	2,9
Depósitos en entidades de crédito	230.420	-7,6	7,5	6,4
Crédito a las Administraciones Públicas	60.920	22,2	1,5	1,7
Crédito al sector privado	2.368.807	7,1	66,7	63,6
Valores de renta fija	394.056	10,8	10,7	10,9
Otros instrumentos de capital	70.939	-32,7	3,2	2,0
Participaciones	38.493	-29,2	1,6	1,1
Derivados	196.097	113,0	2,8	5,4
Activo material	41.118	14,3	1,1	1,1
Otros (a)	104.562	41,6	2,2	2,9
TOTAL ACTIVO	3.608.379	8,8	100	100
PRO MEMORIA:				
Financiación al sector privado	2.505.261	7,8	70,1	69,4
Financiación a las Administraciones Públicas	230.105	12,6	6,2	6,4
Activos dudosos totales	75.434	238,8	0,7	2,1
Ratio de morosidad total	2,48	170,0 (c)	-	-
Provisiones para insolvencias y riesgo-país	54.402	29,4	1,3	1,5
PASIVO Y PATRIMONIO NETO	DIC-08	VAR. DIC-08/ DIC-07	PESO RELATIVO DIC-07	PESO RELATIVO DIC-08
	(m€)	(%)	(%)	(%)
Depósitos de bancos centrales	133.783	45,5	2,8	3,7
Depósitos de entidades de crédito	478.773	2,2	14,1	13,3
Depósitos de las Administraciones Públicas	93.079	4,1	2,7	2,6
Depósitos del sector privado	1.644.881	12,0	44,3	45,6
Valores negociables	631.154	-4,3	19,9	17,5
Derivados	178.201	68,3	3,2	4,9
Financiación subordinada	90.544	1,2	2,7	2,5
Provisiones para pensiones, impuestos y otras	35.669	5,9	1,0	1,0
Otros (a)	122.347	21,1	3,0	3,3
TOTAL PASIVO	3.408.431	9,7	93,7	94,5
PRO MEMORIA:				
Préstamo neto del Eurosistema (b)	63.598	44,3	1,33	1,76
Intereses minoritarios	9.848	-9,5	0,3	0,3
Ajustes por valoración del patrimonio neto	-9.713	-	0,5	-0,3
Fondos propios	199.814	10,7	5,4	5,5
TOTAL PATRIMONIO NETO	199.948	-4,0	6,3	5,5
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	3.608.379	8,8	100	100

FUENTE: Banco de España.

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

La morosidad sigue repuntando con intensidad.

Los activos dudosos a nivel consolidado¹, que partían de niveles muy reducidos (la ratio total era del 0,78% en diciembre de 2007), siguen creciendo a ritmos muy elevados. Ello, unido a

1. En el IEF se utilizan datos consolidados, que incluyen las actividades realizadas por las entidades españolas en el extranjero a través de filiales, pero también otros referidos a los balances individuales. Estos últimos, cuya utilización se indica en el texto, así como en los gráficos (mediante el acrónimo DI), permiten centrar el análisis en los riesgos asociados a la evolución de la economía española, así como ofrecer un análisis más detallado, debido a la mayor información disponible.

la moderación del crédito, sitúa la ratio de morosidad² en el 2,48% en diciembre de 2008, confirmándose su significativo repunte, ya anticipado en el pasado IEF. En un contexto macroeconómico como el actual, esta tendencia persistirá en el futuro.

Destaca también la caída, en valor absoluto, de la renta variable y de las participaciones, que se explica tanto por estrategias de reducción de posiciones activas como por efectos de valoración en un momento muy desfavorable de los mercados bursátiles a nivel mundial. El peso relativo de los derivados sobre el total activo crece, mayoritariamente, por el incremento de operaciones de cobertura.

La financiación del BCE mantiene un perfil creciente, pero su peso es reducido en los balances bancarios...

En el pasivo, siguiendo la tónica observada en anteriores IEF, los depósitos de bancos centrales crecieron con intensidad. Sin embargo, la liquidez obtenida del Eurosistema ha de evaluarse considerando el préstamo neto (fondos recibidos en operaciones de inyección de liquidez menos los entregados en operaciones de drenaje). En una situación en la que los mercados interbancarios siguen sin funcionar con normalidad, y tras la decisión del BCE el 15 de octubre de 2008 de conceder toda la liquidez solicitada a un tipo fijo, el préstamo neto a las entidades españolas ha mantenido un perfil creciente. No obstante, su peso relativo en los balances consolidados sigue siendo reducido (1,76% en diciembre de 2008), y se sitúa por debajo del tamaño relativo del sistema bancario español en el conjunto de la zona del euro.

Las disfunciones todavía presentes en los mercados de financiación mayorista explican que la captación de fondos a través de valores negociables presente una tasa de variación negativa en diciembre de 2008 (-4,3%), mientras que el crecimiento de la financiación subordinada es muy moderado (1,2%).

... mientras que los depósitos crecen con más intensidad que el crédito.

Utilizando su amplia red de sucursales, que permite una mayor proximidad a los clientes, las entidades españolas han intensificado la captación de depósitos, especialmente de los depósitos a plazo (que muestran crecimientos superiores al 25%), que además ofrecen una estructura de financiación más estable que la basada en depósitos a la vista, si bien el aumento de la competencia por su captación está disminuyendo dicha estabilidad. Los depósitos totales del sector privado crecieron con más intensidad que el crédito (12%, frente al 7,1% en diciembre de 2008, respectivamente). Esto contribuyó a aliviar las necesidades de financiación de las entidades. Sin embargo, los mayores costes de financiación derivados del creciente peso de los depósitos a plazo repercuten negativamente en sus cuentas de resultados, y se aprecia un cierto agotamiento del proceso de intenso crecimiento de los depósitos.

Los fondos propios han crecido un 10,7% en diciembre de 2008 en relación con el mismo período de 2007, lo que incrementa ligeramente su peso en los balances bancarios (5,5%). El importe negativo que luce en los ajustes por valoración del patrimonio neto se explica, prácticamente en su totalidad, por las diferencias de cambio, consecuencia de los negocios en el extranjero de las entidades españolas.

El perfil de riesgo de los negocios en el exterior aumenta solo de forma moderada, y la exposición a los países del Este de Europa es marginal.

El negocio en el extranjero mantiene en los balances consolidados un peso similar al que ya tenía en diciembre de 2007 (21,7%). Las dificultades que atraviesa la economía mundial hacen que en los negocios en el extranjero esté aumentando también el riesgo. Aunque las entidades españolas tienen presencia, a través de filiales, en países emergentes, la exposición con los países de Europa del Este que presentan mayores dificultades en la actualidad es muy reducida.

2. En el IEF se emplea el concepto de «moroso» como sinónimo de «dudoso», pese a que, técnicamente, los dudosos incluyen otros activos, además de los que se encuentran en mora.

El crédito mantiene su desaceleración...

... tanto por la menor demanda como por la mayor cautela de las entidades en un contexto macroeconómico desfavorable e incierto.

No obstante, ni todas las entidades crecen con la misma intensidad, ni lo hace el crédito a los distintos sectores de actividad...

...ni tampoco afecta a todos los clientes por igual.

El crédito al sector privado residente en España mantiene su desaceleración, con un crecimiento interanual del 6% en diciembre de 2008, frente a un 11% en junio de 2008 (16,6% en diciembre de 2007 y 25,8% en diciembre de 2006). Los datos más recientes (febrero de 2009) confirman esta tendencia (incremento del 4,5%).

El crédito guarda una estrecha relación con el ciclo económico. Así, su ajuste paulatino desde 2006 responde a una coyuntura que, especialmente en el sector inmobiliario, comenzaba a reflejar una menor expansión. Asimismo, también se percibe una moderación por el lado de la oferta de crédito (véase capítulo 1). Por una parte, persisten las dificultades para obtener financiación en los mercados mayoristas internacionales. Por otra, y más relevante según la información disponible, las entidades aplican una mayor cautela en la valoración de los prestatarios ante una economía en recesión. Ahora bien, la dispersión en las tasas de variación del crédito indica que, a pesar de que su desaceleración es general, dicha desaceleración no es homogénea entre entidades (gráfico 2.1.A).

La desaceleración del crédito al sector privado residente en España está siendo más intensa en los sectores relacionados con el mercado inmobiliario (gráfico 2.1.B), y en especial en las empresas de construcción y promoción inmobiliaria (creció un 36% en junio de 2007, un 21% en diciembre de 2007, un 10,3% en junio de 2008 y registra un ligero crecimiento del 2,9% en diciembre de 2008). Es decir, en los sectores en los que el crecimiento del crédito fue más intenso y en los que en la actualidad se está produciendo un mayor ajuste, la desaceleración del crédito está siendo más pronunciada. Para el conjunto de empresas no financieras —excluidas las de construcción y promoción inmobiliaria—, tanto el ritmo de crecimiento a finales de 2006 (18,5%) como su desaceleración actual (crece un 10,6% en diciembre de 2008) reflejan una mayor moderación. En una coyuntura económica más débil, el crédito a los hogares destinado a otros fines distintos de la adquisición de vivienda (básicamente, consumo) se desacelera de manera intensa, registrándose incluso variaciones interanuales negativas en diciembre de 2008 (-2%), mientras que en diciembre de 2006 crecía un 19,9% (gráfico 2.1.B).

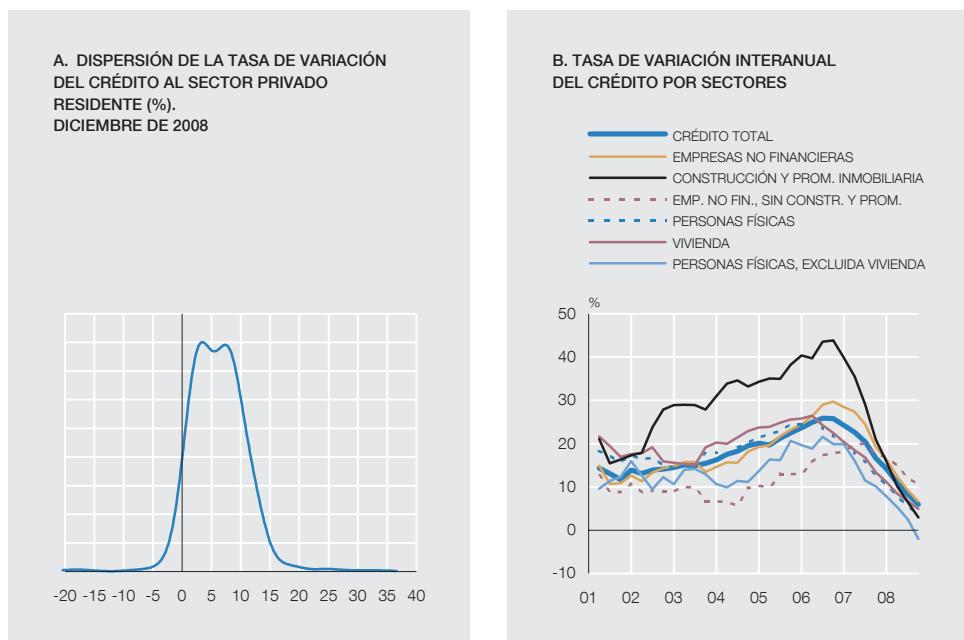
La desaceleración del crédito no afecta a todos los prestatarios por igual. En un momento en el que están aumentando las probabilidades de impago, en la medida en que las relaciones de largo plazo entre entidades y clientes reduzcan las diferencias de información entre ellos, cabe esperar que el ritmo de concesión de crédito a los acreditados que llevan más tiempo trabajando con la entidad, en comparación con el concedido a los clientes sobre los que la entidad tiene un menor conocimiento, sea diferente.

La información disponible para empresas no financieras obtenida de la CIR confirma lo anterior. Así, las empresas para las que más se contrae el crédito son las que llevan menos años recibiendo crédito de las mismas entidades (gráfico 2.2.A). Estos resultados se mantienen, en general, cuando se separan las empresas de construcción y promoción y el resto de empresas, así como cuando las empresas se diferencian por tamaños.

Por otra parte, también se observa que la desaceleración del crédito total es muy diferente dependiendo del número de financiadores bancarios que tiene la empresa (gráfico 2.2.B). El crédito empresarial aumenta en tasa interanual significativamente si la empresa solo trabaja con un banco. A medida que aumenta el número de bancos, el crédito se desacelera de forma creciente. Esto contrasta con la evolución en torno al período de máxima expansión crediticia, donde el crédito que más crecía era el otorgado por múltiples bancos. Es posible que en dicha fecha predominara el deseo de captar cuota de mercado, mientras que ahora predomina el

CRÉDITO POR SECTORES Y DISPERSIÓN
Entidades de depósito. DI

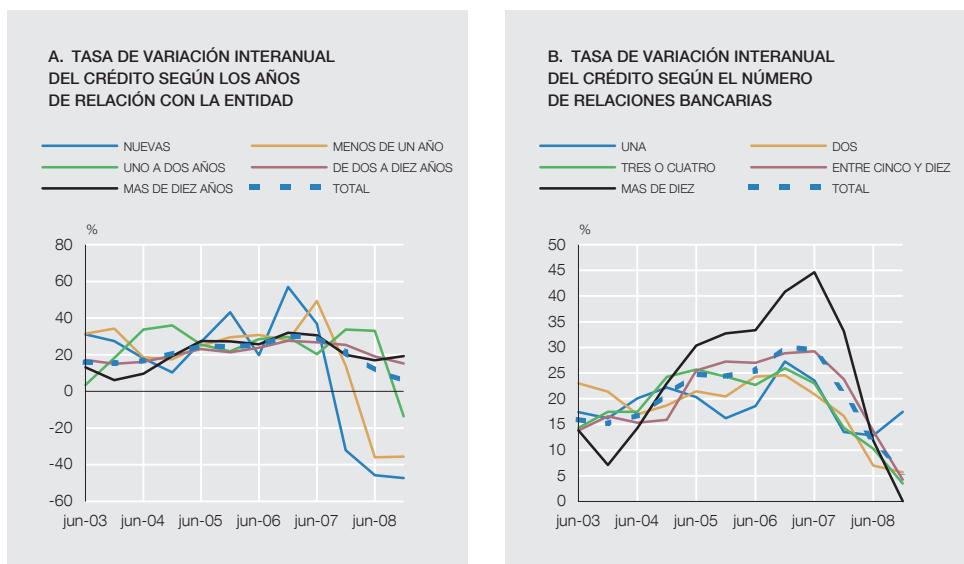
GRÁFICO 2.1



FUENTE: Banco de España.

EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO A EMPRESAS NO FINANCIERAS
Entidades de depósito. DI

GRÁFICO 2.2



FUENTE: Banco de España.

conocimiento del cliente y su compromiso con él, entendido como una relación de largo plazo.

Los *activos dudosos* del negocio bancario en España siguen acelerando su ritmo de crecimiento, pero, como se ha argumentado en IEF anteriores, dados sus reducidos niveles de partida (en diciembre de 2007 la ratio de dudosos total en los negocios en España era del 0,61%), las tasas de crecimiento están afectadas por una cuestión de escala. La *ratio de*

morosidad, que en diciembre de 2008 sigue creciendo con intensidad, se situaba en el 2,4%.

La morosidad mantiene un perfil de intenso crecimiento...

El intenso aumento de la ratio de morosidad se ha concentrado particularmente en el crédito al sector privado residente en España, cuyos dudosos representaban en diciembre de 2008 un 94% de los totales. Así, la ratio de morosidad del crédito al sector privado residente ha pasado del 0,84% en diciembre de 2007 al 3,3% en diciembre de 2008. Los datos más recientes (febrero de 2009) indican que se mantiene esta tendencia al alza (4,10%), que persistirá en los trimestres venideros en buena medida como consecuencia del intenso cambio del ciclo económico.

Como consecuencia de este repunte de la morosidad, la ratio relativa al sector privado residente de los negocios desarrollados en España que registra el sistema bancario español, que partía de niveles significativamente menores, se sitúa ya en niveles próximos a los de otros sistemas bancarios de nuestro entorno. Así, en diciembre de 2008 la ratio era del 3,6% para el sistema bancario francés y del 4% para el italiano, ambos países con predominio del negocio minorista tradicional, al igual que España. Ciertamente, las bajas ratios de morosidad mostrados por el sistema bancario español en los últimos años eran una situación excepcional en el contexto internacional.

...coherente con el fuerte deterioro de la economía española.

El rápido e intenso repunte de la morosidad es coherente con el fuerte ritmo de deterioro de la actividad y con el sustancial incremento de la tasa de paro. A pesar de estar todavía en niveles de morosidad lejanos a los de 1993, los impagos están fuertemente relacionados con la fase del ciclo económico, incrementándose cuando este se torna adverso (gráfico 2.3.A). No obstante, las reducciones sustanciales en los niveles de los tipos de interés están actuando en sentido contrario, al aliviar la carga financiera de los prestatarios.

Como es habitual en las fases recesivas, la dispersión entre entidades aumenta, aunque todavía está lejos de la observada en 1993.

Más allá del estrecho vínculo entre el ciclo económico y la morosidad, ni todos los productos o sectores incorporan los mismos niveles de riesgo, ni todas las entidades los han asumido, ni gestionado, por igual. La dispersión de las ratios de morosidad se eleva en las recesiones, ya que las diferencias en las decisiones de política crediticia tomadas en los momentos de bonanza se ponen claramente de manifiesto cuando la economía se deteriora (gráfico 2.3.B). La distribución del crédito en función de la morosidad en diciembre de 2008 refleja esta circunstancia, si bien el grado de dispersión está todavía lejos del de 1993 (gráfico 2.3.C).

El aumento es intenso en el sector de construcción y promoción inmobiliaria...

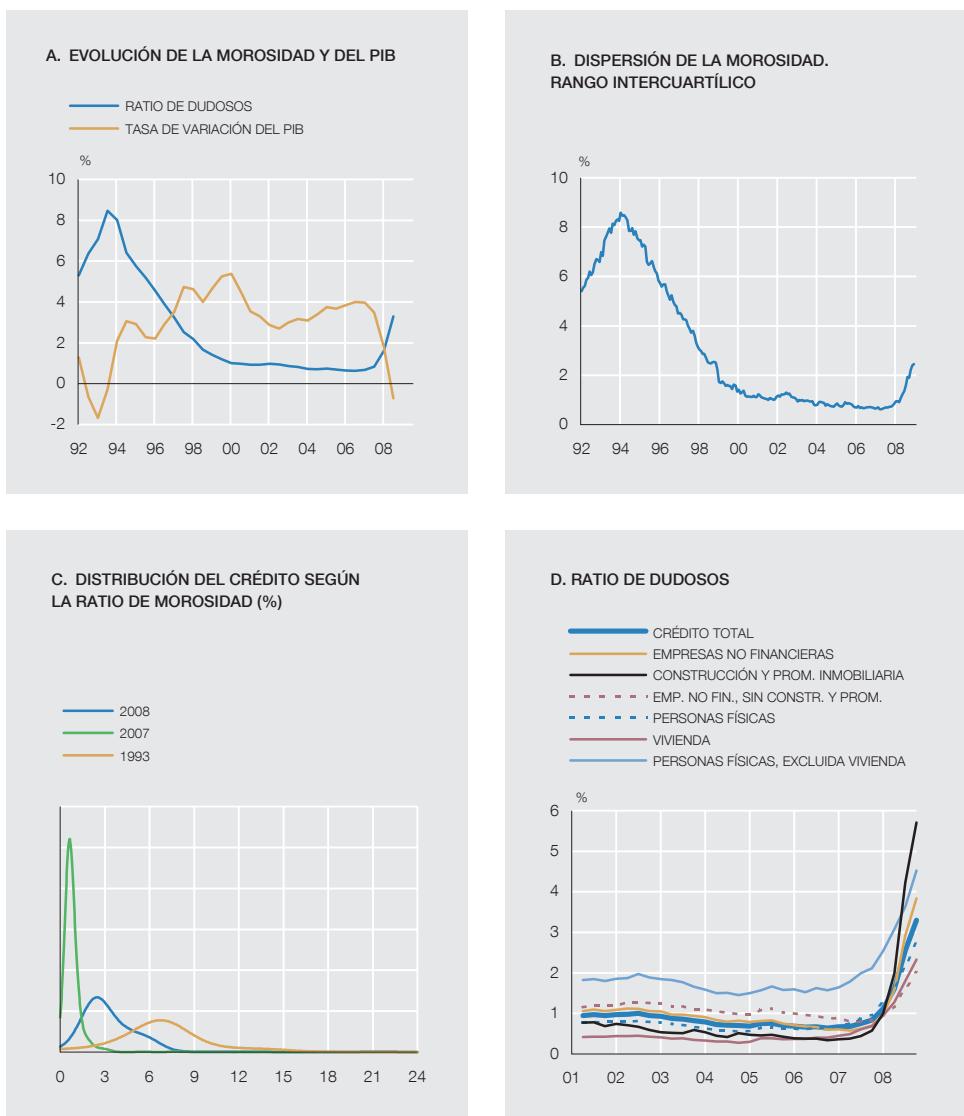
Como se ha señalado reiteradamente a lo largo de los diferentes IEF publicados por el Banco de España, los sectores de construcción y promoción inmobiliaria presentan un perfil cíclico más pronunciado. Esto es, su morosidad se sitúa significativamente por encima de la media (en torno al doble) cuando la economía se deteriora. Es para estas actividades, en las que el crédito creció además con mucha intensidad en el pasado, para las que la morosidad ha repuntado en mayor medida, superando ya ampliamente a la morosidad del crédito total (gráfico 2.3.D). Así, la morosidad del crédito a las empresas de construcción y promoción inmobiliaria llegó al 5,71% en diciembre de 2008 (0,58% en diciembre de 2007). No obstante, no todas las entidades han financiado a las empresas de construcción y promoción con la misma intensidad (gráfico 2.4.A), lo que en parte explica la dispersión de la morosidad asociada a estas actividades.

...pero existe dispersión en la morosidad frente a dicho sector, no solo por

Es más, incluso para las entidades con una mayor exposición a ciertos productos o sectores más sensibles al ciclo existe dispersión en sus ratios de dudosos. Lo anterior se explica porque las diferentes políticas crediticias, a pesar del nivel de especialización o de concen-

EVOLUCIÓN DE LA MOROSIDAD DEL SECTOR PRIVADO RESIDENTE
Entidades de depósito. DI

GRÁFICO 2.3



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

diferencias en el grado de exposición, sino también por la propia gestión de los riesgos asumidos y las distintas políticas crediticias desarrolladas.

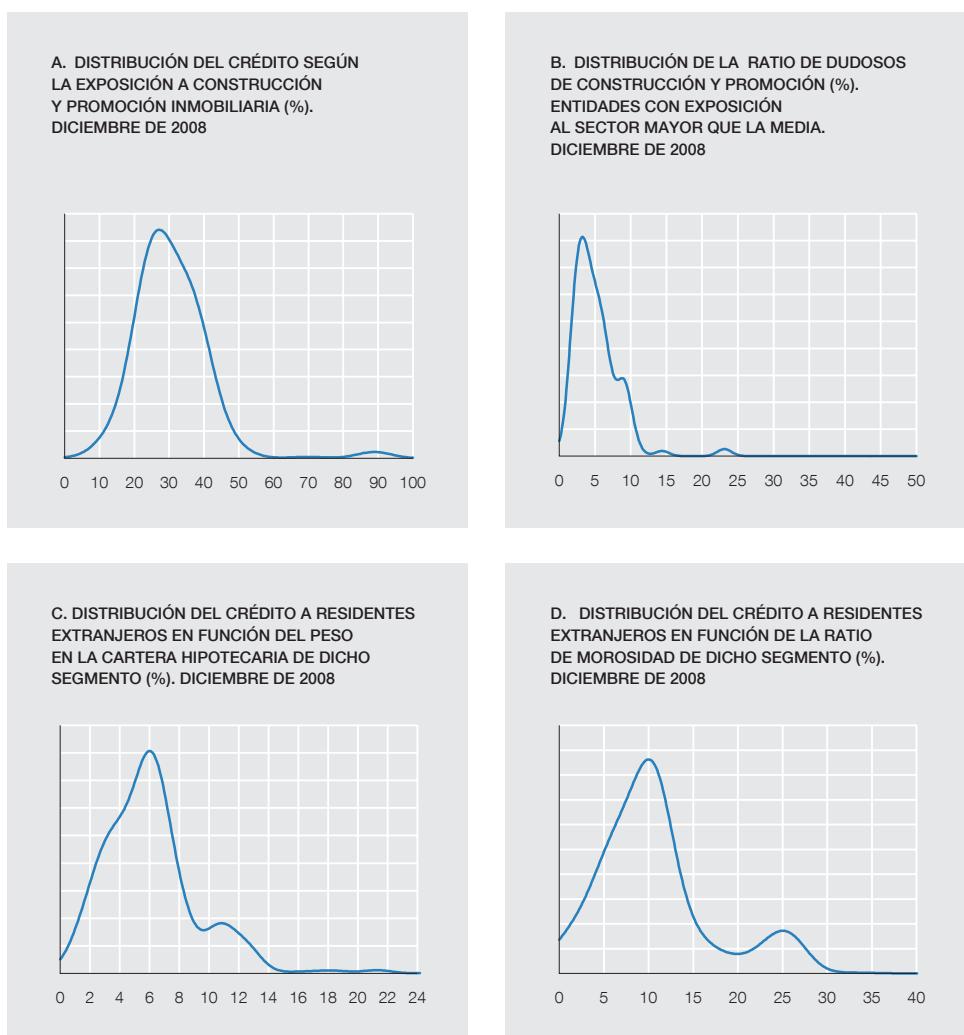
La morosidad repunta con intensidad en el crédito al consumo...

tracción, llevan a resultados diferentes. Esto se observa cuando se analiza la dispersión en las ratios de dudosos del crédito a construcción y promoción inmobiliaria para las entidades con una exposición al sector mayor que la exposición media del conjunto de entidades de depósito. Así, para este subconjunto de entidades más expuestas, la dispersión en las ratios de morosidad sigue siendo elevada (gráfico 2.4.B), al igual que ya había ocurrido en la anterior crisis.

El impacto de la peor coyuntura económica también se deja sentir en la morosidad del crédito a personas físicas, que ha pasado del 1% en diciembre de 2007 al 2,8% en diciembre de 2008 (gráfico 2.3.D). El crédito al consumo, tanto por su naturaleza como por el fuerte aumento del desempleo, refleja un nivel (ratio del 4,5% en diciembre de 2008) y un ritmo de avance de la morosidad (2,42 pp desde diciembre de 2007) más intenso que el del crédito para adquisición de vivienda (2,33% en diciembre de 2008, 1,64 pp más que en diciembre de 2007).

DISTRIBUCIÓN DE LA MOROSIDAD POR ENTIDADES Y SECTORES
Entidades de depósito. DI

GRÁFICO 2.4



FUENTE: Banco de España.

... y menos en el concedido a la vivienda, por las características propias de la financiación hipotecaria en España.

Como se ha indicado en diferentes IEF, la morosidad del crédito para adquisición de vivienda (36% del crédito total) ha sido históricamente baja (a finales de 1993 fue del 3,85%³, siendo la morosidad del crédito total del 8,5%). Las razones tienen que ver con la importancia que tiene la vivienda en propiedad para las familias españolas, con la normativa existente relativa a los impagos y con el modelo de banca desarrollado en España.

Así, la vivienda es un activo muy importante dentro del patrimonio de los hogares y su destino suele ser el de vivienda habitual, en un país en el que el porcentaje de vivienda en propiedad se sitúa en torno al 80%. El tipo de negocio desarrollado por las entidades también contribuye a que la morosidad sea reducida en este tipo de productos. De una parte, porque las entidades seleccionan y siguen detenidamente a los prestatarios, que suelen utilizar otros productos y servicios de la entidad. De otra, porque no ha sido común, como sí ha ocurrido en otros sistemas bancarios, ni el negocio de compra para alquilar, ni la utilización de la garantía hipotecaria para financiar el crédito al consumo. Recientemente, las entidades que usan las metodologías más avanzadas para la medición del riesgo de crédito han adoptado sistemas

3. Dato aproximado a partir de la información disponible en la CIR.

No obstante, incluso en el crédito hipotecario hay segmentos de más riesgo, que, aun pesando poco en las carteras crediticias...

... reflejan que expandirse hacia sectores nuevos sobre los que hay menos información incorpora mayores riesgos. No obstante, también en este caso la morosidad varía en función de las políticas aplicadas por cada entidad.

Las provisiones contracíclicas han comenzado a utilizarse, dado el aumento de la morosidad.

de asignación de capital muy detallados, de tal modo que pueden discriminar mejor el riesgo que implica cada operación y, en consecuencia, asignar el capital de forma más proporcional al riesgo incurrido (véase recuadro 2.1).

Como se ha mencionado anteriormente, aun dentro de una categoría genérica de crédito, los diferentes segmentos de negocio implican distintos riesgos. Este es el caso, como ya se puso de manifiesto en el anterior IEF, del crédito hipotecario concedido a los residentes extranjeros⁴, que, si bien tiene un peso reducido sobre el crédito para adquisición de vivienda en España (ligeramente superior al 6%), su morosidad es significativamente mayor que la que se registra para el resto de residentes. Así, en diciembre de 2008 la ratio de morosidad para los residentes extranjeros era del 12,5%, mientras que para el resto de residentes se situó en el 1,6%. También en este caso hay diferencias entre entidades, tanto en su nivel de exposición como en su ratio de morosidad (gráficos 2.4.C y D).

La mayor morosidad del crédito hipotecario a residentes extranjeros se debe probablemente a que se trata de un área de negocio relativamente nueva para las entidades españolas, ya que la población de residentes extranjeros ha crecido con intensidad en los últimos años. Por lo tanto, su nivel de conocimiento sobre estos acreditados es menor, lo que refleja que la innovación financiera no solo es cuestión de nuevos productos, sino también de nuevos segmentos de negocio. Es decir, las entidades no solo han de ser cautelosas cuando diseñan nuevos e innovadores productos financieros, sino también cuando entran en segmentos desconocidos de actividad, o en áreas geográficas nuevas, aun cuando estén comercializando productos tradicionales sobre los que disponen de una experiencia contrastada.

En definitiva, la morosidad está fuertemente correlacionada con el ciclo económico. Asimismo, el comportamiento de la morosidad está también motivado por la política crediticia de cada entidad. Por una parte, porque no todas las entidades han decidido, por ejemplo, crecer con la misma intensidad en determinados sectores de actividad. Por otra, porque, aun para las entidades más expuestas a un determinado sector, habrá diferencias de mora en función de sus políticas de concesión y de control y gestión de los riesgos.

Las provisiones contracíclicas, que llevaron a ratios de cobertura (fondos de insolvencia sobre activos dudosos) en diciembre de 2007 cercanas al 210%, han comenzado a ser utilizadas dado el repunte de la morosidad, lo que, unido al mayor volumen de dudosos, implica que las ratios de cobertura se sitúan en diciembre de 2008 en niveles ligeramente superiores al 60%. Hay que tener en cuenta que ratios de cobertura en torno a estos valores, o incluso inferiores, son habituales en momentos recesivos e incluso de bonanza en aquellos países que no disponen de provisiones contracíclicas. El importe de los activos dudosos totales (denominador de la ratio) no es directamente asimilable a una pérdida, ya que hay que considerar la capacidad de recuperación, especialmente en los préstamos que disponen de garantías reales (como las hipotecas para adquisición de vivienda). De hecho, en los últimos años una buena parte del crédito que ha crecido con más intensidad dispone de dichas garantías. La propia mecánica de un sistema de provisiones contracíclico introduce estas oscilaciones en las ratios de cobertura de manera casi automática. Lo lógico es que en la fase expansiva la cobertura sea muy elevada, y viceversa en la recesiva.

4. Esta categoría incluye tanto a emigrantes residentes como a aquellos otros prestatarios (por ejemplo, extranjeros jubilados procedentes de otros países europeos) que se hayan establecido como residentes en España, no pudiendo discernir los porcentajes relativos que supone cada uno de ellos dentro del conjunto total de residentes extranjeros analizado en el presente IEF. Esto debe ser tenido en cuenta a la hora de extraer conclusiones del análisis realizado.

En las carteras de préstamos hipotecarios en España, las entidades más avanzadas han hecho un notable esfuerzo para alcanzar mayor discriminación de riesgo en sus modelos internos de medición del riesgo de crédito. En consecuencia, el cálculo de las necesidades de

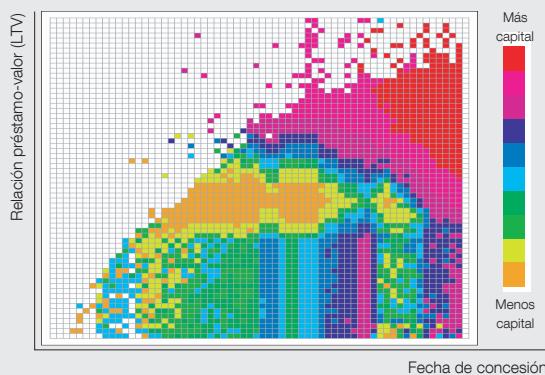
capital en aplicación de la CBE 3/2008 para estas entidades está produciendo distribuciones de capital muy granulares.

El gráfico adjunto presenta un ejemplo, para una cartera dada a una fecha de referencia, que ilustra la relación existente entre el LTV de las operaciones, la fecha de concesión y el capital mínimo necesario asignado internamente por la entidad obtenido con sus parámetros internos.

El eje de abscisas representa la fecha de concesión de la operación hipotecaria y el eje de ordenadas la relación préstamo-valor (LTV) de dicha operación, a la fecha de referencia, calculado utilizando el valor de la exposición a la fecha de referencia y el valor de tasación del bien hipotecado en la fecha de concesión.

El código de colores representa valores medios del coeficiente de capital asignado a las operaciones que están clasificadas en la celda correspondiente (asociadas a un trimestre de concesión y a un intervalo de LTV específicos), según deciles de la distribución de dichos valores medios.

Se observa que las operaciones recientes (asociadas a celdas más a la derecha) con LTV más altos (situadas en las celdas de la parte alta) son las que, en promedio, tienen unos consumos de capital más elevados.



FUENTE: Banco de España.

La intensidad de la crisis actual no asegura que las provisiones contracíclicas sean garantía absoluta de ausencia de dificultades para las entidades.

La intensidad y la profundidad de la crisis económica actual, en España y en la mayor parte de países desarrollados, hacen que un mecanismo como las provisiones genéricas contracíclicas no sea una garantía absoluta de ausencia de dificultades en las entidades. Al igual que en la desaceleración del crédito, en la estructura de la cartera crediticia o en la evolución de la morosidad, existen diferencias entre entidades en el grado de utilización de dichas provisiones, que responden a la intensidad de las dotaciones específicas que deben realizar en función del aumento de su morosidad. En este sentido, el fondo genérico que tenían constituido las entidades de depósitos españolas está diseñado de un modo tal, que ha permitido amortiguar los efectos derivados del incremento de la morosidad —especialmente, en sus primeras fases de repunte intenso—, pero, en tanto en cuanto existen diferencias en cómo la morosidad impacta en cada entidad concreta, también hay diferencias en la capacidad de utilización futura de dicho fondo genérico.

Persisten las dificultades para que las entidades obtengan financiación en los mercados mayoristas...

Al igual que en otros sistemas bancarios, otro riesgo que afrontan las entidades españolas es la *persistencia de las dificultades en los mercados mayoristas internacionales*. Si bien las entidades españolas no han experimentado dificultades significativas para financiarse en los mercados de corto plazo (pagarés), la financiación mayorista a medio y largo plazo sigue planteando dificultades, al tiempo que otros mercados internacionales, como los de titulizaciones, permanecen cerrados.

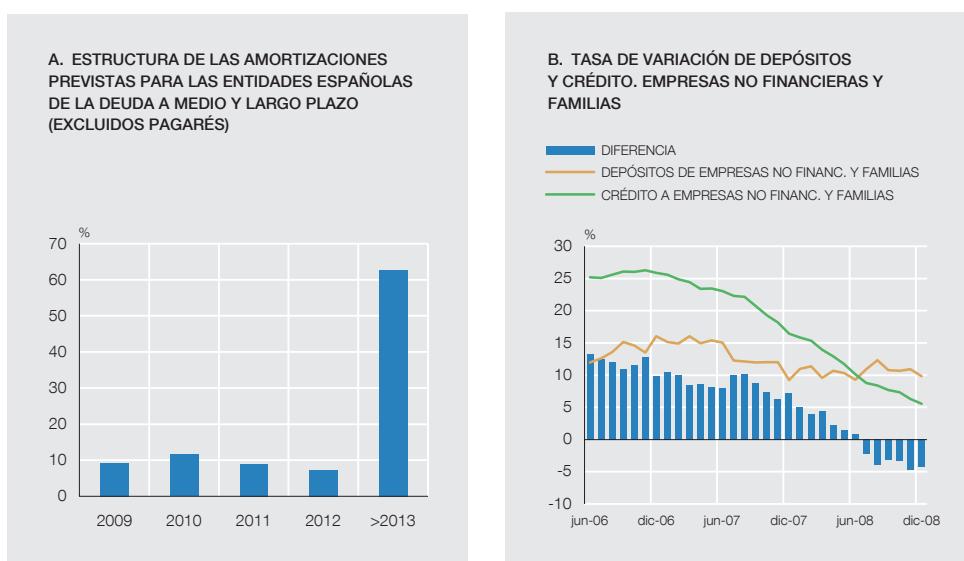
... si bien la estructura de vencimientos de las entidades españolas se concentra en los plazos largos.

Las entidades españolas, cuando acudieron a los mercados mayoristas internacionales, lo hicieron con una política de financiación basada en vencimientos a medio y largo plazo, y ello aun a pesar del mayor coste que suponía en comparación con la financiación a plazos más cortos. Los vencimientos de la deuda a medio y largo plazo se concentran a partir del año 2013 (casi un 63%), mientras que un 9,3% del saldo vivo en enero vence en 2009, un 11,6% en 2010 y un 16,4% entre 2011 y 2012 (gráfico 2.5.A). Las necesidades de financiación de las entidades españolas e internacionales se han visto aliviadas en parte por las decisiones de los gobiernos, así como por las de las autoridades monetarias.

FINANCIACIÓN MAYORISTA Y DEPÓSITOS

Entidades de depósito. DI

GRÁFICO 2.5



FUENTES: Información de mercado y Banco de España.

Las medidas de los gobiernos...

En relación con las decisiones de los gobiernos, con carácter general se han establecido sistemas de garantías de los Estados para las emisiones realizadas por las entidades. Estos planes han sido utilizados, con diferente intensidad, por las instituciones de varios países, entre las que se incluyen algunas españolas. Así, a la fecha de cierre de este Informe, 15 entidades han realizado emisiones garantizadas por importe de 16.246 millones de euros. A diferencia de otros países, el gobierno español decidió instaurar un programa de adquisición de activos de alta calidad, que también ha contribuido a aliviar dichas necesidades de financiación. Hasta la fecha se han desarrollado cuatro subastas, habiéndose adjudicado un importe de 19.341 millones de euros, obteniendo financiación por esta vía —si bien con distinta intensidad— 54 entidades.

... y de los bancos centrales han aliviado el problema parcialmente.

Los bancos centrales también están desempeñando un papel activo en la provisión de liquidez al sistema financiero desde que se iniciaron las dificultades en el verano de 2007. De hecho, desde el 15 de octubre de 2008, ante la persistencia de las notables dificultades en los mercados interbancarios de la zona del euro, el Eurosystem tomó la decisión de atender todas las demandas de liquidez, a un tipo fijo, de forma ilimitada (véase capítulo 3). Las entidades españolas han apelado a la financiación del BCE en mayor medida que en el pasado. No obstante, el porcentaje de financiación que obtiene el sistema bancario español del BCE es ligeramente inferior al peso que le correspondería en términos de su tamaño. Asimismo, el peso del préstamo neto sobre su balance se mantiene en niveles reducidos (1,33% en diciembre de 2007 y 1,76% en diciembre de 2008).

Las medidas adoptadas por el BCE y por los diferentes gobiernos suponen un alivio relativo para las entidades, que, no obstante, afrontan un panorama respecto a sus posibilidades de financiación que todavía se ha de considerar como muy complejo y que supone un riesgo que han de gestionar adecuadamente. Es más, estas medidas han de considerarse temporales y se han adoptado en un momento excepcional, sin precedentes, en el que concurren una crisis de los mercados financieros internacionales y otra que afecta a la economía real de forma sincronizada entre países. Lo óptimo, por lo tanto, es que progresivamente los mercados se normalicen y puedan ejercer de nuevo su función económica como canalizadores de los re-

curtos entre los diferentes agentes de la economía. En cualquier caso, con la experiencia acumulada durante la crisis actual, la correcta gestión del riesgo de liquidez es vital para la supervivencia a medio plazo de cualquier entidad.

Las entidades españolas han reformado su estructura de financiación captando depósitos a plazo, lo que se ha visto facilitado por su modelo de negocio...

Las entidades españolas están intensificando la captación de depósitos, fortaleciendo su ya tradicional base de financiación minorista. La banca minorista basada en las relaciones de largo plazo con la clientela, favorecidas por la cercanía al cliente, permite a las entidades de depósito una estrecha vinculación con los clientes. Asimismo, la banca española tiene una presencia destacada en la comercialización de otros productos de ahorro (ciertas modalidades de seguros, fondos de pensiones y de inversión). La conjunción de estas dos características facilita que, en un momento determinado, las entidades modifiquen su oferta combinada de productos, a favor de los depósitos y en detrimento de los otros productos alternativos de colocación del ahorro de los clientes. Lo anterior se ha traducido en un fuerte crecimiento de los depósitos a plazo (25% en diciembre de 2008). Esta reorientación del pasivo hacia la financiación más tradicional se ve acompañada, además, por el menor ritmo de crecimiento de la actividad, de tal modo que el diferencial entre las tasas de crecimiento de crédito y depósitos se ha tornado negativo en 2008 (gráfico 2.5.B).

... si bien esto implica mayores costes y existe un riesgo de agotamiento del proceso.

No obstante, la intensa expansión de los depósitos a plazo no puede durar indefinidamente, por lo que existe un riesgo de agotamiento del proceso. De hecho, y aun a pesar de las elevadas tasas de crecimiento registradas por los depósitos a plazo, los datos relativos a los últimos meses reflejan una cierta desaceleración de las mismas. Asimismo, el crecimiento de los depósitos a plazo ha sido posible, en parte, a costa de una reducción de los depósitos a la vista. Esto implica mayores costes financieros para las entidades, que presionan a la baja sus resultados, en un momento en el que no serán compensados por un mayor volumen de actividad.

2.1.2 RENTABILIDAD

Los resultados están presionados a la baja: en el corto plazo, por las mayores necesidades de provisiones; y en el medio, por los menores volúmenes de actividad.

En un contexto económico y financiero tan complejo como el que se ha descrito en el presente IEF, en el que numerosas instituciones financieras internacionales han registrado cuantiosas pérdidas y significativas disminuciones de sus resultados, las entidades de depósito españolas cerraron el ejercicio 2008 con un resultado neto atribuido al grupo de 23.936 millones de euros (cuadro 2.2)⁵. Esto refleja, en buena medida, el modelo de banca minorista desarrollado por las entidades españolas, que posibilita una mayor recurrencia de los ingresos, máxime en comparación con otros modelos de banca más dependientes de los mercados financieros para la generación de resultados. No obstante, las cuentas de resultados de las entidades españolas se van reduciendo. En el corto plazo, principalmente por las mayores provisiones específicas debidas al incremento de la morosidad. En el medio plazo, porque los volúmenes de actividad no serán tan elevados como lo fueron en el pasado, ya que el desapalancamiento del sector financiero, y en general de la economía, tanto en España como en el ámbito internacional, va a ser permanente. En la medida en que las dificultades en los mercados internacionales tarden en solventarse y el deterioro macroeconómico sea más intenso, mayor será la presión sobre las cuentas de resultados y más entidades experimentarán dichas reducciones.

5. La cuenta de resultados que se presenta en este IEF es coherente con los cambios que ha introducido la CBE 6/2008. Lo más destacable es que el margen de intermediación se sustituye por el denominado «margen de intereses», que no incluye los rendimientos de los instrumentos de capital. Por su parte, el margen bruto (similar al antiguo margen ordinario) considera los otros resultados de explotación, mientras que se define el resultado de la actividad de explotación, que incorpora las dotaciones y las pérdidas por deterioro de activos asociadas a los créditos. Para facilitar la comparación con anteriores IEF, se ha introducido un margen de explotación (la diferencia entre el margen bruto y los gastos de explotación). Si bien los cambios no son comparables por su magnitud e impacto con los introducidos por la CBE 4/2004, en la medida en que los datos relativos a 2007 se han reconstruido tomando en consideración las modificaciones de la nueva Circular, la comparación interanual ha de tomarse con cierta cautela.

	m€	DIC-08	DIC-07	DIC-08
		% VAR. DIC-08/ DIC-07	% ATM	% ATM
Productos financieros	174.667	21,1	4,96	5,52
Costes financieros	117.235	24,9	3,23	3,70
Margen de intereses	57.432	14,1	1,73	1,81
Rendimiento de los instrumentos de capital	2.720	8,2	0,09	0,09
Resultados entidades método participación	4.529	4,5	0,15	0,14
Comisiones netas	21.904	-0,7	0,76	0,69
Resultado de operaciones financieras	8.497	-27,7	0,40	0,27
Otros resultados de explotación (neto)	664	-14,1	0,03	0,02
Margen bruto	95.746	4,3	3,16	3,02
Gastos de explotación	43.660	7,5	1,40	1,38
Margen de explotación	52.086	1,8	1,76	1,65
Pérdidas deterioro (prov. específicas, genéricas)	21.822	77,3	0,42	0,69
Otras dotaciones a provisiones (neto)	3.965	90,8	0,07	0,13
Resultado de la actividad de explotación	26.299	-28,5	1,27	0,83
Pérdidas por deterioro de activos distintos de la inversión crediticia	2.016	12,4	0,06	0,06
Resultados por ventas (neto)	5.741	18,3	0,17	0,18
Resultados antes de impuestos	30.024	-24,6	1,37	0,95
Resultado neto	25.427	-20,5	1,10	0,80
PRO MEMORIA:				
Resultado atribuido a la entidad dominante	23.936	-21,7	1,05	0,76

FUENTE: Banco de España.

Los resultados se han reducido frente a 2007, si bien con distinta intensidad entre entidades.

Se reduce la rentabilidad del activo y de los recursos propios.

El margen de intereses crece, demostrando la recurrencia de los ingresos, poco dependientes de la evolución de los mercados de valores.

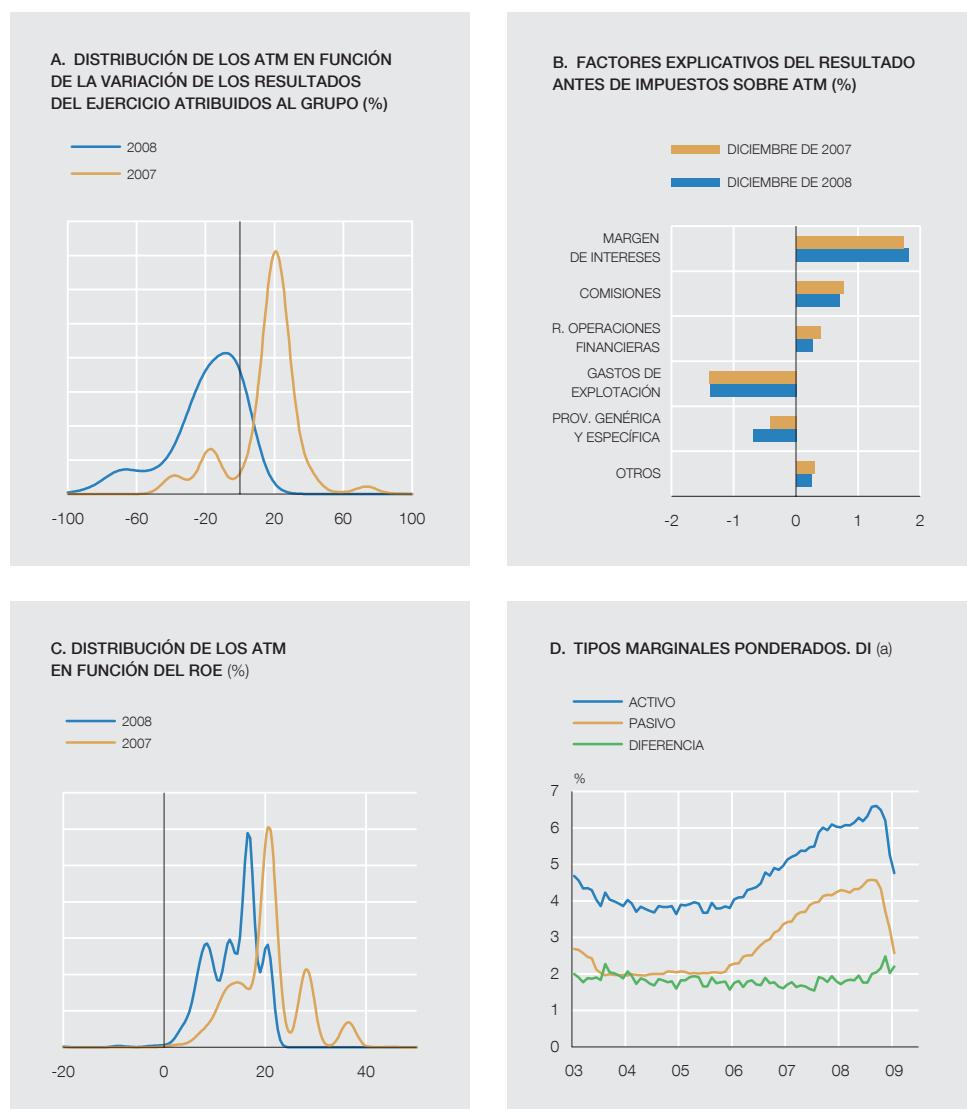
El resultado neto atribuido al grupo ha descendido un 21,7% en 2008 con respecto a 2007. El progresivo deterioro de la economía real a lo largo del último año, así como la persistencia de la crisis financiera internacional, explican que los resultados de las entidades de depósito españolas hayan evolucionado a la baja (en junio de ese año se habían reducido únicamente un 2,5% con respecto al mismo mes de 2007). La caída en los resultados, a pesar de ser una tendencia general, no ha sido homogénea entre entidades, lo que refleja sus diferentes estrategias de negocio y perfiles de riesgo (gráfico 2.6.A).

El descenso del resultado se explica porque, a pesar del crecimiento del margen de intereses, se han obtenido menos comisiones, han empeorado los resultados de operaciones financieras y han aumentado las dotaciones para insolvencias, en un ejercicio en el que la morosidad ha repuntado intensamente (gráfico 2.6.B). La caída del resultado neto atribuido al grupo se traslada al ROE (12,9% en diciembre de 2008, frente a niveles del 19% en 2007) y al ROA (0,76% en diciembre de 2008, frente al 1,05% en diciembre de 2007), si bien con diferente intensidad entre entidades (gráfico 2.6.C).

El margen de intereses crece a un ritmo del 14,1%, como resultado, principalmente, de los productos financieros derivados del crédito a la clientela, que han compensado los mayores costes financieros, que han crecido especialmente en relación con la captación de depósitos (mayor competencia entre entidades). Como se ha mencionado, la favorable evolución del margen de intereses pone de manifiesto la recurrencia de los ingresos del sistema bancario español, cuya dependencia de los vinculados a la evolución de los mercados financieros es limitada. Asimismo, refleja, de acuerdo con la elevada proporción de los créditos referencia-

EVOLUCIÓN DE LOS RESULTADOS Y DISPERSIÓN ENTRE ENTIDADES
Entidades de depósito

GRÁFICO 2.6



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.

dos a tipo variable, la capacidad que han tenido las entidades españolas para ajustar más rápidamente los tipos de interés al nuevo entorno (gráfico 2.6.D).

No obstante, los costes de financiación tienden a presionarlo a la baja, lo que no se verá compensado por la mayor actividad.

No obstante, desde una óptica de medio plazo, en un contexto de significativa reducción de los tipos de interés, pero donde persiste la competencia entre entidades por la captación de depósitos, el margen de intereses se podría ver tensionado a la baja. Es más, en un escenario de tipos de interés reducidos, el coste del pasivo tiene un límite a la baja, lo que incide también en el estrechamiento de los márgenes. Además, una evolución de la actividad mucho más moderada que en el pasado reciente va a aumentar la presión sobre los resultados en los próximos años.

Las comisiones se han mantenido estancadas y los resultados de operaciones financieras se han reducido.

La favorable evolución del margen de intereses no se ha trasladado en su totalidad al *margen bruto* (crecimiento del 4,3%). Por una parte, las comisiones muestran una atonía que refleja la debilidad de los mercados financieros y el mayor énfasis en la captación de depósitos (menos comisiones por los servicios de valores y por la comercialización de productos financieros no bancarios), así como un menor ritmo de actividad (estancamiento de las comisiones por servicios de cobros y pagos). Por otra parte, la disminución de los resultados por operaciones financieras se explica, fundamentalmente, por las dificultades de los mercados financieros internacionales y, en parte, por las ventas de participaciones en 2007. No obstante, en el caso de las entidades de depósito españolas, los resultados de operaciones financieras que provienen de la cartera de negociación, a pesar de su descenso, han sido positivos en 2008. Esto pone de manifiesto que no solo es relevante el criterio de valoración aplicado (el valor razonable, en este caso), sino también los instrumentos que componen la cartera y el modelo de negocio desarrollado por las entidades.

La eficiencia se ha deteriorado ligeramente.

Los *gastos de explotación* crecen un 7,5%, lo que supone todavía tasas de avance elevadas, y en cualquier caso superiores a las del margen bruto, que justifican el débil crecimiento del *margen de explotación* (1,8%). El crecimiento de los gastos de explotación se observa en sus tres principales componentes: personal (6,7%, con un peso relativo del 58%), administración (9,2%) y amortizaciones (6,2%). Lo anterior, unido al moderado aumento del margen bruto, implica un discreto empeoramiento de la ratio de eficiencia (45,6%, frente al 44,25% en diciembre de 2007). La mejora de la ratio de eficiencia, que sigue en niveles elevados, así como la reducción de los gastos de explotación sobre ATM, se han frenado en 2008 (gráfico 2.7.A).

Las entidades han de actuar racionalizando en mayor medida sus estructuras de costes...

En un contexto de mayores costes financieros, menores volúmenes de actividad y mayores dotaciones para insolvencias, hay que incrementar el rigor en el control de costes. El ritmo de expansión de oficinas y empleados, muy fuerte en los últimos años (gráfico 2.7.B), no es congruente con el nuevo entorno al que se enfrenta el sector bancario. Las estrategias concretas han de ser definidas por las entidades, pero el necesario redimensionamiento del sector obligará a analizar las diferentes opciones para la racionalización de los costes operativos y de estructura. Redimensionar la red a través de la reducción de oficinas, incrementar la productividad de las restantes, o desarrollar procesos de optimización transversales entre entidades son algunas de las opciones que se deben considerar. Un intenso proceso de racionalización de costes, dentro de cada entidad y entre entidades, es un proceso necesario para aliviar la presión sobre los resultados y la rentabilidad de las entidades en los próximos años. Sin embargo, es muy posible que para un buen número de entidades la necesaria e imprescindible gestión de costes no resulte suficiente para alcanzar una rentabilidad suficiente en el medio plazo, por lo que considerar otro tipo de procesos de redimensionamiento que trasciendan la gestión individual de sus estructuras de costes puede resultar necesario.

El resultado de la actividad de explotación, que incorpora las pérdidas por deterioro de activos derivadas de las inversiones crediticias (provisiones genéricas y específicas) y otras dotaciones (básicamente, por impuestos, fondos de pensiones y riesgos y compromisos contingentes), se reduce un 28,5% en relación con el registrado en diciembre de 2007.

... ya que las dotaciones a insolvencias seguirán presionando a la baja las cuentas de resultados.

El motivo es el intenso aumento de las *provisiones genéricas y específicas*, que crecen un 77,3% y, aunque con distinta intensidad entre entidades (gráfico 2.7.C), cada vez consumen una parte mayor del margen de explotación (gráfico 2.7.D). Esto se debe al incremento de las dotaciones específicas, dado el fuerte repunte de la morosidad en 2008, amortiguado solo en parte por las provisiones genéricas, que algunas entidades han empezado a emplear (el fondo genérico, a nivel consolidado, se ha reducido un 21,4% en diciembre de 2008). No obstante, parte del aumento de las provisiones se debe a que algunas entidades las han incrementado ante un clima económico adverso e incierto. Hay que tener en cuenta que los calendarios

EFICIENCIA Y PROVISIONES

Entidades de depósito

GRÁFICO 2.7



FUENTE: Banco de España.

establecidos por la normativa española en relación con las provisiones específicas son un mínimo que han de satisfacer las entidades, por lo que pueden establecer dotaciones por encima de dichos mínimos si lo consideran necesario.

Los resultados de las entidades españolas de elevado tamaño se comportan mejor que las de otros sistemas bancarios de nuestro entorno...

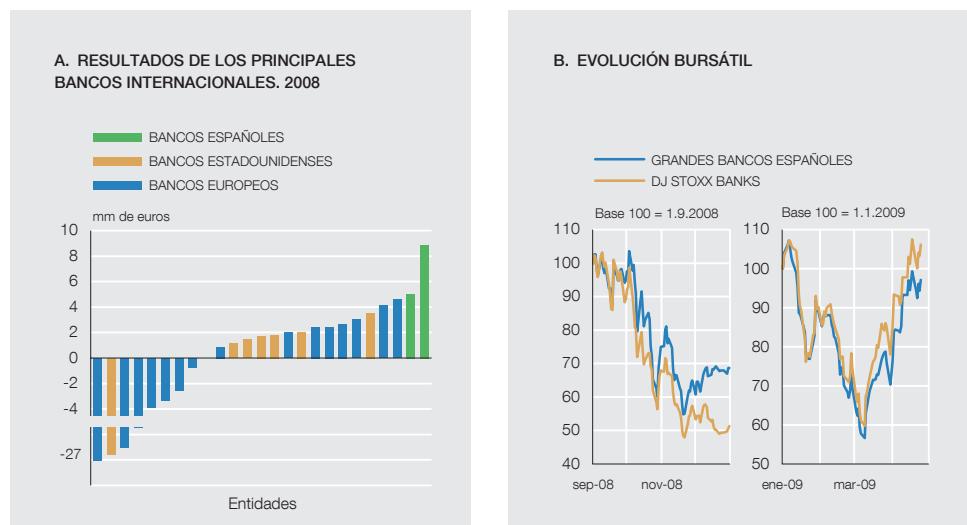
Cuando los resultados de las entidades españolas de mayor tamaño se comparan con los registrados por sus homólogas de los *sistemas bancarios de nuestro entorno*, se observa que el impacto directo de la crisis financiera internacional, concretado en la inversión de productos altamente complejos y poco transparentes que han registrado notables pérdidas, se traduce en un cuantioso impacto en las cuentas de resultados o en notables reducciones de los beneficios. Para las grandes entidades de depósito españolas, que, como el resto de entidades españolas, no han invertido en estos productos, no se han registrado pérdidas en 2008, y las caídas del resultado han sido modestas⁶ (gráfico 2.8.A)

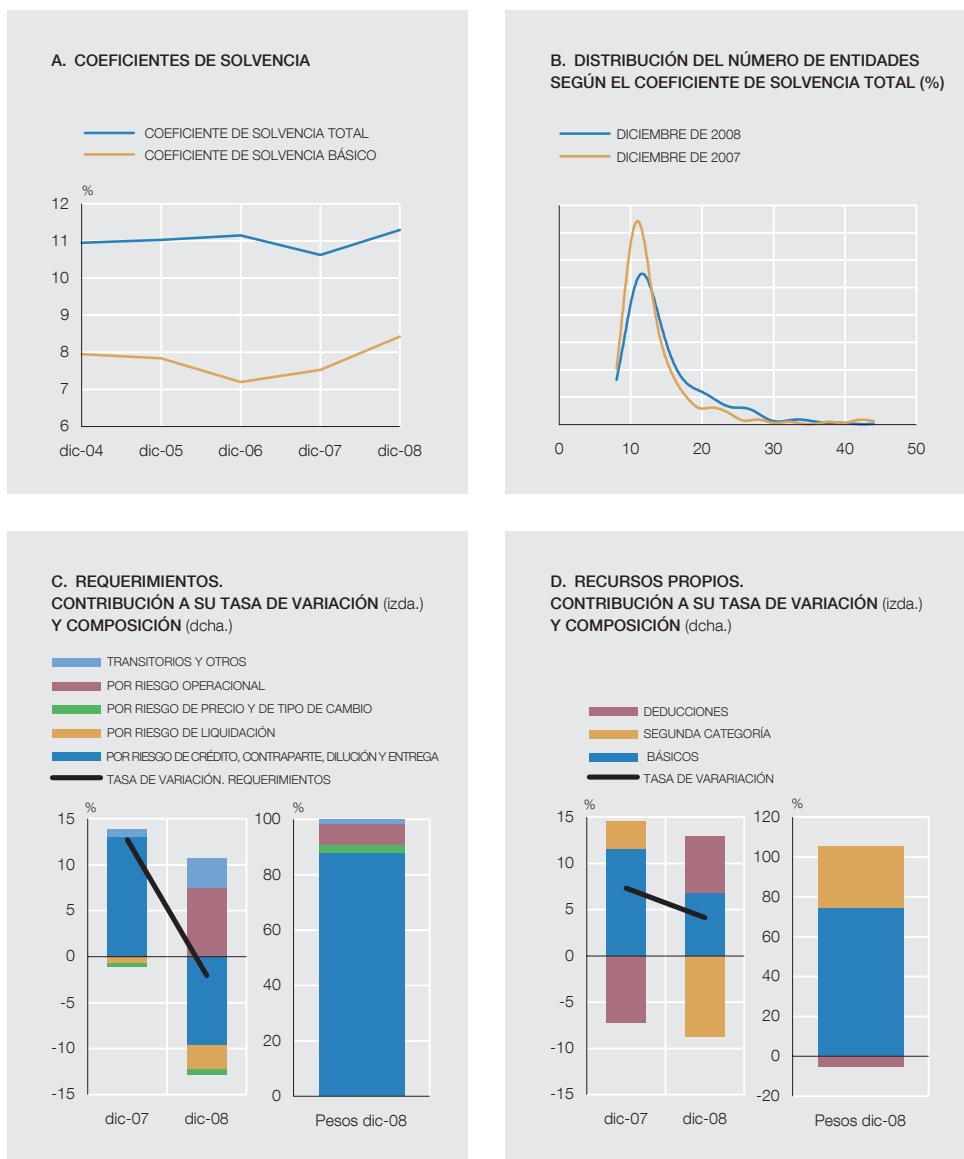
6. Hay que tener en cuenta, además, que las entidades de algunos países han hecho uso de la reclasificación de activos que recientemente han permitido las autoridades contables (IASB), lo que ha contribuido a limitar el reflejo de las pérdidas por dichos activos en las cuentas de resultados del ejercicio 2008.

COMPARACIÓN INTERNACIONAL

GRÁFICO 2.8

Entidades de elevado tamaño





FUENTE: Banco de España.

... habiéndose reducido los requerimientos por la desaceleración del crédito...

... y en menor medida los recursos propios.

La sustancial desaceleración del crédito ha propiciado una reducción en los activos ponderados por riesgo y, en consecuencia, de los *requerimientos* de capital (-2,1%, frente al 12,7% en diciembre de 2007). La evolución de los requerimientos por riesgo de crédito, con un peso cercano al 88% (gráfico 2.9.C), ha lastrado a la de los totales tras caer un 10,1%, lo que se ha visto en parte contrarrestado por la introducción de los nuevos requerimientos por riesgo operacional y por los transitorios⁷ (véase recuadro 2.3).

El crecimiento de los *recursos propios totales* se ha desacelerado hasta tasas del 4,1%, lo que ha supuesto 3 pp menos que en diciembre de 2007, empujados por una fuerte moderación de los básicos, que han pasado de crecer al 17,8% en diciembre de 2007 a hacerlo al

7. Con carácter transitorio, las entidades que utilicen modelos internos han de cumplir con unos requerimientos adicionales, que se establecen en el 90% y el 80% de los requerimientos que tendrían bajo la Circular 5/1993 en 2008 y 2009, respectivamente. En realidad, se trata de establecer suelos a la potencial disminución de requerimientos de capital.

El 28 de marzo de 2009 la Comisión Ejecutiva del Banco de España decidió sustituir a los órganos de administración de la Caja Castilla-La Mancha (CCM) designando tres administradores provisionales, en aplicación de la Ley 26/1988, de disciplina e intervención de entidades de crédito.

Asimismo, tras comunicación del Banco de España al Ministerio de Economía, y como respuesta a la necesidad de una provisión de financiación extraordinaria para superar las dificultades transitorias de liquidez de la entidad, el pasado 29 de marzo se aprobó en un Consejo de Ministros extraordinario el Real Decreto Ley 4/2009, por el que se autoriza la concesión por el Estado de garantías derivadas de la financiación que pueda otorgar el Banco de España a favor de CCM, por un importe máximo de 9.000 millones de euros.

Estas decisiones se tomaron después de que se constatara la imposibilidad de obtener una solución «privada» a los problemas de la caja en el ámbito del Fondo de Garantía de Depósitos en Cajas de Ahorro. En cualquier caso, la actuación del Banco de España responde al objetivo de evitar que el progresivo deterioro de la situación de la entidad pudiera desembocar en una crisis de confianza en la misma,

una convulsión en los mercados y, en última instancia, mayores costes para los contribuyentes. Estas medidas de carácter preventivo han permitido a la Caja seguir operando con normalidad y cumplir sus obligaciones y compromisos de pago, asegurando la posición de los depositantes y de los acreedores.

CCM es una entidad solvente, ya que dispone de un patrimonio neto positivo; es decir, los activos netos son superiores a sus deudas. Sin embargo, la entidad presentaba serios problemas. En primer lugar, reflejaba un coeficiente de capital regulatorio inferior al mínimo exigido, que es del 8%. Al tiempo, sus perspectivas financieras eran negativas, pues registraba una posición de morosidad elevada y una rentabilidad —primera línea de defensa ante la concreción de dificultades— muy escasa, medida tanto en términos de activos totales como sobre sus recursos propios.

La decisión del Banco de España es plenamente coherente con la actuación seguida en otras ocasiones para el tratamiento de entidades en dificultades, así como con los principios acordados en la moción aprobada en el Congreso de los Diputados el 17 de marzo sobre la estrategia de reestructuración del sistema financiero español.

9,5% un año después, y por una importante caída de los de segunda categoría (-21,6%), que se ha compensado en parte por las menores deducciones (gráfico 2.9.D).

La solvencia de las entidades españolas de mayor tamaño está en línea con las de otros países europeos...

La comparación internacional de los niveles de solvencia para las entidades de mayor tamaño refleja que la posición de las españolas, en términos del coeficiente de recursos propios básicos (*tier 1*), está en línea con la que mantienen las de otros sistemas bancarios de nuestro entorno. La comparación resulta más favorable para las entidades españolas cuando se consideran los fondos constituidos como provisiones genéricas (gráfico 2.10.A). Además, hay que tener en cuenta que en la mayoría de países de nuestro entorno los gobiernos han inyectado capital, a través de diversos instrumentos, a sus entidades financieras, y en particular a las de mayor tamaño (véase recuadro 1.1).

La comparación internacional de las ratios de capital ha de tomarse con cierta cautela, ya que la transposición de las directivas europeas puede dar lugar a particularidades en su aplicación concreta. Así, las normas españolas son más exigentes y restrictivas que las que se obtendrían de la aplicación directa de dichas directivas. Por ejemplo, en lo relativo a las exigencias del capital de mayor calidad, y en particular al contemplado para el cómputo del coeficiente de solvencia básico (*tier 1*), la normativa española establece límites adicionales a los instrumentos de capital elegibles emitidos por filiales extranjeras, al tiempo que limita las acciones preferentes incluidas en el *tier 1* hasta un 30% de los recursos propios básicos de primera categoría.

La crisis financiera internacional ha mostrado cómo entidades con elevadas ratios de capital, incluso del de mejor calidad, han experimentado notables dificultades, que han precisado de la intervención, de una u otra forma, de las autoridades públicas. Entre otras cuestiones, esto refleja la insuficiencia de capital para cubrir el riesgo asociado a determinados activos, y en particular para algunos de los que se han incluido en la cartera de negociación, que incorporaban un alto componente de riesgo de crédito. Los trabajos del BCBS en relación con el tratamiento de la cartera de negociación reflejan lo anterior.

La CBE 3/2008 adapta la normativa española a los criterios de Basilea II, transponiendo las directivas de la UE al respecto. Uno de los objetivos principales de dicho Acuerdo es el de hacer que los requerimientos de capital sean más sensibles a los riesgos, lo que se ha traducido, por un lado, en la ampliación de los riesgos que se han de cubrir y, por otro, en la posibilidad, previa autorización del Banco de España, de que las entidades usen sus propias metodologías de cálculo (modelos internos) para determinar los requerimientos de capital mínimo que se debe mantener.

Los requerimientos están clasificados en cuatro grandes bloques: por riesgo de crédito, contraparte, dilución y entrega (con un peso en diciembre de 2008 del 88%; en su práctica totalidad, de crédito); por riesgo de liquidación (sin apenas importancia); por riesgo de precio y tipo de cambio (peso del 3%); por riesgo operacional (peso del 8%); y resto (peso del 1%).

Dentro de los requerimientos por *riesgo de crédito*, un 65% proviene del método estándar, y el otro 35%, del método de calificaciones internas (IRB). En términos de las exposiciones sujetas a requerimientos por riesgo de crédito, estos porcentajes son el 60% y el 40%, respectivamente. Hay diez entidades que aplican el método IRB, dos de ellas filiales de la banca extranjera. Dentro de los *modelos IRB*, por tipo de acreditado destacan la cartera de minoristas, constituida por crédito a personas físicas (tanto crédito al consumo como con garantía hipotecaria para adquisición de vivienda) y PYME (exposición con la entidad inferior a un millón de euros), con un peso del 41% (24% según requerimientos); la de resto de empresas (que incluye todas las empresas y empresarios cuya deuda con la entidad excede el millón de euros), con un peso del 45% (61% de acuerdo con los requerimientos), y la de instituciones financieras, con un peso del 10% (5% en términos de los requerimientos). Para las entidades que apli-

can el *método estándar*, el 39% de las exposiciones está ponderado al 100% (exposiciones con grandes empresas y PYME con más de un millón de euros, entre otras); el 18% al 75% (PYME con deuda bancaria inferior al millón de euros en la entidad y crédito al consumo), seguido, con un peso del 16%, de las que ponderan al 35% (préstamos con garantía hipotecaria para adquisición de vivienda con LTV inferior al 80%).

El escaso peso de la exposición sujeta a calificación crediticia externa en el *método estándar*, junto con la mayor sensibilidad de los parámetros que determinan los requerimientos de capital en el *método IRB* (PD, pero también LGD y EAD), hace que la distribución de los requerimientos de capital pueda variar significativamente a lo largo de un ciclo económico, dependiendo del método (estándar o IRB) que aplique cada entidad, entre grupos de entidades. La prociclicidad de los requerimientos de capital provenientes de Basilea II se analiza con más detalle en el capítulo 3.

En cuanto a los requerimientos por *riesgo de precio y tipo de cambio*, se pueden distinguir dos metodologías: *método estándar* y *modelos internos*. La importancia de estos últimos es baja, tanto en términos del número de entidades que los desarrollan (4) como por su peso relativo dentro de los requerimientos para este tipo de riesgo (26%).

Los requerimientos por *riesgo operacional* pueden calcularse empleando el método del indicador básico, los métodos estándar y estándar alternativo, o mediante métodos avanzados. En diciembre de 2008 han sido 15 las entidades que han empleado el método estándar o estándar alternativo, y solo 2 (de nuevo, filiales de la banca extranjera) las que han utilizado *modelos internos*. En términos de volumen, el método del indicador básico supone el 68% de los requerimientos totales, frente al 32% del método estándar y alternativo.

... al tiempo que su grado de apalancamiento es inferior...

El grado de apalancamiento (fondos propios sobre activo total) de las entidades financieras es una variable muy relevante. En una comunicación reciente, el BCBS indica que este tipo de medidas habrá de considerarse, entre otras cuestiones, a la hora de evaluar los requisitos de solvencia de las entidades. Con independencia de la métrica que haya de emplearse, los datos relativos a las entidades españolas de mayor tamaño muestran que se sitúan entre las menos apalancadas, en comparación con las de otros sistemas bancarios de nuestro entorno (gráfico 2.10.B).

... lo que no evita que el conjunto de las entidades españolas haya de valorar cuidadosamente su posición de solvencia.

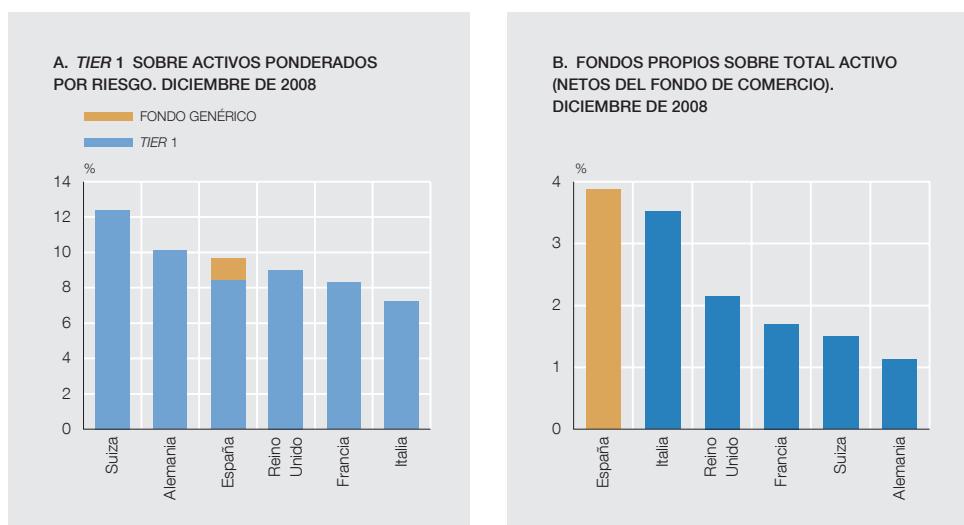
No obstante, y más allá de que las entidades de depósito españolas mantengan ratios de capital por encima de los mínimos regulatorios, y de que su comparación con otras entidades internacionales de elevado tamaño pueda aportar algunos elementos favorables, no cabe duda de que el entorno en el que han de operar en los próximos trimestres se caracterizará por su elevada dificultad. Por lo tanto, las entidades han de sopesar cuidadosamente su posición en términos del capital que han de mantener para, desde una óptica prudente y de medio plazo, afrontar los riesgos a los que están expuestas.

2.2 Compañías de seguros, y fondos de inversión y de pensiones

En el ámbito europeo, el ejercicio 2008 ha sido complejo para el sector asegurador. Las exposiciones directas a productos estructurados complejos, así como a los valores de renta fija privada de las entidades financieras que han manifestado dificultades serias en 2008, son

COMPARACIÓN INTERNACIONAL DE LA SOLVENCIA
Entidades de elevado tamaño

GRÁFICO 2.10



FUENTES: NOMURA, información publicada por las entidades y Banco de España.

El ejercicio 2008 ha sido complejo para el sector asegurador europeo...

... así como para el español, que, si bien está menos expuesto a los mercados bursátiles, ha de afrontar una coyuntura económica más adversa.

limitadas⁸, pero la crisis financiera internacional y una coyuntura económica altamente compleja han debilitado la posición del sector. La evolución de las cotizaciones bursátiles y de las primas de riesgo implícitas en los diferenciales de los CDS de las principales compañías europeas reflejan dichas dificultades. En 2009 permanecen abiertos los riesgos asociados a la persistencia de la crisis financiera y a una coyuntura económica adversa.

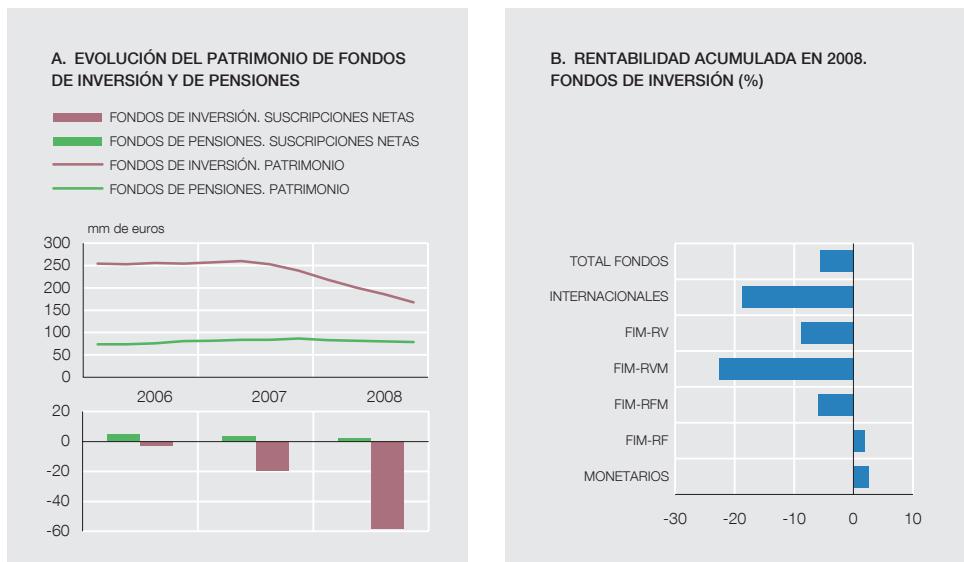
El sector asegurador español comparte algunos de estos elementos de riesgo con el europeo. No obstante, como ya se ha mencionado en anteriores IEF, el peso de la renta variable en los balances de las compañías aseguradoras españolas es muy reducido (en el entorno del 2,5%), lo que explica su menor sensibilidad a la evolución de los mercados de renta variable. Las dificultades financieras internacionales interaccionan con la difícil situación que atraviesa la economía real, lo que presionará a la baja las primas del sector, así como su rentabilidad y solvencia, que, no obstante, permanece elevada. Los últimos datos disponibles indican que el margen de solvencia está en torno al 180% para el ramo vida y al 330% para el no vida.

En el ramo vida, la demanda evolucionará probablemente a la baja, al tiempo que dicho ramo se ha de acomodar a la mayor competencia por la captación de ahorro del sector bancario y al entorno de tipos de interés. En el ramo no vida, la menor actividad económica incide en el seguro multirriesgo del hogar, vinculado a las hipotecas para adquisición de vivienda; en el seguro de desempleo, por el intenso aumento del paro; y en el ramo del automóvil, por las menores ventas y la disminución en las coberturas contratadas, junto con un fuerte aumento de la competencia entre entidades en un entorno de reducción de la siniestralidad. Asimismo, en un contexto de intenso incremento de los impagos, la siniestralidad del seguro de crédito y caución está aumentando significativamente.

Los fondos de inversión registran importantes caídas de su patrimonio...

La crisis financiera internacional ha incidido negativamente en los fondos de inversión. Así, su patrimonio se ha reducido de forma progresiva en 2008 (-29,8% en diciembre de 2008). Esta

8. *Financial Conditions and Financial Stability in the European Insurance and Occupational Pension Fund Sector 2007-2008*, CEIOPS, diciembre de 2008.



FUENTES: INVERCO y Banco de España.

caída del patrimonio está motivada por la fuerte salida neta de fondos (gráfico 2.11.A), consecuencia de la evolución de la rentabilidad, que en 2008 ha sido negativa para casi todas las modalidades de fondos de inversión (gráfico 2.11.B), así como de mayor competencia en la captación de ahorro.

... que han sido más leves para los de pensiones.

Los fondos de pensiones también han registrado en 2008 rentabilidades negativas en casi todas sus modalidades, si bien, y dadas las características de un producto más orientado al ahorro a largo plazo, la reducción de su patrimonio no ha sido tan significativa (caída interanual del 9,3% en diciembre de 2008) (gráfico 2.11.A).

3.1 Medidas adoptadas por el Banco Central Europeo contra la crisis

Los bancos centrales han reducido significativamente los tipos de referencia y aumentado las cantidades inyectadas.

El BCE ha reducido el tipo mínimo e introducido operaciones complementarias, aumentando la liquidez inyectada...

... otorgándola a tipo fijo y con adjudicación plena...

... y ha extendido la lista de colateral elegible, incluyendo activos no elegibles previamente y reduciendo el umbral de calidad admisible.

En el último año, los principales bancos centrales del mundo han llevado a cabo numerosas actuaciones dirigidas a combatir los efectos de la crisis financiera internacional. Dichas actuaciones han comprendido medidas incluidas dentro de la política monetaria convencional y otras que pueden calificarse como no convencionales (véase recuadro 3.1). Entre las primeras cabe destacar las reducciones generalizadas de los tipos oficiales, que en algunos casos prácticamente han agotado el margen para seguir bajando. Así, los tipos de referencia de la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón se sitúan, a fecha de cierre de este Informe, en el 0,00%-0,25%, 1,00% y 0,10%, respectivamente. También han aumentado de manera significativa los volúmenes de liquidez inyectados al sistema financiero.

En el caso del BCE, el tipo mínimo de las operaciones principales de financiación se ha reducido hasta situarse en el 1,25% en abril. Además, con el objetivo de normalizar el mercado monetario de la zona del euro, en marzo de 2008 decidió realizar operaciones complementarias de financiación a más largo plazo con vencimiento a tres y a seis meses, sin que las operaciones mensuales regulares a tres meses se vieran afectadas. Posteriormente, en septiembre introdujo una operación especial de refinanciación al plazo de un mes, coincidente con el período de mantenimiento de reservas mínimas.

También se optó por cambiar el procedimiento de adjudicación de las subastas. Desde octubre de 2008, estas se resuelven mediante un procedimiento a tipo fijo y con adjudicación plena a todos los plazos. El BCE se ha comprometido a mantener esta medida excepcional, al menos, hasta principios de 2010, al tiempo que continuará con el esquema actual de operaciones complementarias de financiación en cuanto a frecuencia y plazos.

Otra medida de especial relevancia fue la expansión de la lista de activos elegibles como colateral en las operaciones de política monetaria del Eurosistema (15 de octubre de 2008), que se mantendrá hasta el final de 2009. La ampliación consistió, por un lado, en la inclusión de activos no elegibles hasta entonces; y, por otro, en la reducción de la calificación crediticia mínima exigible. Los nuevos activos añadidos a la lista fueron: (i) instrumentos de renta fija negociables denominados en dólares estadounidenses, libras esterlinas o yenes japoneses, siempre que se emitan y se mantengan o liquiden en la zona del euro y que el emisor esté establecido en el Espacio Económico Europeo; (ii) instrumentos de renta fija emitidos por entidades de crédito que se negocien en determinados mercados no regulados, incluyendo certificados de depósito; (iii) activos subordinados protegidos por una garantía aceptable; (iv) depósitos a plazo fijo de entidades de contrapartida en el Eurosistema, y (v) préstamos sindicados denominados en euros y sujetos a las legislaciones de Inglaterra y Gales. La elegibilidad de estos últimos fue derogada en noviembre de 2008. Además, el umbral de calidad crediticia del Eurosistema para los activos admisibles en garantía pasó de A- a BBB- o equivalente, para activos tanto negociables como no negociables, con excepción de los bonos de titulización de activos, que mantienen una calificación mínima de A-.

3.2 Pro ciclicidad de Basilea II: medición y alternativas de corrección

La excepcionalidad de la crisis financiera internacional ha llevado a diferentes organismos a analizar sus causas y a proponer diferentes medidas (véase recuadro 3.2). Desde la óptica de la normativa de capital de las entidades de crédito, Basilea II no estaba en vigor en ningún país en la génesis de la crisis. Esto no implica que el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) no esté revisando el Acuerdo a la luz de las lecciones aprendidas.

En el último año, los principales bancos centrales del mundo han puesto en marcha iniciativas no incluidas en la política monetaria convencional. Estas medidas son una respuesta a una situación excepcional en la que se ha agotado el margen para bajadas adicionales de tipos y en la que han de superarse fallos en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, en un contexto de incertidumbre y falta de confianza. Este recuadro se centra en la Reserva Federal (Fed), el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón, si bien otros también adoptaron medidas no convencionales.

La Reserva Federal estableció líneas swap con numerosos bancos centrales para proporcionarles la liquidez en dólares que necesitan para atender sus programas de inyección de liquidez en divisas. La Fed, con la garantía del Tesoro, comenzó en septiembre de 2008 a comprar a los creadores de mercado deuda a corto plazo emitida por Fannie Mae, Freddie Mac y Federal Home Loan Banks, para reducir su coste de refinanciación. Asimismo, en enero de 2009 entró en funcionamiento un programa de compra de activos, que cuenta con la garantía del Tesoro, con el fin de reactivar la concesión de crédito final en general y especialmente el crédito para la compra de vivienda. Se comprarán 100.000 millones de dólares de deuda emitida por Fannie Mae, Freddie Mac y Federal Home Loan Banks; y 500.000 millones (ampliados a 1,25 billones en marzo de 2009) de activos hipotecarios titulizados garantizados por Fannie Mae, Freddie Mac y Ginnie Mae. Por otro lado, ha puesto en marcha diferentes facilidades respaldadas también por el Tesoro:

- 1 *Term Securities Lending Facility*, marzo de 2008: intercambio de activos con las entidades. Subasta semanal de préstamos a un mes de activos del Tesoro a los creadores de mercado contra otros activos menos líquidos.
- 2 *Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*, septiembre de 2008: préstamos sin recurso a las entidades para comprar papel comercial titulado a fondos del mercado monetario. Se pretende ayudar a estos fondos para que puedan satisfacer los reembolsos y fomentar la liquidez en los mercados de dinero en general.
- 3 *Commercial Paper Funding Facility*, octubre de 2008: compra de papel comercial de calidad, garantizado o no, directamente a los emisores elegibles en el mercado primario a través de un SPV público financiado por la Fed, con el objetivo de proporcionarles liquidez.
- 4 *Money Market Investor Funding Facility*, noviembre de 2008: financiación a una serie de SPV establecidos con el sector privado para comprar ciertos activos a corto plazo a determinados inversores del mercado de dinero estadounidense, para servirles como fuente de liquidez.
- 5 *Term Asset-Backed Securities Loan Facility*, marzo de 2009: préstamos a tres años sin recurso y sin necesidad de subas-

ta (importe global de hasta un billón de dólares) a los tenedores de titulizaciones con calificación AAA de préstamos de nueva concesión al sector real de la economía. Su objetivo es incrementar la disponibilidad de crédito y apoyar la actividad económica, facilitando para ello la emisión de titulizaciones respaldadas por una amplia gama de préstamos.

Otra iniciativa reciente de la Fed ha sido (marzo de 2009) el comienzo de una política de compra de deuda del Estado a medio y largo plazo en el mercado secundario (importe global de hasta 300.000 millones de dólares).

El Banco de Inglaterra mantuvo entre abril de 2008 y enero de 2009 el *Special Liquidity Scheme*, una facilidad de intercambio de activos ilíquidos de alta calidad por activos del Tesoro con las entidades de crédito, manteniendo estas últimas el riesgo de pérdidas. El plazo inicial de las operaciones era de un año, renovable hasta un máximo de tres años. También comenzó en septiembre de 2008 a inyectar liquidez en dólares al plazo de un día, para después ampliar los plazos a una semana, un mes y tres meses (desde octubre son subastas con adjudicación plena a tipo fijo).

Además, en enero de 2009 lanzó la *Asset Purchase Facility*, con el objetivo de aumentar la disponibilidad de financiación a las empresas. Se trata de una facilidad de compra de activos privados por un importe total de 50.000 millones de libras esterlinas, a través de la que adquiere, de momento, pagarés de empresa de alta calidad, tanto en el mercado primario como en el secundario; aunque planea comprar bonos corporativos en el mercado secundario y está estudiando la posibilidad de adquirir papel bancario emitido con la garantía del Estado, préstamos sindicados y titulizaciones. Este programa está garantizado por el Tesoro. Finalmente, en marzo de 2009 empezó a comprar deuda del Estado a medio y largo plazo en el mercado secundario.

El Banco de Japón comenzó en septiembre de 2008 a inyectar liquidez en dólares a sus contrapartidas (a partir de octubre de 2008, con adjudicación plena a tipo fijo) y en enero de 2009 puso en marcha un programa de compra de activos privados. Ha comenzado comprando pagarés de empresa, titulizados o no, y bonos corporativos por un importe global máximo de tres billones y un billón de yenes, respectivamente. A diferencia de la Fed y del Banco de Inglaterra, el Banco de Japón no cuenta con la garantía de su Tesoro.

A pesar de las medidas no convencionales adoptadas, la situación económica y financiera aún no se ha normalizado. Seguir usando medidas no convencionales, aumentando por tanto la actividad crediticia de los bancos centrales, implica un aumento del riesgo en sus balances. A fin de aminorarlo, el apoyo de los Tesoros es una alternativa (Fed y el Banco de Inglaterra), pero a la vez supone una amenaza para la independencia del banco central. En el caso particular del Eurosistema, la inexistencia de una autoridad fiscal única dificulta esta posibilidad.

En octubre de 2007, los ministros y gobernadores de bancos centrales del G 7 pidieron al *Foro de Estabilidad Financiera* (FSF) que realizase un análisis de las causas de las turbulencias financieras que habían comenzado el mes de julio anterior. También le pidieron que incluyese recomendaciones para aumentar la fortaleza de los mercados y de las instituciones.

El FSF publicó su informe en abril de 2008, donde incluyó una amplia lista de recomendaciones en cinco áreas: i) fortalecimiento de la supervisión prudencial del capital, la liquidez y la gestión del riesgo; ii) mejora de la transparencia y de la valoración de los productos financieros; iii) cambios en las agencias de *rating*; iv) mejora de la capacidad de respuesta de las autoridades frente a los riesgos, y v) acuerdos entre reguladores para tratar situaciones de estrés en el sistema financiero.

A lo largo de 2008, la crisis financiera se intensificó y acabó afectando a las economías emergentes. Por ello, se decidió que los líderes del G 20, que incluye a los países del G 7 y a países emergentes, se reunieran en la denominada *Cumbre de Washington*, el 15 de noviembre de 2008, para buscar soluciones globales a la crisis. En la declaración final, los líderes del G 20 se comprometieron a cooperar para identificar e implantar las reformas necesarias para mejorar el funcionamiento y la solvencia de los sistemas financieros mundiales. Se incluye un plan de acción detallado con tareas inmediatas, que deben estar completadas a finales de marzo de 2009, y otras que deben estarlo a medio plazo. En su mayoría, los puntos recogidos en el plan de acción ya habían sido contemplados en las recomendaciones del FSF y estaban siendo tratados por los comités internacionales de banca, valores y seguros, así como por reguladores contables y por la industria financiera. No obstante, otros implican nuevos trabajos.

El 2 de abril de 2009, los líderes del G 20 se volvieron a reunir en la *Cumbre de Londres*¹ para revisar los trabajos que debían estar terminados y la validez de las decisiones que se tomaron entonces. En la declaración final se constata que se está implementando el plan de acción acordado en Washington, y en particular las medidas concretas para fortalecer la regulación prudencial y la cooperación en el ámbito internacional; para extender la regulación a todas las instituciones financieras, instrumentos y mercados de importancia sistémica; para una vigilancia efectiva de las agencias de *rating*; y para mejorar los sistemas de retribución y la normativa contable. Además, se decidió establecer un nuevo Consejo de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Board*), que sustituye al FSF y que estará formado por todos los países del G 20, los miembros del Foro de Estabilidad Financiera, la Comisión Europea y España.

En el ámbito de la regulación bancaria, el *Comité de Supervisión Bancaria de Basilea* (BCBS) es el encargado de desarrollar las reco-

mendaciones del FSF y el plan de acción recogido en la declaración del G 20 de noviembre y confirmado en la de abril. Para ello, fijó en su plan de trabajo, como prioridades, fortalecer los requerimientos de capital; implantar y mejorar la gestión del riesgo de liquidez; impulsar las mejoras en la gestión de riesgos de las entidades y en su supervisión; mejorar la transparencia e información al mercado, mejorar la cooperación supervisora para bancos internacionales y, finalmente, fortalecer el enfoque macroprudencial de la supervisión.

El BCBS publicó en enero de 2009, para consulta pública, un paquete de medidas. En el pilar 1, propone aumentar los requerimientos de capital de algunos productos complejos —como las retitulizaciones y las líneas de liquidez a los llamados «*ABCP conduits*»—, así como de los instrumentos incluidos en la cartera de negociación. En el pilar 2 se proponen estándares para promover una supervisión y una gestión más rigurosas de las concentraciones de riesgos, de las exposiciones de fuera de balance, de las titulizaciones y de sus consiguientes riesgos reputacionales. Además, se proponen mejoras en la valoración de instrumentos complejos, en la gestión del riesgo de liquidez y en las prácticas para la realización de ejercicios de estrés adecuados a nivel de grupo bancario. Finalmente, en el pilar 3 se proponen mejoras en la información que las entidades deben proporcionar al mercado respecto a sus titulizaciones y a sus vehículos de fuera de balance. Además, en diciembre de 2008 el BCBS publicó un informe en el que revisa las regulaciones sobre solución de entidades en dificultades y su aplicación fuera de las fronteras nacionales.

El BCBS no ha olvidado las tareas que deben completarse a medio plazo. El primer objetivo es que las entidades dispongan de unos colchones de liquidez y de capital más elevados. Además, se pretende promover prácticas más sanas de gestión de riesgos y de gobierno corporativo, limitar las concentraciones de riesgos en y entre las entidades de crédito y fortalecer la información al mercado.

En Europa se ha seguido un proceso paralelo al desarrollado en el ámbito global. Así, en octubre de 2007 el *ECOFIN* acordó diferentes acciones y elaboró un programa de trabajo con una «hoja de ruta» sobre las turbulencias, que tenía unos objetivos similares a los ya descritos.

A raíz de la Cumbre del G 20, el Comité Económico y Financiero, por mandato del *ECOFIN*, elaboró un nuevo programa de trabajo, con el objetivo de preparar la contribución de la presidencia europea a las próximas cumbres del G 20.

El Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS), como comité de supervisores bancarios, también adaptó su plan de trabajo para recoger los puntos del plan de acción del G 20 que le afectan, trabajando, entre otros temas, en colegios de supervisores, remuneración de empleados, valoración, liquidez y prociclicidad del capital.

1. España fue invitada a participar en las dos cumbres.

La prociclicidad de los requerimientos de capital sigue estando sujeta a debate.

Entre los temas sujetos a debate se sitúa el de la prociclicidad. El sistema financiero es procíclico: en los momentos de bonanza los agentes tienden a infraestimar los riesgos, mientras que al cambiar el ciclo tienden a reaccionar de forma abrupta. Este comportamiento se denomina «procíclico», porque amplifica el ciclo económico. El tema sujeto a debate es si la normativa de capital intensifica este comportamiento propio de los agentes financieros. En particular, Basilea II persigue una mejor medición y gestión de los riesgos. Para ello utiliza un amplio conjunto de instrumentos, entre los que se sitúa una mayor sensibilidad de los requerimientos de capital a los riesgos que asumen las entidades.

Hay propuestas teóricas para reducirla en el marco de Basilea II...

La medición de los requerimientos de capital que propone Basilea II se basa en una serie de parámetros (por ejemplo, las probabilidades de incumplimiento o PD) que aumentan en los momentos recesivos, y con ello las necesidades de capital. Las entidades pueden reaccionar intentando reducir los requerimientos, y para ello pueden llevar a una recomposición de las carteras crediticias y a un menor volumen de crédito y, por tanto, profundizar la recesión, lo que, a su vez, impacta nuevamente en las probabilidades de incumplimiento.

... que en el caso español han sido estimadas cuantitativamente.

En la actualidad se discute qué alternativas están disponibles para mantener un modelo que refleje bien los riesgos que asumen las entidades (Basilea II), pero que sea menos procíclico. En particular, se plantean dos alternativas: (1) retocar los parámetros de cálculo (por ejemplo, a la PD) para incorporar el efecto del ciclo, y (2) mantener como están los cálculos de dichos parámetros y retocar el requerimiento final que se deriva de las fórmulas de Basilea II, a través de un multiplicador que atenúa su comportamiento cíclico.

Los requerimientos que se obtienen de Basilea II son procíclicos, pero esto se puede mitigar aplicando un multiplicador basado en el PIB o calculando probabilidades de incumplimiento a lo largo del ciclo.

Más allá de este necesario debate teórico, no se han evaluado cuantitativamente los resultados e implicaciones de las diferentes alternativas. Sin embargo, para el caso español se ha hecho ese trabajo, usando para ello datos de la CIR de empresas desde 1987 hasta 2008. La metodología empleada ha sido computar cuáles hubieran sido los requerimientos de capital del período de haber estado vigente Basilea II, y comparar en qué medida se reduciría su prociclicidad aplicando las diferentes propuestas realizadas en el plano teórico¹.

Las provisiones dinámicas también pueden ayudar a mitigar la prociclicidad.

Se obtiene que la aplicación directa de las fórmulas de Basilea II da como resultado unos requerimientos procíclicos. Los ajustes a través de un multiplicador (que evoluciona con el ciclo) sobre los requerimientos que se obtienen de la aplicación directa de las fórmulas de Basilea II reducen la prociclicidad. El multiplicador más efectivo es el que depende del PIB. El crecimiento del crédito, los índices bursátiles y otros procedimientos de ajuste ofrecen resultados menos satisfactorios. Si las probabilidades de impago se computan a lo largo del ciclo, también se reduce la prociclicidad. La utilización de un mecanismo como el multiplicador del PIB es simple y transparente, con la ventaja de proporcionar un mecanismo prácticamente automático.

Lo anterior debe considerarse bajo la perspectiva del establecimiento de unos requerimientos de capital mínimos y de cómo desde el punto de vista regulatorio su cómputo no debería incrementar la prociclicidad. Otra cuestión será el nivel de capital exigido y cómo las entidades lo adecuan a sus peculiaridades. Por ello, los mecanismos anteriores pueden complementarse con unas provisiones contracíclicas (utilizadas en España desde mediados de 2000). Qué forma deben adoptar esas provisiones es un tema abierto en el ámbito internacional, como lo es su encaje en el marco contable actual, si bien han de ser transparentes, como lo han sido en España, para transmitir a los inversores toda la información relevante.

1. Véase el trabajo de R. Repullo, J. Saurina y C. Trucharte, «Mitigating the Procyclicality of Basel II», en el libro electrónico del CEPR para el G 20 *Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G 20*.

3.3 El sistema de provisiones español constituye un ejemplo

En relación con las provisiones dinámicas españolas, y dado el interés que han suscitado en el ámbito internacional, algunas cifras pueden resultar clarificadoras. Los fondos de insolvencia totales a nivel consolidado al final de 2007 representaban el 1,3% de los activos totales a nivel consolidado de las entidades de depósito españolas, excluidas las sucursales de la UE, que no están sujetas a los requerimientos de provisiones españoles. Dicha cifra se compara con una ratio de fondos propios sobre activos consolidados del 5,8%. Por lo tanto, los fondos de insolvencia acumulados representaban un 26,6% del *tier 1* en dicha fecha. A la hora de evaluar dichas cifras hay que tener en cuenta que, a diferencia de otros sistemas bancarios, las entidades españolas tenían un porcentaje de activos fuera de balance muy reducido, al no haber desarrollado vehículos (*conduits* y SIV).

No todos los activos en un balance bancario requieren provisiones por riesgo de crédito. Centrando la atención solo en los activos sujetos a requerimientos de provisiones genéricas y relacionándolos solo con el fondo genérico acumulado a través del sistema de provisiones dinámicas, al final de 2007 la cobertura del crédito al sector privado no financiero era del 1,44% a nivel consolidado. Dicha cobertura ha descendido en 2008, al empezar las entidades a utilizar dicho fondo debido al aumento de las dotaciones específicas. Hay que tener en cuenta que España, junto con Estados Unidos y Canadá, es, con la información recogida por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, uno de los pocos países donde, en junio de 2008, los fondos de insolvencia totales superaban ampliamente a las pérdidas esperadas calculadas en dicha fecha.

Si el análisis se realiza solo para el mercado de crédito español, el cociente entre los fondos de insolvencia genéricos y el crédito total a nivel de los balances individuales al final de 2007 era del 1,2%. Si se excluyen las exposiciones con requerimientos del 0% (sector público e interbancarias), la cobertura sube al 1,6%.

Los requerimientos de provisiones varían según el tipo de crédito. Hay seis categorías, con la mayor parte de exposiciones concentradas en los cuatro primeros tramos de menor riesgo. Los parámetros implican, por ejemplo, que, para un préstamo hipotecario para adquisición de vivienda habitual (con LTV inferior al 80%), las entidades tienen que provisionar un 0,71% del importe concedido, que, asumiendo una pérdida en caso de impago (LGD) del 15%, significa una cobertura efectiva de una ratio de morosidad de hasta un 4,75%, que se compara con el 3,85% de máximo que alcanzó dicha ratio en 1993, en la anterior recesión, cuando la LGD fue cercana a cero.

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 Anual sobre la Vigilancia de Sistemas de Pago (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)
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 ANGEL 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 Ediciones varias y Textos de la División de Desarrollo de Recursos Humanos.

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 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).
- 51 JUAN E. CASTAÑEDA FERNÁNDEZ: *¿Puede haber deflaciones asociadas a aumentos de la productividad? Análisis de los precios y de la producción en España entre 1868 y 1914* (2007).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0808 RUBÉN SEGURA-CAYUELA Y JOSEP M. VILARRUBIA: *The effect of foreign service on trade volumes and trade partners*.
- 0809 AITOR ERCE: *A structural model of sovereign debt issuance: assessing the role of financial factors*.
- 0810 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y JUAN M. RUIZ: *Do trade and financial linkages foster business cycle synchronization in a small economy?*
- 0811 RUBÉN SEGURA-CAYUELA Y JOSEP M. VILARRUBIA: *Uncertainty and entry into export markets*.
- 0812 CARMEN BROTO Y ESTHER RUIZ: *Testing for conditional heteroscedasticity in the components of inflation*.
- 0813 JUAN J. DOLADO, MARCEL JANSEN Y JUAN F. JIMENO: *On the job search in a matching model with heterogeneous jobs and workers*.
- 0814 SAMUEL BENTOLILA, JUAN J. DOLADO Y JUAN F. JIMENO: *Does immigration affect the Phillips curve? Some evidence for Spain*.
- 0815 ÓSCAR J. ARCE Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: *Housing Bubbles*.
- 0816 GABRIEL JIMÉNEZ, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: *Organizational distance and use of collateral for business loans*.
- 0817 CARMEN BROTO, JAVIER DÍAZ-CASSOU Y AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ: *Measuring and explaining the volatility of capital flows towards emerging countries*.
- 0818 CARLOS THOMAS Y FRANCESCO ZANETTI: *Labor market reform and price stability: an application to the euro area*.
- 0819 DAVID G. MAYES, MARÍA J. NIETO Y LARRY WALL: *Multiple safety net regulators and agency problems in the EU: Is Prompt Corrective Action partly the solution?*
- 0820 CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL Y ANNALISA FERRANDO: *The impact of financial position on investment: an analysis for non-financial corporations in the euro area*.
- 0821 GABRIEL JIMÉNEZ, JOSÉ A. LÓPEZ Y JESÚS SAURINA: *Empirical analysis of corporate credit lines*.
- 0822 RAMÓN MARÍA-DOLORES: *Exchange rate pass-through in new member States and candidate countries of the EU*.
- 0823 IGNACIO HERNANDO, MARÍA J. NIETO Y LARRY D. WALL: *Determinants of domestic and cross-border bank acquisitions in the European Union*.
- 0824 JAMES COSTAIN Y ANTÓN NAKOV: *Price adjustments in a general model of state-dependent pricing*.

- 0825 ALFREDO MARTÍN-OLIVER, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Search cost and price dispersion in vertically related markets: the case of bank loans and deposits.
- 0826 CARMEN BROTO: Inflation targeting in Latin America: Empirical analysis using GARCH models.
- 0827 RAMÓN MARÍA-DOLORES Y JESÚS VÁZQUEZ: Term structure and the estimated monetary policy rule in the eurozone.
- 0828 MICHAEL VAN LEUVENSTEIJN, CHRISTOFFER KOK SØRENSEN, JACOB A. BIKKER Y ADRIAN VAN RIXTEL: Impact of bank competition on the interest rate pass-through in the euro area.
- 0829 CRISTINA BARCELÓ: The impact of alternative imputation methods on the measurement of income and wealth: Evidence from the Spanish survey of household finances.
- 0830 JAVIER ANDRÉS Y ÓSCAR ARCE: Banking competition, housing prices and macroeconomic stability.
- 0831 JAMES COSTAIN Y ANTÓN NÁKOV: Dynamics of the price distribution in a general model of state-dependent pricing.
- 0832 JUAN A. ROJAS: Social Security reform with imperfect substitution between less and more experienced workers.
- 0833 GABRIEL JIMÉNEZ, STEVEN ONGENA, JOSÉ LUIS PEYDRÓ Y JESÚS SAURINA: Hazardous times for monetary policy: What do twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk-taking?
- 0834 ENRIQUE ALBEROLA Y JOSÉ MARÍA SERENA: Sovereign external assets and the resilience of global imbalances.
- 0835 AITOR LACUESTA, SERGIO PUENTE Y PILAR CUADRADO: Omitted variables in the measure of a labour quality index: the case of Spain.
- 0836 CHIARA COLUZZI, ANNALISA FERRANDO Y CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL: Financing obstacles and growth: An analysis for euro area non-financial corporations.
- 0837 ÓSCAR ARCE, JOSÉ MANUEL CAMPA Y ÁNGEL GAVILÁN: Asymmetric collateral requirements and output composition.
- 0838 ÁNGEL GAVILÁN Y JUAN A. ROJAS: Solving Portfolio Problems with the Smolyak-Parameterized Expectations Algorithm.
- 0901 PRAVEEN KUJAL Y JUAN RUIZ: International trade policy towards monopoly and oligopoly.
- 0902 CATIA BATISTA, AITOR LACUESTA Y PEDRO VICENTE: Micro evidence of the brain gain hypothesis: The case of Cape Verde.
- 0903 MARGARITA RUBIO: Fixed and variable-rate mortgages, business cycles and monetary policy.
- 0904 MARIO IZQUIERDO, AITOR LACUESTA Y RAQUEL VEGAS: Assimilation of immigrants in Spain: A longitudinal analysis.
- 0905 ÁNGEL ESTRADA: The mark-ups in the Spanish economy: international comparison and recent evolution.
- 0906 RICARDO GIMENO Y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: Extraction of financial market expectations about inflation and interest rates from a liquid market.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 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.
- 0802 SILVIA IRANZO: Introducción al riesgo-país. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0803 OLYMPIA BOVER: The Spanish survey of household finances (EFF): Description and methods of the 2005 wave.
- 0804 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: Recent episodes of sovereign debt restructurings. A case-study approach.
- 0805 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: The role of the IMF in recent sovereign debt restructurings: Implications for the policy of lending into arrears.
- 0806 MIGUEL DE LAS CASAS Y XAVIER SERRA: Simplification of IMF lending. Why not just one flexible credit facility?
- 0807 MIGUEL GARCÍA-POSADA Y JOSEP M. VILARRUBIA: Mapa de exposición internacional de la economía española.
- 0808 SARAI CIRADO Y ADRIAN VAN RIXTEL: La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007-2008: Introducción general. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0809 FRANCISCO DE CASTRO Y JOSÉ M. GONZÁLEZ-MÍNGUEZ: La composición de la finanzas públicas y el crecimiento a largo plazo: Un enfoque macroeconómico.
- 0810 OLYMPIA BOVER: Dinámica de la renta y la riqueza de las familias españolas: resultados del panel de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002-2005. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0901 ÁNGEL ESTRADA, JUAN F. JIMENO Y JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: La economía española en la UEM: los diez primeros años. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0902 ÁNGEL ESTRADA Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: El precio del petróleo y su efecto sobre el producto potencial.
- 0903 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Employment generation by small firms in Spain.

EDICIONES VARIAS¹

JUAN LUIS SÁNCHEZ-MORENO GÓMEZ: Circular 8/1990, de 7 de septiembre. Concordancias legales (1996). € 6,25.
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 (Eds.): 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 €.
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 €.
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) (****).
SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS Y FERNANDO RESTOY (Eds.): Central banks in the 21st century (2006). Ejemplar gratuito.

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 web²)
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 trimestrales³)

Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito⁴
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*.

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