

**INFORME DE ESTABILIDAD
FINANCIERA**

11/2007

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



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

© Banco de España, Madrid, 2007

ISSN: 1698-8701 (edición impresa)

ISSN: 1698-871X (edición electrónica)

Depósito legal: M. 46406-2004

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

SÍMBOLOS Y ABREVIATURAS*

€:	Euro(s)
AAPP	Administraciones Públicas
AFDV:	Activos Financieros Disponibles para la Venta
AIAF:	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
APR:	Activos Ponderados por Riesgo
ASR:	Activos en Suspensión Regularizados
AT:	Activos Totales
ATM:	Activos Totales Medios
B:	Bancos
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
C:	Consolidado
CA:	Cajas de Ahorros
CBBE:	Central de Balances del Banco de España
CBE:	Circular 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
FSA:	<i>Financial Services Authority</i>
FSAP:	<i>Financial System Assessment Program</i>
FTA:	Fondos de Titulización de Activos
FTH:	Fondos de Titulización Hipotecaria
IAS:	International Accounting Standards
ICO:	Instituto de Crédito Oficial
IEF:	Informe de Estabilidad Financiera
IFRS:	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IIC:	Instituciones de Inversión Colectiva
INE:	Instituto Nacional de Estadística
ISFLSH:	Instituciones sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
LGD:	Pérdida en caso de impago
m:	Millones
ME:	Margen de explotación
MEFF:	Mercado Español de Futuros y Opciones
MI:	Margen de intermediación
MiFID:	<i>Markets in Financial Instruments Directive</i> (Directiva relativa a mercados de instrumentos financieros)
mm:	Miles de millones
MO:	Margen ordinario
NIC:	Normas Internacionales de Contabilidad
NIIF:	Normas Internacionales de Información Financiera
OMC:	Organización Mundial del Comercio
pb:	Puntos básicos
PD:	<i>Probability of Default</i> (Probabilidad de Impago)
PER:	<i>Price Earnings Ratio</i>
PIB:	Producto Interior Bruto
pp:	Puntos porcentuales

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

PYMES: Pequeñas y Medianas Empresas
RBD: Renta Bruta Disponible
ROA: *Return on Assets* (Rentabilidad del Activo)
ROE: *Return on Equity* (Rentabilidad de los Recursos Propios)
RSPR: Sector privado residente sin entidades de crédito
SIMCAV: Sociedad de Inversión Mobiliaria de Capital Variable
SPV *Special Purpose Vehicle* (Sociedad instrumental)
T.Var.: Tasa de variación
UE: Unión Europea
UEM: Unión Económica y Monetaria
VAB: Valor Añadido Bruto
VABpm: Valor Añadido Bruto a Precios de Mercado
VaR: *Value at Risk* (Valor en riesgo)

ÍNDICE

RESUMEN 11

1 RIESGOS
MACROECONÓMICOS Y
MERCADOS FINANCIEROS 15

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

3 ELEMENTOS
ESTRUCTURALES DEL SISTEMA
FINANCIERO 49

2.1 Entidades de depósito 21
2.1.1 Evolución de los riesgos bancarios 21
2.1.2 Rentabilidad 35
2.1.3 Solvencia 41
2.2 Otros participantes en los mercados financieros 45
2.2.1 Compañías de seguros 45
2.2.2 Otros participantes en los mercados financieros 47

3.1 Política de colateral de las entidades 49
3.2 Cambios de la fiscalidad sobre los productos financieros 52

Resumen

Desde la elaboración del último *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF), y en especial a partir de los meses de verano del presente ejercicio, han surgido nuevos elementos de riesgo e incertidumbres en el sector financiero internacional. Así, los mercados financieros han registrado importantes turbulencias, cuyo origen está en el incremento de la morosidad de las hipotecas de alto riesgo (*subprime*) en Estados Unidos. Si bien el tamaño de este segmento de negocio es reducido (supone un 5,3% de los activos bancarios en Estados Unidos, con impagos que afectan a menos del 1% de dichos activos), la financiación de este tipo de hipotecas a través de productos estructurados complejos, que diversifican el riesgo entre muchos agentes, pero que hacen muy complicada su valoración, ha propiciado que el episodio se propagara a otros mercados financieros y adquiriera una dimensión internacional, afectando fundamentalmente a otros países de similar desarrollo. Todo ello se ha reflejado en una fuerte contracción de la liquidez en los mercados, que derivó en la necesidad de intervención por parte de distintos bancos centrales, al tiempo que supuso un elemento de revaluación del riesgo y de un menor apetito por asumirlo en determinados mercados, cuestión que podría seguir afectando a la confianza sobre dichos mercados en los próximos meses.

Si bien este episodio de turbulencias puede contribuir a una normalización de las reducidas primas de riesgo existentes hasta períodos recientes, también conlleva una mayor incertidumbre sobre el crecimiento económico mundial, especialmente si la crisis del mercado hipotecario en Estados Unidos acaba afectando negativamente a la economía de dicho país o si la prolongación de las turbulencias financieras alterara el coste y la disponibilidad de financiación del sector privado. Estos elementos de riesgo vienen a sumarse a los ya mencionados en anteriores IEF, y en particular a los relacionados con los desequilibrios globales y con el repunte del precio del petróleo y de las materias primas.

En todo caso, este proceso de turbulencias financieras se produce en un momento de fuerte crecimiento de la economía mundial, en el que los hogares, las empresas y las instituciones financieras muestran, en general, una sólida posición patrimonial. Los canales por los que la economía española podría verse afectada por este período de inestabilidad son fundamentalmente dos: el que discurre a través del sector exterior, en la medida en que se vean afectados nuestros mercados de exportación, y el vinculado con las condiciones de financiación del sector privado. En relación con lo segundo, hay que destacar que las entidades de depósito españolas muestran una sólida posición financiera, lo que debería contribuir a mitigar los elementos potencialmente adversos.

A lo largo de los últimos años, las entidades de depósito españolas han registrado fuertes tasas de crecimiento de la financiación otorgada al sector privado. Las tendencias recientes, sin embargo, confirman lo ya apuntado en el anterior IEF, observándose una desaceleración del crédito concedido al sector privado residente. El crédito concedido a las familias ha moderado su ritmo de crecimiento, como también lo ha hecho, por primera vez en los últimos años, el crédito a empresas. La desaceleración del crédito a empresas está concentrada en los sectores de construcción y promoción inmobiliaria. Por lo tanto, si bien el ritmo de crecimiento del crédito concedido al sector inmobiliario sigue siendo alto, se empiezan a observar cambios en las entidades de depósito, en el sentido de una mayor diversificación de sus carteras crediticias, aumentando significativamente el crédito a las empresas industriales y de servicios no vinculadas con el sector inmobiliario.

En línea con lo ya apuntado en el anterior IEF, los activos dudosos continúan en un proceso de normalización hacia los niveles de las ratios de morosidad observados en los países de nuestro entorno. No obstante, esta evolución responde en gran medida al fuerte crecimiento del crédito en los últimos años, dado que existe un desfase natural entre la expansión crediticia y la aparición de los problemas de morosidad. Además, los cambios en la normativa contable inciden también en el mayor crecimiento de los dudosos, en la medida en que han de reconocerse con más celeridad e intensidad. En cualquier caso, las actuales ratios de morosidad son muy reducidas, tanto si se observan desde una perspectiva histórica como cuando se comparan con las registradas en otros países de nuestro entorno. No debería sorprender, por tanto, que en los próximos meses sigan observándose aumentos de las ratios de morosidad.

En España no existe un segmento del mercado hipotecario que pueda asimilarse al de alto riesgo en Estados Unidos. Es más, las entidades españolas prácticamente no tienen exposiciones directas al mercado *subprime* en Estados Unidos, ni tampoco otro tipo de inversiones relacionadas con este segmento de negocio que, de un modo indirecto, pudieran afectarles negativamente. Las ratios de morosidad del segmento *subprime* en Estados Unidos están en torno al 15%, mientras que en el peor momento de la última fase recesiva de la economía española, hace 14 años, con tasas de paro muy altas, déficit público elevado y tasas negativas de variación del PIB (circunstancias todas ellas muy alejadas, no ya de las actuales condiciones de la economía española, sino del peor escenario que cabría plantearse hoy en día), la morosidad del crédito con garantía hipotecaria a personas físicas no llegó al 4%, estando en junio de 2007 en el 0,5%.

El intenso crecimiento del crédito que se ha venido registrando en España en los últimos años no se ha visto acompañado, en igual medida, por el incremento de los depósitos captados de la clientela, motivo por el cual las entidades españolas han acudido a los mercados mayoristas para captar financiación. La titulización de activos ha sido uno de los mecanismos empleados para ello. Los procesos de titulización de activos en España difieren en gran medida de los que han llevado a cabo entidades de otros países, y ello por varios motivos. Por una parte, porque las entidades españolas han desarrollado estructuras de titulización relativamente sencillas, al tiempo que no han visto en ello un negocio en sí mismo, sino una oportunidad de obtener liquidez adicional, sin que existieran incentivos a conceder créditos en condiciones menos exigentes. Por otra, porque la calidad de los activos hipotecarios titulizados es muy elevada (morosidad hipotecaria baja, incluso en una coyuntura muy desfavorable, niveles de pérdidas efectivas en caso de impago muy bajos, mejoras crediticias de elevado importe, etc.).

La política de apelar a los mercados mayoristas en busca de financiación, cuestión que se ha identificado en anteriores IEF como un elemento que se ha de gestionar adecuadamente por las entidades españolas, puede estar remitiendo, en la medida en que se observa una desaceleración del crédito y un mayor dinamismo en la captación de depósitos que en años precedentes. Así, la posición de liquidez de las entidades muestra una evolución favorable, al tiempo que se ha reducido la posición corta en el interbancario. Es más, el modelo de banca en España, predominantemente banca tradicional minorista, con una densa red de oficinas, en el que el contacto con la clientela es muy estrecho, puede contribuir a facilitar la sustitución de la financiación proveniente de los mercados mayoristas por la colocación de depósitos entre la clientela de pasivo.

A pesar del entorno internacional más incierto y de la coyuntura actual de los mercados financieros, las entidades de depósito españolas se encuentran en una situación favorable para afrontar los adecuadamente, tanto por su propio modelo de negocio, menos dependiente de la obten-

ción de ingresos a través de los mercados financieros y sin vinculación con los riesgos derivados del mercado hipotecario *subprime* estadounidense, como por su fortaleza financiera.

Dicha fortaleza financiera se observa, en primer lugar, en la cuenta de pérdidas y ganancias, primera línea de defensa ante la potencial concreción de dificultades. Así, la favorable evolución de los distintos márgenes operativos y de la eficiencia se plasma en una mejora generalizada de la rentabilidad, tanto del activo como de los fondos propios, hasta junio de 2007. En segundo lugar, la solvencia de las entidades de depósito españolas se sitúa en niveles ampliamente por encima de los mínimos regulatorios exigidos, en lo relativo tanto a la solvencia total como al coeficiente básico. Finalmente, la normativa española en materia de cobertura de los activos dudosos mediante los fondos de insolvencia ofrece elementos de fortaleza adicionales de carácter contracíclico.

Por su parte, las compañías de seguros, menos expuestas a la actual situación de dificultades financieras, muestran también una notable solidez, al tiempo que una favorable evolución de su negocio. Ello no implica que, al igual que otros participantes en los mercados financieros, como son los fondos de pensiones y de inversión, estén exentas de riesgos, que habrán de gestionar adecuadamente. Entre ellos destacan los riesgos de longevidad, sin descartar, especialmente para los fondos de pensiones y de inversión, los relacionados con la propia evolución de los mercados financieros. En este sentido, las actividades de capital-riesgo, con una fuerte expansión en tiempos recientes, pueden verse negativamente afectadas, debido a las tensiones de liquidez existentes y a una reevaluación del nivel de riesgo incurrido por los inversores en dichas operaciones.

Finalmente, en este IEF, y a la vista de los recientes episodios de turbulencias financieras, se analiza la importancia de la política de colateral de los bancos centrales, argumentando que un sistema efectivamente amplio en todo momento ofrece ventajas respecto a uno más restrictivo, particularmente notorias en situaciones de tensiones de liquidez en los mercados interbancarios.

1 Riesgos macroeconómicos y mercados financieros

El episodio de turbulencias financieras se ha reflejado en tensiones importantes en los mercados monetarios internacionales...

Durante los últimos meses, la evolución de los mercados financieros internacionales ha estado condicionada por la aparición de un episodio de turbulencia que se inició durante el pasado verano. Este episodio tiene su origen en el incremento de la morosidad de los préstamos hipotecarios de alto riesgo en Estados Unidos¹. La exposición del sistema financiero estadounidense a estos créditos es limitada: el crédito *subprime* supone entre un 10% y un 15% del saldo vivo de hipotecas, de modo que solo afecta a la solvencia de un número reducido de entidades especializadas en estos mercados. No obstante, el proceso que ha caracterizado la financiación de estos préstamos, por el que las entidades que los originan han distribuido los riesgos a través de productos estructurados, junto con la complejidad, magnitud y extensión alcanzada por dichos productos en los últimos años, ha hecho que la crisis se extienda a otros mercados y adquiera un carácter global. Así, el deterioro de la calidad de los préstamos *subprime* terminó reflejándose en una ampliación de las primas de riesgo de los productos vinculados a estos y en una contracción de la liquidez de los mercados secundarios donde se negocian. La menor demanda de estos instrumentos, en parte fruto de la incertidumbre sobre la magnitud y distribución de pérdidas acumuladas en estos productos complejos y difíciles de valorar, derivó en problemas para la refinanciación de algunos vehículos, lo que obligó a determinadas entidades financieras a suministrar recursos a dichos intermediarios. Dichos vehículos, tanto *conduits* (conductos) como *SIV* (vehículos especiales), invierten a largo plazo en diversos activos, y se financian mediante pagarés a corto plazo cuyo colateral son titulizaciones (ABCP). Los *conduits*, a diferencia de los *SIV*, normalmente disponen de líneas de liquidez de los bancos que los promueven. La banca española no ha utilizado este tipo de conductos o vehículos fuera de los balances bancarios, a diferencia de los bancos estadounidenses y de numerosos bancos europeos que sí han recurrido a ellos, en ocasiones con importes muy significativos.

Las mayores necesidades de liquidez generaron tensiones en los mercados monetarios, que llevaron a que algunos bancos centrales reaccionaran suministrando fondos de forma extraordinaria. A pesar de ello, la incertidumbre sobre la exposición de las entidades a los riesgos de las hipotecas de alto riesgo estadounidenses se tradujo en un incremento significativo de los diferenciales depo-repo² a plazo (gráfico 1.1.A).

... y en otros mercados financieros.

El episodio de turbulencias ha afectado también a otros mercados financieros. Así, se ha observado una ampliación generalizada de las primas de riesgo crediticio, que ha sido más acusada para la deuda de peor calidad (gráfico 1.1.B). En las bolsas se han registrado descensos en las valoraciones, que fueron más intensos para los índices del sector financiero y de la construcción, así como un incremento de la volatilidad de las cotizaciones (gráficos 1.2.A y B). En este contexto de mayor incertidumbre, la preferencia de algunos inversores por los activos de menor riesgo aumentó, lo que se ha reflejado en descensos de la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo, que, en el caso de la emitida por el Gobierno de Estados Unidos, se llegó a situar por debajo del 4,4% para el vencimiento a diez años. En los mercados de cambios, el ascenso de la volatilidad motivó el cierre de posiciones *carry-trade*³ y una fuerte apreciación de las monedas sobre las que se basaba la financiación de estas operaciones

1. Para más detalles sobre el origen y desarrollo de la crisis, véase el recuadro 1.1. 2. Diferencial entre el tipo de interés de los depósitos interbancarios sin garantías y el tipo de interés de los depósitos interbancarios con garantías. 3. Actividad basada en la obtención de financiación a coste muy bajo en una moneda para invertir en activos que ofrecen mayor rentabilidad en otra moneda, esperando una reducida volatilidad en el tipo de cambio o incluso una contribución positiva de este a la rentabilidad total de la operación.

Aunque no existe una definición precisa de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos (*subprime*), generalmente este tipo de préstamos se caracteriza por concederse a hogares con historial crediticio inexistente, o incompleto, y con un perfil de riesgo elevado. Este segmento experimentó un crecimiento notable entre 2003 y 2005, en un contexto caracterizado por una fuerte revalorización de los inmuebles y por unas condiciones de financiación muy holgadas. Una parte importante de estos créditos fue titulizada, por lo que los riesgos fueron distribuidos a otros inversores nacionales e internacionales, contribuyendo con ello a la expansión de esta actividad. Desde mediados de 2005, la ratio de morosidad de este tipo de hipotecas empezó a mostrar una pauta creciente, evolución que se agravó a partir de 2006 (gráfico A). Si bien la elevación de la morosidad ocurrida recientemente es similar a la que se produjo entre 2000 y 2002, existen elementos diferenciales entre aquel período y este. Así, la titulización de estos créditos ya mencionada se ha producido bajo un esquema (modelo de originar para distribuir) que ha hecho, por una parte, que el originador del préstamo tienda a desvincularse de la situación patrimonial del acreditado. Por otra, el modelo de originar para distribuir ha propiciado que los riesgos se distribuyan entre un conjunto amplio de instituciones nacionales e internacionales de forma poco transparente, en parte por la complejidad del proceso, mediante el empleo de sofisticados productos estructurados. Desde el punto de vista de la demanda, no ha de olvidarse que en estos años se ha vivido un proceso de búsqueda de altas rentabilidades por parte de los inversores, lo que ha incrementado el atractivo de estos productos. Finalmente, y en buena parte como resultado de los desarrollos anteriores, el volumen del segmento *subprime* ha crecido significativamente en los últimos años.

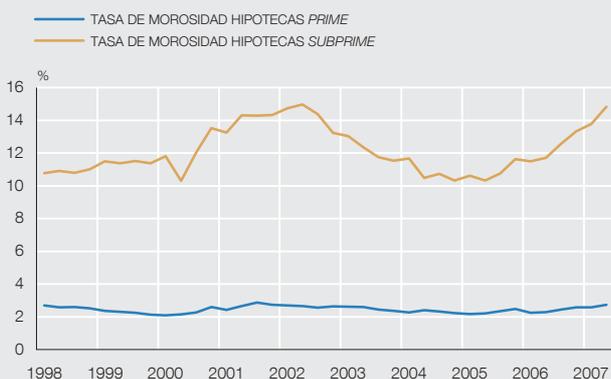
Desde principios de 2007, el deterioro en la calidad de estos activos se reflejó en un incremento de las primas de riesgo de los tramos de peor calificación crediticia de las titulizaciones de estos préstamos (gráfico B), pero posteriormente el sentimiento negativo se extendió al resto de bonos ligados a las hipotecas de alto riesgo estadounidenses, especialmente después de que, a mediados de junio, la agencia Moodys revisara a la baja las calificaciones crediticias de productos estructurados que invierten en dichos activos. A principios de julio, Standard & Pooers realizó una acción similar, que se extendió también a las transacciones de CDO respaldadas por estos títulos. A lo largo de los meses de julio y agosto comenzaron a conocerse los primeros intermediarios afectados por el deterioro de este tipo de préstamos,

tanto en Estados Unidos como en otras áreas. Así, el 18 de julio el banco de inversión Bear Stearns comunicó a sus clientes las cuantiosas pérdidas registradas en dos de los *hedge funds* que gestiona. El 24 de julio, Countrywide Financial Corp, una de las principales instituciones privadas de titulización de hipotecas en Estados Unidos, anunció las dificultades a las que se enfrentaba por la caída de sus beneficios, ligada la crisis inmobiliaria en aquel país. El día 30 de ese mismo mes, el banco industrial alemán IKB reveló pérdidas abultadas vinculadas con estos productos y comunicó que su principal accionista (la entidad KfW) asumía las obligaciones de suministro de liquidez a un vehículo de titulización con exposición al mercado de hipotecas de alto riesgo estadounidenses. Estos desarrollos terminaron afectando a la demanda de bonos de titulización, lo que redujo sensiblemente su liquidez. El 9 de agosto, BNP Paribas congeló transitoriamente los reembolsos de tres fondos de inversión, por las dificultades de valorar su cartera.

Por otra parte, los problemas de refinanciación de algunos vehículos de inversión con exposiciones al mercado *subprime* que se financiaban a corto plazo generaron tensiones en los mercados monetarios internacionales, lo que llevó, el día 9 de agosto, al BCE a realizar una inyección extraordinaria de fondos al sistema financiero, medida que fue seguida también por otros bancos centrales. Durante los días posteriores volvió a producirse este tipo de intervenciones, con el fin de normalizar las condiciones de los mercados monetarios, actuación que en el caso de la Reserva Federal de Estados Unidos vino acompañada de un descenso en 50 pb en el tipo de descuento. El 14 de septiembre, el Banco de Inglaterra concedió un préstamo de emergencia a Northern Rock, ante los problemas de liquidez por los que atravesaba. Si bien esta entidad no mantenía riesgos en el segmento *subprime*, sus dificultades se derivaron, en un momento de turbulencias en los mercados financieros, de su estructura de financiación, en la que una muy elevada proporción provenía de los mercados mayoristas. La semana siguiente (18 de septiembre), la Reserva Federal de Estados Unidos redujo en 50 pb el tipo objetivo de los fondos federales y la tasa de descuento.

En resumen, la crisis de las hipotecas *subprime* presenta unas características idiosincrásicas que la distinguen de otros episodios anteriores, entre las que se pueden destacar la lentitud con la que se ha manifestado y el hecho de que se haya centrado en los mercados de los países industrializados.

A. ESTADOS UNIDOS. MERCADO HIPOTECARIO

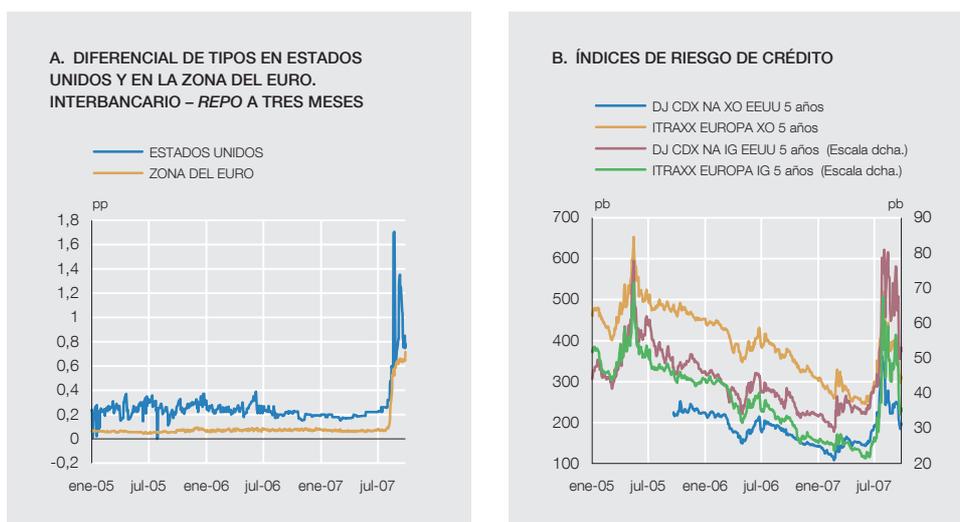


B. DIFERENCIALES DE LOS BONOS DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA DE ESTADOS UNIDOS (ÍNDICE ABX) (a)



FUENTES: Datastream y JP Morgan.

a. Corresponden al índice de títulos respaldados por créditos hipotecarios residenciales de JP Morgan Chase ABX.HE 2007-1.



FUENTE: Datastream.

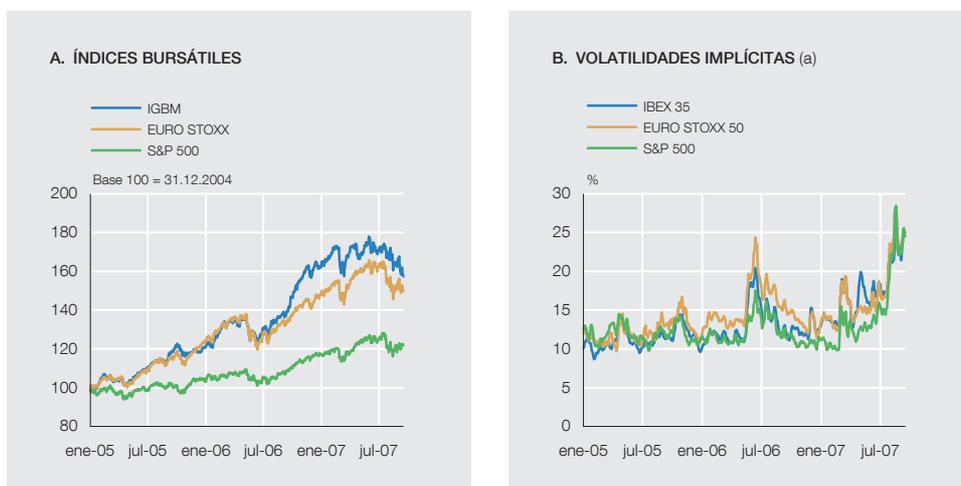
(como el yen japonés), con la consiguiente depreciación de las monedas receptoras de los flujos. No obstante, tras el recorte, el 18 de septiembre, de 50 pb en los tipos de interés oficiales de la Reserva Federal de Estados Unidos, se produjo una cierta corrección de los movimientos anteriores. De este modo, los índices bursátiles recuperaron parte de las caídas, se redujeron las volatilidades implícitas y las primas de riesgo, repuntaron las rentabilidades de la deuda pública y, en los mercados cambiarios, se recuperará parte de los incentivos para la operativa de *carry-trade*. Por otro lado, el dólar estadounidense, tras una apreciación inicial, registró una significativa tendencia depreciatoria, en parte explicada por la aparición de fuertes expectativas de descenso en los tipos de interés oficiales.

Las turbulencias implican riesgos sobre el crecimiento económico mundial...

Aunque la reevaluación del riesgo en los mercados de crédito que ha acompañado a este episodio de turbulencias contiene algunos elementos positivos para la estabilidad financiera en el largo plazo, por cuanto supone una normalización de unas primas de riesgo excesivamente reducidas y, en consecuencia, un cierto encarecimiento de los costes de financiación, en el corto y medio plazo no puede descartarse algún coste en términos de crecimiento económico mundial. De todos modos, aún es pronto para evaluar el impacto de estas perturbaciones, ya que no se dispone todavía de datos relevantes sobre la evolución de la economía internacional después de las turbulencias. En todo caso, el impacto dependerá, en primer lugar, del alcance que la crisis inmobiliaria acabe teniendo en Estados Unidos. Las previsiones de los organismos internacionales apuntan a que el PIB de ese país avanzará en 2008 a una tasa moderadamente inferior a la que se anticipaba meses atrás, aunque los riesgos a la baja se habrían acentuado. Naturalmente, si estos se materializan, el escenario macroeconómico global se vería notoriamente afectado. Otro factor que condicionará la evolución del producto mundial es la profundidad y duración de las turbulencias en los mercados financieros, elementos que pueden incidir sobre el coste y la disponibilidad de financiación del sector privado.

... aunque algunos elementos tienden a amortiguarlos.

En todo caso, este episodio se ha producido en un momento en el que la economía mundial crece a un ritmo elevado y se caracteriza, además, por la robustez de la posición patrimonial de los hogares, las empresas y los intermediarios financieros de las principales áreas, elementos que refuerzan la capacidad de resistencia frente a estas perturbaciones. En particular, las



FUENTES: Datastream y Bloomberg.

a. Medias móviles de cinco días.

instituciones financieras internacionales sistémicamente importantes se enfrentan a este episodio con unos elevados niveles de capitalización, que parecen suficientes para absorber las eventuales pérdidas derivadas de la evolución de los mercados. Por otra parte, el dinamismo de las economías emergentes —poco afectadas, en general, por este episodio— tendería a amortiguar el impacto de las turbulencias. El relativamente buen comportamiento de los principales índices bursátiles y los elevados precios del petróleo y de las materias primas son coherentes con este diagnóstico.

En definitiva, todos estos elementos apuntan a que durante los próximos trimestres podría mantenerse la pauta de dinamismo del producto mundial (si bien a ritmos más moderados), aunque el grado de incertidumbre en torno a esta evolución ha aumentado, al tiempo que se han incrementado los riesgos a la baja.

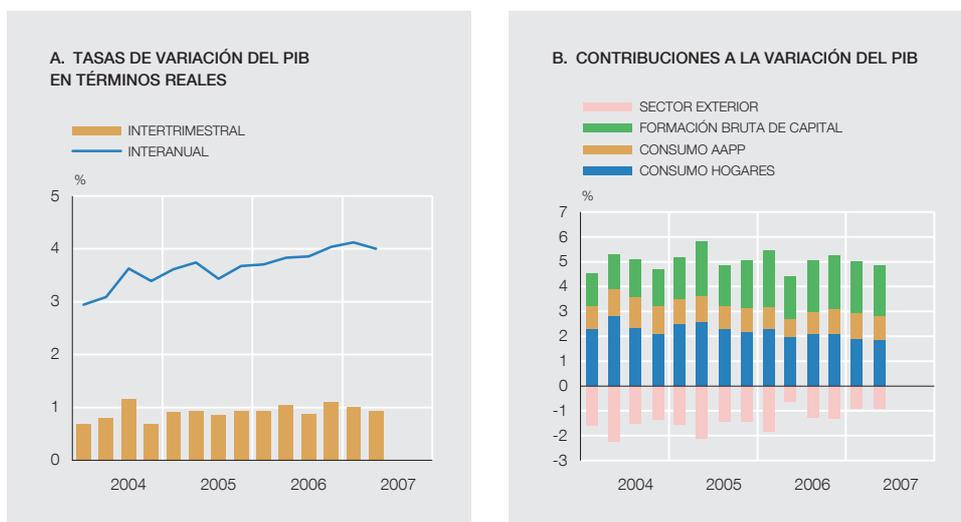
Estos riesgos vienen a sumarse a otros, como los ligados a los desequilibrios exteriores y al repunte del precio del petróleo y de las materias primas.

Los riesgos derivados del episodio de inestabilidad en los mercados han venido a sumarse a otros ya comentados en el anterior IEF, como la persistencia de un elevado déficit exterior en Estados Unidos que requiere de un importante volumen de fondos para su financiación. Aunque el menor dinamismo económico en ese país contribuirá a una corrección de dicho desequilibrio, el incremento de las primas de riesgo encarecerá su financiación. Estos factores, además, podrían pesar sobre la evolución de la divisa estadounidense.

El repunte del precio del petróleo y de las materias primas también constituye un elemento de riesgo sobre la evolución económica y financiera internacional, en la medida en que se traslade a mayores presiones inflacionistas, ya que, en este caso, reducirá el margen de maniobra de las autoridades monetarias para acomodar la política monetaria a la evolución de los riesgos sobre el crecimiento económico.

El sistema financiero español se enfrenta al episodio de turbulencias desde una situación de solidez patrimonial...

El sistema financiero español se enfrenta a las turbulencias de los mercados financieros internacionales desde una situación de solidez patrimonial, apoyada en una elevada rentabilidad, en unos confortables niveles de solvencia, claramente por encima de los mínimos requeridos por la regulación, y en una amplia cobertura de los créditos dudosos con las provisiones acumuladas durante los años de bonanza. Por otra parte, en el mercado hipotecario español no existe un segmento de alto riesgo como el estadounidense, de modo que la calidad crediticia de los acti-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

vos es elevada, como muestran los reducidos valores de las ratios de morosidad y los registros moderados de la relación media préstamo-valor (LTV). Además, el peso en los balances de estas instituciones de los activos vinculados a las hipotecas de alto riesgo estadounidenses es muy marginal, al tiempo que su exposición a través de eventuales líneas de crédito con otros intermediarios financieros que invierten en tales instrumentos es nula. Por otro lado, la escasez de liquidez en los mercados monetarios ha tenido un impacto más moderado en España que en otros países, ya que, durante los últimos años, las entidades han venido cubriendo el grueso de sus necesidades de fondos mediante el recurso a la emisión de deuda a medio y largo plazo.

... lo que, junto con el dinamismo de la economía española, proporciona un margen de seguridad para absorber las perturbaciones...

Estos desarrollos se han producido en un momento en el que la economía española continúa mostrando un gran dinamismo. Así, durante el primer semestre el PIB ha crecido a tasas ligeramente por encima o en el entorno del 4% (gráfico 1.3.A), con una composición en la que el menor empuje del gasto interno se está viendo compensado por una mejoría de la demanda exterior neta (gráfico 1.3.B). En este contexto, uno de los canales por los que el reciente episodio de turbulencias pudiera tener un impacto sobre las perspectivas de crecimiento es a través de su efecto sobre nuestros mercados de exportación. Una segunda vía es la relacionada con las condiciones de financiación del sector privado. En este sentido, la fortaleza de la posición financiera de las entidades es un elemento que tenderá a mitigar el alcance de las turbulencias, reduciendo así la probabilidad de que estas vayan más allá de una normalización saludable de unas primas de riesgo que se situaban en valores muy bajos. La capacidad de resistencia de nuestra economía frente a estas perturbaciones se asienta también en la solidez patrimonial de los hogares y de las empresas, apoyada en los elevados niveles de la riqueza de las familias y en la favorable evolución de los beneficios empresariales.

... aunque es muy pronto aún para calibrar el verdadero alcance de este episodio.

En definitiva, tanto la economía española como su sistema financiero se encuentran en una situación favorable para enfrentarse a estas perturbaciones. No obstante, es todavía pronto para calibrar la verdadera intensidad y duración de este episodio, y será preciso esperar a disponer de un conjunto más amplio de información para tener una visión más ajustada. Lógicamente, si las turbulencias terminaran afectando sustancialmente a la economía estadounidense, a nuestros principales mercados de exportación o a los mercados internacionales de capitales, sería difícil que el dinamismo de la economía española no se viera afectado.

2 Entidades de depósito y otros participantes en los mercados financieros

2.1 Entidades de depósito

2.1.1 EVOLUCIÓN DE LOS RIESGOS BANCARIOS

En el capítulo 1 se ha puesto de manifiesto la favorable evolución de la economía mundial, y de la española en particular, aunque las turbulencias vividas por los mercados financieros internacionales han abierto nuevos elementos de incertidumbre, al tiempo que han confirmado algunos de los riesgos detectados en el anterior IEF (exceso de liquidez y primas de riesgo demasiado bajas). A pesar de lo anterior, los datos de la primera mitad de 2007, que son los últimos disponibles en la fecha de elaboración de este Informe, confirman la fortaleza de las entidades de depósito españolas. En este capítulo se analizan esos elementos de fortaleza y se identifican determinados riesgos que las entidades han de gestionar adecuadamente.

El ritmo de actividad es elevado, si bien el crédito con garantía real se desacelera.

Las entidades de depósito españolas, como se desprende de sus balances consolidados (cuadro 2.1), han mostrado un elevado ritmo de actividad en la primera parte de 2007, al crecer su activo total un 18%. Este dinamismo se observa tanto en los negocios en España (20%) como —si bien con menos intensidad— en el extranjero (10,9%). No obstante, hay que tener en cuenta que los negocios en el extranjero se han visto afectados por la depreciación que han registrado frente al euro algunas de las monedas de los países en los que la exposición de la banca española es mayor.

El dinamismo de los balances bancarios se explica, en buena parte, por la evolución de la financiación al sector privado, con tasas de crecimiento algo superiores a las del activo total (20,5%). No obstante, el crédito al sector privado da muestras de una cierta desaceleración, pasando de tasas cercanas al 25% en junio de 2006 a otras ligeramente superiores al 20% en la primera mitad del presente ejercicio. Esta desaceleración se concentra en el crédito con garantía real (del 27% al 20%).

Los activos dudosos siguen repuntando, pero el traslado a las ratios de morosidad es muy moderado.

En este contexto de crecimiento de la actividad, los activos dudosos se han acelerado, pasando de crecer al 7,4% en junio de 2006 a hacerlo al 22,9% en el mismo período de 2007. Esta aceleración es compartida por los negocios tanto en España como en el extranjero. En cualquier caso, su traslado a la ratio de morosidad es muy limitado (incremento de 3 pb con respecto al año anterior), manteniéndose, para los negocios totales, en niveles muy reducidos (0,65%). Asimismo, los fondos de insolvencias cubren en más de dos veces el actual volumen de activos dudosos, siendo dicha cobertura aún mayor en los balances individuales (negocios en España).

Los depósitos crecen con más intensidad que el año pasado...

Los depósitos del sector privado captados por las entidades españolas han crecido (15%) con más intensidad que en el ejercicio precedente. A pesar de ello, su ritmo de avance es inferior al registrado por el crédito concedido, lo que supone que las entidades españolas han tenido que acudir a captar financiación a los mercados mayoristas, aunque con menos intensidad que en el mismo período del año anterior. Asimismo, los fondos propios, que mantienen su peso relativo en los balances bancarios en torno al 5%, se han mostrado expansivos (17,7%), lo que refuerza la solvencia de las entidades.

La aceleración de los depósitos (en particular, a plazo) y la desaceleración del crédito en el sector privado contribuyen a mitigar la pérdida de importancia relativa de la financiación bancaria tradicional. Es más, las entidades españolas, con una elevada especialización en el negocio minorista y una densa red de oficinas que garantizan una relación estrecha con la clientela tanto de activo como de pasivo, muestran una dependencia de la financiación del mercado de valores similar a la de otros países de nuestro entorno, como Reino Unido, Ale-

BALANCE CONSOLIDADO

Entidades de depósito

CUADRO 2.1

ACTIVO	JUN-07	VAR.	PESO	PESO
	(m€)	JUN-07/ JUN-06	RELATIVO JUN-06	RELATIVO JUN-07
		(%)	(%)	(%)
Caja y bancos centrales	57.800	35,0	1,6	1,8
Depósitos en entidades de crédito	280.365	20,5	8,7	8,9
Crédito a las Administraciones Públicas	50.035	-1,1	1,9	1,6
Crédito al sector privado	2.085.933	21,0	64,7	66,3
Valores de renta fija	329.633	-1,7	12,6	10,5
Otros instrumentos de capital	113.490	35,2	3,1	3,6
Participaciones	31.651	-0,7	1,2	1,0
Derivados	87.147	34,9	2,4	2,8
Activo material	34.782	-0,8	1,3	1,1
Otros (a)	73.488	15,1	2,4	2,3
TOTAL ACTIVO	3.144.324	18,0	100	100
Pro memoria:				
Financiación al sector privado	2.186.524	20,5	68,1	69,5
Financiación a las Administraciones Públicas	200.684	-6,7	8,1	6,4
Activos dudosos totales	17.817	22,9	0,5	0,6
Ratio de morosidad total	0,65			
Insolvencias y riesgo-país	38.855	18,5	1,2	1,2
PASIVO Y PATRIMONIO NETO				
	JUN-07	VAR.	PESO	PESO
	(m€)	JUN-07/ JUN-06	RELATIVO JUN-06	RELATIVO JUN-07
		(%)	(%)	(%)
Depósitos de bancos centrales	40.596	-32,3	2,3	1,3
Depósitos de entidades de crédito	466.906	8,5	16,1	14,8
Depósitos de las Administraciones Públicas	83.236	33,3	2,3	2,6
Depósitos del sector privado	1.385.401	15,0	45,2	44,1
Valores negociables	643.364	38,2	17,5	20,5
Derivados	105.435	49,5	2,6	3,4
Financiación subordinada	76.178	12,5	2,5	2,4
Provisiones	34.858	-2,0	1,3	1,1
Otros (a)	124.649	8,5	4,3	4,0
TOTAL PASIVO	2.960.623	17,9	94,3	94,2
Intereses minoritarios	5.864	-2,5	0,2	0,2
Ajustes por valoración del patrimonio neto	22.390	48,4	0,6	0,7
Fondos propios	155.446	17,7	5,0	4,9
TOTAL PATRIMONIO NETO	183.700	20,0	5,7	5,8
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	3.144.324	18,0	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.

mania o Italia, y sensiblemente menor que la de otros, como Holanda, Italia, Irlanda o Dinamarca (gráfico 2.1.A)¹.

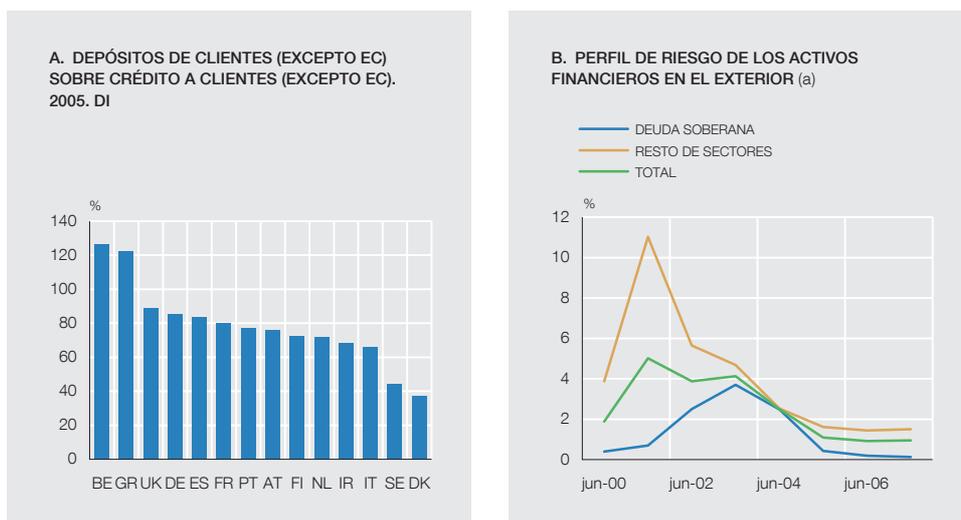
... al tiempo que no se aprecian riesgos relevantes de los activos en el exterior.

El menor crecimiento de los activos en el extranjero frente al mayor dinamismo registrado en los negocios en España hace que el peso de los primeros sobre los negocios totales se reduzca ligeramente (1,3 pp), hasta representar un 21,2%. En cualquier caso, y como

1. Los datos han sido obtenidos de la publicación del BCE *EU Banking Structures (2005)*, y se ha calculado el cociente entre el total de depósitos captados de clientes distintos de entidades de crédito, sobre los préstamos concedidos a la clientela, también excluidas las entidades de crédito. La información solo está disponible públicamente para 2005, pero las tendencias observadas para 2006 no muestran cambios significativos. Los datos son a nivel individual.

DEPÓSITOS SOBRE CRÉDITO CONCEDIDO Y PERFIL DE RIESGO DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS EN EL EXTERIOR
Entidades de depósito

GRÁFICO 2.1



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Media ponderada de las probabilidades de impago.

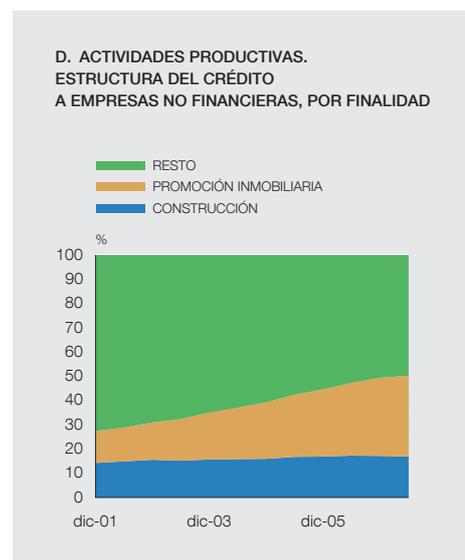
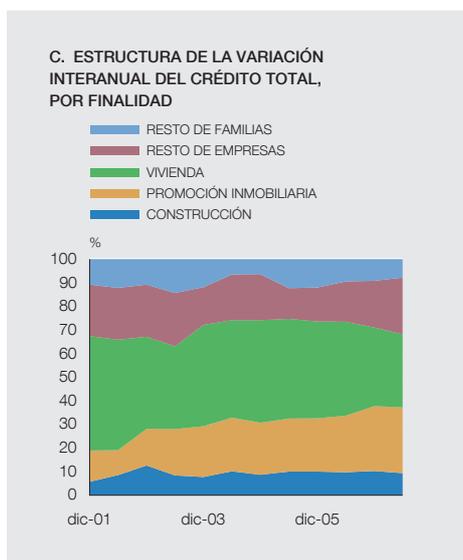
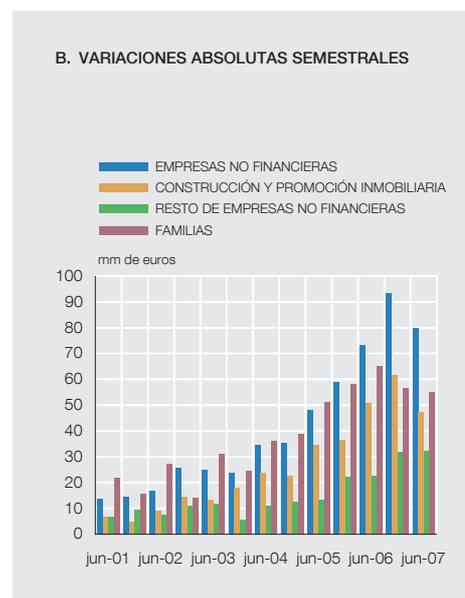
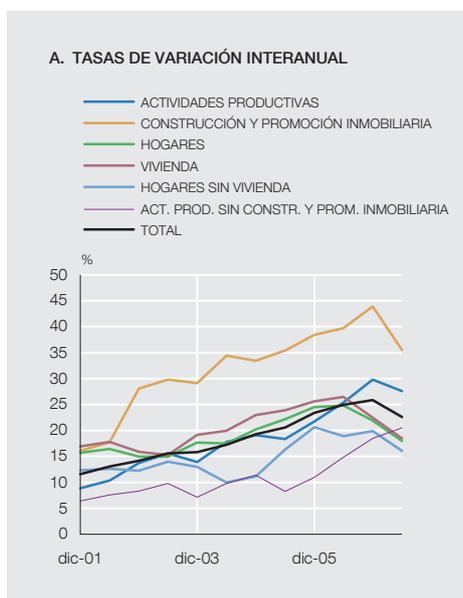
se ha puesto de manifiesto en anteriores IEF, los activos financieros en el exterior de las entidades de depósito españolas presentan unos reducidos niveles de riesgo (gráfico 2.1.B).

Se desacelera el crecimiento del crédito...

Desde el último IEF, el *crédito al sector privado residente en España* ha mostrado (gráfico 2.2.A) una desaceleración (crecía al 25,8% en diciembre de 2006, frente al 22,6% en junio de 2007), que responde a la evolución del crédito con garantía hipotecaria (tanto a familias como a empresas), que ya venía creciendo a menores tasas desde mediados de 2006 (27,7% en junio de 2006, 24,7% en diciembre de 2006 y 20,2% en junio de 2007). En términos de *flujos netos* (crédito nuevo otorgado menos amortización del ya concedido), la evolución en el primer semestre de 2007 es muy similar a la del mismo período del año anterior, con unos niveles de financiación neta en torno a los 141.000 y 145.000 millones de euros, respectivamente. En lo que se refiere al segundo semestre de 2006, se observa una disminución en el flujo del crédito de 11.000 millones, más acusada en las operaciones con garantía hipotecaria.

... tanto en familias como en construcción y promoción inmobiliaria...

La desaceleración del crédito total se ha producido tanto en empresas como en familias (gráfico 2.2.A). La financiación bancaria a familias modera su crecimiento, tanto en el segmento de adquisición de vivienda como en el resto (fundamentalmente, crédito para adquisición de bienes de consumo corriente y duradero). Dicha moderación ya se había empezado a observar a finales del año pasado. Por el contrario, la desaceleración del crédito bancario a empresas es nueva y responde, en su totalidad, a la significativa reducción en la tasa de variación del crédito a construcción y promoción inmobiliaria (del 43,9% en diciembre de 2006 al 35,5% en junio de 2007). La financiación a promotores se ha desacelerado más rápidamente que la recibida por constructores, aunque ambos segmentos de negocio muestran todavía tasas elevadas (42% y 24,4%, respectivamente), en línea con la evolución del nivel de actividad en el sector inmobiliario. Por otro lado, conviene destacar la aceleración del crédito al resto de empresas, una tendencia que se observa ininterrumpidamente desde diciembre de 2005. Aunque en términos de tasas de variación la distancia con las empresas de construcción y



FUENTE: Banco de España.

promoción es todavía elevada, en términos de flujos netos, dicha distancia se ha reducido sustancialmente (gráfico 2.2.B).

... iniciándose un proceso de menor peso relativo del sector inmobiliario en los balances bancarios.

Si bien de forma todavía modesta, las entidades de depósito españolas han empezado a diversificar de nuevo su cartera crediticia, aumentando el peso relativo del crédito al sector industrial y de servicios. Esta evolución impulsa y, a la vez, es el resultado del desplazamiento del patrón de crecimiento que está experimentando la economía española, en un contexto en el que las empresas muestran una sólida fortaleza financiera (elevada rentabilidad y flujos de caja crecientes). Así, en junio de 2007 se ha producido un significativo aumento del peso relativo del crédito al resto de empresas en la explicación de la evolución del crédito total (gráfico 2.2.C). Además, se ha frenado casi completamente el aumento del todavía elevado peso relativo del crédito a promotores en el total del crédito a empresas (gráfico 2.2.D), lo que contribuye a disminuir la concentración en las carteras crediticias de las entidades.

Tras el fuerte dinamismo de la actividad y los cambios contables, los activos dudosos crecen a mayor ritmo...

Los *activos dudosos* han continuado aumentando, como cabía esperar, acelerándose su tasa de crecimiento interanual hasta el 24% (gráfico 2.3.A), iniciándose, con ello, un proceso de normalización hacia los mayores niveles de morosidad que muestran los bancos de otros países europeos. Hay que recordar que las ratios de morosidad de las entidades españolas están en torno a la tercera parte del promedio de las entidades de la UE. Además, como ya se anticipó en el anterior IEF, este comportamiento responde al desfase existente entre crecimiento del crédito y activos dudosos, así como a la nueva normativa contable, que obliga a clasificar todo el importe del crédito como dudoso transcurridos tres meses desde el impago de solo una cuota². El aumento de los dudosos guarda una estrecha relación con el crecimiento del crédito en el pasado, por lo que no es sorprendente que sea el crédito a familias para adquisición de vivienda, que es un segmento crediticio que ha mostrado elevadas tasas de expansión en esta década hasta fechas muy recientes, el que tenga un mayor incremento de los activos dudosos, seguido del resto del crédito a familias. Además de la normativa contable y del fuerte crecimiento del crédito en el pasado, la sustancial elevación de los tipos de interés en el área del euro desde finales de 2005 (el tipo de las subastas principales de financiación del BCE se ha doblado) también contribuye a explicar la evolución de los dudosos. Por otro lado, los activos dudosos provenientes del crédito a empresas no financieras, aunque se han acelerado desde el último IEF, están aumentando más moderadamente, lo que refleja la fortaleza del sector empresarial español. De nuevo, aquellos segmentos de negocio que más han crecido en el pasado (construcción y promoción) son los que presentan mayor crecimiento de los dudosos, si bien sus ratios de morosidad son muy bajos (0,49% y 0,32%, respectivamente).

Esta evolución de los activos dudosos se traduce en un ligero aumento del peso relativo de los activos de menor riesgo (vinculados al crédito hipotecario), con la consiguiente disminución relativa de los dudosos vinculados al crédito empresarial (gráfico 2.3.B).

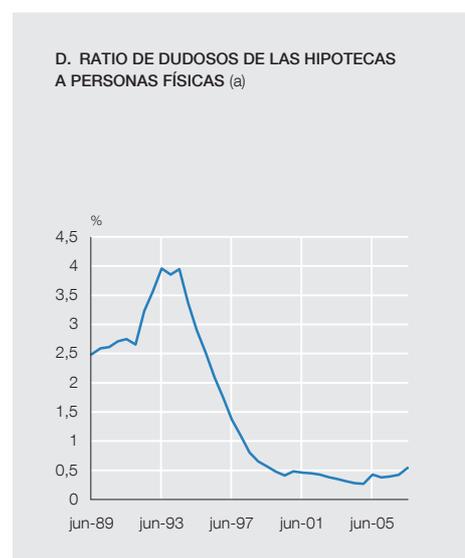
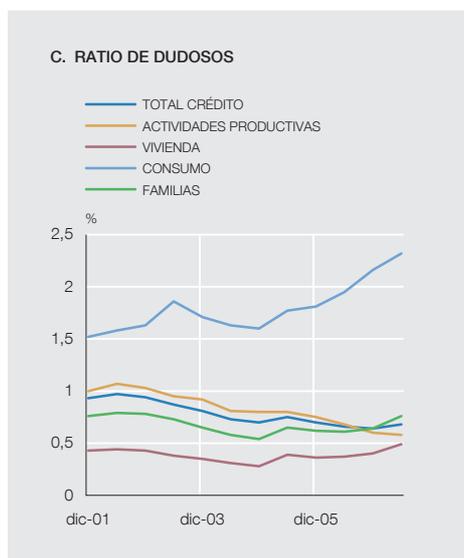
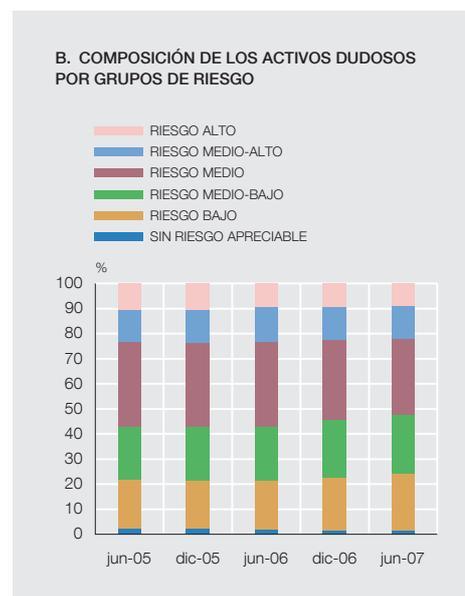
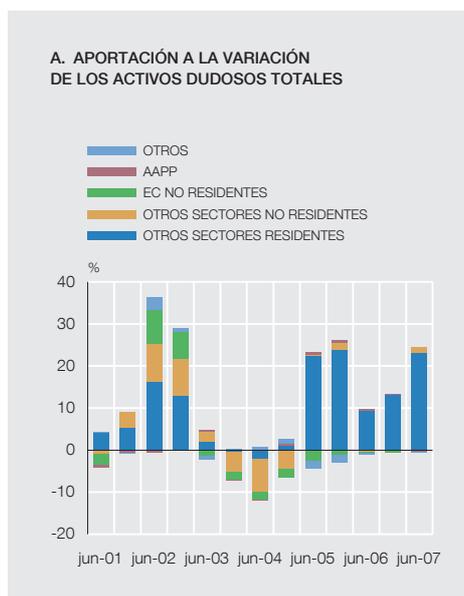
... si bien las ratios de morosidad siguen en niveles muy reducidos, con leves repuntes en familias....

A pesar del crecimiento de los activos dudosos, las *ratios de morosidad* continúan, salvo en crédito al consumo, en niveles muy reducidos (gráfico 2.3.C). Así, la del crédito a familias para adquisición de vivienda está en el 0,49%, con un ligero aumento en este semestre, mientras que la del crédito al consumo ha continuado creciendo hasta el 2,32%. Esto explica que la ratio de morosidad de familias esté en el 0,76%, frente al 0,64% en diciembre de 2006. Por el contrario, en el segmento de empresas la ratio de morosidad ha continuado bajando (0,58% en junio de 2007).

... y descensos en empresas.

Por lo tanto, las ratios de morosidad son todavía muy reducidas, aunque en los próximos meses cabe esperar que sigan subiendo por el mencionado desfase entre crédito y morosidad, el cambio contable y el impacto de los tipos de interés. Una valoración de su evolución a más largo plazo requiere tener en cuenta el comportamiento pasado (gráfico 2.3.D). Así, por ejemplo, los niveles de morosidad actuales del crédito a personas físicas para adquisición de vivienda están muy por debajo de los existentes en torno a 1993, la última recesión que vivió la economía española. En este sentido, cabe plantear, al menos, tres consideraciones. Primero, la situación coyuntural de la economía española en aquellos momentos (tasas de variación del PIB negativas en más de 1 pp, elevado déficit público y tasas de desempleo superiores al 20%) está muy alejada del peor escenario que cabe plantearse hoy en día. Segundo, las entidades de crédito han avanzado de forma significativa en relación con los métodos de seguimiento y control del riesgo. Tercero, y aun a pesar de lo anterior, no puede obviarse que en 1993 la ratio de morosidad del crédito a personas físicas para adquisición de vivienda, siendo elevada, no llegó a superar el 4%, con un aumento de 1,5 pp respecto al nivel promedio de la fase expansiva anterior. Además, la pérdida efectiva para las entidades fue considerablemen-

2. Para más detalles, véase el recuadro 2.1 del IEF de mayo de 2007.



FUENTE: Banco de España.

a. Hipotecas son aquellas operaciones con garantía real y vencimiento superior a cinco años destinadas a personas físicas, incluyendo tanto a familias como a empresarios individuales (información de la CIR).

te menor en la medida en que consiguieron recuperar buena parte del importe adeudado vendiendo el inmueble que garantizaba la operación.

Las curvas de tasas de impago son coherentes con un ligero deterioro general de la morosidad...

La información detallada contenida en la CIR permite complementar la información anterior sobre la evolución de la morosidad. Dado que se conoce el momento de la concesión del crédito, y, si dicho crédito entra en mora, cuándo lo hace, es posible construir *curvas de tasas de impago (añadas)* a lo largo del tiempo para los créditos concedidos en una determinada fecha³.

3. Para construir las curvas de tasas de impago, en cada trimestre se consideran los créditos originados durante los tres meses previos y se realiza un seguimiento de los mismos. En concreto, para una cartera de préstamos concedida en el momento t su tasa de impago k trimestres después se calcula como el número de operaciones dudosas en el momento futuro $t+k$ sobre el número original de operaciones. El eje de abscisas indica el trimestre posterior a la concesión de la

Un aumento muy pronunciado en una de estas curvas indica que las operaciones concedidas en dicha fecha fueron especialmente arriesgadas (por ejemplo, porque las entidades relajaron significativamente sus políticas de concesión de crédito, como ha ocurrido en el *subprime* estadounidense en las añadas más recientes). Por el contrario, un aumento generalizado en todas las curvas indica un empeoramiento general de la morosidad, atribuible al contexto macroeconómico (mayores tipos de interés) y no a un deterioro específico de la política crediticia o a un fenómeno de selección adversa puntual.

Desde 2003, la evolución de las curvas de tasas de impago (gráfico 2.4.A) ha empeorado ligeramente, aunque la curva de 2005 prácticamente coincide con la de 2002. Más recientemente (operaciones concedidas en 2006), la pendiente de la curva es algo más pronunciada, aunque el nivel alcanzado sigue siendo muy reducido. En efecto, lo más significativo de estas curvas es su nivel tan bajo: transcurrido un año de la concesión de la operación, la tasa de impagos está en torno al 0,20%. Datos muy similares se obtienen en términos del volumen de activos dudosos. La comparación con las añadas del mercado *subprime* estadounidense (gráfico 2.4.B) pone claramente de manifiesto las enormes diferencias en términos del nivel de los impagos y de la calidad de la política de concesión, en particular, al analizar fechas recientes. Es más, en el caso español, si se compara el nivel máximo registrado en la curva de 2006 con la mínima morosidad alcanzada transcurrido el mismo plazo desde la concesión en cualquier otro año (en este caso, la curva de 2003), el incremento de la morosidad tan solo ha sido de 0,11 pp. Sin embargo, si este análisis se realiza para el caso del *subprime* en Estados Unidos, se observa un incremento de 10 pp. Por lo tanto, en España no existe ni selección adversa ni relajación de los criterios de control del riesgo en la concesión de crédito en los últimos años.

... destacando, no obstante, sus reducidos niveles...

Si el análisis se centra en los últimos trimestres (gráfico 2.4.C), se observa un progresivo deterioro en las curvas de tasas de impago. Dicho deterioro es generalizado, por lo que, más que un problema en las condiciones de concesión en un determinado período, se constata un empeoramiento de la morosidad general (ya comentado). Probablemente, la evolución de los tipos de interés durante el último año explica la mayor pendiente de las curvas. En cualquier caso, el elemento más destacable de nuevo es que, a pesar del ligero deterioro, los niveles de las tasas de impago en el crédito hipotecario son muy reducidos, lo que pone de manifiesto la elevada calidad de estos activos. Este comportamiento va en línea con su evolución tradicional en España, ya que el crédito con garantía hipotecaria para adquisición de vivienda siempre ha sido el segmento de negocio menos arriesgado.

... incluso en el segmento de segundas viviendas...

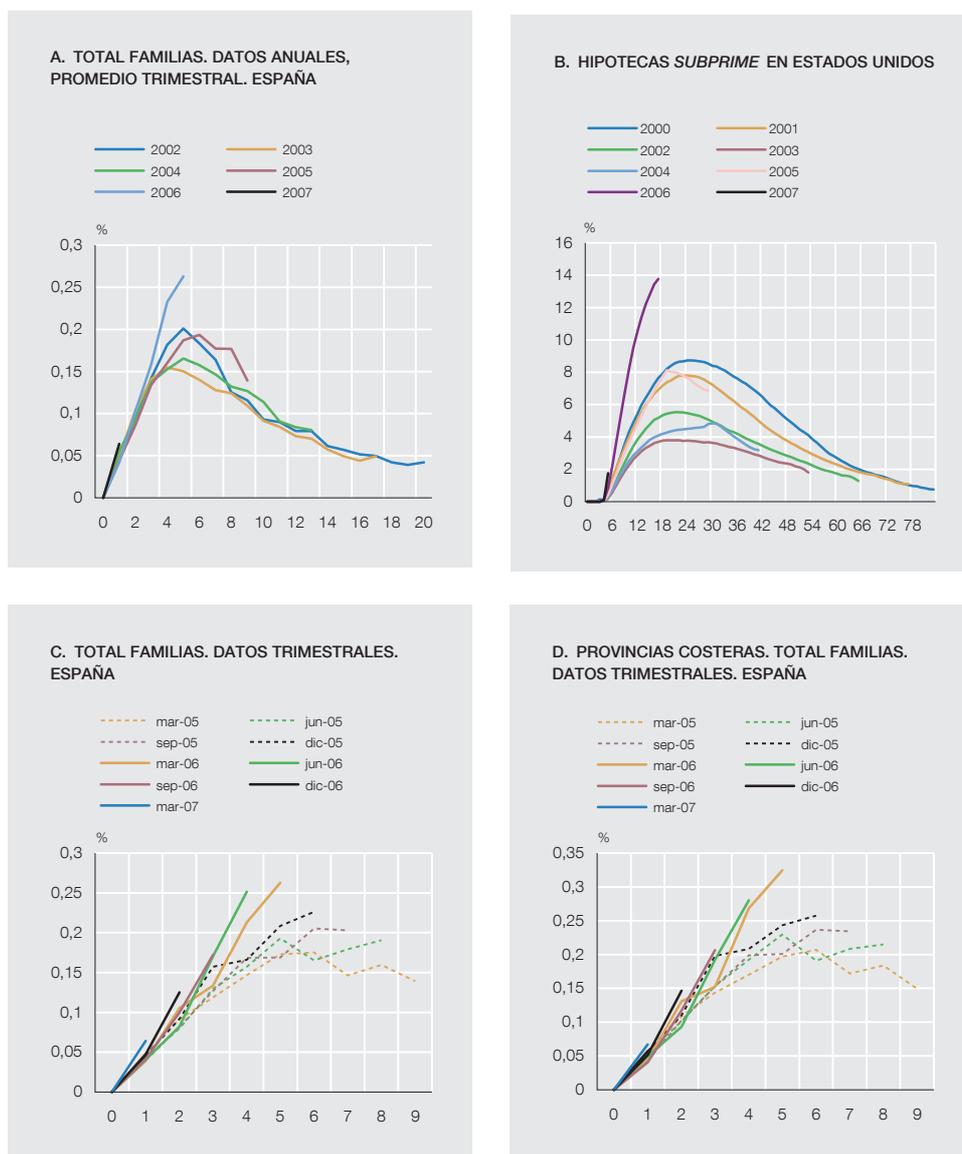
La información de la CIR no permite distinguir si el objeto de la financiación hipotecaria es una primera o una segunda vivienda, o si el motivo es adquirirla para su utilización o su venta posterior (motivo inversión). No obstante, los resultados del análisis de añadas anterior aplicado solo a los préstamos a familias con garantía hipotecaria en las provincias del arco mediterráneo y las islas, donde el porcentaje de segunda vivienda es superior (gráfico 2.4.D), no muestran un perfil sensiblemente diferente al del total de hipotecas, siendo el nivel de las tasas solo ligeramente superior (5 pb). Tampoco cuando el análisis se centra solo en las provincias donde el desarrollo inmobiliario ha sido mayor existen diferencias significativas⁴.

cartera de préstamos nuevos, de tal forma que un valor de 1 representa el primer trimestre posterior a la concesión. Cuando las curvas son anuales, se presenta la tasa de impago promedio obtenida a partir de cada una de las carteras de préstamos nuevos concedidos durante el primer, segundo, tercer y cuarto trimestres del año en cuestión. Dado que la CIR no posee explícitamente información sobre hipotecas para adquisición de viviendas, se han considerado bajo dicha clasificación todos los créditos financieros concedidos a las familias de importe superior a 60.000 euros, plazo mayor de cinco años, con garantías reales al 100% y constituidos por menos de cuatro partícipes. 4. Nótese que, en cualquier caso, esta es una aproximación que no está exenta de limitaciones, porque en las provincias costeras no distingue entre primera y segunda vivienda, y tampoco incluye las hipotecas otorgadas en el resto de provincias para adquirir segunda vivienda en la costa mediterránea. No obstante, parece una primera aproximación razonable.

CURVAS DE TASAS DE IMPAGO (AÑADAS)

Hipotecas a familias. Entidades de crédito (a)

GRÁFICO 2.4



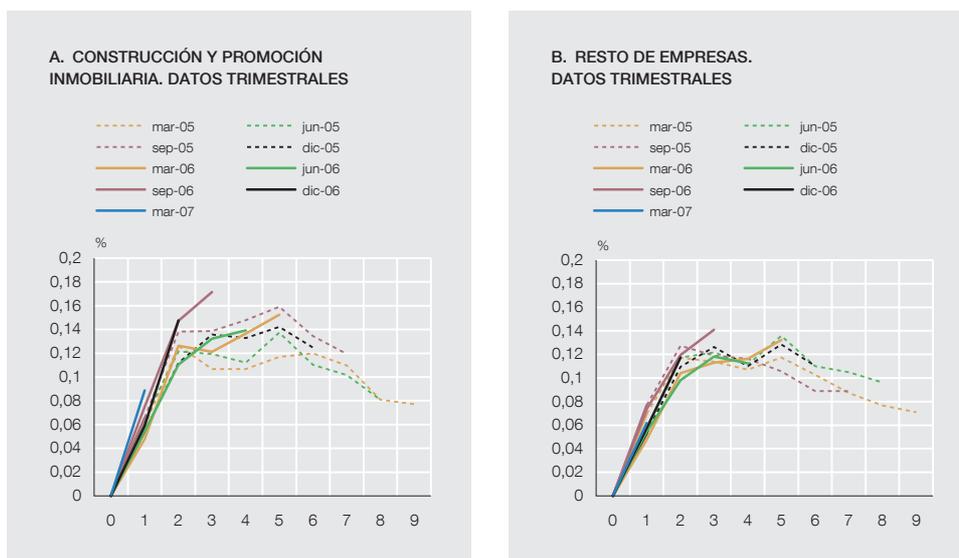
FUENTES: Banco de España, Merrill Lynch e Intex.

a. Los ejes de abscisas representan trimestres desde la fecha de concesión de las operaciones, excepto en el gráfico de Estados Unidos, donde el eje representa el número de meses desde la concesión.

El único segmento de negocio hipotecario identificable donde los niveles de tasas de impago son mayores es en la *financiación hipotecaria a extranjeros residentes*, tanto provenientes de otros países de la UE como del resto del mundo. No obstante, se observa que este comportamiento no es reciente, sino de tipo estructural. Así, la curva de tasas de impago de 2003, el año más bajo, es más del doble para extranjeros residentes que para el conjunto de familias. En cualquier caso, el peso relativo de este segmento de negocio sobre las hipotecas de familias, aunque creciente en los últimos años, solo es del 7,2% del total.

...y en las empresas, incluidas las de construcción y promoción inmobiliaria.

Es posible construir también *curvas de tasas de impago para los préstamos a empresas*. Dichas curvas, para el sector de construcción y promoción (gráfico 2.5.A), muestran un cierto deterioro, que viene desde 2003, pero de nuevo los niveles de las tasas son muy bajos. Resultados muy similares —aunque algo inferiores (gráfico 2.5.B)— se obtienen en la financiación al resto de empresas.



FUENTE: Banco de España.

a. El eje de abscisas representa trimestres desde la fecha de concesión de la operación.

En España no existe un mercado hipotecario subprime.

La exposición al *mercado subprime estadounidense* está en el origen de las turbulencias que han afectado a los mercados financieros internacionales en los últimos meses. La transparencia en cuanto a dicha exposición es uno de los elementos que debería contribuir a recobrar un mayor grado de normalidad en los mercados y, adicionalmente, a permitir una mayor discriminación entre entidades *vía* precio. Las ratios de morosidad y las curvas de tasas de impago, incluso en los segmentos más arriesgados, son claramente inferiores a las observadas en el *mercado subprime* estadounidense (gráfico 2.4), mostrando que no existe ninguna relación entre ambos mercados de crédito, ni en términos de definición, ni de política crediticia practicada por las entidades, ni en términos del nivel de riesgo asumido. Incluso en un escenario con una probabilidad muy reducida como el de 1993 (recesión, déficit público elevado y tasas de paro muy altas), las ratios de morosidad en el crédito hipotecario a familias en España son mucho mejores que las del segmento *subprime*.

Como parte de los seguimientos habituales que el Banco de España realiza de los riesgos en los que incurren las entidades de depósito españolas, se ha llevado a cabo un estudio de los que pudieran tener en los mercados hipotecarios *subprime* en Estados Unidos. Este estudio se ha centrado en obtener información sobre riesgos directos e indirectos según el siguiente detalle: i) riesgos por conceder hipotecas *subprime* directamente o a través de filiales; ii) líneas de crédito que se hayan concedido, así como cualquier otro compromiso que se hubiere adquirido con entidades que están involucradas en gestionar transacciones con riesgos *subprime*, y iii) riesgos por mantener otro tipo de inversiones relacionadas con hipotecas *subprime* en Estados Unidos, tales como tramos de primera pérdida de bonos de titulación o *Collateralized Debt Obligations* (CDO)⁵, cuyos activos subyacentes estuvieran relacionados con dichas hipotecas. Los resultados obtenidos han sido que los riesgos que las entidades españolas analizadas tienen por estos conceptos en junio de 2007 representan el 0,03% de sus activos

5. Un CDO (*Collateralized Debt Obligation*) es una estructura de titulación en la que la cartera de activos titulados es considerablemente más heterogénea que en una titulación tradicional. Así, estas estructuras pueden incluir diferentes tipos de bonos y préstamos (*Collateralized Loan Obligation* o CLO), incluidos los provenientes de otras titulaciones.

y el 0,68% de su *tier* 1. Por tanto, la exposición de los bancos españoles frente al mercado *subprime* estadounidense es completamente marginal, en términos de su potencial impacto tanto en rentabilidad como en solvencia.

La titulización de activos en España implica procesos menos complejos que en otros países...

La *titulización de activos* ha tenido un fuerte desarrollo en el ámbito internacional en los últimos años, permitiendo obtener financiación a las entidades y reasignar el riesgo de forma más eficiente. Las entidades españolas han participado activamente en este proceso, como no podía ser de otra forma, dada su capacidad de gestión, nivel de desarrollo y expansión en fechas recientes. Sin embargo, conviene señalar que en España las operaciones de titulización no revisten el grado de complejidad que presentan en otros sistemas bancarios.

... un modelo diferente al de originar para distribuir...

Tal como se ha explicado en el capítulo 1, una parte de las turbulencias en las que está inmerso el sistema financiero internacional se debe a las dudas sobre el nivel de riesgo incurrido en determinados productos complejos (CDO, CLO, etc.), en los que una parte del activo subyacente podía estar vinculado al segmento *subprime* estadounidense. Además, numerosos bancos involucrados en este proceso se han dedicado a originar hipotecas *subprime*, conceder el crédito, e inmediatamente distribuirlo (es decir, titularlo) para deshacerse del riesgo y conseguir liquidez adicional con la que conceder nuevas operaciones. Este negocio de titulización es sustancialmente diferente del desarrollado por la banca más tradicional (como la española), donde el riesgo, o buena parte de él, permanece en el balance y, por lo tanto, el banco tiene los incentivos adecuados para seguir aplicando una política de concesión de crédito rigurosa. En el modelo de titulización español no existe separación entre concesión y gestión del riesgo, y los incentivos del que concede el crédito están bien alineados con los de los inversores que adquieren dicho crédito titulado. En definitiva, la transmisión del riesgo ha sido limitada y los incentivos a seleccionar adecuadamente a los prestatarios no se han visto alterados como en el modelo de originar para distribuir que han aplicado numerosas entidades estadounidenses.

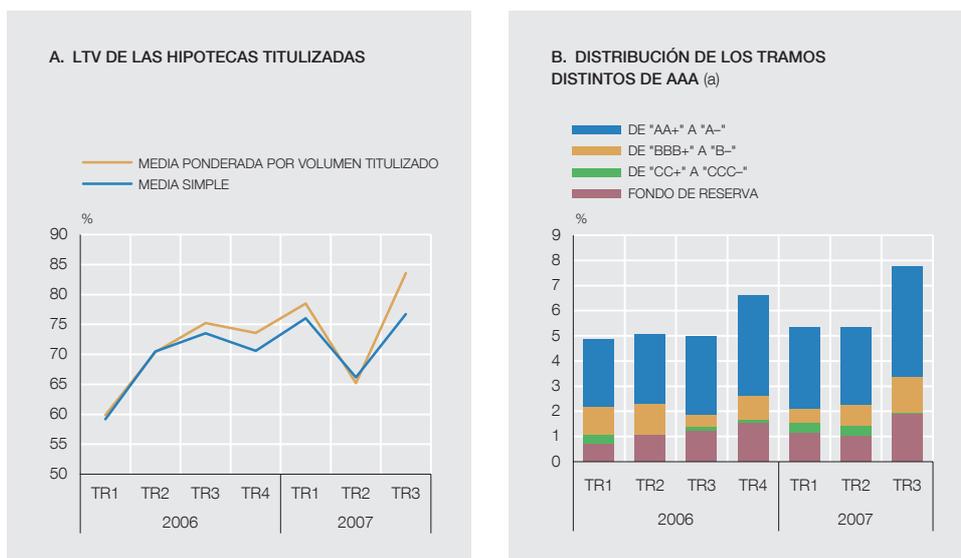
... y se caracteriza por una elevada calidad de los activos subyacentes.

El estudio detallado de las operaciones de titulización llevadas a cabo en los últimos dos años pone de manifiesto la *elevada calidad del activo subyacente*, elemento clave a la hora de determinar el riesgo de este producto para el inversor y, por tanto, el coste de la financiación obtenida por el banco. Por un lado, la información contenida en la CIR muestra que la morosidad de los activos titulizados de las familias (crédito con garantía hipotecaria, en su inmensa mayoría) es menor que la de los activos que no han sido titulizados (40 pb menos en junio de 2007), lo que pone de manifiesto la mayor calidad de lo titulado⁶. Las hipotecas titulizadas muestran un LTV (importe del préstamo dividido por el valor de tasación del inmueble que sirve de garantía de la operación) promedio en torno al 70%, con una ligera tendencia al aumento en fechas recientes (gráfico 2.6.A). Nótese que este LTV es el del momento del origen de la operación y que, con el paso del tiempo, la mera amortización del préstamo reduce dicho LTV de forma continua⁷. Los índices de concentración geográfica de la cartera de préstamos hipotecarios titulizados son bajos (índice Herfindahl en torno a 0,3, que coincide con el de la cartera crediticia). A la diversificación geográfica ha contribuido también el que varias entidades se hayan agrupado para titular sus carteras de forma conjunta.

Finalmente, en torno al 94% de los bonos de titulización son triple A, es decir, tienen la *máxima calidad crediticia* otorgada por las agencias de calificación (gráfico 2.6.B). Por ello, los

6. En junio de 2007, los activos titulizados de empresas (en buena parte, crédito a PYMES) representaban en torno al 20% del total del crédito titulado, siendo su morosidad también inferior a la del crédito a empresas en el balance. 7. Lógicamente, el aumento del valor de mercado de las viviendas hace disminuir adicionalmente dicho LTV. Por ejemplo, sin contar la amortización, un LTV del 80% (100%) en 2003 se convierte en un 53,7% (67,2%) en 2007.

Entidades de depósito



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

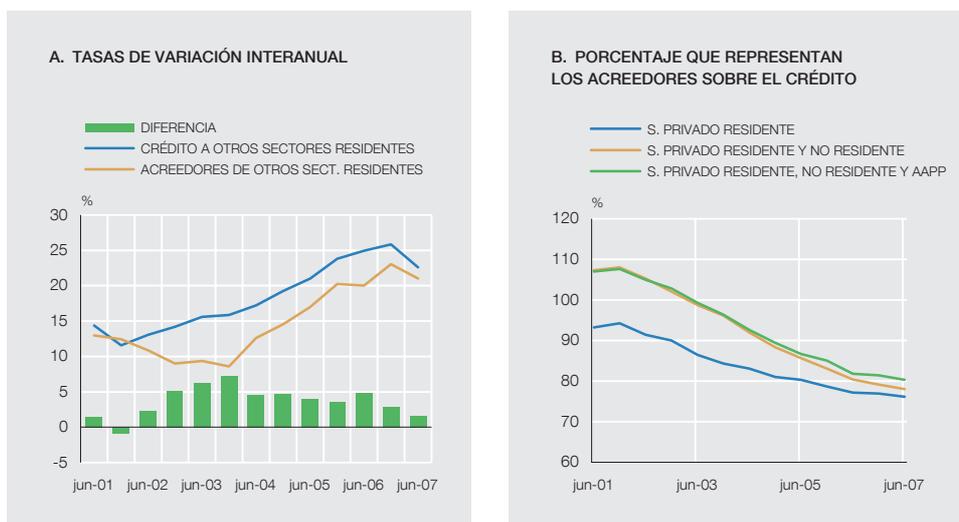
a. La diferencia hasta el 100% es el peso relativo del tramo AAA.

tramos inferiores, incluido el fondo de reserva, que es el primero en absorber pérdidas, representan en torno al 6% del volumen titulizado, en unos activos (crédito con garantía hipotecaria para adquisición de vivienda) cuya ratio de morosidad está en la actualidad en torno al 0,5% y en el peor momento de la última fase recesiva de la economía española — como ya se ha señalado — no llegó al 4% (gráfico 2.3.D). Además, con posterioridad, la realización de activos permitió en numerosos casos recuperar buena parte del importe adeudado; es decir, la pérdida en caso de impago de estos activos ha sido históricamente muy reducida. Por lo tanto, es muy difícil de imaginar un escenario en el que las pérdidas puedan llegar a alcanzar los tramos de mayor calidad crediticia. Esto solo sería posible si las tasas de morosidad fueran muy elevadas (por ejemplo, un 12%) y las pérdidas en caso de impago reflejaran valores de ejecución de las garantías muy bajos (por ejemplo, un 50% del valor residual del crédito). Ambas situaciones son altamente improbables de manera separada, y mucho más de forma conjunta.

El incremento observado en el coste de los bonos de titulización y de las cédulas españolas obedece en mayor medida a las condiciones del mercado que a la calidad de los títulos emitidos.

En fechas recientes, coincidiendo con la fase de turbulencias por la que atraviesan los mercados financieros internacionales, se ha observado una ampliación de los diferenciales en el *mercado secundario*, en el que se intercambian cédulas y bonos de titulización españoles. Dicha ampliación de diferenciales, común a otros segmentos de mercado, refleja, en buena medida, el proceso de reevaluación de los niveles de riesgo y el consiguiente ajuste de las primas de riesgo que se ha venido produciendo desde el verano. Sin embargo, dada la elevada calidad de los activos subyacentes españoles, parece que la ampliación de diferenciales podría también reflejar ciertas tensiones en los inversores que tienen estos productos, que, a su vez, son el reflejo de las dificultades de liquidez que atraviesan, al no poder renovar el papel comercial con el que financiaban estos activos. Se estima que en torno a dos tercios del importe titulizado en España podría estar en manos de inversores extranjeros, siendo su tipología muy variada. Por un lado, inversores finalistas tipo compañías de seguros, fondos de inversión y de pensiones, y, por otro lado, inversores con un horizonte temporal más variable, elevado apalancamiento y con una mayor dependencia de la financiación a corto plazo, sea bancaria o de otro tipo. La valoración a precios de mercado de estos activos,

Entidades de depósito. DI



FUENTE: Banco de España.

junto con la evolución del mercado secundario, puede traducirse en pérdidas relevantes en algunos de estos inversores dependientes de la financiación a corto plazo, al haber aumentado significativamente la prima de liquidez⁸. No obstante, a medida que las turbulencias se reduzcan y vaya retornando la liquidez al mercado, dichos diferenciales se irán cerrando, dada la elevada calidad del activo subyacente y las mejoras crediticias que incorporan las titulizaciones en España (gráfico 2.6.B).

La reciente evolución del crédito (desacelerándose) y de los depósitos (intensificado su crecimiento) hace pensar en que se vaya a reducir la necesidad de financiación en los mercados mayoristas...

La desaceleración del crédito al sector privado en el negocio en España y la buena marcha de los depósitos procedentes de las familias y de las empresas españolas, en un contexto de expansión económica sostenida y buena evolución del empleo y de la actividad empresarial, han hecho que en el último año, y en especial en el último semestre, la diferencia entre ambas tasas de crecimiento se reduzca (gráfico 2.7.A). El mantenimiento de esta tendencia en el futuro próximo, a medida que las tasas de variación del crédito vayan ajustándose a la evolución de un mercado inmobiliario que se está normalizando y las entidades aumenten la captación del nuevo ahorro en competencia con otros intermediarios financieros, va a disminuir la presión para acudir al mercado mayorista con el fin de financiar la actividad crediticia.

... en un sistema bancario en el que predomina la banca minorista tradicional...

Por ello, cabe esperar que vuelva a aumentar el peso relativo de los depósitos del sector privado residente sobre el crédito a dicho sector, una ratio que ha disminuido significativamente a lo largo de esta década (gráfico 2.7.B) y que en junio de 2007 era del 76,2% (131,3% si el cociente es entre crédito y depósitos)⁹. Esta estructura de negocio pone de manifiesto claramente la preponderancia del modelo de banca minorista tradicional en España¹⁰, aunque sin ser ajenos a las posibilidades que ofrecen los mercados y los nuevos instrumentos financieros

⁸. El recuadro 2.1 contiene una reflexión sobre los diferentes tipos de valoración de los activos financieros y, en particular, de las condiciones necesarias para su aplicación. ⁹. Si se considera tanto a los residentes como a los no residentes, el cociente entre depósitos y créditos aumenta, hasta acercarse a las cuatro quintas partes (78% en junio de 2007). Si además se incluyen el crédito y los depósitos con AAPP, dicho cociente alcanza, en junio de 2007, el 80,3%. ¹⁰. En el caso español, existe una relación muy estrecha entre los bancos y sus clientes de activo, lo que lleva a que el número medio de relaciones bancarias sea muy bajo, tal como muestra el trabajo de G. Jiménez, J. Saurina y R. Townsend, titulado «Análisis del número de relaciones bancarias en España», *Estabilidad Financiera*, de próxima publicación en noviembre de 2007. Esta estrecha relación entre empresas y familias con sus bancos en el mercado de crédito se extiende

El aumento de la incertidumbre como consecuencia del incremento de la volatilidad de los tipos de cambio, de interés y del precio de las materias primas a finales de los años setenta generó el uso de los instrumentos financieros derivados, con el objetivo tanto de mitigar riesgos como de operar con ellos como nueva fuente de negocio. A su vez, el desarrollo académico dio un salto cualitativo relevante a partir del año 1973, con los trabajos de Fischer Black, Myron Scholes y Robert C. Merton, relativos a la valoración racional de opciones.

Como consecuencia de que el coste de la mayor parte de los derivados es cero, inicialmente estos eran registrados como operaciones fuera de balance (*off balance sheet*), debido a las dificultades que presentaba su valoración al coste histórico. La existencia de mercados más o menos líquidos, así como el desarrollo de metodologías de valoración aceptadas y utilizadas por los participantes en los mercados financieros para fijar su precio, restaba credibilidad a una información basada en el coste histórico, de forma que los reguladores contables más relevantes (IASB y FASB) solicitaron la publicación de información sobre el valor razonable en las notas a los estados financieros. Posteriormente, a finales de los años noventa se alcanzó un consenso en cuanto a que el valor razonable era la única medida relevante para los inversores respecto de los instrumentos financieros, y más especialmente para los derivados.

El *valor razonable* es un precio racional que, o bien se obtiene directamente de transacciones reales en un mercado activo, o bien de un modelo de valoración que pretende reproducir el precio que, en condiciones normales de negocio, la entidad recibiría si vendiera el activo o el importe que necesitaría entregar para adquirir sus pasivos. Las normas contables fijan una serie de criterios que debe cumplir todo modelo: i) ser comúnmente utilizado por los participantes del mercado e incorporar todos los factores que un participante consideraría al fijar el precio; ii) ser consistente con los principios de la teoría financiera; iii) utilizar el valor temporal del dinero, la volatilidad, primas de riesgo, o la liquidez; y otras variables relevantes, y iv) calibrarse periódicamente con transacciones reales.

Para el caso del *riesgo de crédito*, los modelos de estimación del valor razonable se enfrentan con las dificultades propias de la mode-

lización de este riesgo: la estimación de probabilidades de incumplimiento, tasas de recuperación y correlaciones entre incumplimientos. La mayoría de los instrumentos de crédito, como es el caso de las titulaciones, no dispone de un mercado activo y, por lo tanto, el modelo no deriva de un análisis estadístico de precios basados en su experiencia histórica, ni dispone de información sobre incumplimientos de cada instrumento. Los CDO, como ejemplo de estructura de titulación, tienen como cartera subyacente préstamos transferidos a un vehículo que emite bonos con diferentes calificaciones (*sénior, mezzanine, equity*), que reflejan su prelación en la absorción de pérdidas. Las agencias de calificación desempeñan un papel importante, al ser las encargadas de asignar una calificación (*rating*) a los distintos tramos de los vehículos.

Las entidades deben dar información que ayude a evaluar la incertidumbre de las estimaciones. Deberán informar de si el valor razonable se obtiene de un precio observable o de un modelo de valoración. Por su parte, deberán informar sobre el modelo utilizado y sobre las hipótesis más relevantes empleadas, y acerca del efecto sobre el valor razonable del rango de asunciones alternativas posibles, cuando la modificación de alguna de estas resulte en una valoración significativamente diferente (*stress testing*). La información del valor razonable debe complementarse con medidas de sensibilidad (como el VaR), análisis de consistencia (como el *back testing*) y métodos de contraste (*test de frecuencia de excesos*). Respecto del riesgo de crédito, deben incluir un análisis de su exposición al mismo, empleando calificaciones externas o internas, e incluir información sobre las tasas históricas de impago.

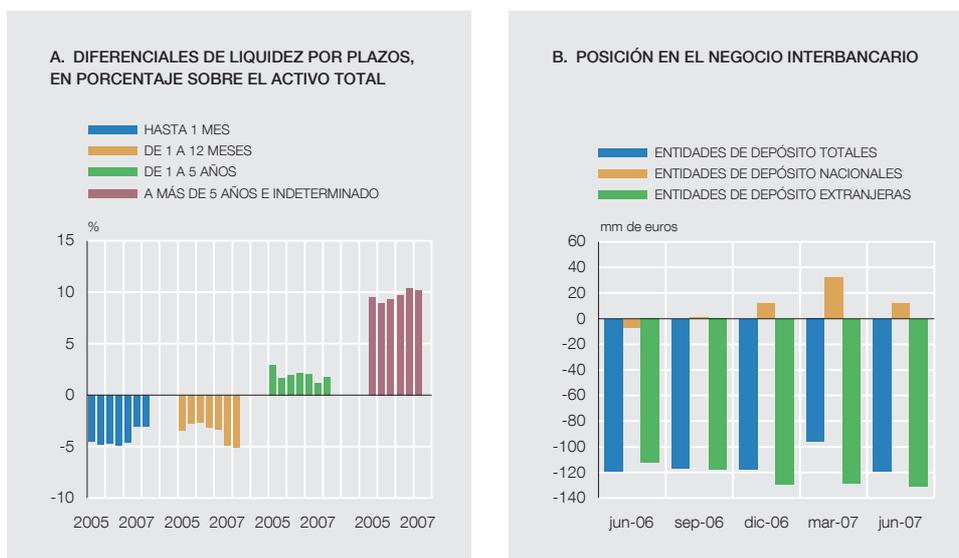
El cambio de paradigma del coste histórico al valor razonable supone la aportación de información útil para los inversores, pero no exenta de nuevos riesgos. En la valoración *mark-to-model* (es decir, utilizando un modelo) surge el *riesgo de los modelos*, ya que el valor razonable en caso de instrumentos sin mercado activo es una estimación sobre el futuro de acuerdo con la información pasada y presente, y el modelo se basa en relaciones pasadas que deben mantenerse en el futuro para que la estimación sea acertada. Los modelos de estimación son más bien convenios de mercado, y no tanto leyes científicas, por lo que su fiabilidad se fundamenta en el consenso de los agentes del mercado al utilizarlos para formar los precios.

... que facilita la sustitución de la financiación mayorista, si es preciso, por la colocación de depósitos a la clientela.

(titulaciones), sobre todo si la operativa es sencilla y el activo subyacente de elevada calidad. Conviene señalar que la amplia red de oficinas bancarias, el importante peso relativo que las entidades de depósito tienen en la distribución de otros productos para canalizar el ahorro (fondos de inversión y de pensiones, contratos de seguros, etc.) y el estrecho contacto con los clientes bancarios pueden permitir a las entidades españolas, en el caso de que persistan las turbulencias en los mercados financieros internacionales, sustituir una parte de la financiación obtenida en los mercados mayoristas mediante la colocación de diferentes tipos de depósitos bancarios a sus clientes minoristas, siempre y cuando la rentabilidad sea atractiva para estos.

al mercado de depósitos, apoyada en una intensa red de oficinas bancarias que permite llevar a cabo una banca muy próxima al cliente y a sus necesidades, con beneficios para ambas partes.

Entidades de depósito. DI



FUENTE: Banco de España.

a. Un valor negativo (positivo) indica necesidad (capacidad) de financiación.

La posición de liquidez muestra una evolución favorable...

En cuanto a la *posición de liquidez por plazos*¹¹ de los balances bancarios, la última información disponible hasta junio de 2007 mostraba una evolución favorable, con una significativa disminución de la posición corta hasta un mes (desde el 8% del activo en junio de 2006 hasta el 5% en junio de este año) y un alargamiento de entre uno y doce meses (gráfico 2.8.A). De las entidades que operan en España, son las filiales y las sucursales de la banca extranjera las que, a nivel agregado, presentan una posición corta más marcada (en torno al 15% del activo) en el plazo hasta un mes. En cualquier caso, la posición de liquidez de las entidades de depósito españolas refleja la tradicional transformación de plazos en el negocio bancario y su forma habitual de operar.

... habiéndose reducido la posición corta interbancaria.

La evolución reciente en la estructura de plazos de las entidades de depósito españolas refleja, en parte, la disminución de la *posición corta interbancaria*, que ha pasado de un máximo del 7% sobre el activo total en diciembre de 2005 al mínimo del 4,5% en junio de 2007. Dicha posición interbancaria corta recoge, fundamentalmente, la relación de las filiales y las sucursales de la banca extranjera que operan en España con su propio grupo financiero (gráfico 2.8.B), mientras que los bancos nacionales presentan una posición interbancaria mucho más equilibrada y ligeramente larga (prestamistas netos).

Las entidades españolas, durante el período de turbulencias, han mostrado una posición holgada en términos de liquidez, en buena medida porque muchas de ellas habían adelantado los programas de obtención de liquidez para todo el año a antes del verano, aprovechando el entorno favorable de los mercados financieros en la primera mitad del año (abundancia de liquidez y muy bajas primas de riesgo). Aunque algunos mercados mayo-

¹¹ Los activos hasta un mes, además de las partidas que vencen en dicho tramo, incluyen el total de caja y depósitos en bancos centrales, los valores de deuda, los instrumentos de capital incluidos en la cartera de negociación, otros activos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias, y los activos financieros disponibles para la venta cotizados. Los pasivos hasta un mes incluyen el total de depósitos en bancos centrales y, como hipótesis, un 25% de los depósitos a la vista. El restante 75% se clasifica con vencimiento indeterminado, debido a la estabilidad que estos depósitos presentan.

ristas, a finales de septiembre de 2007, todavía no muestran signos claros de recuperación, otros funcionan sin demasiadas fricciones. Así, las entidades españolas no están teniendo dificultades para emitir en el mercado internacional de pagarés a corto plazo.

2.1.2 RENTABILIDAD

Se refuerza la rentabilidad de las entidades de depósito...

En línea con las tendencias ya apuntadas en anteriores IEF, en el primer semestre del año las entidades de depósito españolas han mostrado una sólida posición de su cuenta de pérdidas y ganancias. Esta solidez se pone de manifiesto en el notable incremento del resultado neto atribuido al grupo, que registra un crecimiento del 25,6% (cuadro 2.2). De este modo, la rentabilidad del activo (*ROA*) se sitúa antes (después) de impuestos en el 1,46% (1,11%), aumentando en ambos casos 9 pb con respecto al mismo período del ejercicio anterior. Por su parte, la rentabilidad de los recursos propios (*ROE*) también experimenta una mejora con respecto al año anterior, pasando del 19,8% al 21,4% en junio de 2007, muy por encima de la rentabilidad de la deuda española a largo plazo. Esta favorable evolución del ROE ha sido un comportamiento generalizado (gráfico 2.9.A). La mejor evolución del ROE experimentada por las entidades de depósito españolas se ha sustentado, sobre todo, en la mayor eficiencia con la que vienen operando (gráfico 2.9.B)¹².

... sustentada en la buena evolución de todos los márgenes operativos...

La fortaleza de la cuenta de pérdidas y ganancias queda constatada en el comportamiento de los tres principales márgenes operativos, que muestran una dinámica positiva, no solo en sus tasas de variación, sino también en términos de los activos totales medios (gráfico 2.10.A). Así, el *margen de intermediación* ha registrado un incremento del 20,2%, aumentando 7 pb sobre los activos totales medios desde junio de 2006 (hasta el 1,83%). La favorable evolución del margen de intermediación se sustenta en el buen comportamiento de los productos financieros, y especialmente, en un contexto de crecimiento de la actividad crediticia, de aquellos provenientes del crédito a la clientela. El aumento de los productos financieros ha compensado el incremento registrado por los costes financieros, que ha sido más intenso en los valores negociables y también en los depósitos captados de la clientela, lo que muestra el esfuerzo de las entidades por intensificar su financiación a través de este segundo tipo de productos. En un entorno de tipos de interés crecientes, el diferencial entre los tipos marginales activos y pasivos se ha mantenido prácticamente estable, de tal modo que las presiones adicionales por el lado de la financiación han podido ser compensadas con incrementos análogos por el lado del activo (gráfico 2.10.B).

El dinamismo del margen de intermediación se ha trasladado al *margen ordinario*, que crece a un ritmo del 19% (hasta el 3,16% de los ATM, 9 pb más que en junio de 2006). El componente más dinámico del margen ordinario han sido los resultados por operaciones financieras, cuyo crecimiento se explica por un mejor comportamiento de los resultados provenientes de la cartera de negociación, así como por la venta de participaciones que han realizado algunas entidades. El crecimiento de los resultados por operaciones financieras compensa un comportamiento menos dinámico, tanto de los resultados de las compañías en cartera como de las comisiones, que crecen un 13,4%, casi 3 pp menos que el incremento registrado en el ejercicio precedente. De hecho, en comparación con la evolución de la actividad, estas se han reducido en 1 pb. El comportamiento menos dinámico de los ingresos por comisiones lo han registrado las relacionadas con los servicios de cobros y pagos, que han experimentado un crecimiento del 6,5%. Esta moderación en el crecimiento de este tipo de comisiones, más acusado en los negocios en España, está relacionado con la intensificación de la competencia entre entidades. Por su parte, las comisiones derivadas de la prestación de servicios de valores y de la comercialización de productos financieros no bancarios se han mostrado algo más

12. Una explicación detallada de la descomposición del ROE puede verse en el recuadro 2.1 del IEF de mayo de 2004.

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

Entidades de depósito

CUADRO 2.2

	JUN-07		JUN-06	JUN-07
	m€	% VAR. JUN. 07- JUN. 06	% ATM	% ATM
Productos financieros	67.639	35,4	4,13	4,82
Costes financieros	42.015	46,7	2,37	3,00
Margen de intermediación	25.624	20,2	1,76	1,83
Resultados entidades método participación	2.132	3,4	0,17	0,15
Comisiones netas	11.034	13,4	0,80	0,79
Resultado operaciones financieras	5.542	33,5	0,34	0,40
Margen ordinario	44.332	19,0	3,07	3,16
Gastos de explotación	19.793	7,6	1,52	1,41
Otros resultados de explotación	682	-14,3	0,07	0,05
Margen de explotación	25.221	28,3	1,62	1,80
Pérdidas por deterioro de activos	5.198	34,9	0,32	0,37
Dotaciones a provisiones (neto)	1.046	26,8	0,07	0,07
Otros resultados (neto)	1.454	-4,3	0,13	0,11
Resultados antes de impuestos	20.431	23,8	1,36	1,46
Resultado neto	16.184	23,3	1,09	1,15
Pro memoria:				
Resultado neto del grupo	15.529	25,6	1,02	1,11

FUENTE: Banco de España.

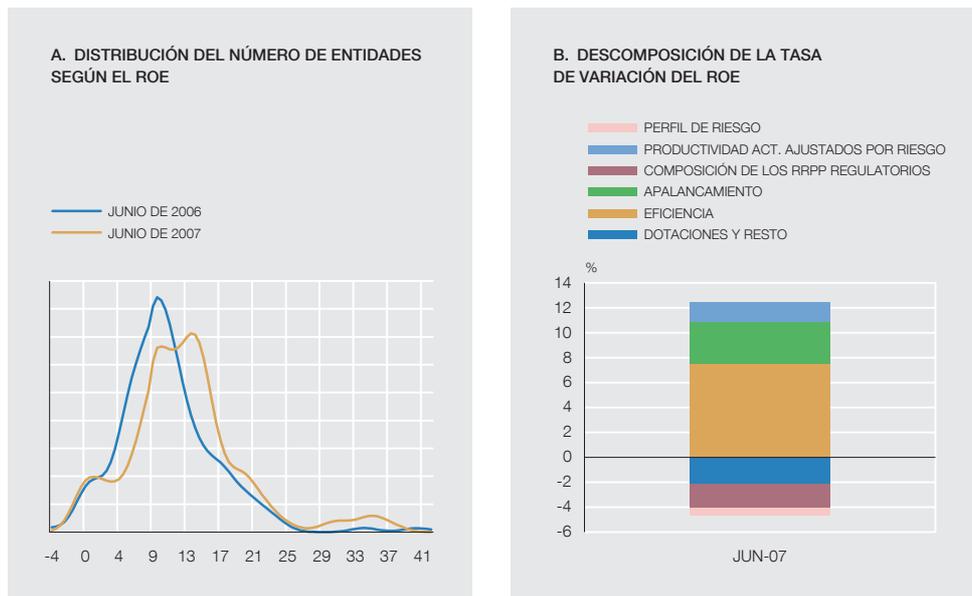
dinámicas, creciendo un 14%, en un contexto de favorable evolución de los mercados financieros, al menos, en el primer semestre del año.

... y en las ganancias de eficiencia...

Los *gastos de explotación* mantienen la tendencia de moderado crecimiento que ya se ha venido observando en anteriores IEF. Esta moderación en su crecimiento (7,6%, casi 2 pp menos que en junio de 2006) justifica que se hayan reducido en términos de los activos totales medios. Por componentes, los gastos de personal se incrementan algo menos que los generales (7,4%, frente al 8%). En cualquier caso, el esfuerzo por mantener en niveles de crecimiento moderados los gastos de explotación, unido a la buena evolución del margen ordinario, permite que la *ratio de eficiencia* haya mejorado adicionalmente, pasando del 49,4% en junio de 2006 al 44,7% en el presente ejercicio. Esta mejora es generalizada entre todas las entidades (gráfico 2.11.A). Como ya se ha puesto de manifiesto en anteriores IEF, una parte de las ganancias de eficiencia está relacionada con el comportamiento expansivo de la actividad, por lo que una posible ralentización de la misma podría tener efectos adversos sobre dicho indicador. Las entidades deben estar preparadas ante esta eventualidad y contemplar la posibilidad de tener que aumentar el control de sus gastos.

... estando la capacidad de generación de ingresos recurrentes muy vinculada a la actividad de banca minorista.

Con todo, el buen comportamiento del margen ordinario, unido al moderado incremento de los costes operativos, se traduce en un crecimiento del *margen de explotación* del 28,3%, mejorando 18 pb en términos de los activos totales medios. La contribución al crecimiento del margen de explotación (gráfico 2.11.B) se sustenta, básicamente, en la favorable evolución del margen de intermediación y en la contención en el crecimiento de los gastos de explotación, cuyo peso relativo ha ido disminuyendo a lo largo del tiempo. Lo primero evidencia que el negocio de las entidades de depósito españolas sigue teniendo un componente muy relevante de banca tradicional minorista, de tal modo que su capacidad de generación de ingresos recurrentes no está tan vinculada a la operativa en los mercados financieros, más propia de la banca de inversión.



FUENTE: Banco de España.

Las *pérdidas por deterioro de activos*, en su práctica totalidad atribuibles a las relacionadas con inversiones crediticias, han crecido un 35% en relación con el año precedente, en parte por el incremento de los activos dudosos y, en mayor medida, por el todavía elevado dinamismo del crédito, que se traduce en incrementos de las provisiones genéricas, dadas las características contracíclicas del sistema de reconocimiento de las pérdidas por deterioro de los activos en España. Ello, unido a un aumento de las dotaciones a provisiones, que crecen un 26,8%, implica una detracción del margen de explotación del 24,8%, similar a la registrada en junio de 2006. Con todo, y a pesar de que los otros resultados se han reducido ligeramente, el *resultado antes de impuestos* da muestras de un notable crecimiento, tanto en términos absolutos (23,8%) como relativos (9 pb, hasta el 1,46% de los activos totales medios).

La capacidad de resistencia de la cuenta de resultados a una persistencia de las turbulencias en los mercados financieros es elevada.

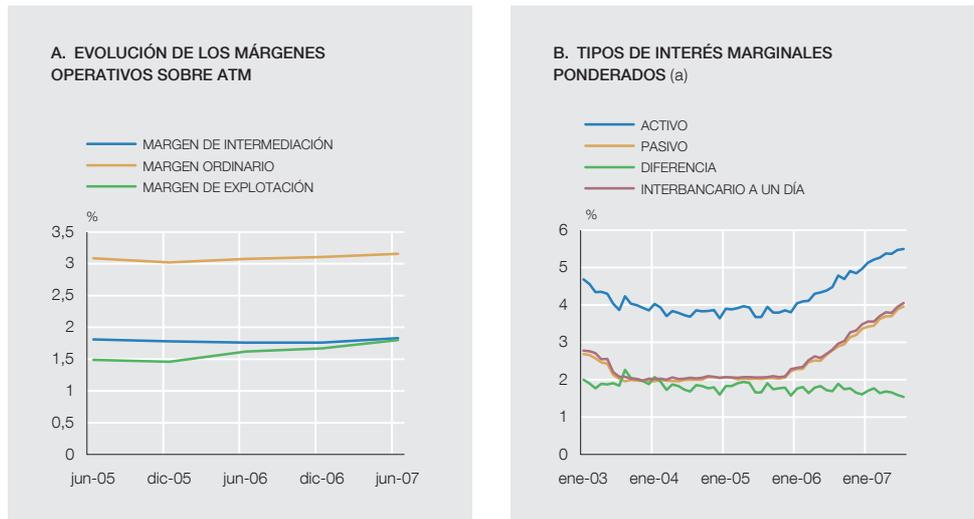
En un contexto en el que las turbulencias en los mercados financieros se prolongaran en el tiempo y los mercados mayoristas solo estuvieran dispuestos a adquirir instrumentos bancarios (cédulas y titulaciones en particular) con un diferencial significativamente mayor, o las entidades decidieran competir con mayor intensidad por la captación de pasivo bancario tradicional (cuentas a la vista o depósitos a plazo), se produciría un aumento del coste medio del pasivo bancario. Si suponemos, además, que las entidades no pueden trasladar dicho incremento al activo, supuesto extremo como demuestra la elevada correlación que hay entre el coste de los recursos captados y la rentabilidad de su inversión (gráfico 2.10.B), es posible valorar el impacto en sus resultados. Un ejercicio sencillo muestra que, a nivel consolidado, un aumento del coste total de la financiación de 25 pb que, dadas las hipótesis anteriores, implica un estrechamiento del diferencial entre la rentabilidad del activo y el coste del pasivo de la misma magnitud, se traduciría en una desaceleración del margen de intermediación (explotación) hasta el 5,9% (12,8%), con un aumento del resultado antes de impuestos del 5,4%. Si la magnitud del *shock* se eleva a 50 pb, el margen de intermediación (explotación) se reduciría un 8,3% (2,7%), con una caída del resultado antes de impuestos del 21,6%¹³. En definitiva, un

13. El estrechamiento del diferencial en 25 pb es más del doble del experimentado por las entidades de depósito españolas en los últimos dos años. Una caída de 50 pb en dicho diferencial ha tardado cuatro años en producirse. Es decir, las hipótesis de estrechamiento de diferencial son extremas.

EVOLUCIÓN DE LOS MÁRGENES SOBRE ATM Y TIPOS DE INTERÉS MARGINALES DE INTERÉS MARGINALES

GRÁFICO 2.10

Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

a. Los tipos de interés marginales se refieren a los establecidos en operaciones iniciadas o renovadas en el mes anterior 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 otras.

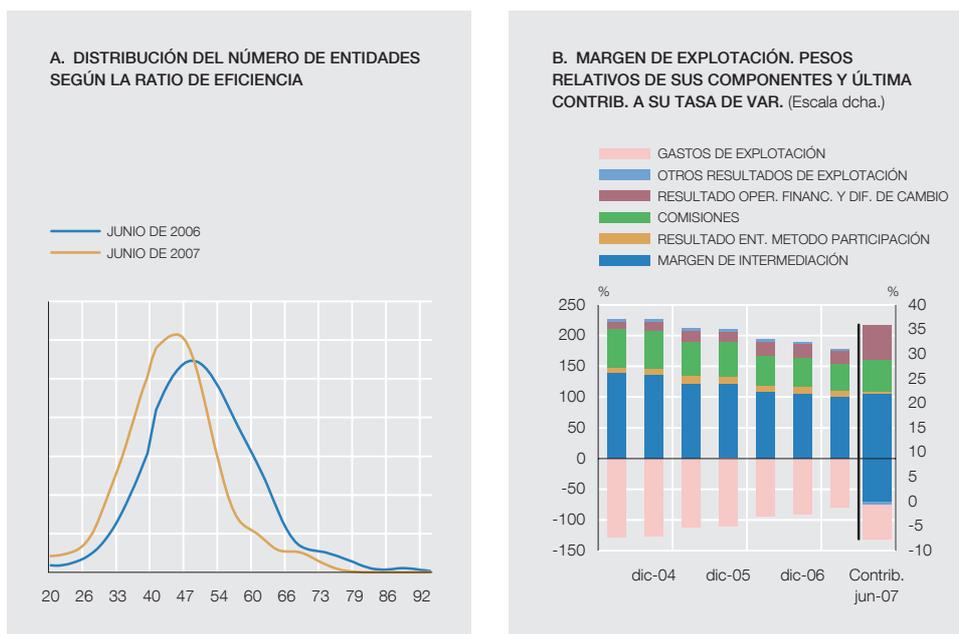
stress testing muy directo (con muy baja probabilidad de ocurrencia) de la cuenta de resultados de las entidades de depósito españolas pone de manifiesto su elevada capacidad de resistencia ante un entorno desfavorable en los mercados financieros internacionales que se traduzca en un aumento del coste de la financiación y un estrechamiento muy rápido y marcado de su diferencial.

La solidez de la cuenta de resultados también se pone de relieve cuando se compara con la del resto de países europeos.

La solidez de las entidades de depósito españolas queda puesta de manifiesto cuando la comparación se plantea con los bancos de la Unión Europea (gráfico 2.12). Así, con los datos disponibles, y que se refieren al ejercicio 2006, se observa que el margen de intermediación de las entidades españolas se sitúa un 27% por encima del registrado por los países de la UE¹⁴, lo que apunta, de nuevo, a una mayor importancia del modelo de banca minorista tradicional desarrollado por las entidades españolas. Estas diferencias favorables a España se trasladan al margen ordinario, si bien con algo menos de intensidad, reflejo en parte del similar nivel de los ingresos por comisiones. Sin embargo, en términos del margen de explotación, España intensifica su diferencia positiva con el conjunto de países de la UE. La razón estriba en que a la mejor evolución del margen ordinario hay que añadir el esfuerzo de las entidades españolas para moderar sus gastos de explotación, lo que tiene su reflejo en mayores niveles de eficiencia. Finalmente, el ROE y el ROA resumen la posición más cómoda de la cuenta de resultados de la banca española en comparación con la de la UE.

14. El análisis comparado de los bancos españoles con los del conjunto de la Unión Europea se basa en la información del BCE, en la que se diferencia el conjunto de países que, a estos efectos, siguen las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y aquellos otros que no lo hacen. En el presente IEF se ha mantenido esa distinción, situándose España dentro del primer conjunto de países.

Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

Las cotizaciones de las entidades españolas, como las de las europeas, han acusado el reciente período de turbulencias, que ha sido significativamente más intenso para los bancos de inversión.

Después de un largo período de crecimiento sostenido de las cotizaciones bursátiles de los bancos españoles (gráfico 2.13.A), en línea con la evolución de otros bancos europeos, a partir del segundo trimestre de este año y, de forma más intensa, desde agosto, se ha producido una cierta corrección de las valoraciones bursátiles, que también se observa en el resto de bancos europeos y estadounidenses. La corrección ha sido más intensa en los bancos de inversión y en aquellos bancos universales con un fuerte componente de este tipo de negocio. Las entidades con una especialización extrema en el mercado hipotecario y con una dependencia muy acusada del mercado mayorista para financiar su negocio (como, por ejemplo, algunas entidades estadounidenses y británicas, que obtenían del mercado mayorista en torno al 80% de sus fondos totales) son las que, de forma muy marcada, más han acusado el período de turbulencias que están viviendo los mercados financieros internacionales.

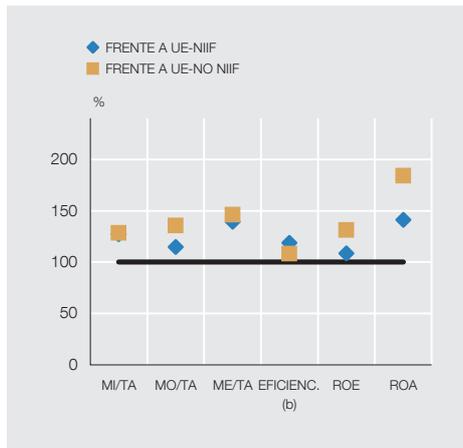
Dichas turbulencias también se han trasladado a un reajuste al alza en la percepción del riesgo, especialmente en la banca de inversión...

Las turbulencias en los mercados financieros no solo han afectado a las valoraciones bursátiles. En general, como ya se ha visto en el capítulo 1, se ha producido un significativo reajuste al alza en la percepción del riesgo, corrigiendo la anterior situación anómala de escasa diferenciación del nivel de riesgo, fruto, en buena medida, de la abundancia de liquidez. La información contenida en los CDS (*Credit Default Swaps*¹⁵) (gráfico 2.13.B) pone de manifiesto que la percepción del riesgo de las entidades especializadas en banca de inversión es sustancialmente superior a la del resto de bancos. A una notable distancia se encuentran las entidades alemanas y estadounidenses. Finalmente, los bancos británicos, españoles y franceses presentan los diferenciales menores. En el caso español, dichos diferenciales son inferiores a los existentes a finales de 2002. La información sobre CDS permite obtener probabilidades de impago implícitas asignadas por el mercado a las entidades bancarias. Dichas

15. Un *Credit Default Swap* es un tipo de derivado crediticio en el que una de las partes compra protección frente a la ocurrencia de un determinado evento de crédito a cambio del pago de una prima.

**COMPARACIÓN DE LAS ENTIDADES ESPAÑOLAS
FRENTE AL CONJUNTO DE LA UE (a). Diciembre de 2006**

GRÁFICO 2.12



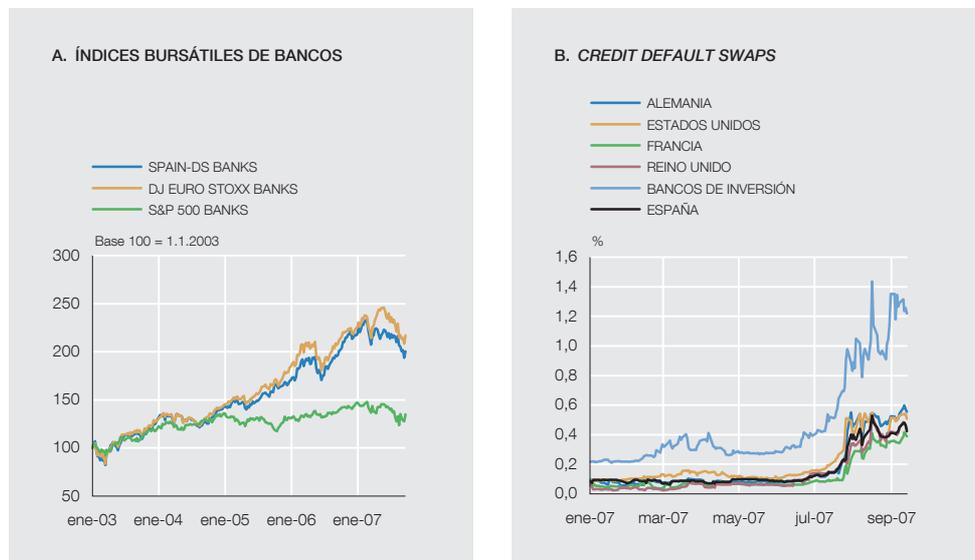
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. A efectos de la información recabada por el BCE, UE-NIIF (UE-NO NIIF) son aquellos países que (no) presentan sus estados contables según las Normas Internacionales de Información Financiera.

b. EFICIENC.: inversa de la ratio de eficiencia, lo que implica que valores por encima de 100 reflejan una mejor posición relativa de las entidades españolas.

**INDICES BURSÁTILES DE BANCOS
Y CREDIT DEFAULT SWAPS**

GRÁFICO 2.13



FUENTES: Datastream y Banco de España.

... si bien en el caso español los indicadores se sitúan en niveles reducidos e inferiores a los de 2002.

probabilidades estaban en el entorno del 0,1% en el primer semestre de 2007 para los grandes bancos europeos y estadounidenses, mientras que, al precipitarse la incertidumbre y la desconfianza en los mercados a principios de agosto, subían significativamente (hacia el entorno del 0,4%) y con más intensidad en los bancos de inversión, donde están algo por encima del 1%.

En cuanto al resto de indicadores de mercado para los grandes bancos españoles, las volatilidades implícitas han aumentado, aunque los niveles alcanzados están lejos de los máximos

de 2002. La *beta*, una medida del riesgo no diversificable, está en torno al 1,3, en un nivel intermedio, mientras que el cociente entre el valor de mercado y el valor en libros (*ratio q de Tobin*) sigue estando entre los más elevados (en junio de 2007 era de 2,5).

2.1.3 SOLVENCIA

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

Las entidades de depósito españolas han mantenido durante el primer semestre de 2007 un elevado nivel de recursos propios, que les ha permitido superar holgadamente los requerimientos exigidos, tanto por la normativa española como por la de Basilea. Así, la *ratio de solvencia* calculada de acuerdo con los requisitos nacionales muestra una gran solidez, ya que ha permanecido por tercer año consecutivo en el 10,6% (gráfico 2.14.A). El coeficiente de solvencia básico ha frenado el descenso que venía experimentando, al haberse reducido únicamente 2 pb, con lo que supone el 6,9% de los activos ponderados por riesgo. Por su parte, el coeficiente de solvencia con la normativa de Basilea ha disminuido 21 pb, hasta el 11,8%; es decir, casi un 50% por encima del nivel mínimo exigido.

En línea con el aumento de la actividad, crecen los requerimientos, si bien se reduce el perfil de riesgo de las entidades.

La favorable evolución de la coyuntura económica durante el primer semestre de 2007, tanto a nivel nacional como internacional, explica que los *activos ponderados por riesgo* hayan crecido un 17,2%. Frente al dinamismo reflejado por este dato, la comparación con el año previo muestra una desaceleración de 3 pp. En particular, el crédito ha seguido siendo el motor del negocio bancario, si bien la desaceleración del otorgado con garantía hipotecaria sobre viviendas y el crecimiento de la exposición frente a sectores con menor ponderación han motivado una reducción de 42 pb en el perfil de riesgo de las entidades de depósito (cociente entre los activos ponderados por riesgo y los activos totales), hasta representar el 66,1%, tras varios años de aumento continuado (gráfico 2.14.B).

Los recursos propios, principalmente impulsados por los básicos, crecen en línea con los requerimientos.

Por otro lado, los *recursos propios totales* han evolucionado de forma paralela a los requerimientos. Así, a pesar de que siguen creciendo a buen ritmo (17,7%), se han desacelerado 2,6 pp. La fuerte aceleración de los básicos, que aumentan un 16,8%, y una importante desaceleración de los de segunda categoría (61 pp) explican este comportamiento. Por su parte, las menores deducciones han contribuido positivamente también a la evolución de los recursos propios.

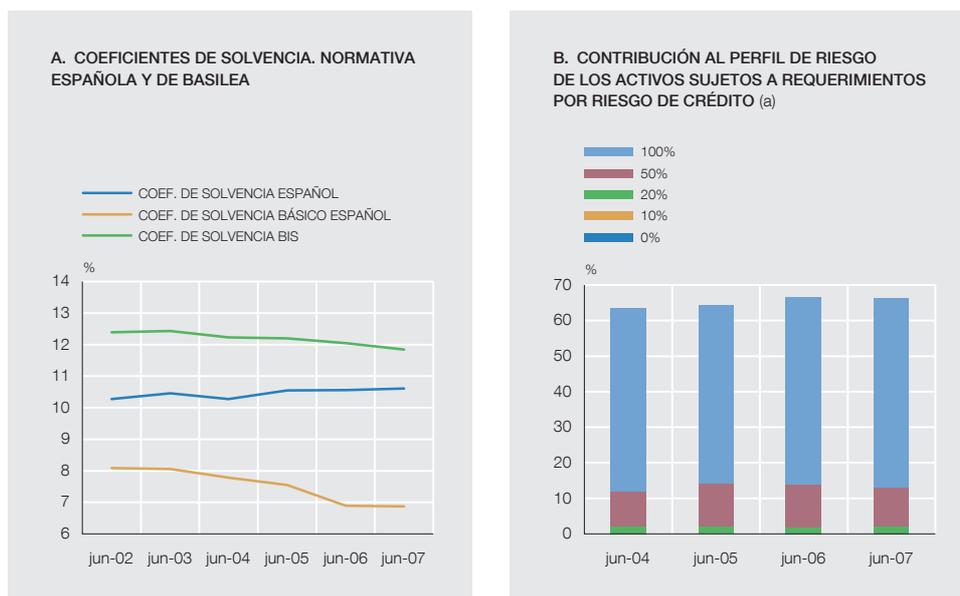
La aceleración de los *recursos propios básicos* en más de 7 pp ha sido motivada por el crecimiento de las reservas (21,3%). La buena marcha del negocio bancario durante la primera mitad del año, así como el crecimiento de las participaciones preferentes (22,2%), que representan el 14% de las reservas, están detrás de esta evolución (gráfico 2.15.A). El fondo de comercio ha aumentado un 16,5%, al tiempo que las pérdidas en sociedades consolidadas han repuntado, si bien su peso ha seguido siendo muy reducido.

Los *recursos propios de segunda categoría* han crecido solo un 9,8%, tras el fuerte aumento de 2006. Su principal componente, la financiación subordinada, se ha desacelerado algo más de 11 pp, al haber crecido un 5,7%. Por su parte, las plusvalías generadas por las participaciones accionariales han hecho que las reservas de revalorización de activos crezcan un 8,5%. Finalmente, el aumento de la cobertura genérica como consecuencia del crecimiento del crédito y de las bajas tasas de morosidad ha permitido un mayor aumento de los recursos propios (gráfico 2.15.B).

Por último, y en línea con lo observado en el anterior IEF, las *deducciones de los recursos propios* han caído un 26,9%, empujadas por la desinversión en entidades aseguradoras.

COEFICIENTES DE SOLVENCIA AGREGADOS Y PERFIL DE RIESGO DE LAS ENTIDADES DE LAS ENTIDADES
Entidades de depósito

GRÁFICO 2.14



FUENTE: Banco de España.

a. El perfil de riesgo es el cociente entre los activos ponderados por riesgo y los activos totales.

Los coeficientes de solvencia se sitúan en el nivel medio de la UE, mientras las ratios de morosidad en España son significativamente inferiores...

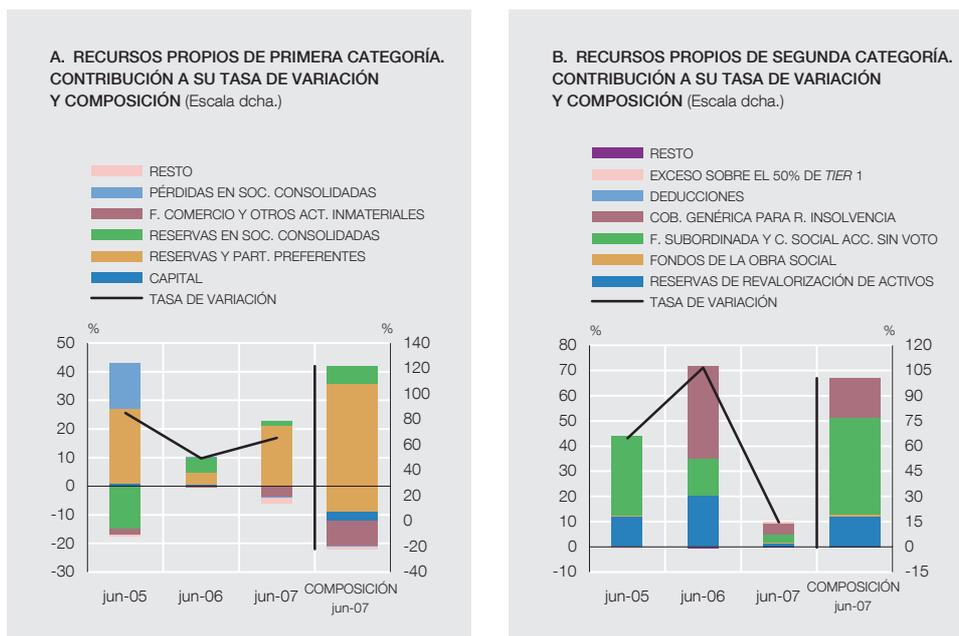
Los niveles de solvencia registrados por las entidades de depósito españolas son similares a los del conjunto de países de la *Unión Europea*¹⁶. Esto es así tanto para el coeficiente de solvencia total como para el básico (gráfico 2.16.A). Si bien los datos revelan que los niveles de solvencia tienden a situarse ligeramente por debajo de la media de la UE, hay que tener en cuenta que en España, durante los últimos años, la actividad ha experimentado un fuerte dinamismo, lo que ha presionado al alza los requerimientos de recursos propios. Además, los niveles de solvencia de las entidades españolas se sitúan ampliamente por encima de los mínimos regulatorios. Finalmente, la ratio de activos dudosos del sistema bancario español es muy reducida, claramente inferior a la registrada por la media de la UE.

... y la cobertura de los activos dudosos mediante los fondos de insolvencia, muy elevada.

En España, la normativa prudencial ha hecho un especial hincapié en la necesidad de que las entidades procedan a una adecuada cobertura del riesgo de crédito, tanto del incurrido e identificado individualmente en operaciones concretas (provisiones específicas) como del incurrido y todavía no identificado individualmente (provisiones genéricas). La confluencia de la evolución del riesgo de crédito a lo largo del ciclo y este enfoque prudencial se traduce en una amplia *cobertura de los activos dudosos mediante los fondos de insolvencia* existentes. Así, utilizando datos de los estados financieros individuales de las entidades, dicha cobertura se sitúa en algo más de dos veces y media el importe de los activos dudosos en junio de 2007 o, dicho de otra forma, incluso si la morosidad se doblara, las entidades, a nivel agregado, tienen constituidas provisiones para cubrir dicho incremento, sin impacto adicional en el resultado del ejercicio (gráfico 2.16.B). Es más, solo los fondos específicos en junio de 2007 cubrían cerca de la mitad de los activos dudosos. A nivel consolidado, la cobertura es también elevada (212% en junio de

¹⁶ Como ya se señaló en la sección en la que se analiza la rentabilidad de las entidades de depósito españolas, los datos empleados para la comparación internacional proceden del BCE, distinguiéndose entre países que siguen las NIIF y los que no lo hacen. Asimismo, conviene recordar que los últimos datos disponibles hacen referencia a 2006.

Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

2007), con una distribución entre fondos específicos y genéricos muy similar¹⁷. Finalmente, conviene recordar que la experiencia histórica española ha puesto de manifiesto que la pérdida en caso de impago (LGD) en el segmento de crédito a familias para adquisición de vivienda es muy reducida. Las entidades, mediante la ejecución y posterior venta de la garantía (la vivienda financiada), recuperan, en general, una parte muy elevada del importe adeudado. Por ello, una cobertura específica de, por ejemplo, la mitad del importe dudoso otorga una protección muy elevada a las entidades. Esto es, los actuales niveles de provisiones podrían absorber un crecimiento de los niveles actuales de morosidad de al menos cinco veces.

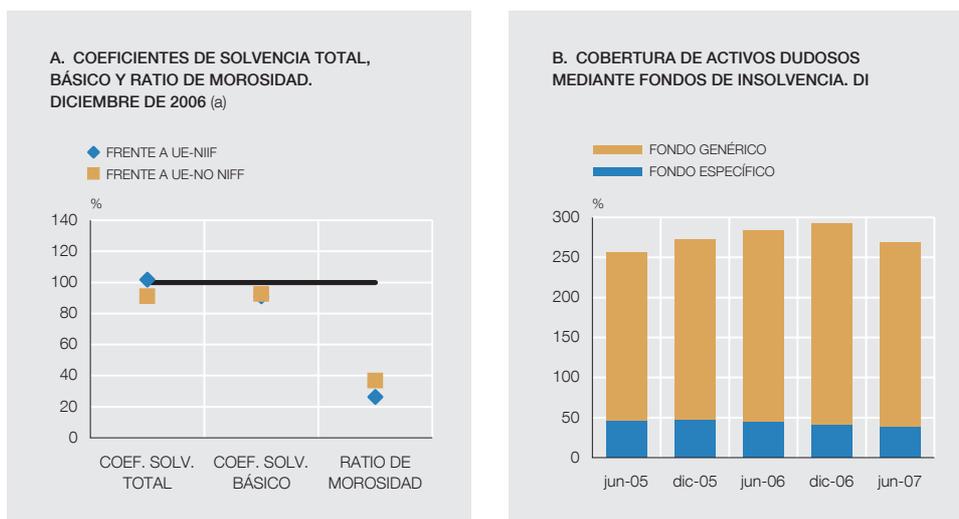
Los ejercicios de stress muestran la elevada capacidad de las entidades españolas para hacer frente a escenarios adversos mediante sus fondos de insolvencias y sus recursos propios...

Con datos de la CIR, se ha construido un modelo para estimar la *distribución de pérdidas por riesgo de crédito de las entidades de depósito españolas* a partir de datos históricos sobre los préstamos concedidos por estas entidades durante las dos últimas décadas. Por medio de este modelo se ha analizado el efecto de variables macroeconómicas, como el PIB y los tipos de interés, sobre la proporción de impagos, la evolución del número total de préstamos concedidos y la pérdida que estos impagos pueden ocasionar a las entidades, lo que ha permitido calcular el impacto que sobre la distribución de las pérdidas acumuladas en un horizonte temporal de tres años tendrían diferentes escenarios macroeconómicos¹⁸.

Dicha distribución de pérdidas muestra un desplazamiento hacia la derecha, así como un achatamiento (gráfico 2.17.A) de junio de 2006 a junio de 2007, lo que es indicativo de unas mayores pérdidas esperadas e inesperadas. El aumento en el volumen del crédito concedido entre ambas fechas explica dicho desplazamiento. No obstante, los recursos propios dispo-

¹⁷. Lógicamente, en la medida en que se vayan utilizando los fondos genéricos, estos dejarán de computar como recursos propios de segunda categoría. En cualquier caso, existe en la actualidad un exceso de fondos genéricos no computable como tier 2 del 29%. La suma de este exceso no computado y las provisiones específicas acumuladas cubre el 94% de los activos dudosos en junio de 2007. ¹⁸. Un análisis más detallado puede encontrarse en el trabajo de G. Jiménez y J. Mencía, titulado *Modelling the distribution of credit losses with observable and latent factors*, Documentos de Trabajo, n.º 0709, Banco de España.

Entidades de depósito



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. A efectos de la información recabada por el BCE, UE-NIIF (UE-NO NIIF) son aquellos países que (no) presentan sus estados contables según las Normas Internacionales de Información Financiera.

nibles en la actualidad cubren ampliamente estas pérdidas. Concretamente, la pérdida esperada solo alcanza el 37% de la suma de los fondos genérico y específico del total de las entidades de depósito, mientras que la pérdida inesperada, calculada para un nivel de confianza del 99,9%, supone solo el 12% de los recursos propios agregados del sistema¹⁹.

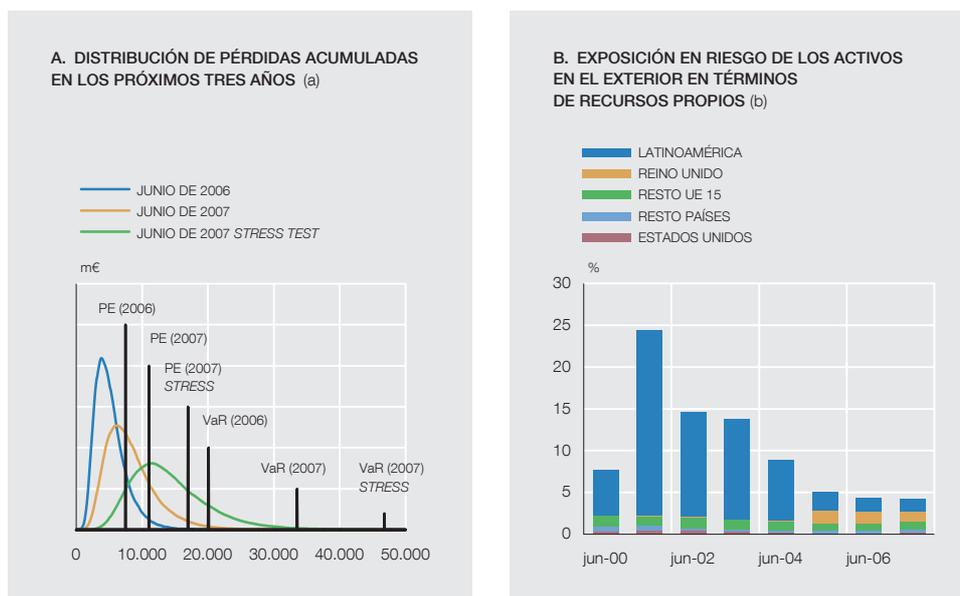
Adicionalmente, se ha llevado a cabo un *stress test sobre la distribución de pérdidas* obtenida en 2007, en el que se analiza el impacto que tendrían cuatro trimestres consecutivos con caídas del PIB de magnitud similar a las ocurridas en la recesión del año 1993. Adicionalmente, se supone que, a partir del cuarto trimestre del *stress*, se tardarían dos años en recuperar los niveles de crecimiento previos. Como se puede observar (gráfico 2.17.A), el efecto fundamental sobre la distribución de pérdidas acumuladas en los próximos tres años sería un aumento considerable del riesgo de crédito. En concreto, la pérdida esperada aumentaría en un 53%, mientras que la pérdida inesperada, evaluada también al 99,9%, podría incrementarse en un 33% con respecto a su valor actual. A pesar de la dureza del escenario simulado, este *shock* no pondría en peligro la fortaleza de las entidades españolas, pues los recursos propios acumulados por estas serían capaces de absorber holgadamente el incremento de las pérdidas por riesgo de crédito en el negocio en España. En particular, la pérdida esperada en este escenario de *stress* solo alcanzaría el 57% de la suma del fondo genérico y del específico, mientras que la pérdida inesperada únicamente alcanzaría el 16% de los recursos propios.

... al tiempo que las pérdidas esperadas de los activos financieros en el exterior se sitúan en niveles mínimos.

La combinación de la exposición al sector exterior, en términos de activos financieros localizados fuera de España (principalmente, préstamos y valores de renta fija, tanto al sector privado como al público), con su probabilidad de impago permite obtener una cota máxima a las *pérdidas esperadas en el negocio en el exterior*. Dichos activos en el exterior de las entidades de depósito españolas no han experimentado apenas variación en el último año. La evolución

19. La pérdida inesperada para un nivel de confianza determinado se define como la diferencia entre el valor en riesgo (VaR) a ese mismo nivel de confianza y la pérdida esperada.

Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

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

b. Exposición en riesgo: pérdida máxima esperada sin considerar recuperaciones.

favorable de la economía mundial y, en particular, de aquellas áreas en las que operan los bancos españoles (Latinoamérica, Europa occidental y Estados Unidos) ha permitido mantener unas probabilidades de impago de los activos en el exterior muy reducidas (cerca de cero para la deuda pública y por debajo del 2% en la financiación al sector privado). Como resultado de lo anterior, la *exposición en riesgo* (pérdida esperada máxima en los activos exteriores, sin incluir posibles recuperaciones) se situó en junio de 2007 en el 4,23% de los recursos propios, el nivel más bajo de esta década (gráfico 2.17.B).

2.2 Otros participantes en los mercados financieros

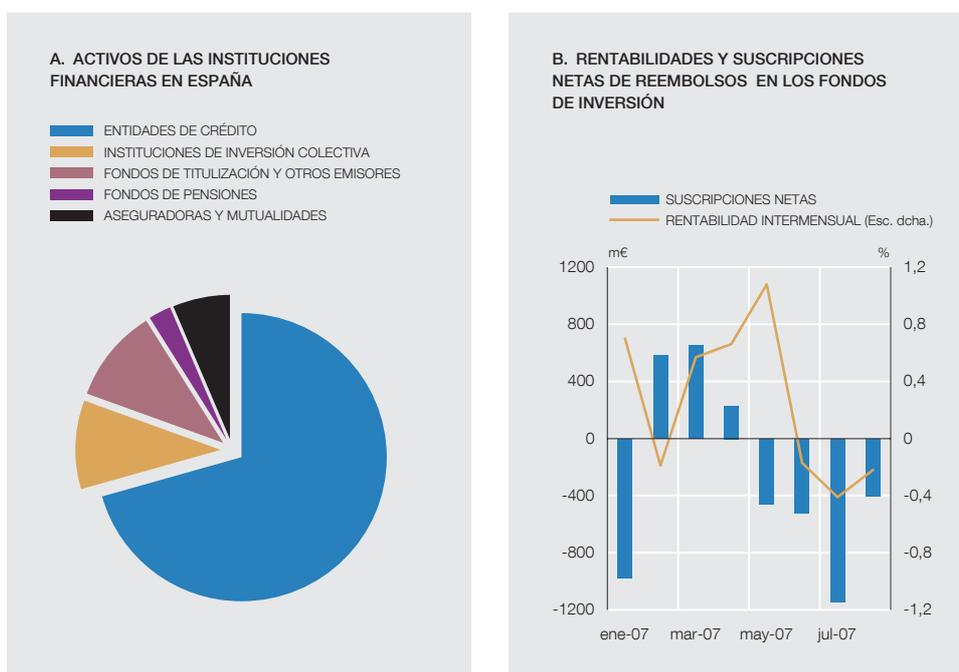
2.2.1 COMPAÑÍAS DE SEGUROS

A pesar del elevado peso relativo de las entidades de crédito en el sistema financiero español (gráfico 2.18.A), el análisis de la estabilidad financiera debe completarse con el seguimiento del resto de intermediarios financieros. Así, el activo total de las *compañías de seguros* españolas creció en el ejercicio 2006 un 7,2%, hasta los 206 mm de euros. Como ya se mencionó en el anterior IEF, la estructura de balance de las compañías aseguradoras españolas mantiene una elevada proporción de sus activos en inversiones de renta fija (ligeramente superior al 50%), mientras que la renta variable supone un peso relativo muy reducido (en torno al 5%). Por su parte, las pólizas *unit-linked*, en las que el tomador del seguro asume el riesgo de la inversión, crecieron un 17,5%, representando sobre el total del sector algo más del 5%.

La evolución de los tipos de interés...

La exposición de las compañías aseguradoras a la *renta fija* implica que la dinámica de los tipos de interés se convierte en un elemento relevante para la evolución de su negocio. De hecho, a nivel europeo²⁰, el riesgo de tipo de interés se ha identificado como uno de los más preocupantes para el sector, en un contexto en el que estos se han mantenido en niveles muy

20. Parte de la valoración de los riesgos que afectan al sector asegurador europeo se ha obtenido de *Spring 2007 Report on Financial Conditions and Financial Stability in the European Insurance and Occupational Pension Fund Sector* (CEIOPS-Julio 2007).



FUENTES: Inverco, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, y Banco de España.

reducidos. Si bien un incremento muy pronunciado de los tipos de interés podría tener efectos adversos para el sector, su incremento moderado se ve como un factor positivo. No obstante, hay que tener en cuenta que en España los horizontes temporales de las inversiones se han ido incrementando a lo largo de los últimos años, al tiempo que una elevada proporción de los seguros se gestiona mediante inmunización de duraciones. Por estos motivos, la exposición del sector asegurador español al riesgo de tipo de interés parece reducida, como así lo manifiestan las opiniones recabadas entre las compañías del sector, que no lo identifican entre sus elementos de mayor preocupación.

... y las fluctuaciones de los mercados de valores no se identifican como elementos de especial riesgo para las compañías aseguradoras españolas.

Por otra parte, las compañías de seguros europeas, y en la medida en que sus inversiones en *renta variable* sean relevantes, también han mostrado su preocupación ante la evolución de los mercados financieros. Si bien muchas compañías desarrollan estrategias de cobertura y diversificación de estas inversiones, los elementos de incertidumbre abiertos por las turbulencias recientes han intensificado este elemento de riesgo. De nuevo, las compañías españolas no han identificado este como uno de sus principales elementos de preocupación, en gran parte debido a su reducida inversión en *renta variable*.

Asimismo, a nivel europeo se consideran los *riesgos asociados a las catástrofes naturales* como un elemento que se ha de tener en consideración, mientras que en España las compañías tampoco han dado muestras de excesiva preocupación al respecto. Como ya se señaló en el anterior IEF, hay que tener en cuenta que en España los riesgos catastróficos y los terroristas, entre otros, están cubiertos por el Consorcio de Compensación de Seguros.

Sí se han identificado retos derivados del riesgo de longevidad y de aseguramiento...

En lo que sí se han encontrado puntos de acuerdo entre los retos y preocupaciones que ha de afrontar el sector asegurador español y el europeo es, principalmente, en cuatro áreas. Por una parte, en el *riesgo de longevidad*, en la medida en que esta pueda estar incrementándose a ritmos mayores de los esperados, y en el *riesgo de aseguramiento*, en la medida en que las

... así como de aquellos relacionados con los cambios fiscales y regulatorios.

No obstante, las compañías españolas han venido dando muestras de solidez...

... y las previsiones del sector para este año son favorables.

2.2.2 OTROS PARTICIPANTES EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

El patrimonio de los fondos de inversión ha aumentado ligeramente en lo que va de año, reduciéndose las suscripciones netas...

... enfrentándose a las condiciones actuales de los mercados y a la competencia del sector bancario por la captación de clientes.

primas no estén adecuadamente valoradas para cubrir todas las contingencias necesarias. Por otra parte, se destacan los retos que implican los *cambios en el marco fiscal y en el regulatorio*. Así, desde el punto de vista de la fiscalidad, algunas compañías españolas han manifestado que dichos cambios podrían jugar a favor de las entidades de depósito, intensificando, por lo tanto, la competencia por la captación de ahorro. Finalmente, los cambios normativos, a los que ya se están adaptando las entidades (NIIF y Solvencia II), suponen también retos importantes.

Las compañías de seguros españolas han venido dando muestras de solidez en su posición financiera y en la evolución del negocio en los últimos años. Así, en lo relativo a la cobertura del *margen de solvencia*, las estimaciones de las que se disponía para 2006 en el anterior IEF parecen haberse confirmado, situándose en el 189% para el ramo vida y en el 370% para el no vida.

Las previsiones del sector en lo relativo al *negocio* en 2007 indican que este será un buen año para el sector. Así lo apuntan los datos disponibles a la fecha de elaboración de este IEF en lo relativo a la evolución de las primas. En el primer semestre de 2007 se estima que, en términos interanuales, las primas del ramo vida crecieron un 18,9%, mientras que las del no vida lo hicieron un 5,8%. Dentro del ramo no vida, las tasas de crecimiento de las primas se mantuvieron altas en los seguros de salud y multirriesgo (9,3% y 9,1%, respectivamente). No obstante, el ramo multirriesgo podría resentirse, dada su vinculación con los nuevos créditos hipotecarios concedidos. Por su parte, los seguros de automóviles, cuyas primas en el primer semestre representan el 40% del ramo no vida, crecieron a una tasa del 3,6%, debido a la elevada competencia existente en el sector. No obstante, un elemento que podría estar afectando positivamente a dicho negocio es la reducción de la siniestralidad.

Desde enero de 2007, el patrimonio total de las *instituciones de inversión colectiva* (IIC) se ha incrementado en 5.898 millones de euros (1,75%), hasta alcanzar los 342.909 millones de euros. Entre las IIC, los fondos de inversión mobiliaria, que representan un 74,7% del total, han aumentado su patrimonio en un 0,69%. En los ocho primeros meses del año, la rentabilidad de los fondos ha sido del 2,02%, destacando los de renta variable y variable mixta. En cuanto a las suscripciones netas de participaciones, el resultado en lo que va de año es negativo, especialmente en los cuatro últimos meses, durante los que se registran unos reembolsos netos superiores a 2.500 millones de euros (gráfico 2.18.B). Aunque probablemente todavía es pronto para evaluar el impacto de las turbulencias recientes en los mercados financieros internacionales, durante julio y agosto la rentabilidad de los fondos de inversión ha sido negativa, con reembolsos netos en torno a los 1.600 millones de euros.

Por su parte, los *fondos de pensiones* aumentaron su patrimonio un 2,94% en los primeros seis meses del año (13,7% de crecimiento interanual), hasta superar los 83.000 millones de euros, siendo el sistema asociado el que ha registrado un mayor crecimiento (4,54%). La rentabilidad acumulada en los últimos 12 meses supera el 8%.

Si bien la evolución de las suscripciones netas de los fondos de inversión en los últimos meses no es especialmente significativa si se observa desde una perspectiva temporal más amplia, sí pone de manifiesto los retos que ha de afrontar este tipo de instituciones, en un contexto en el que es esperable que las entidades de depósito intensifiquen el grado de competencia por la captación del ahorro de empresas y familias. La equiparación de la fiscalidad entre este tipo de productos que ha introducido la reforma del IRPF facilita dicha competencia²¹. Esta

21. En el siguiente capítulo se explica dicha reforma con más detalle.

competencia se puede ver ampliada si persiste la incertidumbre en los mercados financieros y los partícipes — actuales y potenciales — prefieren estrategias de ahorro menos vinculadas a las fluctuaciones del mercado. Además, conviene recordar que en torno a un 80% del patrimonio de los fondos de inversión en España y un 50% de los fondos de pensiones están gestionados por entidades vinculadas a grupos bancarios.

La actividad de capital riesgo se ha visto negativamente afectada por las tensiones de liquidez existentes y por el menor apetito por el riesgo.

En relación con las actividades de *capital riesgo (private equity)* y, en particular, con los *leveraged buy outs* (LBO), uno de los segmentos de los mercados financieros que más se había visto influenciado por la abundancia de liquidez²², el sentimiento del mercado ha cambiado drásticamente respecto al anterior IEF. Las turbulencias desatadas durante el verano han hecho que buena parte de la actividad en este mercado se haya visto reducida. En primer lugar, la disponibilidad de fondos para financiar este tipo de operaciones se ha reducido, debido a las tensiones de liquidez existentes. En segundo lugar, los grandes bancos internacionales involucrados en estas operaciones están centrados, sobre todo, en disminuir la exposición que mantienen en balance ante las dificultades de sindicación o recolocación de tramos de financiación que habían comprometido (*pipeline risk*) contando con su fácil distribución posterior, en un contexto de abundante liquidez y elevado apetito por el riesgo. En este sentido, para las entidades españolas que han participado en este tipo de actividades, el nivel de riesgo retenido en relación con estas operaciones es relativamente reducido en comparación con el volumen total. Finalmente, en línea con la reevaluación del riesgo que se ha producido en los mercados internacionales, los bancos están siendo más cautos en estas operaciones, que, hasta hace poco, comportaban un apalancamiento muy elevado y pocas garantías para los bancos prestamistas. En definitiva, se espera que este segmento modere significativamente su volumen de actividad, en particular para operaciones de muy elevado tamaño.

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

3 Elementos estructurales del sistema financiero

Las turbulencias que se han producido recientemente en los mercados financieros internacionales, su impacto en el mercado interbancario y la respuesta de los bancos centrales han puesto de manifiesto la relevancia de algunos aspectos estructurales relacionados con la política de colateral (o de garantías) de los bancos centrales. A nivel nacional, el potencial endurecimiento de las condiciones de financiación de las entidades de depósito puede llevar a estas a competir más intensamente con el resto de intermediarios financieros por la captación del ahorro de familias y empresas. Los cambios de la fiscalidad sobre los productos financieros pueden desempeñar un papel relevante en dicho proceso de competencia. Estas dos cuestiones se analizan en este capítulo, dedicado al análisis de elementos estructurales del sistema financiero con impacto potencial sobre su estabilidad.

3.1 Política de colateral de las entidades

Una adecuada política de colateral contribuye al eficiente desarrollo de las tareas de un banco central...

... siendo un rasgo definitorio de la misma su amplitud.

Los bancos centrales deben desarrollar con eficiencia las funciones que tienen encomendadas. Es bien sabido que la eficiencia en la ejecución de la política monetaria y en la gestión de los sistemas de pago exige una adecuada política de colateral (garantías). Las dislocaciones de los mercados financieros en la segunda mitad de 2007 han puesto de manifiesto, además, lo crucial de esta política en una situación de turbulencia.

En ese contexto de tensiones en los mercados financieros, ha quedado establecido que uno de los rasgos definitorios de una adecuada política de colateral es la amplitud de la misma. En otras palabras, el conjunto de los activos de garantía elegibles debe ser lo suficientemente extenso como para permitir que el banco central pueda proveer la liquidez necesaria, sin por ello menoscabar la solvencia de su balance.

La validez de la afirmación anterior se pone de manifiesto cuando se tiene en cuenta cuál ha sido la contribución del marco de colateral en distintos bancos centrales (Eurosistema, Reserva Federal de Estados Unidos y Banco de Inglaterra) a la gestión de las referidas turbulencias. En el Eurosistema, puede afirmarse que la política de colateral se ha manifestado neutral, en la medida en que no ha condicionado en modo alguno los procedimientos de provisión de liquidez. Pero no en todos los casos ha sido ese el resultado. Para analizar las causas conviene detenerse a realizar un estudio comparativo de la política de colateral de esos tres bancos centrales.

El Eurosistema mantiene una mayor amplitud efectiva del marco de garantías...

El esquema de colateralización de las operaciones regulares en el Eurosistema responde a un criterio en cierta medida opuesto al seguido en la Reserva Federal estadounidense o en el Banco de Inglaterra. Mientras que los activos que respaldan las operaciones ordinarias de inyección de liquidez son solo deuda del gobierno y de agencias federales¹ en el caso de la Reserva Federal, o solo deuda pública en el caso del Banco de Inglaterra, en el Eurosistema las operaciones de refinanciación regular pueden ser garantizadas mediante una amplia clase de activos representativos de deuda, como se describirá más adelante.

La mayor amplitud efectiva del marco de garantías del Eurosistema resulta también un hecho cuando se atiende a la modalidad de colateralización empleada en el caso de la facilidad de crédito. Conviene recordar, a este respecto, que, si bien está penalizado su uso, la facilidad

1. El término «deuda de agencias federales» precisa de cierta aclaración. No solo incluye deuda emitida directamente por agencias federales, sino también deuda de determinadas sociedades privadas que operan bajo licencia y objetivos públicos. Entre las mismas se cuentan sociedades hipotecarias como Fannie Mae o Freddie Mac.

de crédito constituye también un mecanismo ordinario de refinanciación. En el Banco de Inglaterra, las apelaciones a la facilidad de crédito se afianzan como las operaciones regulares, si bien, como ya se ha dicho, los activos elegibles se reducen a la deuda pública.

Establecer comparaciones con la facilidad de crédito estadounidense exige matizaciones adicionales. Mientras que el llamado *primary credit discount window* constituye una facilidad asimilable a la facilidad de crédito del Eurosistema, el llamado *secondary credit discount window* tiene un carácter de emergencia. La cobertura del riesgo de crédito que resulta de ambas facilidades se efectúa, como en el Eurosistema, mediante un amplio espectro de activos de garantía. Sin embargo, la pervivencia de cierto estigma asociado al recurso al *primary credit*, como si fuera una apelación de emergencia, constituye todavía una diferencia importante con el marco del Eurosistema.

La mayor amplitud efectiva del marco de colateral en el Eurosistema en condiciones normales, junto con la ausencia de estigmas para el recurso a mecanismos de financiación ordinarios (penalizadores o no), ha sido decisiva para posibilitar un holgado manejo de las tensiones, por tres razones.

En primer lugar, cabe observar que la magnitud de los (hipotéticos) problemas de liquidez que exigirían el recurso a los procedimientos de emergencia debe ser, *ceteris paribus*, mayor en el Eurosistema. Dicho de otro modo, un conjunto amplio de activos de garantía elegibles en condiciones normales permite dilatar la vigencia de las condiciones de normalidad.

En segundo lugar, un criterio amplio de elegibilidad en condiciones normales presupone que el aparato de administración del colateral necesario se encuentre disponible en todo momento. En este sentido, cabe indicar que la flexibilidad formal que garantiza el marco de colateralización de operaciones de *primary credit* y de emergencia de la Reserva Federal tiene como contrapartida el que algunas modalidades posibles de la misma no se hayan puesto en práctica en mucho tiempo.

Finalmente, cabe destacar la eficiencia operativa que se deriva de que una política de colateral amplia permita cubrir simultáneamente tanto la exposición crediticia del banco central debida a operaciones puramente de financiación como la resultante de la operación de los sistemas de pago a su cargo.

La amplitud del marco de colateral en el Eurosistema queda puesta de manifiesto por el hecho de que durante 2006 el volumen de activos depositados en el Eurosistema fue, en media, alrededor del 10% de los elegibles. Refuerza este argumento de suficiencia formal el que durante 2006 cerca del 40% de lo depositado no fuera en realidad utilizado. A finales del mes de agosto de 2007, en España el colateral no utilizado suponía cerca del 70% del colateral depositado².

... que sin ser ilimitadas...

Sin restar validez a lo dicho hasta el momento, conviene observar que la amplitud del marco de colateral no puede ser ilimitada. La necesidad de especificidad en el descargo de sus funciones impide que un esquema de colateral amplio deba ser sinónimo de uno regido por un criterio de universalidad. En concreto, la necesidad de evitar distorsiones fiscales encubiertas, alteraciones en la formación de precios en los mercados y acomodo al marco legal existente

2. Conviene apuntar la cautela de que esta holgura constituye una medida agregada y puntual en el tiempo. Sin embargo, no se han dado restricciones de colateral ni a nivel de entidades concretas ni en ningún momento del tiempo.

exigen, entre otras consideraciones, que los activos elegibles como colateral constituyan una clase limitada.

El documento «La aplicación de la política monetaria en la zona del euro» recoge el marco armonizado de colateral en el Eurosistema desde comienzos de 2007³. No es éste lugar para discutirlo en detalle. Sin embargo, sí conviene llamar la atención sobre algunos de sus rasgos principales. En concreto, los activos admitidos deben ser documentos representativos de deuda no subordinada de suficiente calidad crediticia, de acuerdo con lo estipulado en el marco de calificación crediticia del Eurosistema (ECAI). La amplitud de política de colateral del Eurosistema viene determinada por la admisibilidad de activos tanto negociables como no negociables y de activos con calificación crediticia mínima, independientemente de si lo es a juicio de agencias de *rating*, de sistemas de valoración interna de los bancos centrales, de modelos internos de las propias contrapartidas o de soluciones automatizadas de calificación.

Naturalmente, determinadas reglas referidas a distintos aspectos operativos, contractuales o legales establecen con mayor concreción qué activos son elegibles o no, así como su capacidad efectiva para movilizar financiación⁴. Así, por ejemplo, el Eurosistema no acepta pasivos de personas físicas, incluso si contienen un título hipotecario. Esto no implica que las inversiones de las contrapartidas en esta clase de activos no puedan ser descontadas en el Eurosistema. La admisibilidad de cédulas hipotecarias e instrumentos asimilados y la de distintos bonos de titulización constituyen una vía para el redescuento de títulos hipotecarios. El Eurosistema tampoco acepta activos de garantía aportados por contrapartidas que mantengan vínculos estrechos con el emisor de la deuda en cuestión. Esta medida constituye una protección frente a posibles situaciones de doble incumplimiento, cuya probabilidad (condicional) resulta obviamente superior en situaciones de vínculo estrecho.

Por el contrario, la política de colateral que ampara a la Reserva Federal en su actuación a través de las facilidades primaria y secundaria del *discount window* no contempla excepciones tasadas como las referidas. Sin embargo, la capacidad inmediata para movilizar colateral resulta más limitada que la contenida en las normas. Un ejemplo de esta observación es que, a finales de agosto, la Reserva Federal de Nueva York, entre otras medidas para hacer frente a la crisis del *subprime*, clarificó las condiciones para la elegibilidad de ABCP aportados por contrapartidas que fueran proveedoras de la línea de liquidez del vehículo en cuestión.

... permiten un holgado manejo de las situaciones de tensión, evitando el riesgo moral derivado de la toma de decisiones sobre la ampliación de la lista de colateral, así como la generación de señales espurias sobre la situación de las entidades que por alguna razón hayan de acudir a las facilidades de crédito.

Más allá de posibles diferencias de criterio entre el Eurosistema y la Reserva Federal en cuanto a qué son vínculos estrechos, el ejemplo anterior permite destacar las ventajas de un sistema efectivamente amplio en todo momento. Un marco de colateral con un «amplio recorrido» evita dos graves dificultades de orden práctico en la gestión de situaciones de turbulencia. Por un lado, permite eludir la situación de riesgo moral resultante de tener que tomar decisiones de ampliación de la lista de activos elegibles en situaciones de tensión. Por otro, evita generar señales espurias sobre la situación de entidades que por alguna razón se pueden ver en la necesidad de acudir a las facilidades de crédito. En conclusión, un marco de colateral suficientemente amplio y apropiadamente calibrado constituye la mejor alternativa tanto para tiempos normales como en situaciones de turbulencia.

3. El esquema armonizado entra plenamente en vigor en 2012. Hasta entonces, transcurre un período de adaptación en el que los distintos bancos centrales nacionales deben haber ajustado sus prácticas anteriores. El marco de colateral en vigor en España está regulado por la Aplicación Técnica n.º 1/2006 del SLBE. 4. La capacidad para obtener refinanciación con cargo a un activo de garantía está limitada por la magnitud de los llamados recortes (*haircuts*) sobre el nominal del activo. La magnitud de este descuento está determinada por una combinación de criterios que contemplan la exposición al riesgo en caso de ejecución de las garantías, así como un objetivo de neutralidad en la formación de precios en los mercados de deuda.

TIPOS DE RENTAS	ANTES DE 2007			A PARTIR DE 2007
	Corto plazo		Largo plazo	Todos los plazos
	Menos de un año	Entre uno y dos años	Más de dos años	
Rendimientos del capital mobiliario	Tipo marginal		Tipo marginal reducción 40% (b)	18% (c)
Ganancias y pérdidas patrimoniales (a)	Tipo marginal	15%		
Rendimientos del trabajo (d)	Tipo marginal		Tipo marginal reducción 40%	Tipo marginal

Renta general
 Renta especial
 Renta del ahorro

FUENTE: Banco de España.

- a. Anteriormente se denominaban incrementos y disminuciones de patrimonio.
 b. En el caso de contratos de seguros, las reducciones pueden alcanzar el 75% si el período de inversión supera los cinco años. Para las rentas temporales y vitalicias existen unos porcentajes de imputación reducidos.
 c. En el caso de rentas temporales y vitalicias existen unos porcentajes de imputación más reducidos que en 2006.
 d. Planes de pensiones y asimilados. Las aportaciones son deducibles de la base imponible, al tiempo que las prestaciones tributan en la base imponible como rentas del trabajo.

3.2 Cambios de la fiscalidad sobre los productos financieros

La nueva Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas ha supuesto notables cambios de la fiscalidad y del régimen de retenciones de los instrumentos financieros...

La entrada en vigor, en enero de 2007, de la nueva Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas⁵ (IRPF) ha supuesto una transformación profunda de la fiscalidad y del régimen de retenciones de los instrumentos financieros. Entre los principales aspectos reformados por el nuevo IRPF hay que destacar, primeramente, la sustitución del concepto de «renta especial»⁶ por el de «renta del ahorro», un término distinto y más amplio, que, como se aprecia en el cuadro, recoge todos los rendimientos financieros, cualquiera que sea su plazo de generación. Por otra parte, se equipara la distinta fiscalidad de rendimientos de capital mobiliario (RCM) y todas las ganancias y pérdidas patrimoniales (GyP) que existía entre los diferentes activos según emisores. En particular, se eliminan las reducciones del 40% para los RCM generados a más de dos años, así como las del 40% y del 75% para los rendimientos de más de dos y cinco años de los contratos de seguros de capital diferido cuando el cobro se produce en un único pago (también denominados seguros de capitalización). El tipo fijo del 15% que se aplicaba a las rentas especiales se eleva hasta el 18% que se usa para las rentas del ahorro, con independencia del nivel de ingresos del contribuyente. Asimismo, el Real Decreto de pagos a cuenta⁷ ha establecido una retención a cuenta del 18%, lo que supone un aumento de 3 pp⁸.

5. Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio (BOE del 29 de noviembre). 6. Concepto que se introdujo en la Ley 40/1998, sobre el IRPF y otras normas tributarias. 7. Real Decreto 1576/2006, de 22 de diciembre, por el que se modifican, en materia de pagos a cuenta, el Reglamento del IRPF y otras normas. 8. Para más detalles sobre esta Ley y sus efectos, véase García-Vaquero y Maza (2007), «El tratamiento de los instrumentos financieros en el nuevo IRPF», *Boletín Económico*, enero.

... haciendo más neutral la fiscalidad del ahorro entre instrumentos, plazos y niveles de renta.

Como consecuencia de todos estos cambios, se ha consolidado el sistema tributario dual iniciado en 1996, al tiempo que la fiscalidad del ahorro se ha hecho mucho más neutral entre instrumentos, plazos y niveles de renta. De este modo, la actual tributación de ahorro tiende a estimular una mayor competencia entre los emisores y gestores de los distintos instrumentos financieros, potenciando el papel de las condiciones de rentabilidad y riesgo, mientras que se han minimizado las consideraciones fiscales.

La evolución reciente de los flujos financieros apunta a que estos cambios han podido influir en las decisiones de cartera de las familias. Así, desde el segundo trimestre de 2006 la inversión de este sector en depósitos bancarios, un activo al que la falta de neutralidad afectaba de manera importante, ha experimentado un renovado dinamismo⁹.

9. Aunque la nueva Ley no entró en vigor hasta 2007, la inversión en depósitos a plazo contratados durante 2006 y con vencimiento en 2007 se ha acogido a la nueva fiscalidad.

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

Estudios e informes

PERIÓDICOS

Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España (ediciones en español e inglés) (anual)
Boletín Económico (mensual) (hay una versión en inglés de periodicidad trimestral)
Estabilidad Financiera (ediciones en español e inglés) (semestral)
Informe Anual (ediciones en español e inglés)
Memoria de Actividades de Investigación (ediciones en español e inglés) (anual)
Memoria de la Supervisión Bancaria en España (ediciones en español e inglés) (anual)
Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual)
Mercado de Deuda Pública (anual)

NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo
Notas de Estabilidad Financiera

ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 55 ISABEL ARGIMÓN MAZA: El comportamiento del ahorro y su composición: evidencia empírica para algunos países de la Unión Europea (1996).
- 56 JUAN AYUSO HUERTAS: Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio (1996).
- 57 OLYMPIA BOVER, MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA: Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico (1996). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 58 JOSÉ MARÍN ARCAS: Efectos estabilizadores de la política fiscal. Tomos I y II (1997). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 59 JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y M.ª TERESA SASTRE: El sistema bancario español ante la Unión Monetaria Europea (1997).
- 60 ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El sector exterior en España (1997).
- 61 ÁNGEL ESTRADA, FRANCISCO DE CASTRO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: La inversión en España (1997).
- 62 ENRIQUE ALBEROLA ILA: España en la Unión Monetaria. Una aproximación a sus costes y beneficios (1998).
- 63 GABRIEL QUIRÓS (coordinador): Mercado español de deuda pública. Tomos I y II (1998).
- 64 FERNANDO C. BALLABRIGA, LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Un modelo macroeconómico BVAR para la economía española: metodología y resultados (1998). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 65 ÁNGEL ESTRADA Y ANA BUISÁN: El gasto de las familias en España (1999).
- 66 ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999).
- 67 JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999).
- 68 ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Públicas en España (1999).
- 69 JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Assessing the benefits of price stability: The international experience (2000).
- 70 OLYMPIA BOVER Y MARIO IZQUIERDO: Ajustes de calidad en los precios: métodos hedónicos y consecuencias para la Contabilidad Nacional (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 71 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Una aproximación a los sesgos de medición de las variables macroeconómicas españolas derivados de los cambios en la calidad de los productos (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 72 MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).
- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

Nota: La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

Todas las publicaciones están disponibles en formato electrónico, con excepción de las publicaciones estadísticas, Ediciones varias y Textos de la División de Desarrollo de Recursos Humanos.

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 28 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Fraude y administración fiscal en Castilla. La Comisión de Millones (1632-1658): Poder fiscal y privilegio jurídico-político (1994).
- 29 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. I: España y México (1994).
- 30 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. II: Suramérica y el Caribe (1994).
- 31 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II. La Sala de Millones (1658-1700) (1995).
- 32 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995).
- 33 FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
- 34 ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).
- 35 M.^a GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
- 36 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
- 37 EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
- 38 ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).
- 39 MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).
- 40 ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Ámsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000).
- 41 LLUIS CASTAÑEDA: El Banco de España (1874-1900). La red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001).
- 42 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. II: Finanzas y renta nacional (2002).
- 43 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958. Edición revisada (2003).
- 44 INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión en Cuba (1856-1898) (2004).
- 45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935 (2004).
- 46 MARGARITA EVA RODRÍGUEZ GARCÍA: Compañías privilegiadas de comercio con América y cambio político (1706-1765) (2005).
- 47 MARÍA CONCEPCIÓN GARCÍA-IGLESIAS SOTO: Ventajas y riesgos del patrón oro para la economía española (1850-1913) (2005).
- 48 JAVIER PUEYO SÁNCHEZ: El comportamiento de la gran banca en España, 1921-1974 (2006).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0626 CRISTINA BARCELÓ: A Q-model of labour demand.
- 0627 JOSEP M. VILARRUBIA: Neighborhood effects in economic growth.
- 0628 NUNO MARTINS Y ERNESTO VILLANUEVA: Does limited access to mortgage debt explain why young adults live with their parents?
- 0629 LUIS J. ÁLVAREZ E IGNACIO HERNANDO: Competition and price adjustment in the euro area.
- 0630 FRANCISCO ALONSO, ROBERTO BLANCO Y GONZALO RUBIO: Option-implied preferences adjustments, density forecasts, and the equity risk premium.
- 0631 JAVIER ANDRÉS, PABLO BURRIEL Y ÁNGEL ESTRADA: Bemod: A DSGE model for the Spanish economy and the rest of the euro area.
- 0632 JAMES COSTAIN Y MARCEL JANSEN: Employment fluctuations with downward wage rigidity: The role of moral hazard.
- 0633 RUBÉN SEGURA-CAYUELA: Inefficient policies, inefficient institutions and trade.
- 0634 RICARDO GIMENO Y JUAN M. NAVÉ: Genetic algorithm estimation of interest rate term structure.
- 0636 AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ: Using standstills to manage sovereign debt crises.
- 0637 ANTON NAKOV: Optimal and simple monetary policy rules with zero floor on the nominal interest rate.
- 0638 JOSÉ MANUEL CAMPA Y ÁNGEL GAVILÁN: Current accounts in the euro area: An intertemporal approach.
- 0639 FRANCISCO ALONSO, SANTIAGO FORTE Y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: Punto de quiebra implícito en la prima de *credit default swaps*. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0701 PRAVEEN KIJAL Y JUAN RUIZ: Cost effectiveness of R&D and strategic trade policy.
- 0702 MARÍA J. NIETO Y LARRY D. WALL: Preconditions for a successful implementation of supervisors' prompt corrective action: Is there a case for a banking standard in the EU?
- 0703 PHILIP VERMEULEN, DANIEL DIAS, MAARTEN DOSSCHE, ERWAN GAUTIER, IGNACIO HERNANDO, ROBERTO SABBATINI Y HARALD STAHL: Price setting in the euro area: Some stylised facts from individual producer price data.
- 0704 ROBERTO BLANCO Y FERNANDO RESTOY: Have real interest rates really fallen that much in Spain?
- 0705 OLYMPIA BOVER Y JUAN F. JIMENO: House prices and employment reallocation: International evidence.
- 0706 ENRIQUE ALBEROLA Y JOSÉ M.^a SERENA: Global financial integration, monetary policy and reserve accumulation. Assessing the limits in emerging economies.

- 0707 ÁNGEL LEÓN, JAVIER MENCÍA Y ENRIQUE SENTANA: Parametric properties of semi-nonparametric distributions, with applications to option valuation.
- 0708 ENRIQUE ALBEROLA Y DANIEL NAVIA: Equilibrium exchange rates in the new EU members: external imbalances vs. real convergence.
- 0709 GABRIEL JIMÉNEZ Y JAVIER MENCÍA: Modelling the distribution of credit losses with observable and latent factors.
- 0710 JAVIER ANDRÉS, RAFAEL DOMÉNECH Y ANTONIO FATÁS: The stabilizing role of government size.
- 0711 ALFREDO MARTÍN-OLIVER, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Measurement of capital stock and input services of Spanish banks.
- 0712 JESÚS SAURINA Y CARLOS TRUCHARTE: An assessment of Basel II procyclicality in mortgage portfolios.
- 0713 JOSÉ MANUEL CAMPA E IGNACIO HERNANDO: The reaction by industry insiders to M&As in the European financial industry.
- 0714 MARIO IZQUIERDO, JUAN F. JIMENO Y JUAN A. ROJAS: On the aggregate effects of immigration in Spain.
- 0715 FABIO CANOVA Y LUCA SALA: Back to square one: identification issues in DSGE models.
- 0716 FERNANDO NIETO: The determinants of household credit in Spain.
- 0717 EVA ORTEGA, PABLO BURRIEL, JOSÉ LUIS FERNÁNDEZ, EVA FERRAZ Y SAMUEL HURTADO: Actualización del modelo trimestral del Banco de España.
- 0718 JAVIER ANDRÉS Y FERNANDO RESTOY: Macroeconomic modelling in EMU: How relevant is the change in regime?
- 0719 FABIO CANOVA, DAVID LÓPEZ-SALIDO Y CLAUDIO MICHELACCI: The labor market effects of technology shocks.
- 0720 JUAN M. RUIZ Y JOSEP M. VILARRUBIA: The wise use of dummies in gravity models: Export potentials in the Euromed region.
- 0721 CLAUDIA CANALS, XAVIER GABAIX, JOSEP M. VILARRUBIA Y DAVID WEINSTEIN: Trade patterns, trade balances and idiosyncratic shocks.
- 0722 MARTÍN VALLCORBA Y JAVIER DELGADO: Determinantes de la morosidad bancaria en una economía dolarizada. El caso uruguayo.
- 0723 ANTON NAKOV Y ANDREA PESCATORI: Inflation-output gap trade-off with a dominant oil supplier.
- 0724 JUAN AYUSO, JUAN F. JIMENO Y ERNESTO VILLANUEVA: The effects of the introduction of tax incentives on retirement savings.
- 0725 DONATO MASCIANDARO, MARÍA J. NIETO Y HENRIETTE PRAS: Financial governance of banking supervision.
- 0726 LUIS GUTIÉRREZ DE ROZAS: Testing for competition in the Spanish banking industry: The Panzar-Rosse approach revisited.
- 0727 LUCÍA CUADRO SÁEZ, MARCEL FRATZSCHER Y CHRISTIAN THIMANN: The transmission of emerging market shocks to global equity markets.
- 0728 AGUSTÍN MARAVALL Y ANA DEL RÍO: Temporal aggregation, systematic sampling, and the Hodrick-Prescott filter.
- 0729 LUIS J. ÁLVAREZ: What do micro price data tell us on the validity of the New Keynesian Phillips Curve?
- 0730 ALFREDO MARTÍN-OLIVER Y VICENTE SALAS-FUMÁS: How do intangible assets create economic value? An application to banks.
- 0731 REBECA JIMÉNEZ-RODRÍGUEZ: The industrial impact of oil price shocks: Evidence from the industries of six OECD countries.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0506 VÍCTOR GARCÍA-VAQUERO Y JORGE MARTÍNEZ: Fiscalidad de la vivienda en España.
- 0507 JAIME CARUANA: Monetary policy, financial stability and asset prices.
- 0601 JUAN F. JIMENO, JUAN A. ROJAS Y SERGIO PUENTE: Modelling the impact of aging on Social Security expenditures.
- 0602 PABLO MARTÍN-ACEÑA: La Banque de France, la BRI et la création du Service des Études de la Banque d'Espagne au début des années 1930.
- 0603 CRISTINA BARCELÓ: Imputation of the 2002 wave of the Spanish Survey of Household Finances (EFF).
- 0604 RAFAEL GÓMEZ Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: The importance of being mature: The effect of demographic maturation on global per-capita income.
- 0605 JUAN RUIZ Y JOSEP VILARRUBIA: Canales de reciclaje internacional de los petrodólares. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0606 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y SERGIO GAVILÁ: Posible impacto de Basilea II en los países emergentes.
- 0607 ESTHER GORDO, JAVIER JAREÑO Y ALBERTO URTASUN: Radiografía del sector de servicios en España.
- 0608 JUAN AYUSO, ROBERTO BLANCO Y FERNANDO RESTOY: House prices and real interest rates in Spain.
- 0701 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Los principales rasgos y experiencias de la integración de la economía española en la UEM.
- 0702 ISABEL ARGIMÓN, FRANCISCO DE CASTRO Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Una simulación de los efectos de la reforma del IRPF sobre la carga impositiva.
- 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.

EDICIONES VARIAS¹

RAMÓN SANTILLÁN: Memorias (1808-1856) (1996) (**).

BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): La política monetaria y la inflación en España (1997) (*).

BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 3,01 €.

TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 28,13 €.

JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS Y FERNANDO GUTIÉRREZ (Ed.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (***)).

VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 5,31 €.

PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Fernando (1829-1856) (1999) (*).

BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 12,02 €.

PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 9,02 €.

TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 9,38 €.

VICTORIA PATXOT Y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 €.

BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 €.

BANCO DE ESPAÑA: El Banco de España y la introducción del euro (2002). Ejemplar gratuito.

BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1940-2001 (2004). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)

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

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

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

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

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

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

Difusión estadística

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

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

Boletín Estadístico (mensual)

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

Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (series anuales y trimestrales²)

Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito³

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, se difunde en Internet una actualización trimestral de los cuadros de esta publicación. 3. 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
---------------------------------------	---