

**INFORME DE ESTABILIDAD  
FINANCIERA**

**12/2005**

**BANCO DE ESPAÑA**











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

© Banco de España, Madrid, 2005

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 Suspensio Regularizados
AT:	Activos Totales
ATM:	Activos Totales Medios
BCBS:	<i>Basel Committee on Banking Supervision</i> (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea)
BCE:	Banco Central Europeo
BIS:	<i>Bank for International Settlements</i> (Banco de Pagos Internacionales)
BME:	Bolsas y Mercados Españoles
B:	Bancos
C:	Consolidado
CA:	Cajas de Ahorros
CBE:	Circular del Banco de España
CBBE:	Central de Balances del Banco de España
CC:	Cooperativas de Crédito
CDS:	<i>Credit Default Swaps</i>
CIR:	Central de Información de Riesgos del Banco de España
CNMV:	Comisión Nacional del Mercado de Valores
DI:	Datos de los estados individuales
EC:	Entidades de Crédito
ED:	Entidades de Depósito
EEUU:	Estados Unidos de América
EFC:	Establecimientos Financieros de Crédito
FIM:	Fondos de Inversión Inmobiliaria
FMI:	Fondo Monetario Internacional
FMM:	Fondos del Mercado Monetario
FTA:	Fondos de Titulización de Activos
FTH:	Fondos de Titulización Hipotecaria
FSA:	<i>Financial Services Authority</i>
FSAP:	<i>Financial System Assessment Program</i>
IAS:	International Accounting Standards
ICO:	Instituto de Crédito Oficial
IEF:	Informe de Estabilidad Financiera
IFRS:	<i>International Financial Reporting Standards</i>
ISFLSH:	Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
LGD:	Pérdida en caso de impago
MEFF:	Mercado Español de Futuros y Opciones
m:	Millones
mm:	Miles de millones
NIC:	Normas Internacionales de Contabilidad
NIIF:	Normas Internacionales de Información Financiera
OMC:	Organización Mundial del Comercio
pb:	Puntos básicos
PD:	<i>Probability of Default</i> (Probabilidad de Impago)
PER:	<i>Price Earnings Ratio</i>
PIB:	Producto Interior Bruto
pp:	Puntos porcentuales
PYMES:	Pequeñas y Medianas Empresas
RBD:	Renta Bruta Disponible
ROA:	<i>Return on Assets</i> (Rentabilidad del Activo)
ROE:	<i>Return on Equity</i> (Rentabilidad de los Recursos Propios)
RSPR:	Sector privado residente sin entidades de crédito
SIMCAV:	Sociedad de Inversión Mobiliaria de Capital Variable
SPV	<i>Special Purpose Vehicle</i> (Sociedad instrumental)
T.Var.:	Tasa de variación
UE:	Unión Europea
UEM:	Unión Económica y Monetaria
VAB:	Valor Añadido Bruto
VaR:	<i>Value at Risk</i> (Valor en riesgo)
VABpm:	Valor Añadido Bruto a Precios de Mercado





## ÍNDICE

INTRODUCCIÓN 11

I EVOLUCIÓN DE LOS RIESGOS  
BANCARIOS 17

I.1 **Introducción al riesgo de las entidades de depósito españolas** 17  
I.2 **Riesgo de crédito** 36  
I.2.1 Impacto del contexto macroeconómico 36  
a. España y la Unión Económica y Monetaria 37  
b. Resto del mundo 42  
I.2.2 Impacto de la política crediticia de las entidades 45  
I.3 **Riesgo de liquidez** 56  
I.4 **Riesgo de mercado** 59

II RENTABILIDAD 67

II.1 **Situación general de la rentabilidad** 67  
II.2 **Análisis por entidades** 75

III SOLVENCIA 79

III.1 **Situación general de la solvencia** 79  
III.2 **Análisis por entidades** 81

ANEJO: NOTAS EXPLICATIVAS  
Y GLOSARIO 97

1 **Notas explicativas** 99  
2 **Glosario** 105



## Introducción

El análisis de los riesgos, de la rentabilidad y de la solvencia que se realiza en este *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF) ha de tomarse con una cierta precaución, ya que el 1 de enero de 2005 entró en vigor la nueva Circular contable del Banco de España (CBE 4/2004). Esta Circular, que sustituye a la CBE 4/1991, supone la adaptación al sistema bancario español de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) adoptadas en enero de 2005 por la Unión Europea (UE), y cuya aplicación es de obligado cumplimiento para la elaboración de los estados financieros consolidados de las sociedades que tengan algún tipo de valor negociado en un mercado regulado de la UE. La CBE 4/2004, además de reconocer las particularidades de las entidades de crédito españolas, permite que estas, con su aplicación, cumplan los criterios recogidos en las NIIF adoptadas por la UE. La nueva Circular se aplica a todas las entidades de crédito, y a sus estados tanto individuales como consolidados. Aunque entró en vigor en enero de 2005, los primeros datos que hubo que presentar con los nuevos criterios contables fueron los de junio de 2005. Además, las entidades debieron presentar, a efectos de comparación y valoración del impacto del cambio contable, información de enero, junio y diciembre de 2004, elaborada con la nueva Circular contable.

La CBE 4/2004 cambia sensiblemente el enfoque contable que se venía adoptando hasta la fecha, al tiempo que incrementa la responsabilidad de los gestores de las entidades en la elaboración de la información financiera, en aplicación de las NIIF. Los cambios que introduce afectan no solo a los criterios de valoración que, entre otras cuestiones, otorgan una mayor importancia al valor actual estimado (por ejemplo, a través de la introducción del valor razonable), sino también al ámbito de consolidación (los estados públicos ahora consideran las entidades de seguros y otras sociedades no financieras). Asimismo, se tiene en cuenta el deterioro de los activos financieros a través de los ajustes de valoración deducidos del valor del activo, lo que supone un cambio frente a su anterior consideración en el pasivo como fondos de insolvencia o similares.

Además, se han producido cambios adicionales en la definición de activos dudosos, en la posibilidad de dar de baja de balance los activos titulizados atendiendo al grado de transferencia de riesgos y beneficios en dicho proceso, cambios en la valoración del fondo de comercio, en la contabilización de las comisiones de apertura de los préstamos, así como en la clasificación de las participaciones en empresas, con sus diferentes repercusiones en el balance y la cuenta de resultados.

Los cambios anteriores, que no son exhaustivos sino solo una muestra, exigen que la comparación de los datos de 2005 (obtenidos con la nueva Circular) con los de fechas anteriores se haga con mucha cautela, al no estar completamente disponible todavía la información sobre balances y cuentas de resultados de 2004, (re)elaborada con los nuevos criterios contables.

Los importantes cambios que introduce la CBE 4/2004 motivan que el Banco de España haya modificado la CBE 5/1993, que desarrollaba la regulación sobre recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades de crédito. Esta modificación ha dado lugar a la CBE 3/2005, que, por una parte, determina qué instrumentos son computables como recursos propios y establece ajustes para pasar del patrimonio neto contable a la definición de capital regulatorio. Por otra, se evita una modificación en el nivel de los requerimientos, bien porque contablemente se recojan nuevos riesgos que no deben estar sujetos a requerimientos de capital adicionales, bien porque las nuevas normas incrementen o reduzcan su impor-

te contable. La CBE 3/2005 pretende no alterar en lo sustancial ni la definición de recursos propios computables, ni la base de cálculo de los requerimientos.

Teniendo en cuenta todas las cautelas anteriores, en junio de 2005, con respecto al mismo período del año anterior, las entidades de depósito españolas han mostrado, en línea con anteriores IEF, un fuerte dinamismo de su actividad, en especial de la financiación concedida al sector privado. En un contexto macroeconómico favorable, las entidades han continuado mostrando elevados niveles de rentabilidad, si bien sus coeficientes de solvencia han experimentado una ligera reducción. No obstante, la solvencia del conjunto de entidades de depósito españolas se sitúa en niveles sustancialmente por encima de los mínimos exigidos. La posición de las entidades se ve reforzada por la continuidad de sus esfuerzos en el ámbito de la reducción de costes.

En lo que respecta a las cautelas que se han de considerar en la comparación con los datos del ejercicio anterior, los cambios contables no son los únicos que cabe tener en cuenta. Así, en diciembre de 2004 se materializó la adquisición de una entidad del Reino Unido de elevado tamaño por parte de una española. Esto implica que una parte sustancial del crecimiento de algunos epígrafes del activo o de los activos ponderados por riesgo, por ejemplo, se deba a esta adquisición. Asimismo, los efectos derivados de dicha adquisición quedan reflejados en la cuenta de resultados de junio de 2005, pero no en la del mismo período del año anterior. Finalmente, y de forma transitoria, los coeficientes de solvencia también se han visto afectados, dado el tamaño de la entidad involucrada. En el anterior IEF ya se prestó atención detallada a todos estos elementos.

### ***Evolución de los riesgos bancarios***

Las entidades de depósito han mostrado un fuerte ritmo de avance de su actividad, lo que se ve favorecido por la posición cíclica de la economía española, que, en contraposición con lo observado para el conjunto del área del euro, ha mostrado un elevado dinamismo. El incremento de la actividad se debe, en buena medida, a la evolución del crédito al sector privado residente en los negocios en España, que ha continuado acelerándose en la primera mitad de 2005.

La evolución del crédito al sector privado residente está relacionada con el concedido al sector inmobiliario en sentido amplio, es decir, tanto a los hogares para la adquisición de vivienda como a los constructores y, fundamentalmente, promotores inmobiliarios. Esta dinámica confirma el comportamiento diferencial que se viene observando en los últimos años, y que está incrementando el peso relativo del crédito vinculado al sector inmobiliario dentro de las Carteras crediticias de las entidades de depósito españolas. Por tanto, de momento no se observan síntomas claros que apunten a un cambio de tendencia en la evolución de la exposición de las entidades de depósito a este sector.

En cambio, sí están apareciendo algunos desarrollos preocupantes en el mercado de productos bancarios, ligados al mercado hipotecario. Productos con garantía hipotecaria a plazo muy largo, con posibilidad de ajustar el plazo de amortización de forma flexible, o incluso con largo períodos de carencia y la posibilidad de aplazar el pago de una parte significativa del principal del préstamo hasta el vencimiento de la operación. La mayor diversidad de productos de crédito podría contribuir a largo plazo a aumentar la eficiencia en la asignación de recursos y permite una mejor distribución del riesgo. Sin embargo, a corto y medio plazo la existencia de información asimétrica se traduce en unos elevados costes de aprendizaje para los clientes y las entidades. Por ello, la mejora del acceso al crédito debe estar basada en el adecuado seguimiento y control de riesgos por parte de las entidades de crédito, y en un buen conocimiento por parte de la clientela bancaria de los riesgos que se asumen con los

distintos productos. De lo contrario, la diversidad de productos puede acabar afectando a la estabilidad financiera y anulando las potenciales ganancias de bienestar provenientes de la existencia de un mercado crediticio más completo.

La favorable evolución de los beneficios empresariales justifica que las sociedades no financieras hayan registrado elevadas tasas de rentabilidad. Los continuados incrementos de la deuda han llevado a un aumento de las ratios de endeudamiento agregadas, así como a un ligero repunte de la carga por intereses. No obstante, la posición patrimonial de las sociedades no financieras es sólida, lo que, unido a las perspectivas de mayores beneficios futuros, contribuye a que las primas de riesgo crediticio en los mercados de derivados se hayan situado en niveles reducidos. Es más, los indicadores de riesgo empresarial y de riesgo financiero, tanto ex ante como ex post, muestran, al margen de las diferencias sectoriales existentes, un comportamiento favorable en los últimos años.

Por su parte, los hogares, en un contexto de holgura de las condiciones financieras, continuaron experimentando incrementos de su endeudamiento y de su carga financiera. No obstante, y debido al aumento de su patrimonio neto, la posición financiera de los hogares permanece sólida. A pesar de ello, persisten los riesgos vinculados con los elevados niveles de endeudamiento, la evolución de los tipos de interés y del precio de la vivienda, que ha continuado creciendo a tasas elevadas, aunque con una ligera desaceleración.

El crecimiento de la actividad observado para las entidades de depósito españolas se explica también por el dinamismo en sus negocios en el extranjero, favorecidos por la buena situación de la economía mundial, y en particular de la latinoamericana, que en la primera mitad de 2005 continúan reflejando un fuerte ritmo de actividad. La composición por áreas geográficas de los activos financieros en el exterior ha cambiado, concentrándose en mayor medida en Europa y, en particular, en el Reino Unido. Por áreas de negocio se incrementa el peso relativo del sector privado, en detrimento del interbancario y de la deuda pública. El perfil de riesgo de los activos financieros en el exterior se ha reducido, tanto en términos absolutos como en relación con los recursos propios.

Los activos dudosos, tras las caídas en los dos últimos años y su práctico estancamiento hasta mayo de 2005, en junio de este año han repuntado significativamente. Este incremento es atribuible, en su mayor parte, a los cambios introducidos por la CBE 4/2004, que endurece la definición al contabilizar como dudoso todo el importe pendiente del préstamo transcurridos tres meses desde el impago de una cuota. Con ello, y a pesar del notable incremento de la actividad, la ratio de morosidad ha repuntado, si bien sigue manteniéndose en reducidos niveles como en años anteriores. Es más, la probabilidad de impago (PD), indicador de riesgo ex post que permite una evaluación más precisa de la estabilidad de las entidades de depósito, unida al análisis del perfil de riesgo de los instrumentos de deuda (valores adquiridos, depósitos efectuados y créditos otorgados, entre otros), muestra que el nivel de *riesgo de crédito* en los balances de las entidades se encuentra en niveles reducidos.

El elevado ritmo de actividad de las entidades españolas también queda reflejado en la evolución de los activos de las instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones gestionados por las gestoras dependientes de entidades de depósito. La información disponible pone de manifiesto, asimismo, que la actividad de seguros en general, y la de las empresas aseguradoras vinculadas a entidades de depósitos en particular, ha crecido. En términos generales, el exceso del margen de solvencia sobre su importe mínimo refleja el incremento de la fortaleza de estas compañías a lo largo del pasado año.

La *liquidez* en los mercados bursátiles ha evolucionado de forma favorable, no mostrando especiales tensiones. Por su parte, las entidades han registrado un nuevo incremento en el saldo deudor con el sector privado residente, que ha continuado estimulando el recurso a la titulización de activos y a la emisión de cédulas hipotecarias, sin que las nuevas normas contables supusieran un freno a esta actividad.

La evolución de los mercados financieros internacionales en 2005 está siendo positiva, en línea con un contexto macroeconómico global favorable, e incluso se han mostrado capaces de absorber sin tensiones las perturbaciones negativas asociadas a ciertos episodios de inestabilidad en torno a problemas idiosincrásicos de algunas empresas de elevado tamaño del sector del automóvil o a los ataques terroristas de julio en Londres. Por lo que respecta a las entidades españolas, la evolución del *riesgo de mercado* en la primera mitad del año muestra una tendencia a la disminución.

### **Rentabilidad**

Los resultados de las entidades de depósito españolas confirmaron la buena evolución que ya se había observado en los últimos IEF. La rentabilidad sobre recursos propios (ROE) se ha situado, en promedio, de nuevo muy por encima de la registrada por la deuda pública española a largo plazo. Esta ha sido la tónica habitual para un amplio número de entidades de depósito, situándose el ROE del 75% de ellas entre el 5% y el 15%.

El favorable comportamiento de los resultados ha de enmarcarse en un contexto en el que los tres márgenes de la cuenta de resultados (de intermediación, ordinario y de explotación) han crecido a ritmos superiores al 10%. Con todo, el fuerte dinamismo de la actividad al que se ha hecho alusión, y que en gran medida permite esta buena evolución de los resultados, justifica que, en términos relativos, dichos márgenes no se hayan incrementado con respecto al año anterior. Con todo, una vez más, es posible constatar que las entidades de depósito han demostrado su compromiso con la contención de los costes operativos, variable de gran importancia para desarrollar con éxito la actividad en un entorno tan competitivo como el actual. Este esfuerzo queda reflejado en una nueva mejora de la ratio de eficiencia del sector.

En comparación con la banca europea, las entidades españolas disfrutaban de una buena posición en términos de rentabilidad, que se refleja en unos niveles de ROE sustancialmente superiores a los de la media de la UE y, especialmente, a los de la media del conjunto de entidades de crédito de la zona del euro.

La mayor rentabilidad de las entidades de depósito españolas se sustenta en unos mejores márgenes, tanto de intermediación como ordinario. A ello contribuye el fuerte dinamismo de la actividad en España y en Latinoamérica, que permite la obtención de mayores márgenes. Además, la favorable situación en términos de eficiencia se une a lo anterior, para así reflejar un margen de explotación sustancialmente superior para la media de las entidades españolas.

Por su parte, las cotizaciones bursátiles de los grandes bancos españoles reflejan un comportamiento favorable y muy similar al de otros grandes bancos europeos. Los indicadores de riesgo basados en la información proveniente del mercado (volatilidades implícitas, primas de riesgo en los CDS, betas, etc.) muestran un nivel relativamente estable y análogo al de sus homólogos europeos.

### **Solvencia**

Los coeficientes de solvencia de las entidades de depósitos españolas han experimentado en junio de 2005 una ligera disminución, en comparación con el mismo período del ejercicio anterior, si bien se sitúan ampliamente por encima de los mínimos regulatorios exigidos. Esta

disminución, que se debe al mayor crecimiento de los requerimientos de capital que de los recursos propios, confirma las tendencias observadas en anteriores IEF. No obstante, una parte de dicha disminución es transitoria y está relacionada con el proceso de ajuste derivado de la adquisición de una entidad británica de elevado tamaño por parte de otra española a finales del pasado año.

Los recursos propios básicos se han incrementado, fundamentalmente, gracias al aumento de las reservas, que se ven reforzadas por las retenciones de los resultados obtenidos, así como por las ampliaciones de capital llevadas a cabo. El crecimiento en paralelo experimentado por el fondo de comercio contrarresta esta evolución. Los recursos propios de segunda categoría también contribuyen a la expansión de los totales, debido, por una parte, a las reservas de revalorización, fruto de la aplicación de la nueva normativa contable, y, por otra, gracias al mantenimiento del dinamismo de la financiación subordinada.

Los requerimientos, que como se ha señalado crecen más que los recursos propios, justifican su expansión a causa del notable aumento de la inversión crediticia en el negocio en España, de forma generalizada entre las entidades de depósito y, en buena medida, ligado a la financiación al sector de construcción y promoción inmobiliaria y a los hogares para adquisición de vivienda, y por la mencionada adquisición de una entidad británica de elevado tamaño.

En comparación con la banca europea, los coeficientes de solvencia, básico y total, se sitúan ligeramente por debajo de la media europea, si bien considerablemente por encima de los mínimos regulatorios.

En definitiva, el fuerte dinamismo de la actividad de los negocios en España y la mayor aportación de los del extranjero, unidos a la mejora de la eficiencia, han permitido a las entidades de depósito españolas registrar elevados niveles de rentabilidad, manteniendo los coeficientes de solvencia sustancialmente por encima del mínimo regulatorio. El dinamismo de la actividad exige que la gestión del riesgo de crédito por parte de las entidades sea cada vez más rigurosa, dado que el contexto de prolongado crecimiento económico y baja morosidad en el que se halla inmersa la economía española podría llevar a una relajación excesiva de la política de admisión y selección de acreditados.





## I Evolución de los riesgos bancarios

### I.1 Introducción al riesgo de las entidades de depósito españolas

#### CAMBIO DEL MARCO CONTABLE

Los *estados financieros públicos* que establece la nueva Circular contable del Banco de España (CBE 4/2004) han cambiado de forma sustancial con respecto a los vigentes bajo su predecesora, la CBE 4/1991. Estos cambios no solo afectan a los criterios de valoración (empleo del valor razonable, por ejemplo), sino también al ámbito de consolidación (en los estados públicos se consolidan, además de las entidades de crédito, las de seguros y las no financieras) y a la presentación de la información (véase recuadro I.1).

Los activos financieros se registran en el balance público netos de los denominados ajustes de valoración, que, entre otras, incluyen las correcciones de valor por deterioro de los activos. La clasificación de los instrumentos financieros poco tiene que ver con la anterior, ya que los activos y pasivos se agrupan en distintas categorías de acuerdo con su gestión y finalidad, mientras que en la CBE 4/1991 la presentación tenía más que ver con la naturaleza del instrumento financiero en cuestión (por ejemplo, crédito u obligaciones y otros valores de renta fija). El cuadro I.1 recoge el contenido de las principales categorías de activos y pasivos financieros.

En el *activo*, las cinco principales carteras (cartera de negociación, otros activos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias, activos financieros disponibles para la venta, inversiones crediticias e inversión a vencimiento) representan, en junio de 2005, un 91% del activo total (cuadro I.2). De ellas, la más importante en función de su peso relativo sobre el activo total es la de inversiones crediticias, con un 68,1% del activo total. Dentro de esta cartera, el mayor peso relativo lo alcanza el crédito a la clientela (86,2% para el total de entidades de depósito), seguido de los depósitos en entidades de crédito (12%).

La mayor importancia relativa de la cartera de inversiones crediticias se observa tanto para bancos como para cajas (gráficos I.1.A y B), si bien de forma más acusada para las segundas (73,6%, frente al 63,9%). Dentro de esta cartera, en ambos casos el mayor peso relativo es para el crédito a la clientela (85,3% en bancos y 87,4% en cajas), seguido de los depósitos en entidades de crédito (12,3% en bancos y 11,6% en cajas).

Para el total de entidades de depósito, el orden del resto de carteras, en función de su peso relativo, es la de activos disponibles para la venta (10,3%), donde se distinguen los valores representativos de deuda (78,9%) y los otros instrumentos de capital (21,1%), y la de negociación (9,6%). Dentro de esta última destacan los valores representativos de deuda (50,3%), seguidos de los derivados de negociación (26,3%), junto con los créditos a la clientela y los otros instrumentos de capital, que tienen, cada uno, un peso relativo del 9%.

Para los bancos la cartera de negociación tiene un peso relativo del 14,2%, mientras que para las cajas de ahorros tan solo pesa un 2,7%. Ello, unido al mayor peso relativo de su cartera de inversión crediticia, pone de manifiesto algunas diferencias en el tipo de negocio desarrollado por las cajas, más basado en el crédito a clientes. En ambos casos, dentro de la cartera de negociación destacan los valores representativos de deuda (50,9% en bancos y 44,9% en cajas), seguidos de los derivados de negociación (24,9% en bancos y 38,4% en cajas). No obstante, mientras que para los bancos el crédito a la clientela en esta cartera pesa un 10,4%, para las cajas es muy reducido (1,2%). Para los otros instrumentos de capital la situación es la contraria (14,2% en cajas y 8,9% en bancos).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## BALANCE CONSOLIDADO PÚBLICO

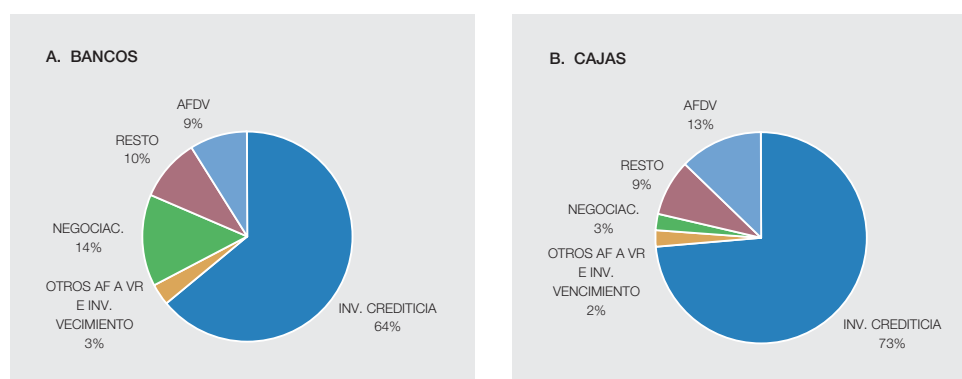
CUADRO I.2

Entidades de depósito. Junio 2005

	M €	% ACTIVO		M €	% PASIVO Y PN	% PN
Caja y depósitos en bancos centrales	38.185	1,7	Cartera de negociación	144.913	6,4	6,8
Cartera de negociación	216.872	9,6	<i>Débitos representados por valores negociables</i>	19.192	0,9	0,9
<i>Valores representativos de deuda</i>	109.011	4,8	<i>Posiciones cortas de valores</i>	23.484	1,0	1,1
<i>Otros instrumentos de capital</i>	20.432	0,9	<i>Derivados de negociación</i>	57.826	2,6	2,7
<i>Derivados de negociación</i>	57.011	2,5	<i>Resto</i>	44.411	2,0	2,1
<i>Resto</i>	30.418	1,3				
Otros activos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias	43.123	1,9	Otros pasivos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias	14.928	0,7	0,7
			Pasivos financieros a valor razonable con cambios en patrimonio neto	1.070	0,0	0,1
Activos fin. disponibles para la venta	232.075	10,3	Pasivos financieros a coste amortizado	1.764.125	78,1	83,3
<i>Valores representativos de deuda</i>	183.054	8,1	<i>Depósitos de entidades de crédito</i>	241.751	10,7	11,4
<i>Otros instrumentos de capital</i>	49.020	2,2	<i>Depósitos de la clientela</i>	1.092.397	48,4	51,6
Inversiones crediticias	1.537.514	68,1	<i>Débitos repr. por valores negociables</i>	298.989	13,2	14,1
<i>Depósitos en entidades de crédito</i>	183.950	8,1	<i>Resto</i>	130.988	5,8	6,2
<i>Crédito a la clientela</i>	1.325.725	58,7	Macrocoberturas	1.967	0,1	0,1
<i>Resto</i>	27.839	1,2	Derivados de coberturas	13.830	0,6	0,7
Cartera de inversión a vencimiento	23.723	1,1	Pasivos asociados con activos no corrientes en venta	143	0,0	0,0
Macrocoberturas	87	0,0	Pasivos por contratos de seguros	83.807	3,7	4,0
Derivados de coberturas	26.119	1,2	Provisiones	39.025	1,7	1,8
Activos no corrientes en venta	3.512	0,2	<i>Pensiones y obligaciones similares</i>	25.127	1,1	1,2
Participaciones	15.290	0,7	<i>Impuestos</i>	1.364	0,1	0,1
Contratos de seguros vinculados a pensiones	5.372	0,2	<i>Riesgos y compromisos contingentes</i>	2.639	0,1	0,1
Activos por reaseguros	4.252	0,2	<i>Otras</i>	9.896	0,4	0,5
Activo material	42.610	1,9				
Activo intangible	19.349	0,9	PASIVO TOTAL	2.118.136	93,8	100,0
Del que: fondo de comercio	18.098	0,8				
Activos fiscales	26.649	1,2		M €	% PASIVO Y PN	% PN
Periodificaciones	6.191	0,3	Minoritarios	8.158	0,4	5,8
Otros activos	16.852	0,7	Ajustes de valoración	17.025	0,8	12,2
			<i>Activos financieros disponibles para la venta</i>	15.408	0,7	11,0
			<i>Diferencias de cambio</i>	1.802	0,1	1,3
			<i>Resto</i>	-185	0,0	-0,1
			Fondos propios	114.454	5,1	82,0
			<i>Capital o fondo de dotación</i>	9.184	0,4	6,6
			<i>Prima de emisión</i>	32.494	1,4	23,3
			<i>Reservas</i>	65.085	2,9	46,6
			<i>Resto</i>	7.691	0,3	5,5
			PATRIMONIO NETO (PN)	139.637	6,2	100,0
TOTAL ACTIVO	2.257.773	100,0	TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	2.257.773	100,0	

FUENTE: Banco de España

Bancos y cajas. Junio 2005



FUENTE: Banco de España.

Por su parte, el peso relativo de la cartera de activos financieros disponibles para la venta (AFDV) es para las cajas del 12,8%, cuatro puntos más que para los bancos (8,9%). La composición interna de esta cartera también es considerablemente distinta entre bancos y cajas: para los primeros, los valores representativos de deuda suponen el 89%, frente al 67% para las cajas, mientras que los otros instrumentos de capital suponen un 11% y un 38%, respectivamente.

La cartera de inversión a vencimiento tiene un peso relativo para el conjunto de entidades de depósito del 1,1%. De nuevo, existen diferencias sustanciales entre bancos y cajas: para los primeros, su importancia relativa es muy reducida (0,3%), mientras que para las cajas es algo mayor (2,3%). Algunas entidades han preferido clasificar ciertos activos representativos de deuda como disponibles para la venta antes que comprometerse a mantenerlos hasta su vencimiento. Esto se refleja en el mayor peso relativo, ya comentado, de la cartera de disponibles para la venta en las cajas que en los bancos. No obstante, esto último también se podría deber a la mayor intensidad en la reclasificación, más acusada para algunas entidades, de las entidades asociadas como disponibles para la venta.

La cartera de otros activos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias, para el agregado de entidades de depósito, tiene un peso reducido (1,9%). Distinguiendo entre bancos y cajas, no obstante, la situación es distinta, ya que para los primeros el peso relativo de esta cartera es de un 3%, mientras que para las segundas es del 0,1%.

El resto de partidas del activo, al margen de las cinco grandes carteras en las que se clasifican los activos financieros, tiene un peso relativo reducido, si bien en conjunto es del 9,1%. De entre ellas, destacan el activo material (1,9%), caja y depósitos en bancos centrales (1,7%), activos fiscales (1,2%) y derivados de cobertura (1,2%). La inclusión de derivados de cobertura y de macrocoberturas en el balance es una novedad de la Circular, aunque su importancia relativa es pequeña, casi nula en el caso de las macrocoberturas. Por su parte, los activos intangibles, de los que el fondo de comercio representa un 94%, tienen un peso relativo reducido (0,9%).

Distinguiendo entre bancos y cajas para las partidas mencionadas, se observan dos diferencias fundamentales. En primer lugar, para las cajas el activo material representa el 2,6% del activo total, mientras que para los bancos solo el 1,4%. La mayor densidad relativa de su red de oficinas, junto con una mayor utilización, permitida por la nueva Circular en su primera aplicación, de la revalorización del activo material usando su valor razonable, explicarían esta

Desde el 1 de enero de 2005, todas las compañías con valores cotizados en un mercado regulado de la UE han de elaborar y presentar sus estados financieros consolidados de acuerdo con las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC). Entre otras consideraciones, la adopción de las NIC por parte de la UE persigue contribuir a la consolidación de un mercado financiero único dentro de la Unión. El Banco de España comparte plenamente este objetivo, reconociendo que la normativa contable ha de fomentar la transparencia y la comparabilidad entre entidades. Al tiempo, se considera que las normas contables han de ser compatibles con las mejores prácticas en la gestión de riesgos.

Con este ánimo, el Banco de España ha elaborado la Circular 4/2004, que viene a sustituir a la antigua 4/1991. La nueva Circular permite a las entidades de crédito españolas cumplir con las NIC. Asimismo, reconoce sus particularidades, y por ello opta por las opciones más prudentes cuando en las normas internacionales se permiten varias, al tiempo que contribuye a evitar que el terreno de juego competitivo se vea alterado por la adopción de una u otra opción contable.

La nueva Circular introduce cambios importantes en el marco contable hasta ahora vigente. A continuación se señalan algunos de los más relevantes<sup>1</sup>.

La CBE 4/2004 cambia sensiblemente el enfoque que hasta ahora se venía adoptando. Frente a uno previo más centrado en la protección de los fondos ajenos confiados a las entidades, ahora se considera que los estados financieros han de aportar información fundamentalmente a los inversores. La información aportada ha de ser relevante, fiable y comparable; y vendrá recogida en las cuentas anuales de las entidades: balance, cuenta de pérdidas y ganancias, estado de cambios en el patrimonio (que supone una novedad), estado de flujos de efectivo y memoria. La memoria es uno de los mayores cambios que aporta esta Circular frente a su predecesora, y su objetivo es el de completar, ampliar y comentar la información que se ofrece en los otros estados. De hecho, la memoria se convierte en un instrumento fundamental para entender cómo se han elaborado las cifras aportadas, los niveles de riesgo soportados y el modo en que estos se gestionan.

La CBE 4/2004 supone también un cierto cambio en el enfoque de valoración. Así, la Circular confiere una mayor importancia al uso de los valores actuales en los estados financieros, con el ánimo de cumplir con los objetivos de la información financiera antes mencionados. Una modificación importante en este sentido es la incorporación del valor razonable, que queda definido en la Circular como «el precio que de manera racional y fundada se obtendría por parte de un vendedor y el más ventajoso que sería posible para un comprador».

Para aquellos instrumentos que se negocian en mercados activos, el valor razonable coincide con el de mercado. Sin embargo, en ausencia de un mercado de este tipo, que implica, entre otras consideraciones, que los precios se formen con una cierta frecuencia, que sean públicos y que el volumen negociado sea suficiente, las entidades tendrán que estimar el valor razonable. Ello requiere la aplicación de una determinada técnica y aceptar una serie de supuestos, por lo

que la estimación depende, en gran medida, del juicio de los gestores.

La Circular no establece una recomendación sobre una u otra técnica, sino que ofrece unas pautas generales en cuanto al modo de escogerla y a una serie de factores que el método de valoración ha de tener en cuenta. Asimismo, tampoco se exige que todos los instrumentos financieros se registren por su valor razonable, sino que dependerá del tipo de cartera. Así, en el activo no se registran a valor razonable las carteras de inversión a vencimiento y de inversión crediticia, al igual que en el pasivo no se registran así los pasivos de la cartera al coste amortizado (depósitos de la clientela y de otras entidades de crédito). En cualquier caso, sí habrá que informar en la memoria sobre las diferencias entre el valor en libros y el razonable.

Por lo dicho hasta ahora, la nueva Circular contable requerirá un mayor grado de responsabilidad por parte de los gestores en la elaboración de la información financiera, en línea con lo exigido por las NIC.

El tratamiento de las transacciones atendiendo a su naturaleza económica ya se reflejaba en la anterior Circular, pero la 4/2004 enfatiza la importancia del fondo económico de las transacciones frente a su forma jurídica, y ello con el fin de que la información no pierda su fiabilidad. La aplicación de este criterio afecta tanto a los activos como a los pasivos y al patrimonio neto. Así, por ejemplo, un título, con independencia de su denominación legal, será clasificado como un pasivo y no como un elemento del capital en aquellas ocasiones en las que establezca una remuneración obligatoria, aun cuando esté condicionada a que existan beneficios para el emisor.

En sentido estricto, los estados financieros consolidados son también el reflejo de la prevalencia del fondo sobre la forma, ya que se considera que son estos, y no los individuales, los que resultan más relevantes para el análisis. La nueva Circular establece que han de integrarse globalmente todas las entidades dependientes, sea cual sea su actividad (seguros y empresas no financieras, por ejemplo).

La CBE 4/2004 plantea un tratamiento contable de las llamadas combinaciones de negocios (por ejemplo, fusiones o adquisiciones), de nuevo independiente de la forma jurídica de la operación: los pasivos y activos adquiridos se reconocerán por su valor razonable, y la diferencia positiva con el precio de compra será el fondo de comercio. Este es un activo que reconoce que en el futuro habrá unos determinados beneficios económicos que en el momento de la adquisición no quedan reflejados en el precio de compra. De lo anterior se deduce que se trata de un activo cuya existencia y evolución es difícil de medir. En este sentido, la Circular no exige su amortización sistemática, pero sí la verificación de su deterioro, en cuyo caso habrá de sanearse sin posibilidad de reversión posterior.

La titulización de préstamos podrá ser también objeto de cambio en el nuevo marco contable, ya que se exige que los activos puedan ser dados de baja en los casos en los que la entidad haya transferido, o no retenga, los riesgos y beneficios asociados al activo de forma sustancial. Ello obliga a analizar cada caso de forma particular.

La clasificación de los instrumentos derivados como un activo o pasivo se determinará en función de que, a la fecha de cierre de los estados, su valor razonable indique un derecho o una obligación para

1. Dichos cambios se explican detalladamente en el trabajo de J. Pérez Ramírez, «La perspectiva económica de las normas de información financiera», *Estabilidad Financiera*, n.º 8, Banco de España, pp. 9-38.

la entidad. Sus variaciones se reflejarán en la cuenta de resultados, salvo que se trate de una cobertura contable. Aquellos productos que incorporan un derivado implícito exigen, como tratamiento general, diferenciar entre el derivado y el instrumento híbrido.

En relación con las coberturas, han de distinguirse las financieras y las contables, que son las que reconoce la Circular en la medida en que satisfacen un conjunto de requisitos sobre su efectividad y documentación.

En función de los riesgos cubiertos, serán coberturas de valor razonable, de flujos de efectivo o de inversiones netas en negocios en el extranjero. Finalmente, la Circular admite también las denominadas macrocoberturas, es decir, la posibilidad de, en una determinada cartera, cubrir el riesgo de tipo de interés de un importe de activos o pasivos financieros que forman parte del conjunto sin ser instrumentos concretos.

En definitiva, los cambios mencionados (algunos de los más significativos que introduce la adopción de la CBE 4/2004) tendrán unos efectos que no pueden ser despreciados. Por ello, el Banco de España ha llevado a cabo una primera evaluación del impacto de la nueva Circular contable, cuyos resultados se discuten a continuación.

En términos del activo total, el impacto es relativamente reducido. No obstante, dentro de este sí se aprecian ciertas variaciones. La cartera de negociación, en la que se registran los activos financieros que se adquieren con la intención de realizarlos en el corto plazo, aumenta. Esto se debe, en gran medida, a que los derivados no clasificados como coberturas contables ya no se registran en las cuentas de orden, sino en esta cartera.

La cartera de activos financieros disponibles para la venta ha sufrido también modificaciones. En esta cartera la entidad mantendría los activos sobre los que no hay una decisión de realizarlos a corto plazo ni de mantenerlos a vencimiento, y su incremento se debe, al menos, a dos motivos. Primero, a que se clasifican aquí instrumentos de deuda que antes se mantenían en la de inversión a vencimiento, que ahora se reduce. Las nuevas normas implican que, si se producen ventas o reclasificaciones de una parte más que insignificante de la cartera de inversión a vencimiento, no podrá clasificarse ni tener clasificado nada en dicha cartera en un determinado período de tiempo. El segundo motivo por el que aumenta la cartera de disponibles para la venta es porque se han clasificado aquí buena parte de lo que antes se consideraban asociadas. El concepto de influencia significativa y la interpretación de los criterios recogidos en la Circular (representación en el consejo de administración, participación en los procesos de fijación de políticas, etc.) explican el cambio.

Los activos materiales se han visto también modificados, y ello porque algunas entidades los han revalorizado (aumentando así sus recursos propios). Se permite hacerlo, en la primera aplicación, usando su valor razonable cuando existe libre disposición de dicho activo.

Finalmente, por el lado del activo cabe señalar que los inmateriales se reducen, y ello motivado por la reducción de los fondos de comercio. De nuevo, la explicación es doble: de un lado, la mencionada reclasificación de las asociadas; de otro, la disminución, con cargo a reservas, que han realizado algunas entidades al dejar de contabilizar

las adquisiciones de participaciones en entidades dependientes, una vez tienen el control, como fondo de comercio.

En lo que respecta a la composición del pasivo, destaca la relativa estabilidad de los pasivos financieros al coste amortizado, la cartera de mayor peso relativo, con diferencia. Parte de su reducida variación se explica por la clasificación de las participaciones preferentes, no ya como minoritarios, sino como pasivos financieros. Entre las partidas que más varían, destaca la cartera de negociación de pasivos financieros, que se incrementa, de forma análoga a lo que ocurre en el activo, debido a la inclusión de derivados no considerados como coberturas contables.

Asimismo, se detecta también un incremento de las provisiones por pensiones y obligaciones similares, ya que ahora se incluyen los importes cubiertos con compañías de seguros del grupo, al considerarse riesgos que no se han transferido totalmente.

En lo que respecta a los fondos propios contables, se detecta una reducción de los mismos, y ello a pesar de que el resultado del ejercicio se incrementa, así como las reservas de revalorización (estas últimas, fundamentalmente, debido al definitivo saneamiento de las diferencias negativas de cambio y a las revalorizaciones de los títulos de renta variable y de renta fija, incluidos ahora en la cartera de disponibles para la venta).

Sin embargo, la mencionada reducción de los fondos propios contables se debe, por una parte, a la disminución de las reservas (reclasificación de las asociadas, cambios contables relacionados con las adquisiciones de participaciones de entidades sobre las que ya se tiene control, etc.). Por otra, se reducen los minoritarios, básicamente debido al tratamiento de las participaciones preferentes, que, a efectos contables, se consideran un pasivo financiero.

Esta primera evaluación también buscaba analizar el impacto de los cambios contables sobre los recursos propios regulatorios, teniendo en cuenta el funcionamiento de los filtros prudenciales. En este sentido, los resultados reflejan un efecto moderado en los recursos propios regulatorios, que tienden a incrementarse ligeramente. Así, si bien la reducción de reservas y minoritarios provoca un detrimento de los recursos propios de primera categoría, la consideración de las participaciones preferentes como recursos propios a efectos regulatorios compensa dicho efecto. Más aún, el análisis muestra que el relativo incremento de los recursos propios totales viene también explicado por el aumento de los de segunda categoría, básicamente debido a la ya mencionada revalorización del activo material por parte de algunas entidades.

El reconocimiento del posible impacto de los importantes cambios que incorpora la Circular contable motivó la revisión, por parte del Banco de España, de la Circular 5/1993, sobre recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades de crédito. Así, la revisión vio la luz el 30 de junio a través de la Circular 3/2005, que no altera ni la actual definición de recursos propios computables ni, de forma importante, la base contable para el cálculo de los riesgos. Es decir, el objetivo del Banco de España en materia de filtros prudenciales ha sido determinar qué instrumentos se consideran computables, no en función de la distinción contable entre pasivo y patrimonio neto, sino en términos de su capacidad para la absorción de pérdidas y su grado de permanencia en la entidad.

diferencia. En segundo lugar, los activos intangibles pesan para los bancos un 1,4%, mientras que para las cajas un 0,1%, en línea con el menor peso relativo que el fondo de comercio ha venido teniendo en esta segunda agrupación de entidades.

Para el total de entidades de depósito, el *pasivo* supone un 93,8% del total balance, siendo por tanto el peso relativo del patrimonio neto del 6,2%. Esta distribución es similar entre bancos y cajas, si bien para los primeros el peso relativo del patrimonio neto es algo superior (7,2%, frente al 5,4% en las cajas).

La cartera más relevante dentro del pasivo, con diferencia, es la de pasivos financieros al coste amortizado (83,3% del pasivo total). Dentro de esta cartera destacan la importancia relativa de los depósitos de la clientela (61,9%), los débitos representados por valores negociables (16,9%) y los depósitos de entidades de crédito (13,7%).

Distinguiendo entre bancos y cajas (gráficos I.2. A y B), se detectan diferencias importantes, que, de nuevo, ponen de manifiesto la distinta especialización en el tipo de negocio desarrollado por ambos grupos de entidades. Así, el peso relativo de los pasivos financieros al coste amortizado para cajas es del 89% sobre el pasivo total, mientras que para los bancos es del 79,5%. Asimismo, la composición interna de esta cartera pone de manifiesto diferencias importantes: el peso relativo de los depósitos de la clientela es del 69,7% para cajas, frente al 55,3% para bancos, entidades para las que los débitos representados por valores negociables y los depósitos de entidades de crédito tienen un mayor peso relativo (5,9 y 4,5 pp, respectivamente, frente a las cajas).

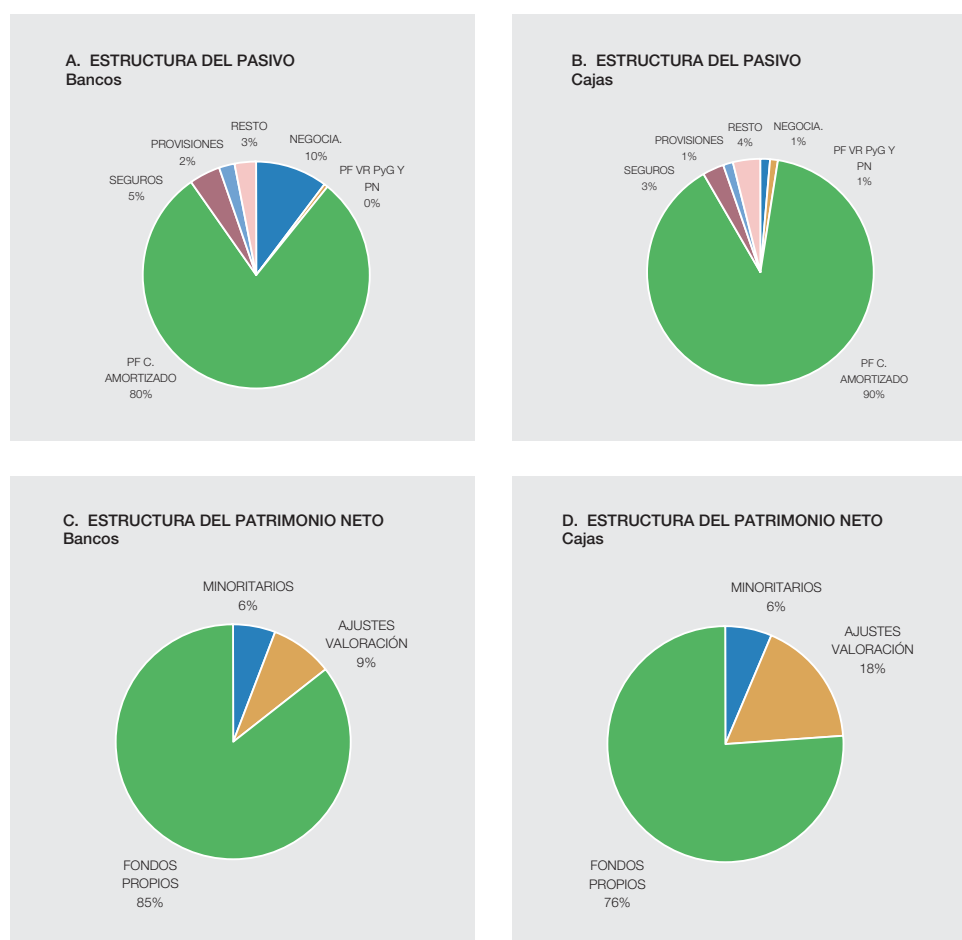
La cartera de negociación pesa un 6,8% sobre el pasivo total. Dentro de ella destacan los derivados de negociación (39,9%). De nuevo, entre bancos y cajas hay diferencias importantes. Así, el peso relativo de la cartera de negociación para las cajas es solo del 1,3%, destacando dentro de ella los derivados de negociación (80,4%). Para los bancos, esta cartera pesa un 10,3% sobre el pasivo total y, si bien los derivados de negociación predominan, su peso relativo es sensiblemente inferior (37,1%).

Las carteras de otros pasivos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias solo pesa un 0,7%, mientras que los pasivos financieros a valor razonable con cambios en patrimonio neto solo alcanzan el 0,1% del pasivo. Esto es común a bancos y cajas, si bien para estas últimas los otros pasivos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias tienen un peso del 1,3%.

Los derivados de cobertura y las macrocoberturas tienen un peso relativo, al igual que se observa en el activo, reducido: 0,6% y 0,1%, respectivamente. Sin embargo, los pasivos por contratos de seguros pesan un 3,9%, siendo similar el peso en bancos (4,5%) y cajas (3,2%).

Dentro del pasivo, las provisiones suponen un 1,8%. Estas provisiones no incluyen los antiguos fondos de insolvencia y riesgo-país, que ahora se detraen del activo a través de los correspondientes ajustes de valoración. Por tanto, estas provisiones son las relacionadas con pensiones y obligaciones similares (64% del total), impuestos (3,5% del total), riesgos y compromisos contingentes (6,8%) y otras (25,4% del total). Si bien para bancos y cajas el peso relativo de esta partida sobre el pasivo total es similar, su composición no lo es tanto: en bancos destacan las provisiones para pensiones (71,9%) y las otras (21,2%), mientras que en cajas las pensiones pesan un 43,2%, las otras un 36,8% y las de compromisos y riesgos contingentes un 16,7%.

Bancos y cajas. Junio 2005



FUENTE: Banco de España.

Finalmente, respecto del *patrimonio neto* (6,2% del balance), la gran mayoría, como era de esperar, son fondos propios (82%), que, a su vez, se componen básicamente de reservas y prima de emisión (85,3%).

Los ajustes de valoración suponen un 12,2% del total del patrimonio neto. De ellos, el 90,5% son ajustes de activos financieros disponibles para la venta, es decir, las variaciones en el valor razonable no realizadas de los activos financieros incluidos en esa cartera. El 9,5% restante se debe a los ajustes por diferencias de cambio, donde se registran las diferencias de cambio ocurridas en el patrimonio neto. Respecto a esto último, algunas entidades en la primera aplicación de la nueva normativa contable han saneado definitivamente esas diferencias de cambio. Finalmente, los minoritarios suponen un 5,8% del patrimonio neto.

Distinguiendo entre bancos y cajas (gráficos I.2. C y D), se observa que para las segundas los ajustes de valoración tienen un mayor peso relativo (17,7%, frente al 8,5%), al igual que sucede para los minoritarios (6,3%, frente al 5,9%). Con todo, el peso de los fondos propios para los bancos es, dentro del patrimonio neto, 9 pp mayor que para las cajas. Las diferencias en esta composición obedecen a la distinta naturaleza jurídica de ambos tipos de entidades y a su diferente estrategia de participaciones empresariales.

Los *balances consolidados reservados* que introduce la nueva CBE 4/2004 han cambiado sustancialmente respecto a los vigentes hasta la fecha. No obstante, estos estados ofrecen



## BALANCE CONSOLIDADO RESERVADO

CUADRO I.3

Entidades de depósito

	JUN-05	PESO RELATIVO EN JUN-05	PESO RELATIVO EN JUN-04		JUN-05	PESO RELATIVO EN JUN-05	PESO RELATIVO EN JUN-04
Caja y bancos centrales	39.232	1,7		Bancos centrales	46.284	2,0	
<i>Sin ajustes</i>	39.191	1,7	1,7	<i>Sin ajustes</i>	46.258	2,0	1,9
Depósitos en entidades de crédito	232.116	10,0		Depósitos entidades de crédito	392.135	16,9	
<i>Sin ajustes ni dudosos</i>	231.526	10,0	11,2	<i>Sin ajustes</i>	389.685	16,8	18,9
Operaciones mercado monetario	2.435	0,1		Operaciones mercado monetario	378	0,0	
Administraciones Públicas	49.217	2,1		Administraciones Públicas	56.513	2,4	
<i>Sin ajustes ni dudosos</i>	48.778	2,1	2,9	<i>Sin ajustes</i>	56.430	2,4	2,9
Otros sectores privados	1.334.102	57,6		Otros sectores privados	1.099.372	47,5	
<i>Sin ajustes ni dudosos</i>	1.347.572	58,2	57,4	<i>Sin ajustes</i>	1.089.889	47,0	51,7
Valores representativos de deuda	344.685	14,9		Valores negociables	302.723	13,1	
<i>Sin ajustes ni dudosos</i>	343.210	14,8	16,8	<i>Sin ajustes</i>	295.874	12,8	10,1
Otros instrumentos de capital	77.013	3,3	2,1	Derivados de negociación	61.593	2,7	
Derivados de negociación	57.296	2,5		Posiciones cortas de valores	23.484	1,0	
Otros activos financieros	19.612	0,8		Pasivos subordinados	51.980	2,2	
Ajustes por macrocoberturas	87	0,0		Sin ajustes	49.295	2,1	2,1
Derivados de cobertura	28.161	1,2		Otros pasivos financieros	34.587	1,5	
Activos no corrientes en venta	916	0,0		Ajustes por macrocoberturas	1.967	0,1	
Participaciones	28.096	1,2		Derivados de cobertura	14.677	0,6	
<i>Sin ajustes</i>	28.130	1,2	2,5	<i>Provisiones</i>	35.544	1,5	
Seguros vinculados a pensiones	10.408	0,4	0,2	Pasivos fiscales	13.145	0,6	
Activo material	33.928	1,5		Periodificaciones	9.164	0,4	
Activo intangible	19.013	0,8		Otros pasivos	10.924	0,5	
Activos fiscales	26.491	1,1		Capital con naturaleza de pas. financiero	20.715	0,9	
Periodificaciones	6.597	0,3	0,4				
Otros activos	7.325	0,3					
				TOTAL PASIVO	2.175.184	93,9	
				Intereses minoritarios	6.441	0,3	
				Ajustes de valoración	18.724	0,8	
				Fondos propios	116.384	5,0	5,4
				TOTAL PATRIMONIO NETO	141.549	6,1	
TOTAL ACTIVO	2.316.732			TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	2.316.732		
<i>Pro memoria</i>							
Financiación al sector privado	1.439.575	62,1	61,0				
Financiación a las AAPP	236.905	10,2	13,7				
Activos dudosos totales	13.395	0,6	0,6				

FUENTE: Banco de España

mayores posibilidades de comparación con los anteriores que los estados públicos, ya que los activos y pasivos financieros no se han clasificado por carteras en función de su gestión y valoración, sino atendiendo a la naturaleza del instrumento financiero correspondiente (cuadro I.3). Asimismo, los estados reservados, a diferencia de los públicos, permiten distinguir entre los importes nominales de los diferentes activos financieros y sus ajustes por valoración. Los datos disponibles en junio de 2005 muestran que la importancia relativa de dichos ajustes es reducida. Así, los de mayor importancia en términos relativos se observan en el crédito

concedido a otros sectores privados, con un peso cercano al 2%. De hecho, la práctica totalidad de estos ajustes se debe a las correcciones de valor por deterioro de activos, que se corresponden con los antiguos fondos de insolvencias y riesgo-país de otros sectores privados, antes contabilizados en el pasivo. Sin embargo, y a pesar de las ventajas de esta clasificación de activos y pasivos financieros comparable, en mayor medida, con la existente bajo la CBE 4/1991, no es posible realizar una comparación directa y completa entre los importes elaborados bajo los criterios de esta circular y la nueva, ya que dichos criterios difieren en aspectos importantes (recuadro I.1).

En junio de 2005, el activo total de las entidades de depósito españolas mostró una tasa de crecimiento superior al 30%, considerablemente mayor que la registrada en la misma fecha del año anterior (13%). Estos datos constatan el mayor dinamismo de la actividad, que ya se señaló en el pasado IEF, si bien también son consecuencia de la adquisición de una entidad británica de elevado tamaño por parte de otra española a finales de 2004. Asimismo, la tasa de crecimiento en junio de 2005 puede estar afectada por los cambios que introduce la nueva Circular contable. De hecho, las comparaciones con respecto al ejercicio anterior deberían basarse en los datos de 2004 bajo los criterios de la CBE 4/2004, pero esta información no está disponible en la fecha de elaboración del presente IEF. Por ello, los datos de 2004 deben considerarse estimaciones y, por lo tanto, sujetos a posibles modificaciones. Entre otras consideraciones, los datos estimados para 2004 no toman en cuenta el hecho de que con la nueva Circular hayan surgido en balance, como activos financieros, partidas que antes no lo eran (los derivados de negociación son un ejemplo), que una parte de las titulizaciones de activos hayan tenido que volver al balance o que distintas entidades hayan revalorizado su activo material como consecuencia de la primera aplicación de la nueva Circular.

No obstante, y pese a estas salvedades que obligan a tomar con precaución la comparación con el ejercicio anterior, los datos sí permiten observar las principales tendencias en el desarrollo de la actividad por parte de las entidades de depósito españolas. Así, el fuerte dinamismo del activo total se explica, por una parte, debido al elevado crecimiento de los *negocios en España*, en línea con lo señalado en el anterior IEF, y que se basa en la continuidad de la buena situación coyuntural de la economía española.

Por otra parte, los *negocios en el extranjero* han crecido de forma muy importante, desde tasas cercanas al 2% a otras en el entorno del 120%. Si bien la coyuntura de la economía mundial se ha mostrado favorable, y en particular la de los principales países latinoamericanos, buena parte de este fuerte ritmo de avance de la actividad en los negocios en el extranjero se debe a la mencionada adquisición de una entidad del Reino Unido. De hecho, los efectos de esta adquisición, que se materializó a finales de 2004, ya se analizaron en el anterior IEF. Con todo, el peso del negocio en el extranjero se mantiene (23% del activo total) en niveles elevados.

Por lo que respecta a la estructura del balance, en el *activo* la financiación al sector privado<sup>1</sup> tiene un peso relativo del 62,1%, 1,1 pp más que en el mismo período del año anterior. Este ligero incremento del peso relativo de esta partida se explica por su fuerte crecimiento en junio de 2005, a tasas del 40,8%. No obstante, si se neutraliza el efecto del diferente criterio de contabilización de las titulizaciones, el crecimiento del crédito es del 37,1% en tasa interanual, 2 pp superior al registrado en el anterior IEF.

---

1. A diferencia de anteriores IEF, y debido a problemas de comparación con fechas anteriores a causa de su distinta sectorización en la CBE 4/1991 y I4/2004, no se incluyen los activos dudosos. No obstante, en junio de 2005 los dudosos del sector privado suponían solo el 0,9% de la financiación concedida al sector.

El crecimiento de la financiación al sector privado se explica, en buena medida, por el dinamismo observado en los negocios en España, donde, corregido el efecto de la titulización de activos, se observa una tasa de variación del 20,2%. Un IEF más, se constata que el principal protagonista de esta evolución es el crédito al sector privado con garantía real, ya que, una vez descontado el efecto de las titulizaciones, crece un 24,5%. No obstante, y como ya se ha señalado, las comparaciones con el ejercicio anterior han de tomarse con cierta cautela.

El dinamismo de la financiación al sector privado residente se ve potenciado por los negocios en el extranjero, donde el crédito concedido al sector privado crece a una tasa superior al 180%, motivado por crecimientos del crédito con garantía hipotecaria superiores al 300%. Con ello, el peso relativo de la financiación al sector privado en los negocios en el extranjero pasa del 44,1% al 56,9%. Como ya se señaló en el anterior IEF, la adquisición de la mencionada entidad británica, muy especializada en el segmento del crédito para la adquisición de vivienda, explica, en buena parte, este comportamiento.

Por su parte, la evolución de los activos dudosos totales, que crecen un 28,1%, rompe su tendencia descendente observada en los últimos IEF. Este comportamiento se explica por la introducción de la nueva Circular contable, que en materia de dudosos establece que el impago de una cuota, transcurridos tres meses desde su vencimiento, obliga a clasificar en el balance como dudoso todo el importe de la operación pendiente de vencimiento. Los datos de 2004, sin embargo, no tienen en cuenta esta novedad, que acelera el registro de los dudosos en el balance. Con todo, el peso relativo sobre el activo total de los dudosos se reduce ligeramente (desde el 0,62% al 0,58%). Distinguiendo por negocios, se constatan las diferencias que se venían observando en el anterior IEF: el peso relativo de los dudosos totales en España es del 0,5%, frente al 0,9% registrado en los negocios en el extranjero.

La evolución tanto de la financiación concedida, que crece sustancialmente, como de los activos dudosos, que, debido al efecto de la nueva contabilidad ya explicado, también lo hacen, explica que la ratio de morosidad total se haya mantenido estable entre junio de 2004 y junio de 2005 (0,71%). Distinguiendo por negocios, los datos de junio de 2005 confirman lo señalado en el último IEF, y si bien la ratio de morosidad de los negocios en el extranjero se sitúa sustancialmente por encima de la de los negocios en España (1,1%, frente al 0,58%), ese diferencial se va estrechando. El cambio de composición de los negocios en el extranjero, unido a la favorable coyuntura económica en Latinoamérica, contribuye a explicarlo.

La financiación a las Administraciones Públicas, excluidos los dudosos, se reduce en términos relativos desde el 13,7% en junio de 2004 hasta el 10,2%. Esta reducción, que está en línea con lo observado en el anterior IEF, se debe tanto a los negocios en España (del 12,4% al 9,2%) como, sobre todo, a los negocios en el extranjero, donde, y a pesar de crecer sustancialmente en términos absolutos, pasa del 21,7% al 13,6%.

Los otros instrumentos de capital crecen sustancialmente con respecto a junio de 2004, alcanzando un 3,3% del activo total, 1,2 pp más que en el mismo período del año anterior. Respecto a anteriores IEF, esta partida no es directamente comparable con la antigua cartera de renta variable, ya que parte de los valores allí registrados se lleva ahora a la cartera de participaciones, que en junio de 2005 pesaba un 1,2%, frente al 2,5% en 2004. Esta reducción puede deberse, al menos en parte, a la reclasificación de entidades asociadas a activos disponibles para la venta hecha por algunas entidades de depósito. En cualquier caso, reconstruyendo la antigua cartera de renta variable con los criterios de la CBE 4/1991 para junio de 2005 se alcanza un peso relativo del 4,4%, 0,2 pp más que en el año precedente. Esta relativa estabilidad, en un contexto de fuerte crecimiento de la actividad, implica que las tasas

de variación de la renta variable, en línea con el favorable momento de los mercados bursátiles en 2005, han sido elevadas.

En el *pasivo*, los acreedores del sector privado han crecido a una tasa considerablemente mayor que en el período anterior (25,8%, frente al 9,4%). Pese a ello, su peso relativo en el balance de las entidades de depósito españolas se ha reducido sensiblemente, hasta el 47%. El comportamiento en los negocios en España y en el extranjero ha sido análogo: en ambos casos las tasas de variación son elevadas, fundamentalmente en los negocios en el extranjero (12% y 94,3%, respectivamente), pero se observan reducciones en términos relativos (más acusadas en los negocios en España).

Los depósitos de entidades de crédito, al igual que ya se señaló en el anterior IEF, crecen en mayor medida que en el año anterior, alcanzando un 23,2% en junio de 2005, pero su peso relativo en el balance se ve reducido 2,1 pp, hasta el 16,8%.

Por su parte, la evolución de las financiaciones subordinadas, así como de los débitos representados por valores negociables, confirma las tendencias apuntadas en el anterior IEF. Así, las financiaciones subordinadas continúan creciendo a tasas del 40%, lo que les lleva a permanecer estables en términos relativos, en niveles del 2,1%. Por su parte, los valores negociables, en la medida en que las entidades necesitan financiar la expansión de su actividad, incrementan su peso relativo 2,7 pp, hasta el 12,8%.

Finalmente, los fondos propios de las entidades de depósito españolas, pese a crecer, se mantienen, en términos relativos, en niveles análogos a los observados para junio de 2004 (5,4%, frente al actual 5%). Dentro de los fondos propios destaca el peso relativo de las reservas y la prima de emisión (84,7% del total de fondos propios), seguidos del capital (8%) y de los resultados del ejercicio (7,9%), que han crecido respecto al año precedente a un ritmo algo superior al 20%.

La CBE 4/2004, en aplicación de los IFRS, ha ampliado el ámbito de consolidación de las entidades de crédito. Además del grupo consolidable de entidades de crédito, que incluye, como hasta ahora, todas las entidades financieras dependientes, excluidas las compañías de seguros, se debe consolidar también a estas, así como a las empresas no financieras en las que exista unidad de decisión, incluso si no existe participación entre ellas. La unidad de decisión se presumirá, entre otras circunstancias, si la entidad de crédito posee la mayoría de los derechos de voto de la dependiente, puede nombrar o destituir a la mayoría de los miembros del órgano de administración o cuando exista dirección única. La nueva Circular contable recoge información sectorial de los grupos de entidades de crédito, separando los tres elementos anteriores: el grupo consolidable de entidades de crédito (sociedades dependientes y multigrupo que sean entidades de crédito, sociedades y agencias de valores, sociedades de inversión inmobiliaria, gestoras de instituciones de inversión colectiva y de fondos de pensiones, gestoras de carteras, sociedades de capital riesgo y tenedoras de instrumentos de capital), las empresas de seguros y el resto de empresas no financieras. A la fecha de cierre del IEF la información sectorial no estaba aún totalmente depurada. En el próximo IEF se incorporará al análisis regular. En cualquier caso, a continuación se analizan los desarrollos en las actividades de gestión de activos y de aseguramiento, con la información disponible.

#### GESTIÓN DE ACTIVOS

Los activos de las instituciones de inversión colectiva y de los fondos de pensiones administrados por las *gestoras dependientes de entidades de depósito*, en marzo de 2005, ascendían a 378.726 millones de euros, un 13% y un 3% más que en marzo y diciembre de 2004, respectivamente. El incremento interanual se produce, principalmente, por el aumento de los

activos de los FIM y FMM, que explican un 5,7% del crecimiento total, y por el fuerte ascenso, superior al 50%, de los activos de las sociedades y fondos de titulización no hipotecarios, que aportan un 4,1%. Por área geográfica de residencia de la gestora, que casi coincide con el área en el que están localizadas las instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones, el incremento se produce por un crecimiento muy similar (en torno al 12%) de los activos gestionados en España y en Latinoamérica, aportando, respectivamente, un 10,3% y un 1,6% al crecimiento total.

Esta evolución varía ligeramente la composición de los activos gestionados por tipo de institución: los FIM y FMM pierden más de 2 pp, representando el 60% de los activos totales gestionados; los fondos de titulización no hipotecarios siguen ganando cuota, al aumentar 2,7 pp y representar ya el 10,6%; y los fondos de pensiones prácticamente se mantienen, representando el 17,8% (gráfico I.3.A). Por áreas geográficas, casi no hay variación, administrando las gestoras españolas el 81,4% de los activos y las latinoamericanas el 13,4% (gráfico I.3.B).

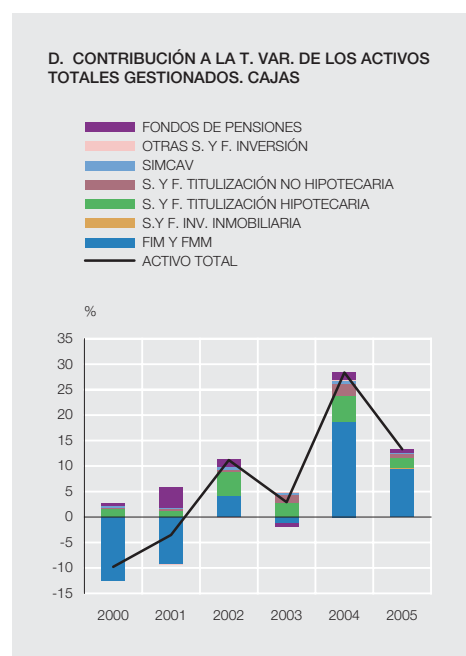
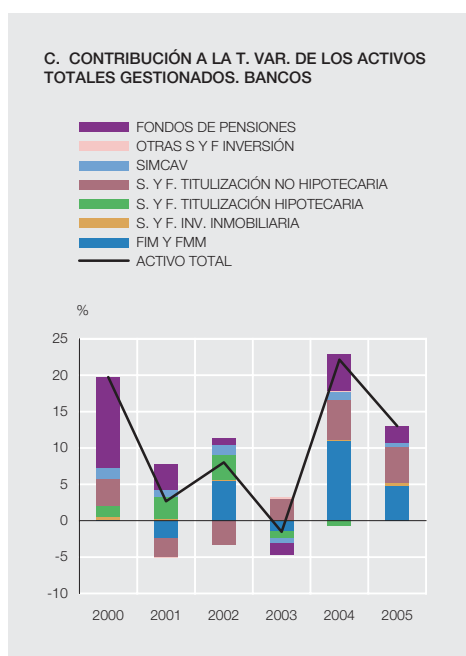
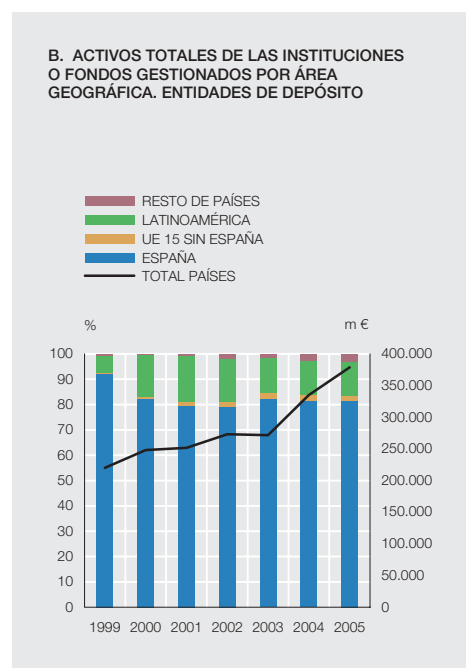
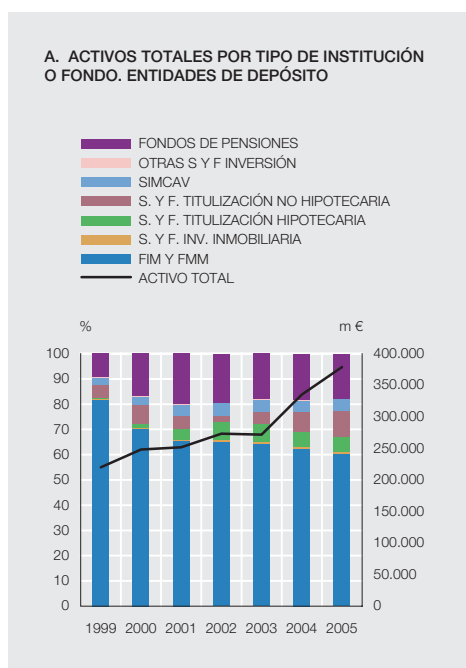
Las sociedades dependientes de los *bancos* gestionaban, en marzo de 2005, 303.250 millones de euros, con un incremento del 13% respecto de marzo de 2004, y con una cuota de mercado del 80,1% del total administrado por las entidades de depósito (77% en España y 100% en Latinoamérica). Este incremento es el resultado de un aumento de los activos de todas las instituciones gestionadas, correspondiendo las mayores contribuciones a los activos de los FIM y FMM, con el 4,8%; a los de las sociedades y fondos de titulización no hipotecaria, con el 4,9%; y a los de los fondos de pensiones, con el 2,2% (gráfico I.3.C). La composición de la gestión de activos por áreas geográficas prácticamente no ha variado respecto de su situación de hace un año, representando España el 78,25% y Latinoamérica el 16,7%.

Las sociedades dependientes de las *cajas*, en marzo de 2005, gestionaban el 19,2% de los activos administrados por las entidades de depósito (22,1% en España), con un crecimiento del 13,3%. Este crecimiento es el resultado de un aumento generalizado de los activos gestionados de todo tipo de instituciones de inversión colectiva y de fondos de pensiones. De hecho, han contribuido a esta evolución, principalmente, los FIM y FMM con el 9,5% y los fondos de titulización hipotecarios con el 1,9% (gráfico I.3.D). La composición de los activos administrados según el área geográfica en la que reside la gestora muestra que el 93,7% de los activos se gestiona en España, habiendo perdido 1,7 pp respecto a su situación de hace un año, un 1,3% en el resto de la UE-15 y el 5% restante en el resto de países desarrollados, ganando estos últimos 1,4 pp.

La diferencia en la composición de los activos de las instituciones gestionadas por los bancos y las cajas no solo está en los mercados en los que realizan la gestión, sino también en el importe de los activos de los tipos de instituciones gestionadas, lo que responde a la diferente especialización por tipo de negocio y clientela de ambos grupos de entidades. Así, en marzo de 2005, de los activos administrados en España por los bancos, el 63,3% correspondía a FIM y FMM, mientras que para las cajas representaba el 73,6%, los fondos de titulización no hipotecarios representaban el 12,7% para los bancos y el 4,2% para las cajas, los fondos de pensiones el 10,8% para los bancos y el 6,8% para las cajas, los fondos de titulización hipotecarios el 5,2% para los bancos y 13,2% para las cajas, y las SIMCAV el 6,4% para los bancos y el 1,9% para las cajas. Esta estructura varía al analizar los activos gestionados por los bancos en Latinoamérica, donde el 70,3% corresponde a fondos de pensiones y el 25,6% a FIM y FMM.

#### ASEGURADORAS

Con datos provisionales, en diciembre de 2004 el activo de las empresas de seguros españolas creció un 7,7% respecto a diciembre de 2003. Por su parte, las primas devengadas netas,



FUENTE: Banco de España.

a. Los datos corresponden al mes de diciembre de cada año, excepto en 2005, donde corresponden a marzo, última información disponible a la fecha de elaboración de este IEF.

principales ingresos de las aseguradoras, crecieron un 8,4%, recuperándose así de la caída del 14,5% de 2003 (atribuible al descenso de los *unit linked* y a la finalización del proceso de exteriorización de los compromisos por pensiones). No se dispone todavía de información relativa a 2004 de empresas aseguradoras vinculadas a entidades de depósito.

El crecimiento de la actividad de seguros en 2004 se ve corroborado al analizar los datos publicados en las memorias anuales de las grandes empresas del sector. Así, para una muestra de seis aseguradoras mixtas, incluyendo empresas vinculadas a entidades de depósito,

Muestra de seis aseguradoras mixtas de elevado tamaño



FUENTE: Memorias anuales de las seis entidades analizadas.

cuyo activo total representa en torno a un tercio de los activos del conjunto de aseguradoras españolas, el crecimiento fue del 18%. La *composición del activo* consolidado, en diciembre de 2004 (gráfico I.4.A), señala que el inmovilizado material, de funcionamiento y de inversión se situó en el 2,3% del total activo, lo que supone una baja exposición a la evolución del mercado inmobiliario. Las acciones representan el 2% del total activo y conjuntamente con los valores indexados casi el 3%. De nuevo, la exposición al riesgo de precio en el mercado de renta variable es muy reducida. La renta fija supone el 51,6%, disminuyendo su peso, ya que en 2003 representaba el 55,3%, peso que ganan las otras inversiones financieras, con el 25%, frente al 20% del año anterior, principalmente por los depósitos constituidos en entidades de crédito y otras inversiones. Las inversiones que están ligadas a las provisiones técnicas representan el 81,6% del activo, mientras que las inversiones por cuenta de los tomadores de se-

guros, que asumen el riesgo de la inversión, y ligadas a las pólizas *unit linked*, suponen el 2% del activo, representando el resto de activos el 16,2%.

Para el *seguro no vida*, las primas imputadas netas de reaseguro crecieron en 2004 un 12,4%, mientras que la siniestralidad creció el 9%. La ratio de siniestralidad sobre primas mejoró y pasó al 68,9%, desde el 71% de 2003. Asimismo, la ratio de gastos también lo hizo, al alcanzar el 24% de las primas en 2004, frente al 25% del año anterior. Esta mejora en las ratios, que ya de por sí eran buenas en 2003, supone que las aseguradoras incluidas en la muestra analizada en el ramo no vida están en un momento favorable del ciclo asegurador. El resultado técnico neto, que no tiene en cuenta el resultado de las inversiones financieras, aumentó un 136%, pasando a representar el 5,8% de las primas, frente al 2,8% del año anterior. Por su parte, el resultado de las inversiones financieras no tuvo tan buen comportamiento, pues descendió un 1,7% y pasó a representar el 5,3% de las primas, frente al 5,9% del año anterior. Con todo, el resultado técnico financiero o resultado de la cuenta técnica, que combina el resultado técnico neto y el resultado de las inversiones financieras, aumentó un 44,7%, representando el 11,2% de las primas, frente al 8,7% de 2003 (gráfico I.4.B).

En el *seguro de vida*, las primas crecieron un 2,5%. La siniestralidad neta en relación con las primas netas se situó en el 91,4%, frente al 78% de 2003. La ratio de gastos sobre primas netas se situó en el 9,4%, frente al 7,8% de 2003. Por ello, el resultado técnico neto empeoró, con una brecha del 36,4% de las primas netas, frente al 28,8% de 2003. Una parte muy significativa de los ingresos de las compañías de seguros del ramo de vida proviene de sus inversiones financieras, en las que materializan sus provisiones técnicas. Así, el resultado neto de las inversiones financieras, en términos de activo total, se situó en 2004 en el 4,2%, frente al 4% del año anterior; y, a su vez, dicho resultado aumentó un 27% en 2004, representando el 40% de las primas netas y aumentando 8 pp en relación con 2003. El resultado técnico financiero creció un 6,4% y representó el 3,8% de las primas, frente al 3,7% del año anterior (gráfico I.4.C).

El resultado técnico financiero del seguro no vida aportó al resultado después de impuestos el 106,6% frente al 30,9% del seguro de vida (99,8% y 39,3% en 2003, respectivamente). El resultado después de impuestos creció un 35,5% en 2004. Tanto las primas como los resultados confirman, en esta muestra de entidades, el favorable momento cíclico que atraviesa el sector no vida para el conjunto del mercado español y, en buena medida también, del europeo. Por ello, el seguro no vida está ganando peso relativo frente al de vida. Así, para el total de aseguradoras españolas, las primas del seguro de vida representaban en 2001 el 54,5% del sector, mientras que en 2004 representan el 42,1%.

La evolución favorable de la actividad, las primas y la siniestralidad se traducen en un elevado ROE para la muestra de aseguradoras analizada, al alcanzar el 21,1% en diciembre de 2004, nivel muy parecido al del año anterior. Asimismo, el ROA se situó en el 1,1%, frente al 0,9% de 2003 (gráfico I.4.D). No obstante, existe una cierta dispersión en la muestra de entidades analizadas. Por su parte, el exceso del margen de solvencia sobre su cuantía mínima fue del 190%, frente al 179,4% en 2003, lo que muestra un aumento en la fortaleza de estas empresas a lo largo del año pasado.

#### EVOLUCIÓN DE LOS RIESGOS

La entrada en vigor de la CBE 4/2004 ha supuesto cambios en el registro de las titulaciones de activos. Hasta la fecha, los activos titulizados se daban de baja de balance, independientemente del grado de transmisión del riesgo de crédito. Como consecuencia de ello, el importe de la inversión crediticia se reducía en balance. Con la nueva Circular, se va al fondo del asunto y, si existe transmisión sustancial del riesgo, se dan de baja, mientras que, si la entidad



retiene sustancialmente el riesgo, no se dan de baja. Además, la norma obliga a examinar todas las transferencias realizadas a partir del 1 de enero de 2004 y, si no hay transmisión del riesgo, deben volver a registrarse en balance. En anteriores IEF se ha comentado ya que, dadas las características de muchas operaciones de titulización en España (con significativas mejoras crediticias que se traducen en absorción de un porcentaje elevado de las primeras pérdidas), cabe esperar un retorno al balance de bastantes de estas operaciones, lo que distorsiona la cifra de créditos otorgados y su tasa de variación.

Lo anterior obliga a tomar con una cierta precaución los datos de *crecimiento del crédito* de junio de 2005. Aun así, se observa, para el negocio en España, una continuación de las tendencias apreciadas ya en el anterior IEF. Por un lado, el crédito total a empresas y hogares sigue acelerándose, por el mayor dinamismo de la financiación a estos últimos, explicada tanto por el crédito a la adquisición de vivienda como por la aceleración del crédito al consumo. En empresas la tasa de crecimiento se ha estancado en niveles próximos a los de junio de 2004, a lo que ha contribuido una cierta ralentización en el crecimiento del crédito a promotores inmobiliarios, que, no obstante, sigue en tasas interanuales por encima del 40% (gráfico I.5.A)<sup>2</sup>.

La CBE 4/2004 ha tenido también un impacto significativo en la evolución de los activos dudosos registrados en los balances individuales, como cabía esperar. La nueva normativa contable endurece el efecto arrastre de la operación contenido en la anterior normativa contable, de tal forma que el impago de una cuota, transcurridos tres meses desde su vencimiento, se traduce en la clasificación inmediata de todo el importe pendiente de vencimiento de la operación como activo dudoso. Hasta mayo de este año, solo se clasificaba como dudoso el importe de las cuotas vencidas e impagadas con antigüedad de tres meses, mientras su importe no superara el 25% del importe pendiente de la operación, momento en el que toda la operación pasaba a registrarse como morosa. Si durante 12 meses no se pagaba ninguna cuota de una operación, todo el importe pendiente se registraba como dudoso. Por lo tanto, la nueva normativa contable acelera el registro en dudosos y, al entrar en vigor en junio de 2005, debería producirse un salto significativo en el importe de dicha partida. Dicho salto será mayor en las operaciones de largo plazo y elevado importe; por ejemplo, préstamos con garantía hipotecaria morosos, que ahora se registrarán por todo el importe pendiente como dudosos a los tres meses, en vez de esperar al año para hacerlo.

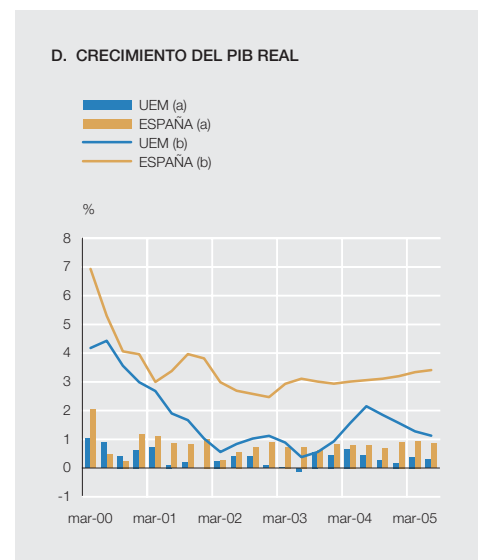
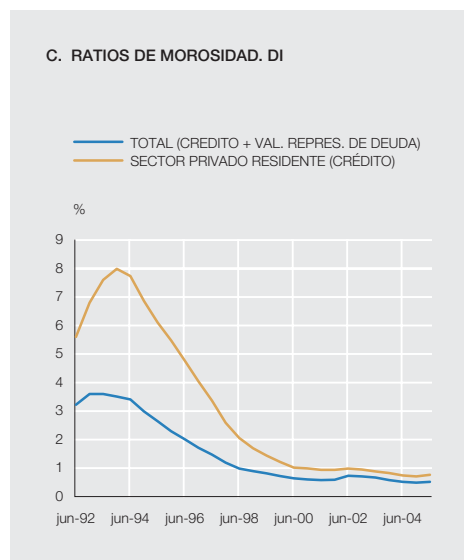
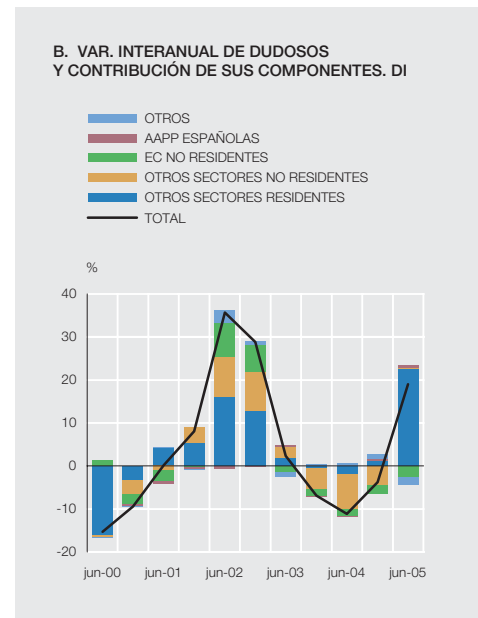
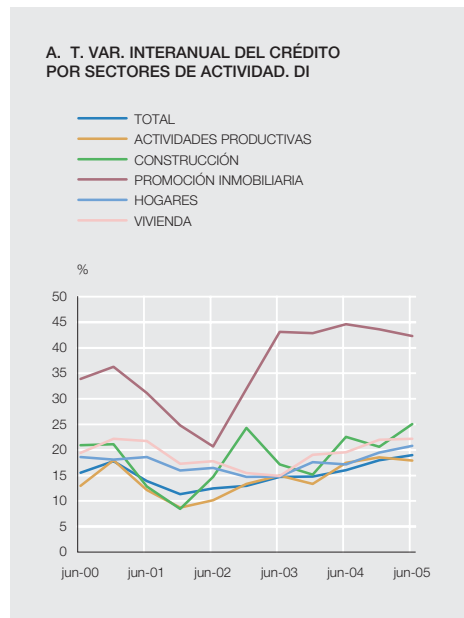
Los *activos dudosos* totales, con datos individuales, que estaban estancados o disminuyendo ligeramente desde principios de 2005, han crecido en tasa interanual un 19% en junio (gráfico I.5.B). El aumento ha sido todavía mayor en los activos dudosos asociados al crédito al sector privado residente (empresas y familias), por el efecto contable mencionado en el párrafo anterior. Dadas las características diferenciales que todavía existen en las carteras crediticias de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, el crecimiento de los dudosos (y, en particular, de los dudosos con el sector privado residente) ha sido mayor en las cajas y cooperativas que en los bancos.

A pesar del significativo aumento de los activos dudosos, el impacto sobre las *ratios de morosidad* se ha aminorado, debido a la vuelta al balance una parte de las titulizaciones de créditos, que no suponían una transferencia efectiva de riesgo por parte de las entidades de depósito. En anteriores IEF se ha insistido en que la transmisión del riesgo de crédito depende

---

2. El recuadro I.2 analiza la aparición reciente de nuevos productos crediticios y sus implicaciones en términos de estabilidad financiera.

Entidades de depósito. DI



FUENTE: Banco de España.

a. Tasas intertrimestrales.

b. Tasas interanuales.

de la existencia o no de compromisos por parte de la entidad de depósito de asunción de las primeras pérdidas que se produzcan en los créditos titulizados y en el importe de dicha cobertura frente a las pérdidas esperadas y reales de la cartera titulizada. Dado que la práctica de estos compromisos era habitual y la cobertura de las pérdidas generosa, buena parte de estas operaciones, sin transmisión efectiva del riesgo de crédito a terceros, debe registrarse en balance con la CBE 4/2004. Por ello, el denominador de los ratios de morosidad ha crecido sustancialmente, neutralizando parcialmente el aumento de dudosos.

La ratio de dudosos totales sobre inversión crediticia (crédito y renta fija), con datos a nivel de entidades individuales, sin consolidar, se sitúa en el 0,51% en junio de 2005, y en el 0,75% en el crédito al sector privado residente, con aumentos respecto a mayo de 4 y 7 pb, respectiva-

El desarrollo tecnológico, el progreso en las técnicas de gestión del riesgo y el paralelo desarrollo de los mercados de derivados de crédito han hecho posible el aumento de la gama de productos ofrecidos por las entidades de crédito. La mayor variedad de productos bancarios, además de abrir nuevos canales de competencia entre entidades, ha mejorado y facilitado el acceso del sector privado al crédito. No obstante, algunos de estos productos requieren un análisis cuidadoso desde el punto de vista de la estabilidad financiera.

Las entidades han lanzado recientemente una *gran variedad de préstamos* y líneas de crédito, sobre todo en el caso del crédito hipotecario. En la actualidad, existe una amplia gama de productos que permiten al cliente bancario elegir la distribución de la carga de la deuda a lo largo de la vida del préstamo. Así, el cliente no solo puede elegir el régimen de tipo de interés (fijo, variable o una combinación de ambos) y el plazo de amortización, que, en algunos casos, puede llegar hasta los 40 años, sino también el sistema de cuotas periódicas (fijas o variables), ajustando el plazo de amortización a lo largo de la vida del préstamo, independientemente del régimen de tipo de interés elegido. Asimismo, las entidades ofrecen modalidades de crédito en las que el cliente puede optar por un período de carencia de hasta cinco años en el caso de los hipotecarios y con la posibilidad de aplazar hasta el vencimiento del préstamo hasta un 30% del principal de dicho préstamo. En algunos casos, se ofrece al cliente financiación hipotecaria por valor de hasta el 100% del valor de la vivienda.

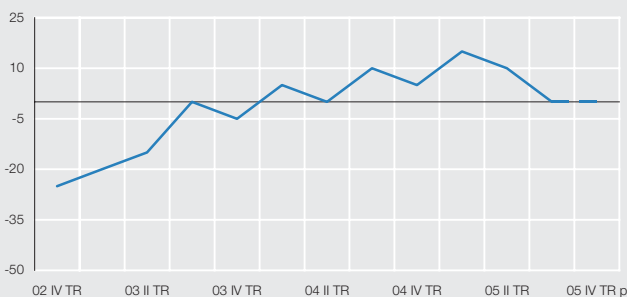
El abanico de posibilidades abierto ha facilitado, sin duda, el acceso al mercado de crédito hipotecario a colectivos que, teniendo unas expectativas claras de aumentar su capacidad de pago con el paso del tiempo, en el momento de concesión del crédito, o de forma transitoria durante la vida del mismo, pueden enfrentarse a ciertas dificultades para hacer frente a la carga de la deuda (por ejemplo, es el caso de los jóvenes).

Por otra parte, en el caso del crédito hipotecario, además de existir algunas líneas de crédito hipotecario multidestino (cuya primera disposición ha de dedicarse a la adquisición de vivienda, pero cuyas sucesivas disposiciones pueden destinarse, bajo ciertas condiciones, a usos distintos), han aparecido recientemente productos que permiten a los hogares endeudarse con cargo a la revalorización del patrimonio inmobiliario. Así, algunas entidades ofrecen cuentas de crédito, con servicios similares a los de una cuenta corriente, que permiten utilizar directamente la revalorización experimentada por el patrimonio inmobiliario como garantía para obtener liquidez.

En la medida en que la nueva gama de productos de crédito esté permitiendo un mayor acceso al crédito a colectivos que antes se veían más constreñidos por las condiciones más rígidas de los productos de crédito existentes, los nuevos productos pueden estar contribuyendo, en alguna medida y en conjunción con los determinantes tradicionales de la demanda de crédito, a explicar el mantenimiento de las altas tasas de crecimiento del crédito bancario observadas en los últimos años.

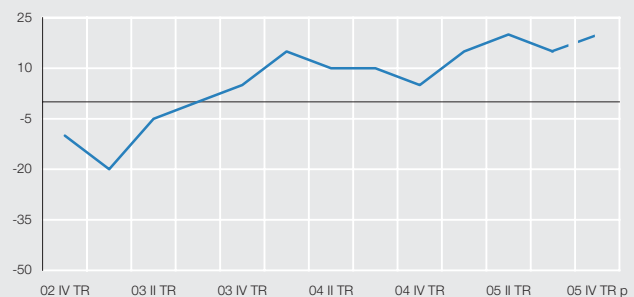
**CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. VARIACIÓN DE LA OFERTA**

GRÁFICO A



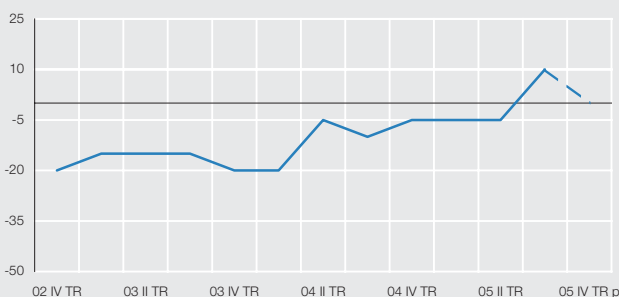
**CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. VARIACIÓN DE LA DEMANDA**

GRÁFICO B



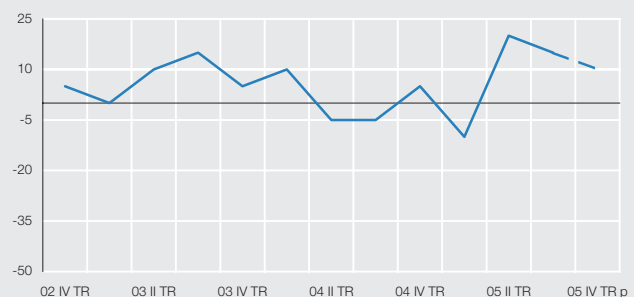
**CRÉDITO A HOGARES PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA. VARIACIÓN DE LA OFERTA**

GRÁFICO C



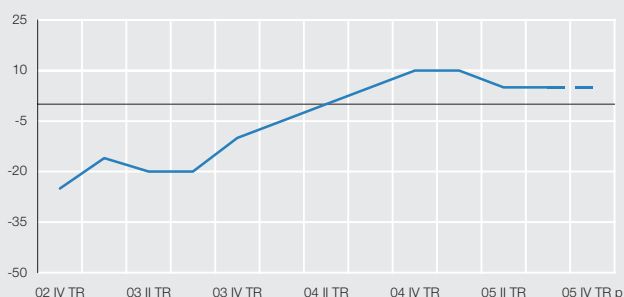
**CRÉDITO A HOGARES PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA. VARIACIÓN DE LA DEMANDA**

GRÁFICO D



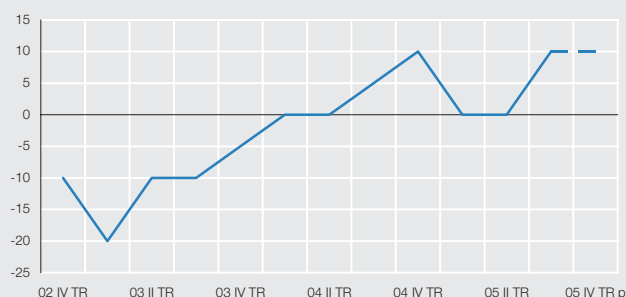
**CRÉDITO DE CONSUMO  
Y OTROS FINES A HOGARES.  
VARIACIÓN DE LA OFERTA**

GRÁFICO E



**CRÉDITO DE CONSUMO  
Y OTROS FINES A HOGARES.  
VARIACIÓN DE LA DEMANDA**

GRÁFICO F



FUENTE: Banco de España.

Nota: Indicador = porcentaje de entidades que señalan aumento considerable  $\times$  1 + % de entidades que señalan cierto aumento  $\times$  1/2 - porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso  $\times$  1/2 - porcentaje de entidades que señalan un descenso considerable  $\times$  1. La última observación de cada gráfico se corresponde con las previsiones realizadas por las entidades encuestadas para el cuarto trimestre de 2005.

Así, la Encuesta de Préstamos Bancarios que se realiza en la eurozona<sup>1</sup> muestra, para España, en fechas recientes, un perfil expansivo, en particular en la oferta de financiación a hogares (gráficos A, B y C)<sup>2</sup>. La demanda también está mostrando un comportamiento expansivo (gráficos B, D y F).

La mayor diversidad de productos de crédito podría contribuir a largo plazo a aumentar la eficiencia en la asignación de recursos y permite una mejor distribución del riesgo, lo que permitiría, en principio, aumentar el bienestar social. Sin embargo, a corto y medio plazo, debido a la existencia de información asimétrica, las entidades, los clien-

tes y los reguladores van a necesitar un amplio período de aprendizaje para entender plenamente el funcionamiento y los riesgos asociados a dichos nuevos productos, con los consiguientes costes. Además, hay que señalar que la mejora del acceso al crédito debe estar basada en el adecuado seguimiento y control de riesgos por parte de las entidades de crédito y en un buen conocimiento por parte de la clientela bancaria de los riesgos que se asumen con los distintos productos. De lo contrario, la diversidad de productos puede acabar afectando a la estabilidad financiera y anulando las ganancias de bienestar provenientes de la existencia de un mercado crediticio más completo.

El mayor acceso al crédito y la mayor capacidad de movilización de la riqueza inmobiliaria de los hogares puede provocar una excesiva concentración del riesgo en determinados segmentos de renta y, por tanto, una mayor sensibilidad del negocio bancario a las perturbaciones económicas. Este efecto puede verse amplificado si la sensibilidad de las decisiones de gasto del sector privado a los tipos de interés y al valor de su patrimonio ha aumentado.

1. En la Encuesta de Préstamos Bancarios del Eurosistema se pregunta a una muestra de entidades por los cambios registrados, en cada trimestre, tanto en los criterios que estas aplican para la aprobación de nuevos créditos como en la demanda registrada de los mismos, distinguiendo tres tipos de crédito. Se pregunta, además, a las entidades por su expectativa para los tres meses siguientes. 2. Los resultados individuales obtenidos se presentan en el gráfico, agregados en forma de indicador de difusión, de manera que un valor positivo (negativo) del mismo indica un comportamiento expansivo (contractivo), en términos netos, bien sea de la oferta o bien de la demanda de cada tipo de crédito.

mente. Dicho aumento, contemplado en una perspectiva temporal amplia (gráfico I.5.C), no deja de ser limitado y relativo, dada la posición cíclica de la economía española (gráfico I.5.D).

El perfil de riesgo de los *activos financieros en el exterior* ha disminuido como consecuencia de la favorable evolución de la economía internacional; en particular, de las economías latinoamericanas, donde las entidades españolas concentran una parte todavía significativa, aunque decreciente en términos relativos, de sus activos exteriores. La mejora de la calificación crediticia de la deuda pública argentina ha contribuido adicionalmente a dicha mejora del perfil de riesgo. Los diferenciales soberanos, en las áreas geográficas con significativa presencia de la banca española, también indican una evolución favorable del riesgo de crédito.

## 1.2 Riesgo de crédito

### 1.2.1 IMPACTO DEL CONTEXTO MACROECONÓMICO

Entre marzo y junio, la actividad económica en el *área del euro* continuó mostrando signos de debilidad, con una aportación muy moderada de la demanda interna, a pesar de las favorables condiciones financieras. Así, el avance interanual del PIB real se redujo en 0,2 pp, hasta el 1,1%, mientras que en términos intertrimestrales fue del 0,3% (gráfico I.5.D). La *economía española*, en cambio, siguió evidenciando un elevado dinamismo, como consecuencia, principalmente, de la fortaleza del gasto interior. Así, durante el mismo período, el crecimiento del PIB, de acuerdo con la nueva Contabilidad Nacional base 2000, fue del 3,4% y del 0,9% en términos interanuales e intertrimestrales, respectivamente.

#### a. España y la Unión Económica y Monetaria

La trayectoria favorable de la economía española no debe ocultar, sin embargo, la existencia de algunos riesgos para su dinamismo a medio plazo, de origen tanto externo como interno. Entre los primeros se encuentran los desequilibrios globales (déficit por cuenta corriente de Estados Unidos y superávit de Asia) y la evolución de los precios del crudo; entre los segundos, los relacionados con la competitividad y con la evolución de la situación financiera de las familias, notablemente ligada a la del precio de la vivienda.

#### Sociedades no financieras

Durante el primer semestre de 2005, el resultado económico bruto de las empresas colaboradoras con la Central de Balances del Banco de España ralentizó su crecimiento, situándose en el 5,4%, 1,5 pp menos que en el mismo período del año anterior. Este comportamiento fue generalizado por sectores, salvo en el de energía, en el que el beneficio de las empresas refinadoras experimentó una mejora importante. En otras empresas energéticas y en las de la rama de transporte, en cambio, se produjo el efecto contrario, debido al encarecimiento de los derivados del petróleo. Por otro lado, a pesar del incremento en los gastos financieros derivado, principalmente, del mayor recurso a la financiación ajena, el comportamiento favorable de los ingresos financieros y, en particular, de los dividendos de filiales en el extranjero hizo que el resultado ordinario neto creciera a una tasa más elevada, cercana al 11%. Además, el fuerte incremento de los resultados extraordinarios y la reducción en las dotaciones y provisiones determinó que el resultado neto avanzase a un ritmo notable, próximo al 32%. Las expectativas de los analistas sobre el crecimiento durante los próximos 12 meses de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas se mantuvieron en niveles elevados, similares a los de finales de 2004.

La evolución favorable de los beneficios empresariales determinó que se mantuvieran las altas tasas de *rentabilidad*. Así, tanto la rentabilidad ordinaria del activo como la de los recursos propios aumentaron en relación con el mismo período del año anterior, quedando situadas en el 8,2% y 12%, respectivamente. Por otro lado, la relativa estabilidad del coste de la financiación en el 4% durante el primer semestre hizo que el diferencial entre la rentabilidad y el coste medio de los recursos ajenos se situara en el 4,2% para el total de empresas colaboradoras, valor 0,8 pp superior al del mismo período de 2004.

Durante el primer semestre de 2005, las sociedades no financieras continuaron incrementando la *deuda* (créditos de entidades financieras y emisión de valores), cuya tasa de crecimiento interanual superó el 17%. Por ramas de producción, la información del crédito de entidades residentes correspondiente al primer semestre siguió mostrando un fuerte dinamismo de los fondos destinados a la construcción y los servicios inmobiliarios, que crecieron por encima del 25% y el 42%, respectivamente, en relación con el mismo período del año anterior (gráfico I.5.A). El recurso a la financiación determinó un nuevo incremento de las ratios de endeudamiento agregadas. Asimismo, a pesar de la estabilidad en el coste de la financiación, la carga por intereses aumentó ligeramente, hasta quedar situada en torno al 17% del resultado económico bruto más los ingresos financieros.

A pesar del aumento del endeudamiento y de la carga financiera del sector, la posición patrimonial de las empresas continúa siendo sólida, lo que, unido a las favorables perspectivas de beneficios, ha contribuido a que las primas de riesgo crediticio negociadas en los mercados de derivados se mantuvieran en registros reducidos a lo largo de los meses transcurridos de 2005.

De acuerdo con la última información disponible en el Registro Mercantil, que corresponde a 2003, las sociedades no financieras presentan una situación financiera sólida y estable, que se refleja en un ROE superior al 10%, si consideramos la mediana de la distribución del conjunto de los sectores. Analizando las *diferencias sectoriales* (gráfico I.6.A), el sector agrícola presenta la rentabilidad más baja, algo más del 4%, frente a un ROE superior al 12% en el sector de construcción y promoción inmobiliaria y en el sector de la informática, I+D y alquiler de maquinaria.

Dado el fuerte crecimiento de la exposición de las entidades de depósito españolas con el sector inmobiliario, tiene especial interés analizar la posición financiera de las empresas de construcción y promoción inmobiliaria. Dichas empresas presentan en los últimos años un ROE estable, siendo cada vez mayor la diferencia respecto al resto de sectores de actividad (gráfico I.6.B). Diferenciando entre empresas constructoras y promotoras inmobiliarias, se observa que el ROE de las primeras es significativamente más alto, aunque su rentabilidad presenta una leve tendencia decreciente desde finales de la década de 1990. Por su parte, la rentabilidad de las promotoras inmobiliarias aumenta ligeramente. Por ello, en conjunto, la rentabilidad del sector se mantiene estable, y elevada, en los últimos años.

El ROA de las empresas no financieras, evaluado en la mediana de la distribución, ha caído tendencialmente desde mediados de los años noventa, tal y como se mencionó en el anterior IEF (gráfico I.6.C). Si se examina esta evolución por sectores, las empresas extractivas y manufactureras son las que más han sufrido el descenso. Por el contrario, el ROA más estable es el del sector de la construcción y promoción inmobiliaria. El sector con mayor rentabilidad sobre el activo es el de informática, I+D y alquiler de maquinaria, siendo la actividad primaria la menos rentable. En cuanto al coste medio de la deuda, este muestra una tendencia claramente descendente y convergente entre sectores, lo que puede explicarse por los bajos niveles, nominales y reales, de los tipos de interés existentes en la actualidad (gráfico I.6.D).

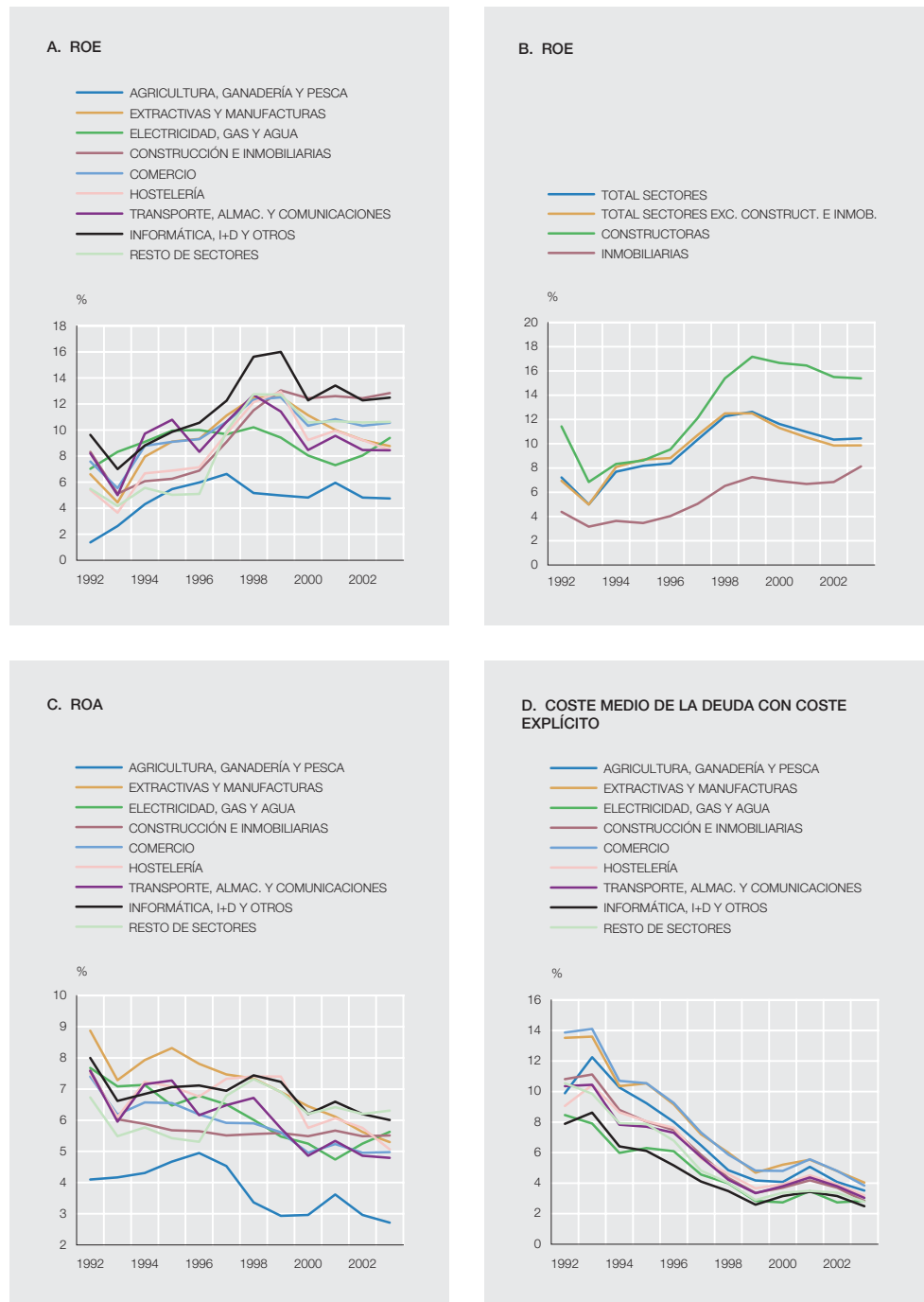
En anteriores IEF se ha analizado el comportamiento de *indicadores de fragilidad empresarial y financiera* referidos al conjunto de empresas no financieras, que permiten identificar a las empresas que presentan los mayores riesgos económicos y cuantifican la exposición del sector financiero, medida en términos de la deuda total y bancaria, que se concentra en las mismas<sup>3</sup>. En la medida en que las perturbaciones económicas que pueden afectar a los resultados de las empresas varían de unos sectores de actividad a otros, cobra relevancia la diferenciación sectorial de los indicadores mencionados. Tal diferenciación permite detectar a los sectores más críticos, entendiendo por tales aquellos sectores sometidos a un mayor riesgo empresarial y/o a los que el sector financiero se encuentra más expuesto.

Los gráficos I.7.A, B y C representan las contribuciones sectoriales al comportamiento de los indicadores agregados de riesgo empresarial, riesgo financiero ex ante y ex post, respectiva-

---

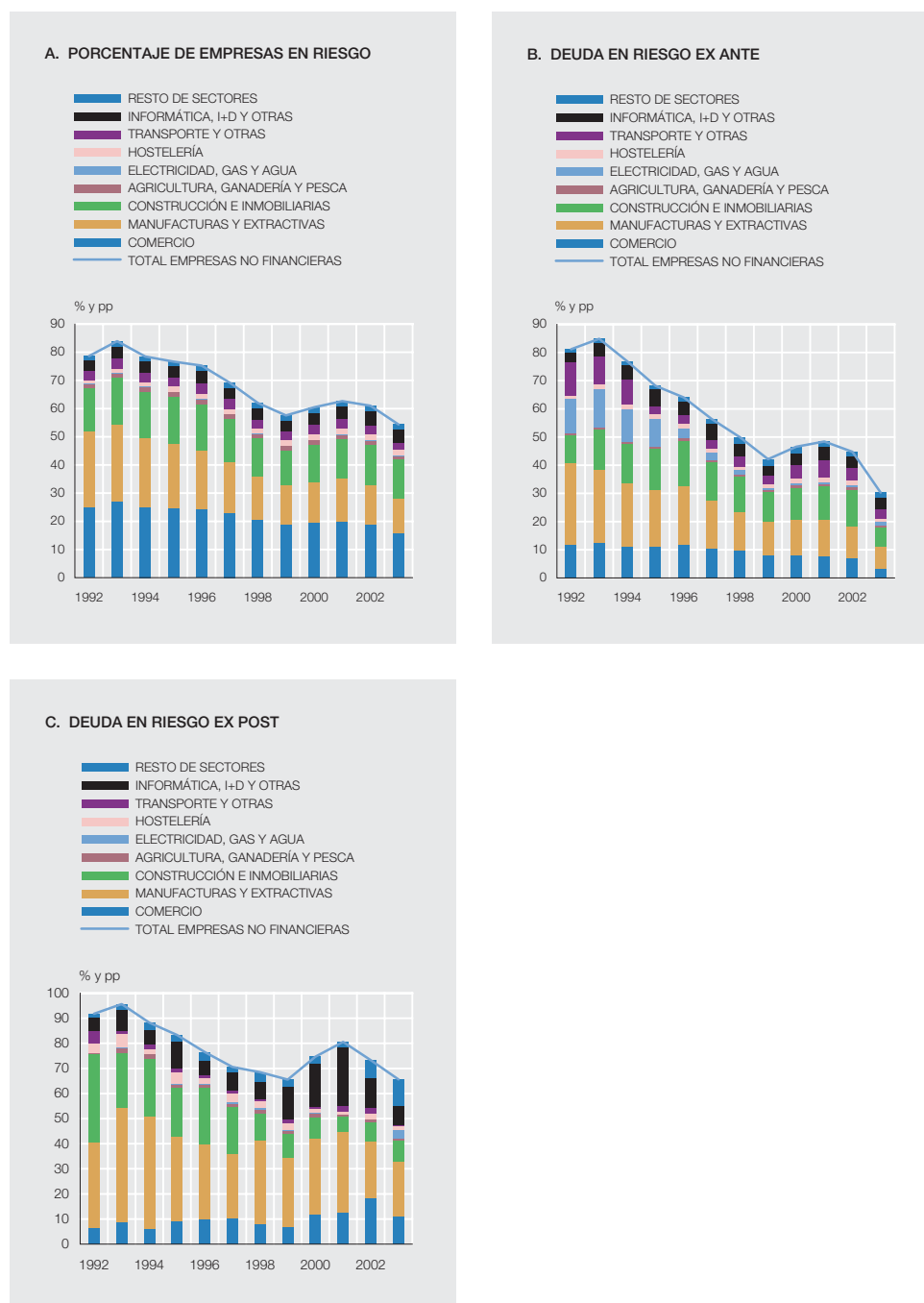
3. Los indicadores analizados se basan en el trabajo de S. Ruano y V. Salas «Indicadores de riesgo basados en la información contable de las empresas», *Estabilidad Financiera*, n.º 7, noviembre. El riesgo para la estabilidad del sistema financiero que se deriva de la fragilidad de las empresas no financieras puede cuantificarse mediante la probabilidad de que una empresa se encuentre en situación de riesgo como consecuencia del deterioro de su rentabilidad y mediante el montante de la deuda bancaria concentrada en las empresas que se encuentran en dicha situación.

Sociedades no financieras



FUENTE: Registro Mercantil e Informa.

mente, en las empresas no financieras españolas durante el período 1992-2003. El comportamiento del indicador agregado de riesgo empresarial, definido como la probabilidad de que una empresa elegida al azar dentro de la población obtenga un beneficio económico no positivo, en el conjunto de empresas no financieras está determinado predominantemente por los sectores que concentran los mayores porcentajes de empresas: manufacturas y extractivas, comercio y construcción y actividades inmobiliarias (gráfico I.7.A). La evolución de este indicador desde 2003 refleja una mejora generalizada de los indicadores sectoriales de riesgo empresarial.



FUENTES: Registro Mercantil, Informa y Banco de España.

No obstante, por sectores, existen diferencias de nivel que son relativamente estables a lo largo del tiempo. Los sectores relativamente más arriesgados en términos de este indicador son el de agricultura, ganadería y pesca y el de comercio, con porcentajes de empresas en situación de riesgo superiores al del conjunto de empresas durante todo el período. Cabe señalar, además, la divergencia, en términos del riesgo empresarial, de los sectores de manufacturas y extractivas, y construcción y actividades inmobiliarias, respecto al conjunto de empresas no financieras. Mientras que en el primer sector, la divergencia, iniciada en 2000, ha significado un aumento del nivel de riesgo respecto al del conjunto de empresas no financieras, en el sector de construcción y actividades inmobiliarias el riesgo empresarial ha descendido,



en términos relativos, desde 1999, en un contexto cíclico muy favorable para estas empresas. No obstante, la contribución de este sector al comportamiento del indicador agregado ha sido estable en los últimos años, debido al aumento del número de empresas en dicho sector.

El riesgo financiero inducido por la presencia de empresas con riesgo económico alto ha disminuido nuevamente en los años 2002 y 2003, hasta situarse en el nivel más bajo de todo el período. Así lo indica el descenso del indicador de riesgo financiero ex ante, que se define como la proporción de deuda bancaria concentrada en las empresas que forman parte de la categoría de mayor riesgo empresarial dentro del conjunto de empresas no financieras españolas (esto es, en las empresas cuya rentabilidad no excede el coste del capital), tras el repunte iniciado en el año 2000 y que puso fin a la caída tendencial de la década de 1990 (gráfico I.7.B). Esta mejora es el resultado de descensos en la proporción de deuda bancaria concentrada en las empresas más arriesgadas en casi todos los sectores. Destacan, por la magnitud de su contribución al comportamiento del indicador agregado, las mejoras en construcción y actividades inmobiliarias, manufacturas y extractivas, y comercio. Respecto al primero, cabe señalar, el singular aumento del endeudamiento bancario a lo largo del período, que lo ha convertido en el sector con mayor peso en términos del volumen de deuda bancaria y, por tanto, en un elemento de riesgo si empeora la situación financiera de dichas empresas.

Finalmente, el indicador de deuda en riesgo ex post, definido como la proporción de la deuda morosa que se concentra en las empresas de mayor riesgo empresarial (gráfico I.7.C), se ha situado por encima del 65% para el conjunto de empresas no financieras durante todo el período, aunque presenta un perfil cíclico análogo al de los otros dos indicadores de riesgo empresarial y financiero.

Aunque los indicadores sectoriales de deuda en riesgo ex post se caracterizan por la presencia de importantes diferencias intersectoriales de nivel y por un comportamiento muy volátil que impide establecer una ordenación de los sectores estable a lo largo del tiempo, el comportamiento del indicador agregado está determinado, fundamentalmente, por la evolución de los indicadores sectoriales de riesgo financiero ex post correspondientes a los sectores de manufacturas y extractivas, comercio y construcción y actividades inmobiliarias, que concentran la mayor parte de la deuda bancaria morosa durante todo el período (en 2003, cerca de las tres cuartas partes). A este respecto, cabe señalar el ligero repunte del porcentaje de deuda bancaria morosa en las empresas del sector de construcción y actividades inmobiliarias, que, no obstante, sigue siendo relativamente bajo (14,5%) tras el sostenido descenso experimentado durante el período analizado. Asimismo, cabe enfatizar el significativo aumento de la concentración de deuda bancaria morosa en el sector comercio, que ha pasado, de valores situados en torno al 10% a principios del período, a niveles situados entre un cuarto y un tercio en los últimos años.

En resumen, el análisis sectorial del comportamiento de los indicadores de riesgo empresarial y riesgo financiero ex ante y ex post revela la presencia de tres sectores destacados (manufacturas, comercio, y construcción y actividades inmobiliarias). Dichos sectores han concentrado a lo largo de todo el período los mayores porcentajes de empresas no financieras y representan los sectores con mayor exposición al riesgo para el sector financiero, medida en términos de los volúmenes de deuda bancaria y de deuda bancaria morosa. En particular, cabe señalar la creciente del sector de construcción y promoción inmobiliaria, tanto en términos del número de empresas como de la deuda bancaria que concentra. Un deterioro de la rentabilidad de estas empresas podría plantear retos importantes a aquellas entidades con mayor exposición y peor selección de acreditados.

Las condiciones financieras holgadas siguieron contribuyendo a sostener la expansión de la deuda de los hogares, que continuó creciendo a tasas en el entorno del 20% en términos anuales durante el primer semestre del año. Esta evolución siguió estando condicionada por el crédito para la adquisición de vivienda, cuyo ritmo de avance se mantuvo en niveles elevados, próximos al 24%.

Estos desarrollos resultaron en un nuevo deterioro de los indicadores de presión financiera de las familias. Así, tanto la ratio de endeudamiento como la de carga financiera continuaron aumentando en el primer semestre del año. No obstante, a pesar del avance de la deuda, el patrimonio neto de los hogares siguió ascendiendo, gracias a la revalorización de la vivienda, que ha continuado creciendo a tasas elevadas.

Por lo tanto, aunque la posición patrimonial agregada del sector sigue siendo sólida, persisten los riesgos relacionados con la evolución de su endeudamiento y con los niveles alcanzados por el precio de la vivienda.

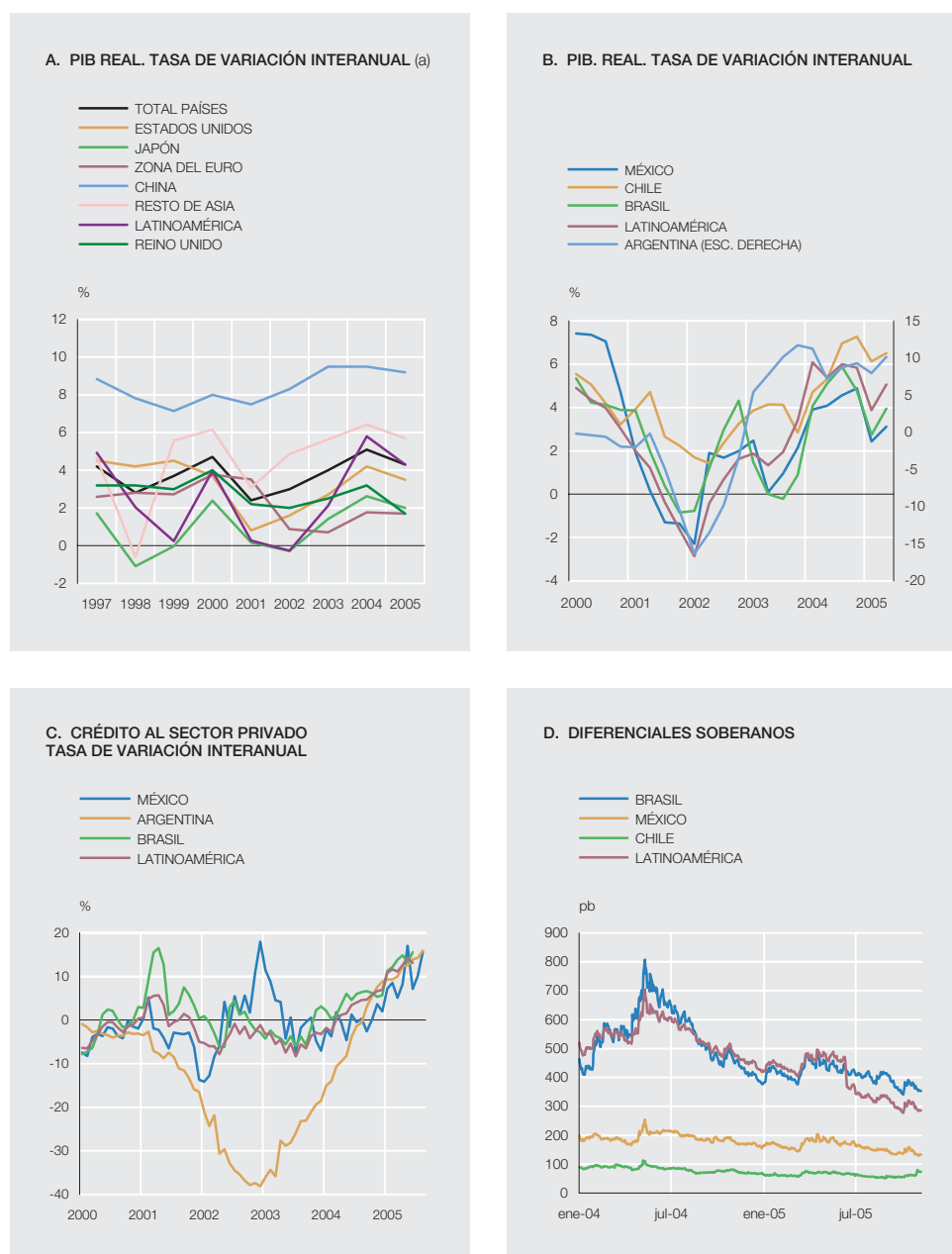
b. Resto del mundo

El entorno exterior del área del euro continuó reflejando, en la primera mitad de 2005, un fuerte ritmo de actividad (gráfico I.8.A), aunque menor que el del año pasado, sin que, por el momento, se materializaran las tensiones inflacionistas derivadas de los elevados precios del petróleo. Los precios del crudo registraron un fuerte y persistente incremento en el año, hasta alcanzar niveles de 67 dólares el barril (Brent) a inicios de septiembre, frente a 40 dólares a inicios de año, en un contexto de elevada demanda de crudo y escaso margen de ampliación de la oferta.

El positivo comportamiento macroeconómico se debió, fundamentalmente, al crecimiento sostenido de Estados Unidos y de las economías asiáticas, al tiempo que Japón se incorporó a esta tendencia desde el primer trimestre del año, tras la fuerte desaceleración del segundo semestre de 2004 (gráfico I.8.A). Este patrón de crecimiento mundial tuvo, sin embargo, algunas implicaciones adversas, ya que contribuyó a una ampliación de los desequilibrios globales, en particular del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos y al aumento del superávit de Asia, especialmente de China, donde continúa la acumulación de reservas internacionales. Ello ha supuesto un incremento de la vulnerabilidad de la economía global a una corrección brusca de dichos desequilibrios. Otro riesgo importante para la positiva evolución de la economía internacional se encuentra en la posible prolongación, e incluso acentuación, de las presiones alcistas en el precio del petróleo, sobre todo si se produce una traslación importante a precios y salarios.

En *Estados Unidos*, el producto interior bruto creció en el primer y el segundo trimestre a una tasa trimestral anualizada del 3,3% (3,6% en términos interanuales), con significativas contribuciones del consumo privado y la inversión empresarial. El sector exterior tuvo, en el segundo trimestre, una aportación positiva, aunque moderada, tras años de aportación negativa. Los datos de demanda y empleo disponibles para el tercer trimestre de 2005 también fueron positivos, aspecto que se reflejó en un crecimiento del PIB del 3,8% en tasa trimestral anualizada, según los datos preliminares publicados. Por su parte, el déficit por cuenta corriente se situó, en el segundo trimestre, en el 6,3% del PIB, ligeramente por debajo del registrado en el trimestre anterior, pero con un deterioro adicional en el saldo comercial. El índice de precios de consumo mostró en septiembre un aumento de un 1,2% mensual, lo que situó el crecimiento en el 4,7% en tasa interanual, fundamentalmente por el fuerte incremento registrado por los precios de la energía, por lo que apenas se ha trasladado a la inflación subyacente, que se mantiene en niveles reducidos (2,2% en septiembre).

En *Japón*, el PIB creció en el primer y segundo trimestre de 2005 un 1,4% y un 2,1%, en tasa interanual, respectivamente, lo que supone una fuerte aceleración respecto al último trimestre



FUENTES: IFS y Datastream.

a. Previsión último dato: FMI (total países y resto de Asia), BCE (zona del euro) y Banco de España.

de 2004. Las aportaciones más significativas al crecimiento tuvieron su origen en la demanda interna, que registró avances en el consumo privado y, especialmente, en la formación de capital fijo no residencial, frente a una aportación ligeramente negativa del sector exterior. Estos datos suponen una reversión de la desaceleración que había experimentado la economía nipona en la segunda mitad de 2004 y han favorecido una revisión alcista de las previsiones para 2005. Por su parte, el deflactor del PIB y los índices de precios de consumo mantuvieron tasas negativas de crecimiento.

En el *Reino Unido* creció un 1,6% en el tercer trimestre, en términos interanuales, frente a 1,5% en el trimestre anterior, lo que confirma la atonía de la actividad que venía observándose en los últimos trimestres. Destacó la menor aportación de la demanda interna, en mayor me-

dida por el consumo privado que por la inversión, a pesar de que las exportaciones repuntaron con fuerza y permitieron una aportación moderadamente positiva al crecimiento del sector exterior. Esta debilidad del consumo parece estar relacionada con la fuerte desaceleración de los precios de la vivienda de los últimos meses. El Banco de Inglaterra redujo las tasas de interés oficiales en 25 pb en agosto, hasta situarlas en el 4,5%.

En *China*, el crecimiento del PIB en los tres primeros trimestres del año se situó en el 9,4% y 9,5% (tasa interanual), respectivamente, cifras muy similares a las registradas a finales de 2004, al tiempo que el superávit comercial tendió a ampliarse. En el primer trimestre del año el superávit por cuenta corriente alcanzó el máximo de 67 mm de dólares, un 8,1% del PIB. El 21 de julio se produjo una moderada revaluación del renmimbi, al tiempo que se modificaba el régimen cambiario, al sustituirse el tipo de cambio fijo del renmimbi frente al dólar por una cesta de monedas. También se han anunciado diversas medidas para aumentar el papel del mercado en la determinación del tipo de cambio. Por el momento, el renmimbi permanece muy estable en torno al nivel anunciado tras la revaluación de 8,11 yuanes por dólar.

En *Latinoamérica*, en el primer trimestre del año la actividad se desaceleró en todas las economías respecto a 2004, para reactivarse de nuevo en el segundo trimestre. Así, para el conjunto de las siete principales economías, la tasa de crecimiento pasó desde el 5,9% en el último trimestre de 2004 a un 4% en el primer trimestre de 2005 y a un 5,1% en el segundo (gráfico I.8.B). Esta tasa, sin embargo, esconde ciertas divergencias en la evolución cíclica de los países: por un lado, se ha reavivado el crecimiento en Argentina, Brasil, Colombia y Venezuela, mientras que se ha desacelerado en Chile y Perú y, en mayor medida, en México.

La *demanda interna* moderó su dinamismo en Latinoamérica, pero el crecimiento siguió siendo superior al 5% en el primer semestre de 2005. El consumo privado mantuvo su fortaleza (con alguna excepción, como México), apoyado en un elevado ritmo de creación de empleo y en la reactivación del crédito al sector privado. La inversión volvió a ser el componente de la demanda interna con el mayor crecimiento, sustentada por condiciones financieras holgadas, el mantenimiento de favorables expectativas económicas, la elevada utilización de la capacidad instalada y el buen comportamiento exterior. Es destacable el favorable desempeño de las exportaciones, a pesar de cierta ralentización en el crecimiento del comercio mundial y la apreciación de los tipos de cambio efectivos reales en la mayoría de los países. Este dinamismo se tradujo en el mantenimiento, e incluso ampliación, del superávit comercial de la región, que se situó por encima del 4% del PIB en la primera mitad del ejercicio y que, unido al continuado crecimiento de las remesas, mantuvo el superávit por cuenta corriente por encima del 1% del PIB para el agregado regional.

La evolución de los *precios* fue favorable en la mayoría de los países, especialmente si se tiene en cuenta el continuo incremento del precio de la energía y que las brechas de producción son ya positivas en muchos países. Así, la tasa de inflación interanual del agregado regional se redujo al 5,8% en septiembre de 2005, frente al 6,5% al final de 2004. Los factores explicativos de este buen comportamiento parecen ser la mejora en la credibilidad antiinflacionista en la mayoría de los países y la apreciación de las monedas latinoamericanas. El comportamiento de los precios fue más preocupante en Argentina, donde el índice de precios de consumo se ha acelerado hasta casi el 10%. La moderación general en las presiones inflacionistas permitió que, a mediados de año, se interrumpiera el ciclo alcista de tipos de interés en Brasil y México, y que estos incluso comenzaran a reducirse durante el tercer trimestre de 2005. En Chile, por el contrario, se intensificó el ritmo de subidas de tipos, aunque aún se mantienen en niveles reducidos. Asimismo, en Argentina los tipos interbancarios han repuntado de forma notable en los últimos meses.

El mantenimiento del crecimiento económico y la contención de las presiones inflacionistas en la mayoría de los países permitieron que continuara la aceleración del crecimiento del *crédito* en términos reales en la región, que ha pasado de tasas interanuales del 7% a finales de 2004 a tasas cercanas al 13% al final del primer semestre de 2005 (gráfico I.8.C). Especialmente destacables son las aceleraciones del crédito total en Brasil y del hipotecario en México. A pesar de ello, en México el crédito total en términos reales sigue suponiendo solo un 57,5% del existente a finales de 1994, justo antes de la crisis del tequila.

Los *diferenciales soberanos* continuaron su reducción en 2005, en un contexto de bajos tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos y abundante liquidez global (gráfico I.8.D). Esta reducción llevó al índice EMBI regional a situarse en mínimos, por debajo de los 300 pb a finales de octubre, frente a los 420 pb con los que inició el año. Particularmente destacables fueron las reducciones de los diferenciales soberanos en Perú, Colombia y Uruguay. Las calificaciones soberanas sufrieron variaciones mínimas durante el semestre, con la notable excepción de Argentina, que experimentó una sustancial mejora de su calificación soberana tras la reestructuración de la deuda.

## I.2.2 IMPACTO DE LA POLÍTICA CREDITICIA DE LAS ENTIDADES

### Crecimiento del crédito

El crédito al sector privado residente en el negocio en España, una vez tenido en cuenta el efecto de las titulizaciones que han vuelto al balance por no haber una transmisión sustancial del riesgo de crédito<sup>4</sup>, ha continuado acelerándose en la primera mitad de 2005, alcanzando ya en junio una tasa del 20,1% para el conjunto de entidades de depósito<sup>5</sup>. El crédito con garantía hipotecaria crece al 25,2%, frente al 13,6% del resto del crédito sin garantías (gráfico I.9.A). El análisis por separado de bancos y cajas es similar, aunque las cajas crecen algo más que los bancos en las operaciones garantizadas (26,6%, frente al 23,6%, respectivamente), y lo contrario ocurre en el resto de operaciones (12,7%, frente al 14,7%). La expansión de la financiación vinculada al sector inmobiliario (tanto el crédito a hogares para adquisición de vivienda como a constructores y, sobre todo, a promotores inmobiliarios) explica el anterior comportamiento diferencial. En los últimos IEF se ha prestado especial atención a este elemento y al riesgo que comporta para las entidades. No se observa, de momento, un cambio de tendencia en la evolución de la exposición de las entidades de depósito al sector inmobiliario.

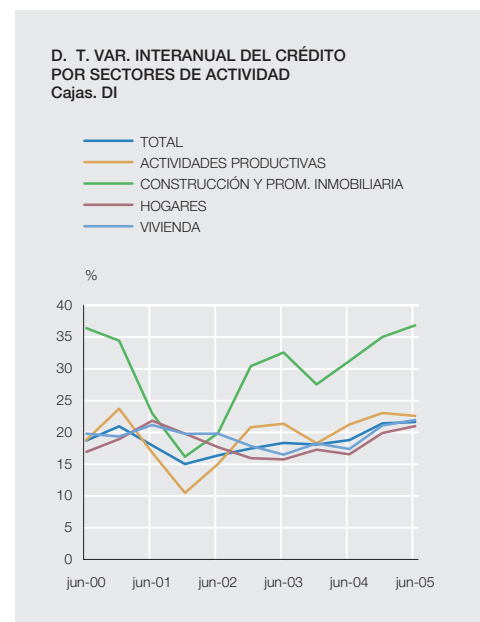
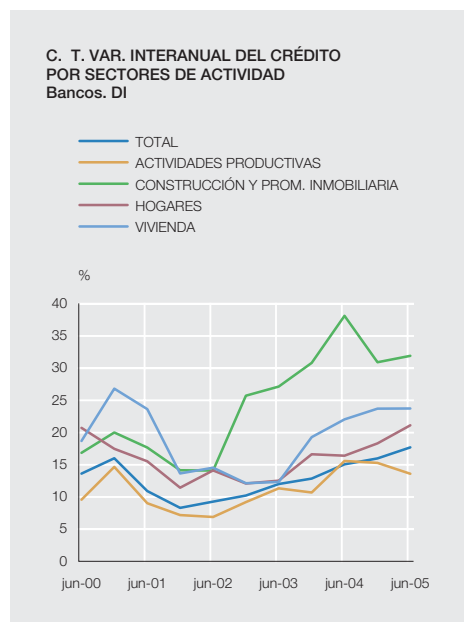
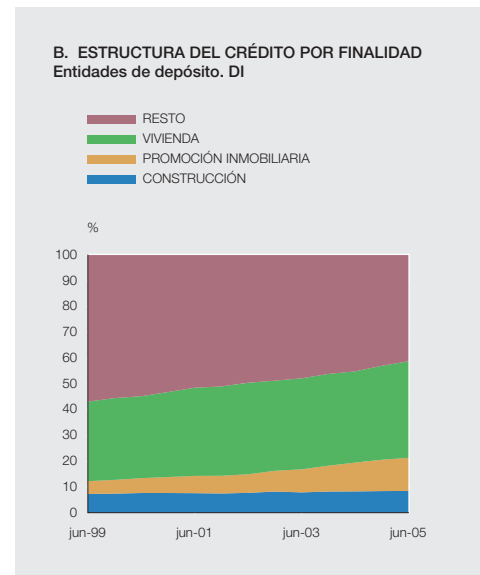
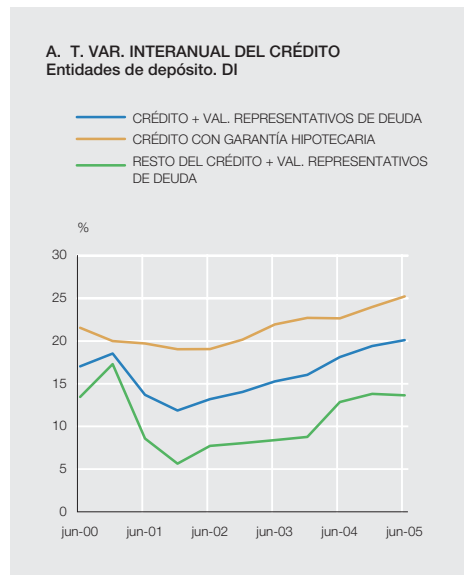
Como consecuencia del crecimiento diferencial del crédito por sectores, el peso relativo de la financiación para la adquisición de vivienda y a promotores inmobiliarios ha continuado aumentando su importancia en las carteras crediticias de bancos y cajas (gráfico I.9.B). En el caso de las cajas, el 65,8% del crédito a empresas y hogares está vinculado al sector inmobiliario, mientras que en los bancos es el 52,2%. En términos de contribución a la tasa de crecimiento del total crédito, tres cuartas partes se explican por este tipo de operaciones, con casi cerca del 80% de la contribución en cajas. En general, las cajas muestran un mayor dinamismo que los bancos en el crédito a empresas, lo que se traduce en aumentos adicionales de su cuota de mercado (gráficos I.9.C y D).

### Titulización

Como cabía esperar, los cambios en la Circular contable no parece que hayan tenido un impacto significativo en el volumen de activos titulizados por las entidades de depósito españo-

4. La CBE 4/2004 obliga a las entidades a suministrar información sobre las titulizaciones que han mantenido en balance. Suponiendo que la estructura de titulizaciones dentro y fuera de balance ha permanecido relativamente estable en los últimos años (es decir, que el riesgo transmitido y retenido no ha cambiado significativamente), es posible obtener una serie continua de tasas de variación del crédito al sector privado residente. Nótese que la información sobre crédito proviene de los balances reservados y, en concreto, se basa en los importes en libros de las operaciones, sin ningún ajuste de valoración. 5. En el Documento de Trabajo 0531 del Banco de España, titulado *Credit cycles, credit risk, and prudential regulation*, se obtiene evidencia empírica muy robusta sobre la relajación de las políticas crediticias (calidad en la admisión de acreditados y exigencia de garantías) en las fases de crecimiento económico sostenido y fuerte expansión del crédito.

Negocios en España. DI



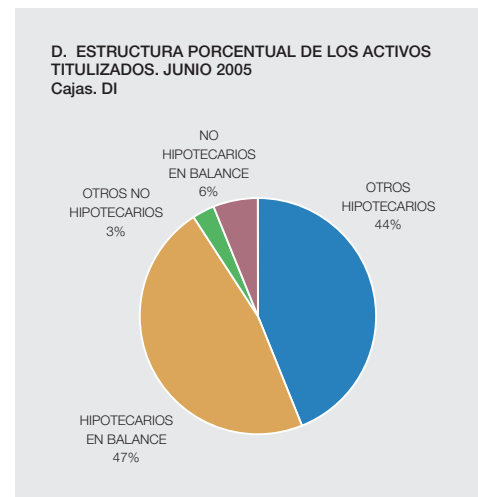
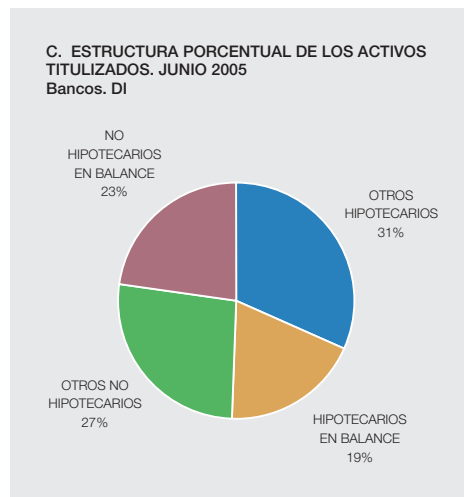
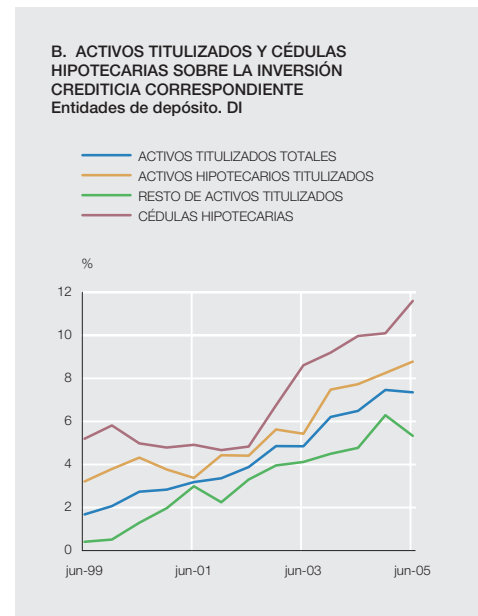
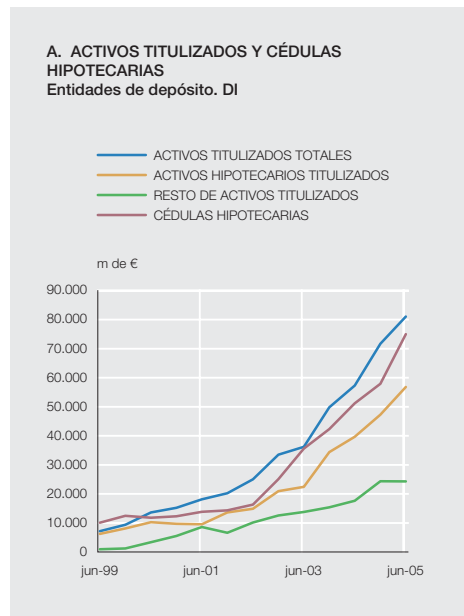
FUENTE: Banco de España.

las, que han continuado aumentando hasta junio de 2005 (gráfico I.10.A). De forma similar, la emisión de cédulas hipotecarias ha seguido a fuerte ritmo, en particular entre los bancos<sup>6</sup>. El proceso de titulización de activos, entendido en sentido amplio, esto es, incluyendo las cédulas hipotecarias, responde en la actualidad, sobre todo, a la necesidad de obtener liquidez para continuar financiando el fuerte crecimiento del crédito y, en mucha menor medida, al marco normativo (contable y de recursos propios).

La titulización de activos por parte de las entidades de depósito españolas ha crecido de manera significativa en los últimos años, de tal forma que los activos titulizados totales ya representan el 7,4% de la inversión crediticia (gráfico I.10.B). Para los activos hipotecarios dicho porcentaje se sitúa en el 8,8%. Si se le añade el peso relativo de las cédulas hipotecarias, se

6. El recuadro I.3 analiza el papel de las cédulas en la titulización hipotecaria en España.

Entidades de depósito, bancos y cajas. DI



FUENTE: Banco de España.

obtiene un 20,4%; es decir, algo más de la quinta parte de los activos hipotecarios ha sido objeto de titulización, bien a través de cédulas, bien a través de otras fórmulas que pueden implicar o no su baja de balance, atendiendo a la transmisión del riesgo de crédito.

Con datos de junio de 2005, algo menos de la mitad de los activos titulizados está en balance. Es decir, la aplicación de la CBE 4/2004 se ha traducido en una vuelta al balance de una parte sustancial de las titulizaciones, debido a la falta de transmisión del riesgo<sup>7</sup>. Las mantenidas en balance representan un porcentaje superior en las cajas (53%) que en los bancos (41,7%).

Las cajas tienen una mucha mayor especialización en las titulizaciones de activos hipotecarios, mientras que en los bancos hay un mayor equilibrio (gráficos I.10.C y D).

7. En la nota 4 al pie de página se ha explicado cómo corregir dicho impacto para calcular tasas de variación del crédito comparables con los períodos anteriores.

Desde mediados de la década de los noventa, la financiación al sector privado por parte de las entidades de crédito ha mostrado un elevado ritmo de crecimiento, superior al mantenido por los fondos que las entidades reciben de dicho sector a través de los depósitos tradicionales. En este marco, e incentivadas por el desarrollo de un marco regulatorio cada vez más flexible, las entidades han hecho uso de la titulización de activos para conseguir financiación y para gestionar su liquidez.

Los procesos de titulización en España empezaron a dar sus primeros pasos en 1981 con la aprobación de la Ley del Mercado Hipotecario (Ley 2/1981, de reforma del mercado hipotecario). Dicha Ley abrió la posibilidad de financiar el crédito hipotecario concedido por las entidades de crédito mediante la emisión de diferentes tipos de títulos hipotecarios, de los que las cédulas y las participaciones hipotecarias fueron los únicos que se desarrollaron.

Posteriormente, la creación y regulación en 1992<sup>1</sup> de los denominados fondos de titulización hipotecaria (FTH) hicieron posible la denominada titulización fuera de balance<sup>2</sup> por parte de las entidades de crédito mediante la transferencia de participaciones hipotecarias a dichos fondos, que, a su vez, quedaban capacitados para emitir bonos utilizando como garantías dichas participaciones. Sin embargo, no fue hasta 1998<sup>3</sup>, con la regulación y creación de los fondos de ti-

tulización de activos (FTA), que quedaban autorizados a emitir bonos tomando como garantía cualquier tipo de instrumento financiero emitido por entidades de crédito o por empresas, cuando los procesos de titulización en España empezaron a registrar un fuerte crecimiento, siendo las entidades de crédito las principales protagonistas.

La titulización de cédulas (emitidas por las entidades de crédito y tituladas por los FTA) ha sido uno de los motores de la creciente actividad en titulización por parte de las entidades de crédito. La titulización de cédulas hipotecarias ha mantenido una tendencia creciente y ha permitido, por ejemplo, que cajas de ahorros pequeñas, con negocios muy localizados geográficamente, sin acceso a la emisión de bonos en condiciones de mercado de forma individual, constituyan agrupaciones (*pools*) de cédulas tituladas a través de los FTA.

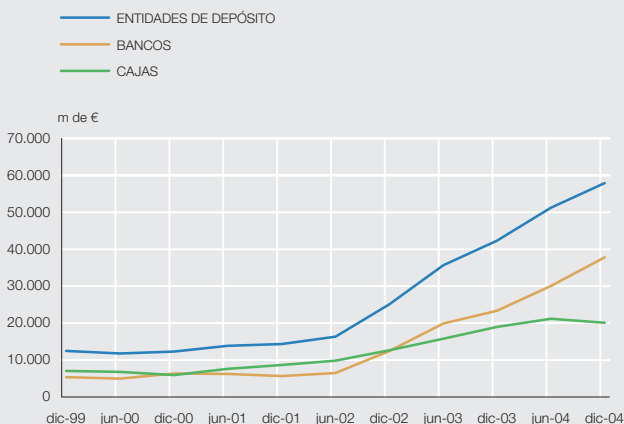
Los préstamos hipotecarios usados como garantía de las cédulas y de las participaciones tienen que reunir ciertas características establecidas en la Ley del mercado hipotecario de 1981: a) el prestatario ha de tener pleno dominio del bien hipotecario que está financiando y la hipoteca constituida debe ser la primera; b) el préstamo hipotecario no debe suponer más de un 80% (70%), según se trate de una compra de vivienda (o de otra inversión inmobiliaria), del valor del bien hipotecado; c) el bien hipotecado debe ser valorado por una sociedad tasadora (bajo supervisión del Banco de España), y d) el valor de la emisión de cédulas y/o participaciones no puede exceder del 90% del saldo vivo de los préstamos hipotecarios (en el caso de las cédulas, excluyendo aquellos que sirven como garantía a otro tipo de bonos hipotecarios emitidos). Las cédulas hipotecarias que una entidad puede emitir están garantizadas por el total de la cartera de créditos hipotecarios que cumpla los requisitos señalados, mientras que la emisión de bonos y participaciones queda ligada de forma específica a un determinado conjunto de créditos hipotecarios.

Las cédulas son un instrumento de financiación para las entidades muy flexible y que presenta claras ventajas. Por una parte, el venci-

1. Ley 19/1992, sobre el régimen de las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titulización hipotecaria. 2. Estos fondos son una figura parecida a los *Special Purpose Vehicles*, en terminología anglosajona, pero con ciertas diferencias de carácter jurídico. La ley de 1992 permite que las participaciones hipotecarias emitidas por las entidades de crédito se transfieran a los fondos de titulización hipotecaria (FTH), que las transforman en bonos estandarizados y homogéneos, aptos para ser negociados en mercados organizados. El vencimiento de las participaciones debe ser igual al del crédito hipotecario asociado. Los FTH son vehículos completamente independientes de la institución financiera que concedió los créditos hipotecarios que sustentan la operación y no tienen personalidad jurídica, aunque se requiere una escritura de constitución. Los tenedores de bonos emitidos por los FTH asumen el riesgo de crédito y, en su caso, de prepago, y no pueden tomar ninguna acción legal contra los emisores de las participaciones hipotecarias o los acreditados iniciales. 3. Real Decreto 926/1998.

CÉDULAS HIPOTECARIAS EMITIDAS

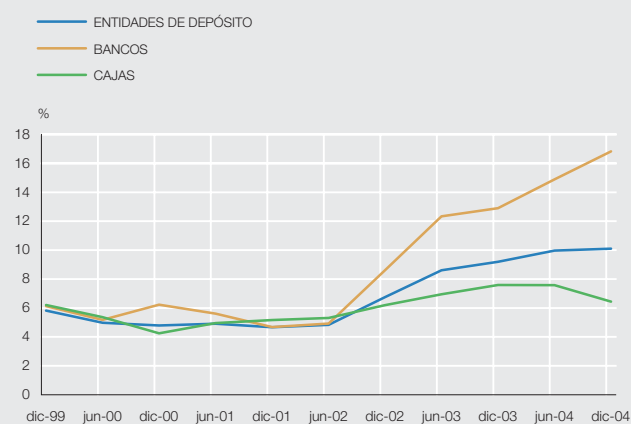
GRÁFICO A



IMPORTANCIA DE LAS CÉDULAS

GRÁFICO B

HIPOTECARIAS EMITIDAS RESPECTO AL CRÉDITO HIPOTECARIO GESTIONADO



FUENTE: Banco de España.



miento de las cédulas que una entidad emite no tiene que coincidir con el vencimiento de los préstamos que actúan como garantía. Así, se han emitido cédulas con vencimientos a corto (por ejemplo, tres años) y largo plazo (veinte años), siendo el vencimiento a diez años el más representativo. Por otra parte, las cédulas constituyen un medio de captación de pasivo más barato que otros tipos de operaciones con valores, dada su elevada calidad crediticia. Además, pueden ser utilizadas como garantía (Lista 1 del SEBC) en las operaciones de política monetaria en el área del euro.

En la actualidad, el mercado español de cédulas hipotecarias es uno de los mercados de títulos hipotecarios en la UE de crecimiento más rápido. A lo largo de 2004, el volumen de cédulas emitido por las instituciones financieras y monetarias ascendió a 19,2 mm de euros (gráfico A) y el saldo vivo de cédulas hipotecarias de bancos y cajas

de ahorros suponía el 16,8% y el 6,4% del total de crédito hipotecario gestionado por ambos grupos de entidades, respectivamente (gráfico B).

En julio de 2005, MTS, mercado líder en la negociación de activos de renta fija en Europa, abrió un segmento de negociación para cédulas hipotecarias con un volumen de emisión mayor de 1,5 mm de euros, que se espera aumente la liquidez de este activo.

La mayor parte de los bonos de titulización en España tienen como garantía préstamos hipotecarios de forma directa (47,3%) o a través de cédulas (35,6%). Los inversores extranjeros son los principales tenedores de bonos de titulización (62,2% en 2004), seguidos por las instituciones financieras (33,7%) y por el sector privado no financiero (4,1%).

Perfil de riesgo de los instrumentos de deuda

La nueva Circular contable clasifica a los instrumentos de deuda (valores adquiridos, depósitos efectuados y créditos otorgados, entre otros) en diferentes categorías: normal, subestándar, dudoso, en razón de la morosidad y por razones distintas, y fallidos. Dentro del riesgo normal se distinguen seis grupos o categorías homogéneas de riesgo<sup>8</sup>. Dicha segmentación no es muy distinta de la existente con la CBE 4/1991 y sus modificaciones posteriores (CBE 9/1999 y 4/2000), y que era la base del modelo estándar para el cálculo de la dotación estadística. No obstante, sí existe un cambio sustancial debido a la inclusión, en la categoría de menor riesgo (sin riesgo apreciable), de los depósitos en entidades de crédito y los valores de deuda pública. Si excluimos dicho segmento, el perfil de riesgo de los instrumentos de deuda ha continuado descendiendo a lo largo de 2005 en los balances individuales de las entidades de depósito españolas (gráfico I.11.A), en particular en los bancos. Esta evolución responde a un aumento del segmento de riesgo bajo (créditos con garantía hipotecaria) y medio-bajo (resto de garantías), ligado a la evolución del crédito a la adquisición de vivienda y a la construcción y promoción inmobiliarias (gráfico I.11.B).

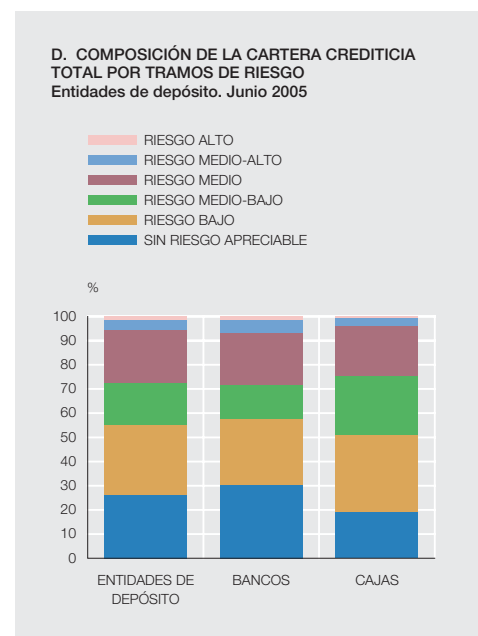
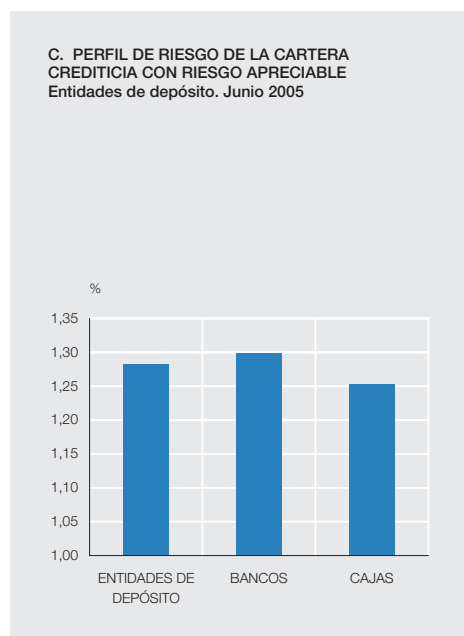
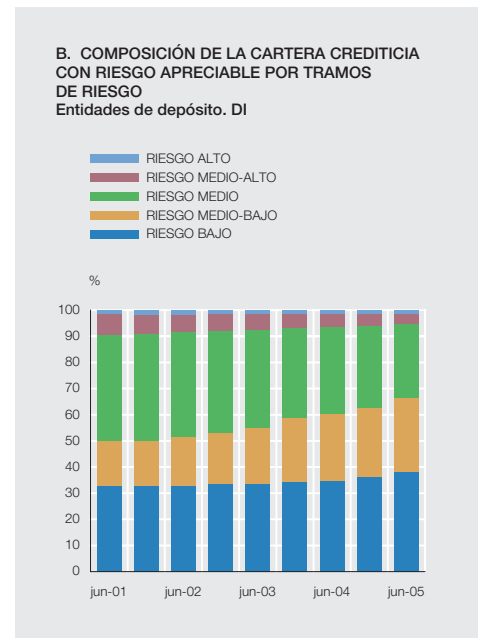
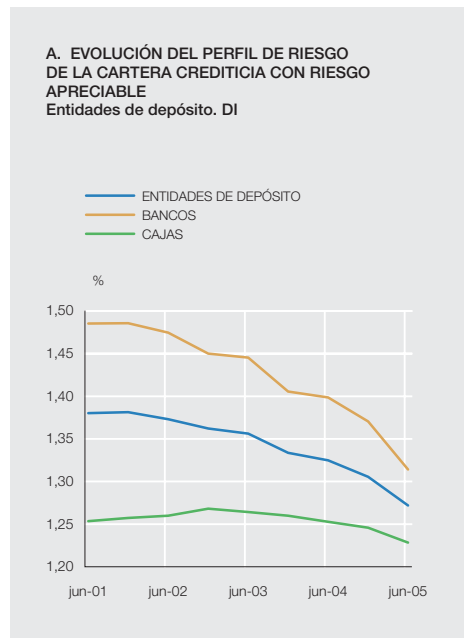
La clasificación de los instrumentos de deuda se hace extensible a los balances consolidados con la CBE 4/2004, lo que permite calcular el perfil de riesgo de todo el grupo de entidades de crédito. Eliminando la categoría inferior de riesgo, el nivel y la estructura del riesgo normal es muy parecido en los datos individuales y en los consolidados (gráfico I.11.C). Si se considera el conjunto del riesgo normal, los bancos son los que, a nivel consolidado, concentran una mayor proporción de su cartera en la categoría sin riesgo apreciable y en los tres grupos de mayor riesgo (gráfico I.11.D). Por el contrario, las cajas están más especializadas en los tramos medios de riesgo (operaciones con garantía).

Activos dudosos

Los cambios de normativa contable determinan la evolución de los activos dudosos y de los ratios de morosidad en junio de 2005, como ya se ha comentado en la sección introductoria. Así, frente a la caída de los activos dudosos totales desde mediados de 2003 hasta finales de 2004 y el estancamiento, en tasas interanuales, de enero a mayo de 2005, en junio la morosidad ha repuntado muy significativamente. La evolución de los activos dudosos en los últimos años estuvo muy ligada a la de los bancos y, en particular, a la de los préstamos con el sector no residente (gráfico I.12.A). En 2005, buena parte del aumento de morosidad respon-

8. Sin riesgo apreciable, riesgo bajo, riesgo medio-bajo, riesgo medio, riesgo medio-alto y riesgo alto. En el glosario se detalla el contenido de cada grupo homogéneo de riesgo.

Entidades de depósito

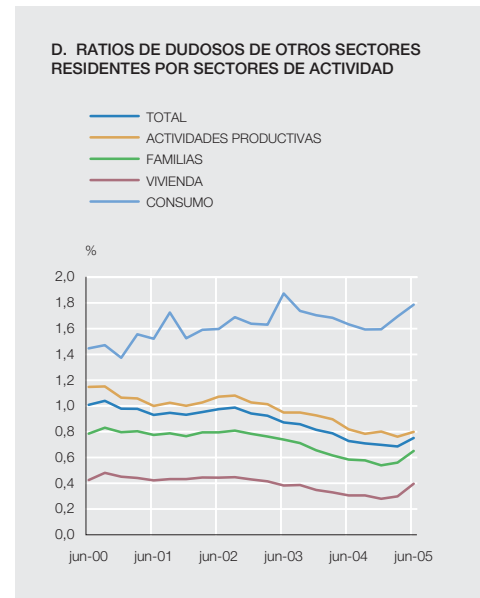
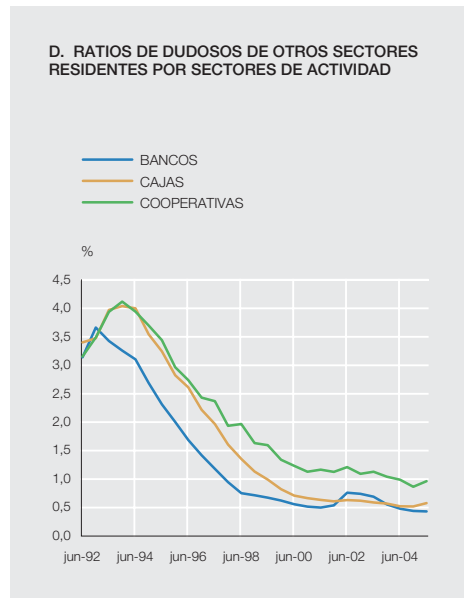
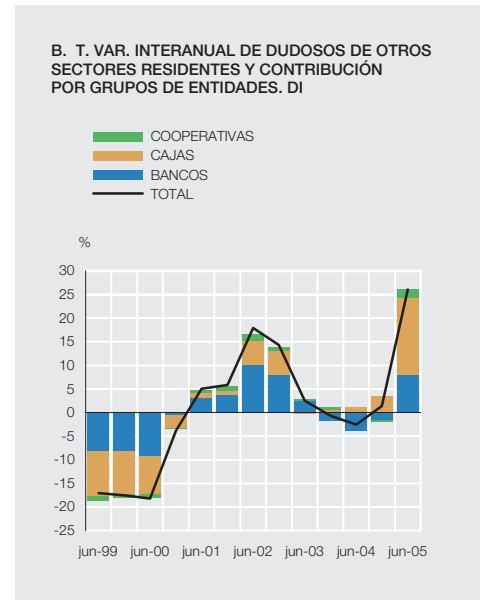
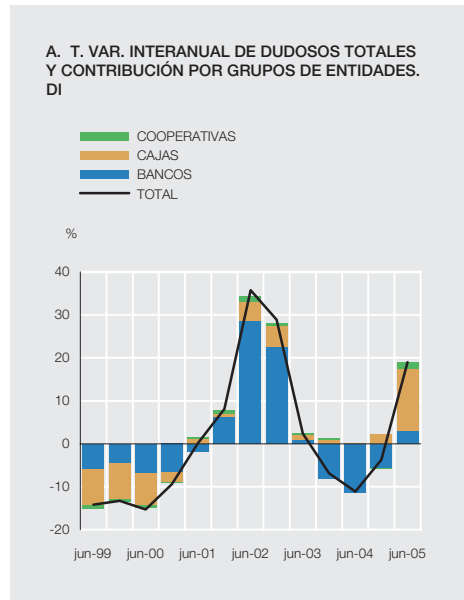


FUENTE: Banco de España.

de al comportamiento de las cajas de ahorros, y en especial el crecimiento de junio de 2005. Un mayor peso de su cartera hipotecaria en el conjunto de la financiación a otros sectores residentes y, por tanto, de los morosos con garantía hipotecaria, que en principio deberían verse más afectados por el cambio contable, explicaría esta evolución (gráficos I.12.A y B).

Las ratios de morosidad han repuntado en junio de 2005, con mayor intensidad en cajas y cooperativas que en bancos, a nivel de entidades individuales (gráfico I.12.C). No obstante, siguen muy cerca de los valores mínimos de los últimos veinte años. Por sectores, también se ha producido un aumento de las ratios de morosidad, a raíz del cambio contable (gráfico I.12.D). Como cabía esperar, el mayor aumento relativo de la ratio se ha producido en la financiación a hogares para adquisición de vivienda, y el menor, en la financiación a empresas. Dentro de esta última,

Entidades de depósito. DI



FUENTE: Banco de España.

agricultura, comercio, hostelería y transporte son los sectores con mayor aumento. De nuevo, a pesar del crecimiento experimentado, las ratios de morosidad están en niveles muy reducidos con una perspectiva temporal amplia, en línea con la posición cíclica de la economía española y la situación financiera de las empresas y familias. Finalmente, la dispersión de las ratios de morosidad del crédito al sector privado en junio de 2005 prácticamente es la misma que la existente en junio de 2004, con un leve desplazamiento, en entidades (una docena) y en porcentaje del crédito (en torno al 5%), desde el tramo inferior al 0,5% al comprendido entre dicho valor y el 1%.

La ratio de dudosos corregida con los activos en suspenso regularizados ha continuado descendiendo para el conjunto de entidades de depósito, si bien el comportamiento ha sido dispar entre bancos (sigue bajando) y cajas y cooperativas (ligero repunte), siguiendo la evolución de los activos dudosos.

La información contenida en la Central de Información de Riesgos (CIR) permite realizar un seguimiento de la probabilidad de impago (PD, definida en este caso como el cociente entre el número de operaciones dudosas y el total de operaciones concedidas)<sup>9</sup> de las entidades de crédito españolas. El análisis de las PD es un elemento básico en el seguimiento de la estabilidad de cualquier sistema financiero. La CIR no solo informa sobre la calidad crediticia de las operaciones concedidas por las entidades de crédito, sino que también contiene otros elementos, como son el tipo de acreditado (empresa o PJ e individuos o PF), el tipo de instrumento utilizado (crédito comercial, financiero, arrendamiento financiero, etc.), el plazo, la existencia y tipo de garantías, y el sector de actividad en el que operan las empresas que reciben financiación bancaria. Por ello, es posible realizar un análisis con cierto grado de detalle de los niveles de la PD, atendiendo a las características de los instrumentos financieros utilizados<sup>10</sup>.

Atendiendo al tipo de *instrumento* utilizado (gráfico I.13.A), la PD del crédito financiero es más elevada en empresas (1,63%), donde representa el 80% de la financiación, que en familias (1,05%), donde supone el 90% del importe financiado. No obstante, las ratios de morosidad son sustancialmente inferiores (0,8% y 0,6%, respectivamente), lo que pone de manifiesto el mayor riesgo de crédito incurrido en las operaciones de importe reducido<sup>11</sup>. En cualquier caso, el riesgo de crédito ex post, medido mediante las ratios de morosidad o las PD, es reducido. El crédito comercial, utilizado casi exclusivamente en la financiación a empresas, es algo menos arriesgado en términos de PD, siendo todavía menor el riesgo materializado en los arrendamientos financieros.

Atendiendo al *plazo* de las operaciones de crédito (gráfico I.13.B), destacan las bajas PD y las reducidas ratios de morosidad de las operaciones a más de cinco años, tanto en familias como en empresas. En familias se trata, sobre todo, de préstamos con garantía hipotecaria para adquisición de vivienda, el producto con menor morosidad y que representa casi el 90% de la financiación otorgada por las entidades de depósito a aquellas. Las operaciones a largo plazo con empresas también tienen una baja morosidad, probablemente porque son objeto de un análisis más riguroso, dado el amplio horizonte temporal en el que puede manifestarse el riesgo de crédito. Dichas operaciones constituyen casi un 40% de la financiación total a empresas. No existe una relación monótonica entre la PD y el plazo de los créditos a empresas, ya que, si bien las PD son mayores a muy corto plazo (hasta tres meses) y descendentes para las operaciones superiores al año, entre tres meses y un año la PD es inferior a la del crédito otorgado a un plazo entre uno y tres años. Algo parecido ocurre con las ratios de morosidad. En familias, en los créditos entre tres meses y cinco años las PD aumentan ligeramente, al igual que las ratios, pero son todavía inferiores a las del crédito a muy corto plazo, con una PD del 2% pero una ratio de morosidad de casi el 6%. No obstante, estas operaciones pesan muy poco en el conjunto de la cartera crediticia de las entidades.

La existencia de *garantías* en una operación crediticia es un paliativo en caso de impago del cliente. A nivel teórico, las garantías pueden utilizarse como un mecanismo para alinear los intereses del prestatario con los del prestamista, limitando el riesgo moral del primero, o pue-

9. Una definición similar se encuentra en el trabajo de J. Saurina y C. Trucharte (2004), titulado «The small and medium-sized enterprises in the Spanish credit system and their treatment according to Basel II», *Journal of Financial Services Research*, vol. 26, n.º 2, pp. 121-144. 10. El análisis que se realiza a continuación es eminentemente descriptivo. Un estudio detallado de los determinantes de las PD de las operaciones crediticias concedidas por las entidades españolas puede verse en el trabajo de G. Jiménez y J. Saurina (2004), «Collateral, type of lender and relationship banking», publicado en el *Journal of Banking and Finance*, 28, pp. 2191-2212. 11. Un análisis detallado del papel que desempeña el tamaño de las operaciones y del prestatario en la elección de banco puede verse en el trabajo no publicado de J. Delgado, V. Salas y J. Saurina, titulado «How do firms choose bank lenders?».

Entidades de depósito; personas jurídicas (PJ) y físicas (PF)

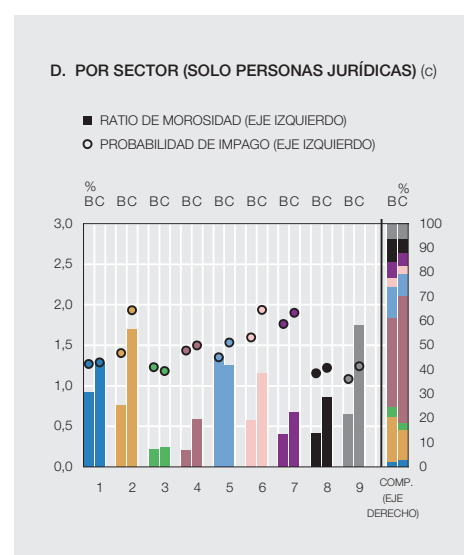
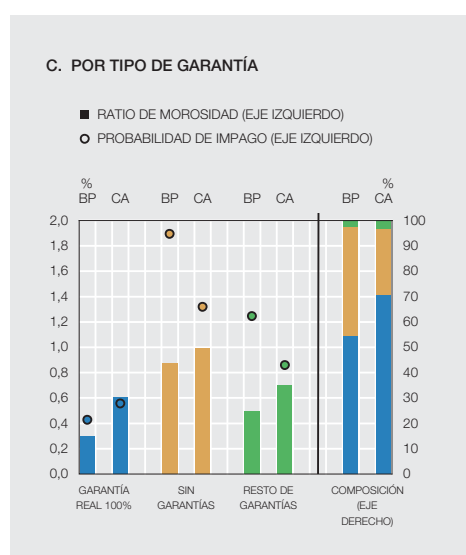
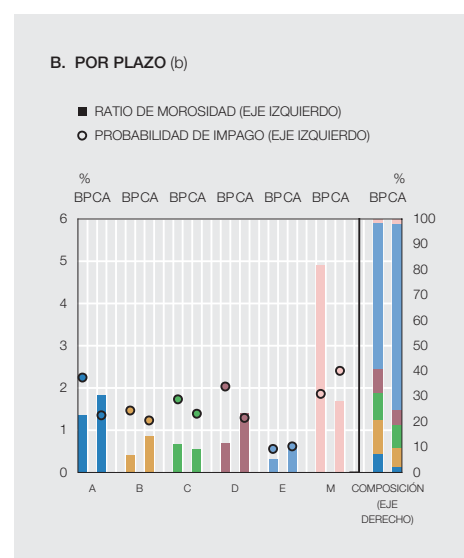
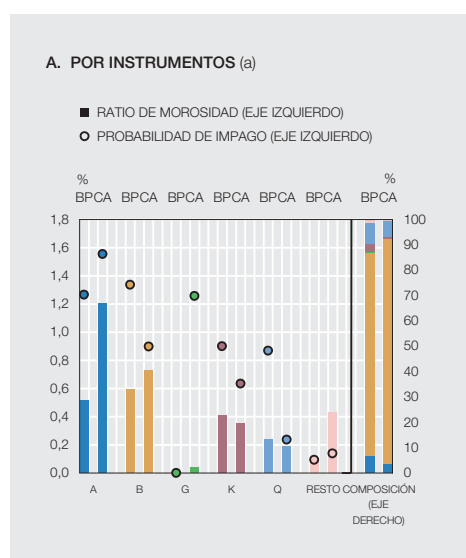


FUENTE: Banco de España.

- a. Instrumento: A-crédito comercial; B-crédito financiero; G-valores de renta fija; K-operaciones de arrendamiento financiero; Q-préstamos o créditos transferidos a terceros.
- b. Plazo: A-a la vista y hasta tres meses; B-más de tres meses y hasta un año; C-más de un año y hasta tres años; D-más de tres años y hasta cinco años; E-más de cinco años; M-indeterminado.
- c. Sectores: 1-agricultura, ganadería y pesca; 2-manufacturas y extractivas; 3-electricidad, agua y gas; 4-construcción y actividades inmobiliarias; 5-comercio; 6-hostelería; 7-transporte, almacenamiento y comunicaciones; 8-informática, I+D, alquiler de maquinaria y otras; 9-resto de sectores.

den ser utilizados por el prestatario para señalar su mayor calidad crediticia. La literatura empírica, predominantemente estadounidense, encuentra una positiva y significativa vinculación entre la existencia de garantías y el riesgo del prestatario. Los datos de la CIR, para junio de 2005, muestran una baja PD y unas ratios de morosidad reducidas para las operaciones con individuos garantizadas, en particular en aquellas que cuentan con garantía real que cubre el 100% del importe prestado (gráfico I.13.C). Se trata, fundamentalmente, de operaciones con garantía hipotecaria para adquisición de vivienda, y representan más del 80% de la cartera crediticia frente a individuos. En general, las operaciones de crédito de consumo son significativamente más arriesgadas en España, tanto en la actualidad como en los últimos

Bancos (BP o B) y Cajas (CA o C)

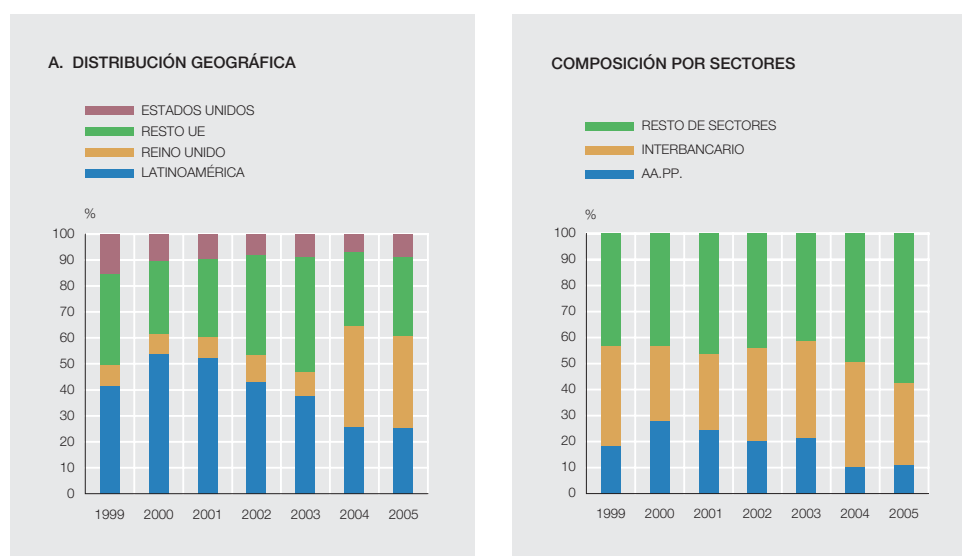


FUENTE: Banco de España.

- a. Instrumento: A-crédito comercial; B-crédito financiero; G-valores de renta fija; K-operaciones de arrendamiento financiero; Q-préstamos o créditos transferidos a terceros.
- b. Plazo: A-a la vista y hasta tres meses; B-más de tres meses y hasta un año; C-más de un año y hasta tres años; D-más de tres años y hasta cinco años; E-más de cinco años; M-indeterminado.
- c. Sectores: 1-agricultura, ganadería y pesca; 2-manufacturas y extractivas; 3-electricidad, agua y gas; 4-construcción y actividades inmobiliarias; 5-comercio; 6-hostelería; 7-transporte, almacenamiento y comunicaciones; 8-informática, I+D, alquiler de maquinaria y otras; 9-resto de sectores.

veinte años. En cambio, las operaciones con empresas, garantizadas al 100% con activos reales, que suponen más del 40% de la exposición total con empresas, muestran una PD inferior en un 50% a la de la financiación empresarial sin garantías o con garantías parciales. No obstante, dichas diferencias se reducen sustancialmente en términos de ratios de morosidad, por lo que son las operaciones de menor tamaño, sin garantías, las más morosas. Una parte de la explicación se debe a la fuerte presencia de financiación a empresas constructoras y promotoras inmobiliarias, que ofrecen como garantía de la operación los terrenos, edificios y viviendas en fase de desarrollo, construcción o venta. No obstante, dada la aparición continuada de nuevos prestatarios en la CIR (creación de nuevas empresas), una parte de dichas

Entidades de depósito (a)



FUENTE: Banco de España.

a. Los datos corresponden al mes de diciembre de cada año, excepto en 2005, en que corresponden a marzo, última información disponible a la fecha de elaboración de este IEF.

diferencias podría deberse a la utilización de las garantías como mecanismo de señalización por parte de estos nuevos acreditados<sup>12</sup>.

Finalmente, la PD difiere entre *sectores de actividad* en la financiación a empresas (gráfico I.13.D), siendo más elevada en hostelería y transporte y más reducida en las empresas de provisión de servicios públicos esenciales. En una posición intermedia están las constructoras y promotoras inmobiliarias, con una PD del 1,5%, aunque son, con diferencia, el sector con mayor peso en la financiación a empresas no financieras (superior al 40%) de las operaciones registradas en la CIR. Conviene señalar que las ratios de morosidad sectoriales son más bajas, en algunos casos de forma muy significativa (servicios públicos esenciales y construcción y promoción inmobiliaria), lo que pone de manifiesto que la morosidad en dichos sectores se concentra en empresas de tamaño reducido.

La *diferente especialización* que todavía existe en el negocio crediticio de *bancos y cajas*, puesta ya de manifiesto en anteriores IEF y que se concreta, en junio de 2005, con datos de la CIR, en una mayor especialización de los bancos en el crédito comercial y en arrendamiento financiero, un mayor predominio de las operaciones a largo plazo en las cajas, unido a su mayor exigencia de garantías por la especialización en el segmento de crédito a familias con garantía hipotecaria, se traduce en un comportamiento algo diferente de las PD y de las ratios de morosidad según el tipo de entidad (gráficos I.14.A, B, C y D). No existe una relación estrecha entre especialización en un segmento de crédito y nivel de riesgo crediticio. Así, en algunos tipos de operaciones en las que las cajas están más especializadas que los bancos (crédito financiero), las PD de aquellas son inferiores a las de estos, mientras que, en otras (operaciones sin garantías o a corto plazo hasta un año), la menor especialización de las cajas se traduce en menores PD. Por el contrario, la menor presencia relativa de los bancos en el sector de construcción y promoción inmobiliaria o en las operaciones a más de cinco años se

12. Un análisis detallado de esta cuestión puede verse en el trabajo de G. Jiménez, V. Salas y J. Saurina, titulado «Determinants of collateral», de próxima publicación en el *Journal of Financial Economics*.

traduce en menores ratios de morosidad que las presentadas por las cajas, aunque las PD no difieren sustancialmente.

Activos financieros en el exterior

La adquisición de un banco británico de elevado tamaño, como se puso de manifiesto en el anterior IEF, aumentó sustancialmente la cifra de activos financieros en el exterior a finales de 2004, con respecto a la cifra de finales de 2003. Con datos hasta marzo de 2005, los activos financieros en el exterior han crecido más del 8% con respecto a diciembre de 2004. Además, cambió su distribución geográfica y sectorial, disminuyendo el peso relativo de los activos financieros en Latinoamérica y aumentando el peso de la exposición en Europa y, más concretamente, en el Reino Unido. El peso relativo del sector privado (familias y empresas) aumentó en detrimento de los activos interbancarios y la deuda pública. En el primer trimestre de 2005, las entidades de depósito han aumentado, en términos relativos, sus activos financieros en el resto de la UE y en Estados Unidos (gráfico I.15.A), mientras que el peso del sector privado sigue aumentando (gráfico I.15.B).

### 1.3 Riesgo de liquidez

MERCADOS

En el mercado español de *deuda pública*, la contracción en el volumen de bonos y obligaciones contratados hasta junio alcanzaba, en términos interanuales, el 25 %. Esta evolución no ha afectado de igual forma a los distintos ámbitos de contratación de la deuda pública. Así, mientras el nivel de actividad en el mercado mayorista *over the counter* ha permanecido básicamente estable, los volúmenes de deuda contratada en los distintos mercados electrónicos existentes han registrado considerables descensos en una comparación interanual. De esta forma, la composición de la liquidez en el mercado español de deuda pública ha experimentado un desplazamiento desde la negociación electrónica a la negociación descentralizada. Los mercados electrónicos han pasado de representar un 49% de la actividad a vencimiento, en el año que concluía en junio de 2004, a suponer alrededor del 30% en idéntico período de 2005.

En las *bolsas*, las condiciones de liquidez, medidas en términos de la horquilla de precios para las acciones de las empresas españolas con mayor capitalización bursátil, han permanecido estables. En términos de actividad, la senda alcista que han venido manteniendo las cotizaciones ha impulsado mayores niveles de participación en las bolsas y un crecimiento cercano al 20% en la rotación del saldo vivo de acciones.

Esta favorable evolución de las condiciones de liquidez en las bolsas no resulta incompatible con el hecho de que, con carácter general, la liquidez se distribuye muy desigualmente entre las acciones admitidas a cotización. En relación con esta problemática, BME ha puesto en marcha en junio de 2005 una reforma en su oferta de índices bursátiles tendente a facilitar el seguimiento de las acciones con distintos niveles de liquidez. La reforma ha supuesto la eliminación de los índices IBEX complementario e IBEX sectoriales, y la introducción de los llamados IBEX *medium cap* e IBEX *small cap*. Como su propio nombre indica, estos índices hacen referencia a los valores de mediana y pequeña capitalización, respectivamente.

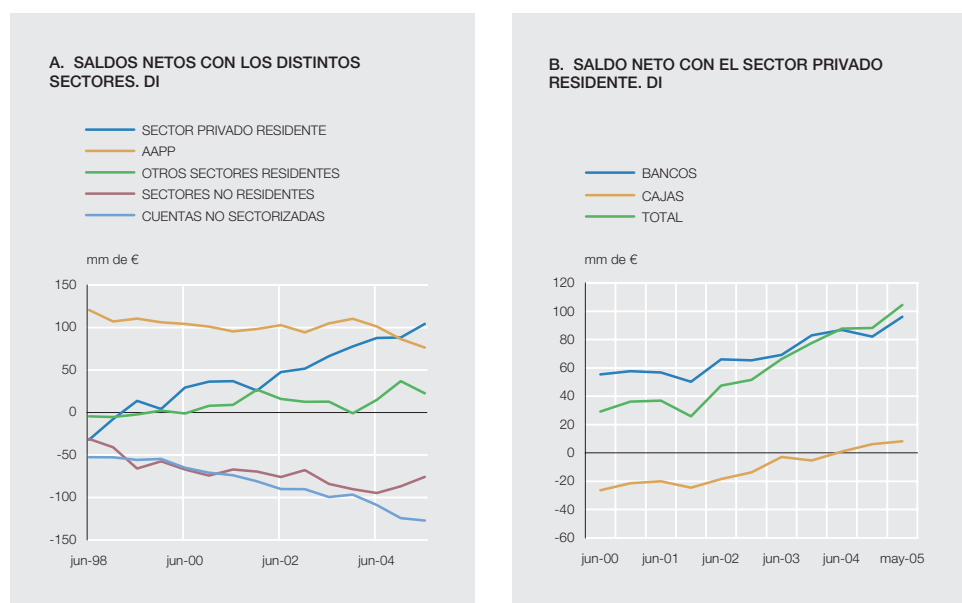
Para formar parte de los mismos, las acciones seleccionables no pueden formar parte del IBEX 35, deben tener un porcentaje de capital flotante<sup>13</sup> superior al 15% y una rotación anualizada sobre el capital flotante real superior al 15%. Esta formulación responde a la correlación que se establece en la práctica entre capitalización y liquidez. Tras la introducción de estos nuevos índices, el mercado español dispone de referencias para seguir la evolución en el mercado de acciones pertenecientes a tres grupos de liquidez diferenciada. Los 35 valores

<sup>13</sup> El capital flotante de una acción comprende el contravalor del conjunto de las efectivamente disponibles para su circulación en el mercado. Su determinación se realiza sobre la base de las acciones admitidas a cotización y la corrección a la misma que determina el nivel de las participaciones directas de control.



## NEGOCIOS EN ESPAÑA

Bancos y cajas. DI



FUENTE: Banco de España.

más líquidos están comprendidos en el IBEX 35, los 20 siguientes en el IBEX *medium cap* y 30 más en el IBEX *small cap*. Como consecuencia de esta definición en términos de ordenación, las revisiones en la composición de un subíndice de liquidez superior afectarán a la composición de los subíndices de nivel inferior.

## ENTIDADES

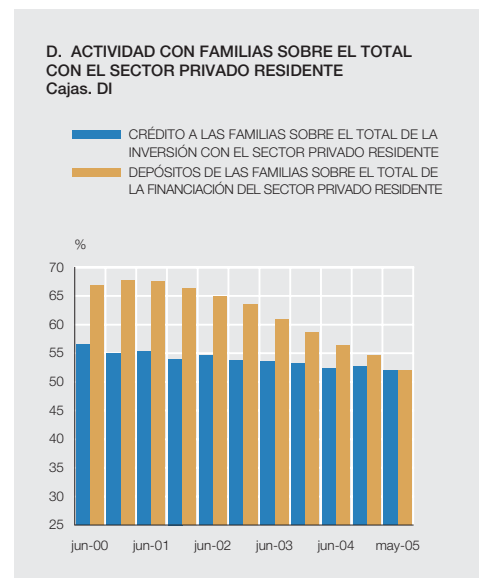
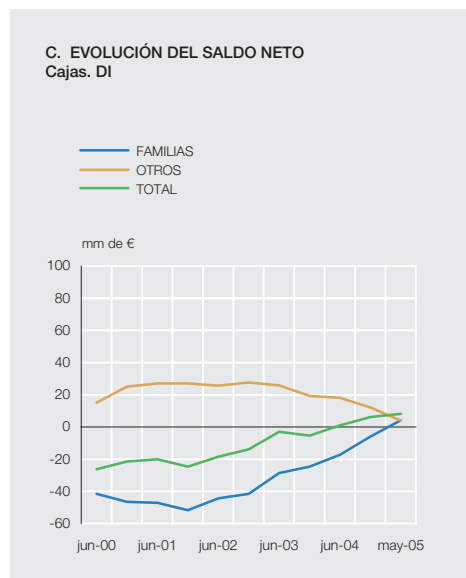
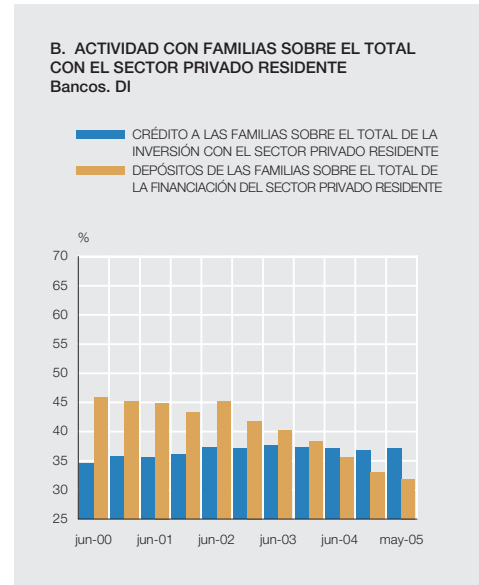
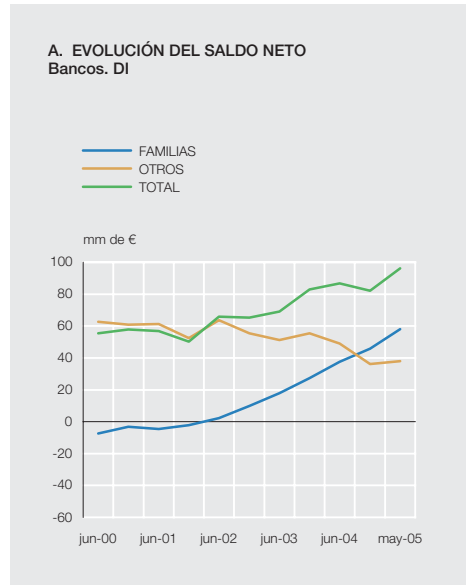
Con datos hasta mayo de 2005, el *saldo neto deudor del sector privado residente*, tanto al considerar los negocios en España como los totales, ha aumentado en relación con diciembre de 2004. El fuerte crecimiento del crédito, no correspondido por la evolución de los depósitos de clientes, se ha traducido en un nuevo aumento de dicho saldo neto (gráfico I.16.A). Dicho aumento se ha producido tanto en bancos como en cajas (gráfico I.16.B). Sin embargo, la financiación (neta) obtenida por las entidades de depósito españolas proveniente de los sectores no residentes se ha reducido, mientras que los recursos propios han estabilizado su contribución. Por lo tanto, el aumento de la financiación neta al sector privado residente se ha traducido en una disminución del saldo deudor con las AAPP y las entidades bancarias.

En el anterior IEF se puso de manifiesto que la evolución del saldo neto con el sector privado residente del conjunto de bancos y cajas venía determinada, en gran medida, por el comportamiento del saldo deudor con las familias. Ambos grupos de entidades registran saldos netos deudores, tanto en la actividad con las familias (las cajas, por primera vez en mayo de este año) como con el resto del sector privado residente, aunque las cuantías son notablemente superiores en los bancos (gráficos I.17.A y C). Sin embargo, a nivel tendencial, las diferencias son mucho menores porque el saldo con el sector familias ha aumentado sustancialmente desde mediados de 2002 en ambos grupos de entidades, suponiendo un cambio de tendencia frente a la estabilidad anterior. También el saldo deudor con las empresas muestra un comportamiento similar en ambos grupos de entidades, con una disminución iniciada a finales de 2002 y cada vez más marcada.

Tanto en bancos como en cajas, dicha evolución se debe, en gran parte, a la pérdida del peso relativo en la financiación bancaria residente de los depósitos de las *familias* (gráficos I.17.B y

NEGOCIOS EN ESPAÑA

Bancos y cajas. DI



FUENTE: Banco de España.

D). En cualquier caso, se observa también que la especialización de bancos y cajas en familias y empresas es todavía sustancialmente diferente, tanto en el activo como en el pasivo. Así, en las cajas, más de la mitad de la financiación que obtienen del sector privado residente proviene de las familias, mientras que en los bancos es solo un tercio. A su vez, los bancos están menos especializados en la financiación a familias que las cajas (menos del 40% del crédito al sector privado residente en los primeros, frente a más de la mitad en las segundas).

El desarrollo de nuevos productos bancarios y la entrada de nuevos agentes (*hedge funds*) requiere que las entidades presten atención al riesgo de contraparte. No obstante, la exposición de las entidades españolas es muy reducida en ambos segmentos de negocio.

COMPARACIÓN CON LA BANCA EUROPEA

La capacidad de las entidades para soportar un eventual problema de liquidez depende, entre otros factores, de la facilidad con la que puedan obtener fondos a través de la venta de los

activos de sus carteras. Esta capacidad dependerá, en gran medida, de quién sea la contraparte y del plazo de los activos considerados. Así, se pueden definir diferentes ratios de liquidez para tener en cuenta los factores anteriores; por ejemplo, el peso del efectivo en caja y los préstamos a corto plazo al sector público más los créditos a instituciones financieras y los valores de deuda pública, sobre los activos totales o el cociente entre los créditos y los depósitos al y del sector privado, respectivamente.

La comparación de estas dos ratios con la media de las obtenidas para el conjunto de entidades de crédito de la UE de los países de la zona del euro<sup>14</sup> muestra una posición algo menos líquida de las entidades españolas utilizando la primera ratio (entre un 5% y un 15% inferior al promedio de la UE y del área euro, respectivamente); y, sin embargo, a pesar de que la financiación concedida a empresas y familias residentes continúa siendo superior a los fondos captados de dichos sectores, la comparación con la media europea de la segunda ratio de liquidez definida anteriormente revela que la posición de las entidades españolas está muy cerca de los valores medios de sus homólogos europeos.

#### 1.4 Riesgo de mercado

##### MERCADOS

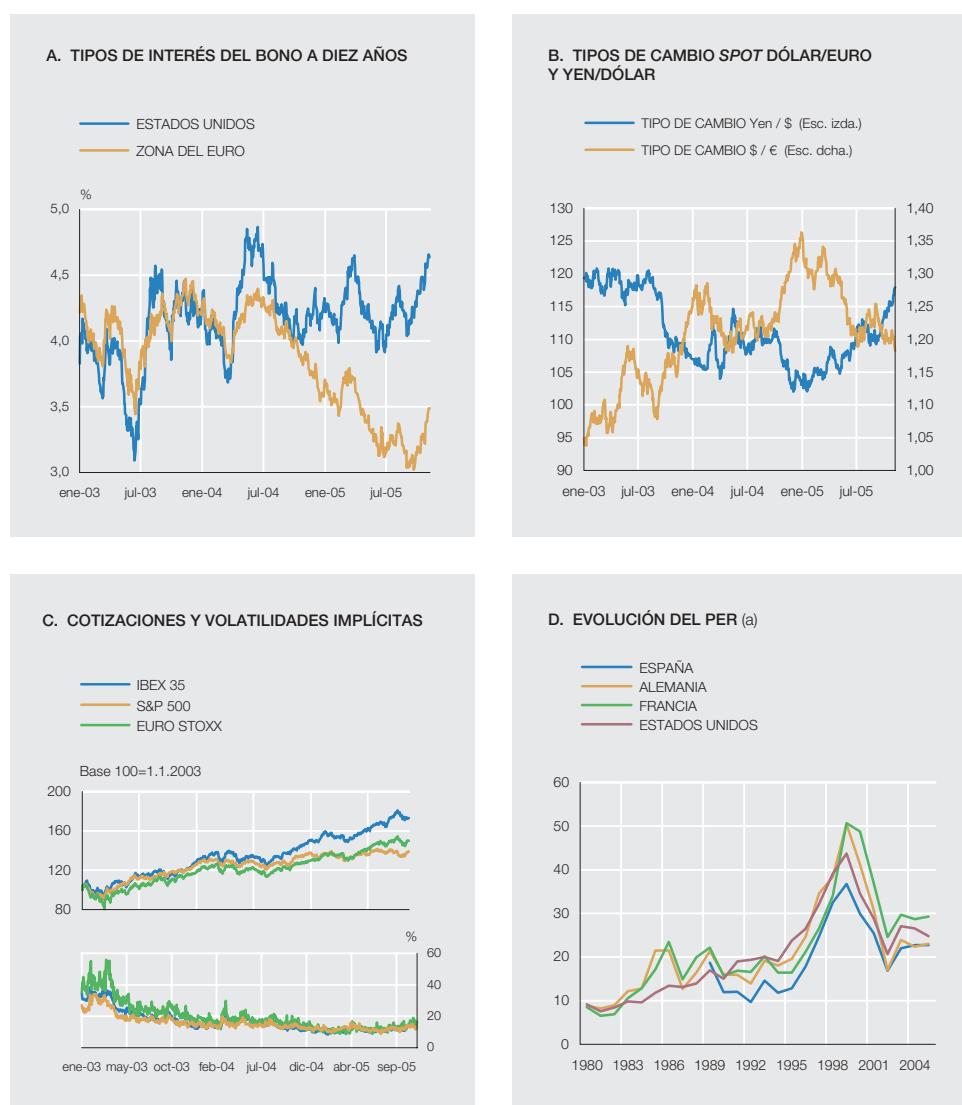
La evolución de los mercados financieros internacionales en 2005 ha sido positiva, en línea con el buen comportamiento macroeconómico global. Incluso, en algunos episodios mostró una elevada capacidad para absorber perturbaciones que podrían haber supuesto tensiones, tales como la crisis de algunas empresas del sector de automoción en Estados Unidos en mayo, o los ataques terroristas de julio en Londres.

La Reserva Federal estadounidense prosiguió su tensionamiento gradual de las condiciones monetarias, de forma que los *tipos de interés* oficiales, a principios de noviembre, se situaron en el 4%. Los mercados siguen descontando incrementos adicionales que supondrían un tipo de interés oficial del 4,25% a final de año y subidas adicionales de 25 pb en 2006, hasta alcanzar niveles del 4,5% en el primer trimestre de 2006. Los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos, aunque registraron movimientos significativos, se mantuvieron en tasas reducidas, dentro de un rango comprendido entre el 4% y el 4,5% (gráfico I.18.A). Por su parte, la renta fija corporativa ha corregido parcialmente el repunte del diferencial observado en mayo.

En los mercados monetarios del área del euro, los tipos de interés negociados en los tramos más cortos se mantuvieron estables durante el primer semestre del año. El EURIBOR a un año, en cambio, se redujo de forma significativa durante el segundo trimestre, lo que se tradujo en una curva de rendimientos horizontal entre la referencia de uno y doce meses. En el tercer trimestre, estos movimientos se han corregido parcialmente.

En los mercados secundarios de deuda pública del área del euro, las rentabilidades a diez años continuaron reduciéndose durante el primer semestre de 2005, frente a las fluctuaciones amplias al alza y a la baja en torno a los valores observados a finales de 2004 en Estados Unidos. Como resultado de estos movimientos, el diferencial entre la deuda estadounidense y la alemana se amplió hasta valores cercanos al punto porcentual. Este comportamiento continuó posteriormente, de forma que los tipos de interés a largo plazo en la UEM se situaban a finales de septiembre en torno al 3,1%, frente a valores alrededor del 4,3% en Estados Unidos, valores que son, en términos históricos, muy reducidos.

14. Véase, el informe elaborado por el Banking Supervision Committee, del Sistema Europeo de Bancos Centrales, titulado «EU Banking Sector Stability», octubre de 2005. Dicho informe se utiliza también en el capítulo II y en el capítulo III para comparar la rentabilidad, eficiencia y solvencia de las entidades de crédito españolas en relación con las europeas.



FUENTES: Bloomberg, Datastream, Mongan Stanley y Banco de España.

a. El PER se calcula con la media móvil de los beneficios de los últimos 10 años, expresados en unidades monetarias constantes. El último dato corresponde a agosto de 2005.

En los *mercados de cambios*, en 2005 el dólar ha oscilado en torno a una tendencia apreciadora contra el euro y el yen (gráfico I.18.B), en parte apoyado por el tensionamiento gradual y continuo de los tipos de interés en Estados Unidos. El mayor rigor de la política monetaria se reflejó, además, en un descenso de la pendiente de la curva de rendimientos por plazos en Estados Unidos, alcanzándose niveles particularmente reducidos. En el conjunto del año, el dólar se ha apreciado un 13% frente a la divisa europea y un 12% frente a la japonesa, aunque hay que tener en cuenta que frente al euro partía de mínimos (1,35 dólares por euro).

Los mercados de *renta variable* han registrado un comportamiento positivo, en términos generales, particularmente acusado en algunas economías emergentes y también en Japón. En los mercados bursátiles de la UEM, las cotizaciones acumularon ascensos en la parte transcurrida de 2005, aunque se produjeron correcciones puntuales en abril y julio relacionadas, respectivamente, con el alza en el precio del crudo y los atentados terroristas en Londres

(gráfico I.18.C). Esta evolución de las bolsas estuvo acompañada por un contexto de reducida volatilidad de los precios negociados, de favorables perspectivas de beneficios empresariales y de unos reducidos niveles de tipos de interés de largo plazo.

Las revalorizaciones de los índices españoles fueron bastante similares a las de los europeos. Así, a finales de septiembre<sup>15</sup>, las ganancias acumuladas desde principio del año por el Índice General de la Bolsa de Madrid y por el Euro Stoxx amplio de las bolsas de la UEM se situaron, respectivamente, en el 20% y el 17%, evolución que contrasta con el comportamiento del S&P 500 de las bolsas estadounidenses, que, en la misma fecha, se situaba en torno a los niveles de finales de 2004. En las bolsas españolas, el aumento de las cotizaciones ha sido generalizado, destacando el observado en las empresas de la rama de materiales básicos, industria y construcción (46,8%) y petróleo y energía (30%). En los mercados europeos se produjo una mayor disparidad por sectores, de modo que, mientras los de energía y servicios financieros experimentaron ascensos superiores al 35%, el de telecomunicaciones registró retrocesos en torno al 5%.

La evolución de las cotizaciones y el comportamiento los beneficios empresariales determinaron escasos movimientos de las ratios PER (cociente entre el precio y el beneficio por acción) en los mercados españoles y europeos, y una ligera reducción en el estadounidense (gráfico I.18.D). No obstante, estos indicadores se sitúan actualmente por encima de sus valores medios históricos. En cualquier caso, conviene no olvidar los bajos niveles de las primas de riesgo en numerosos mercados.

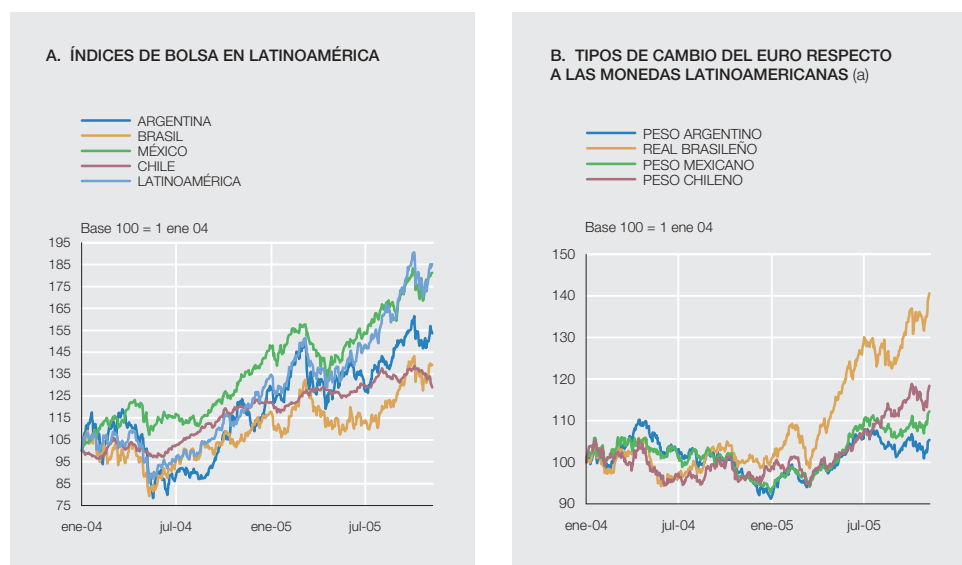
En *Latinoamérica*, el comportamiento de las *bolsas* en el período fue muy favorable, pues alcanzaron máximos históricos y tuvieron rendimientos superiores a las bolsas de los países industriales (con una subida media en torno al 25% en dólares acumulada a finales de octubre). Por su parte, la mayoría de los tipos de cambio de la región se apreciaron frente al dólar (más de un 7% en el agregado del área a finales del tercer trimestre). Esta revalorización fue particularmente notable en el caso del real brasileño, que llegó a alcanzar su máximo valor de los últimos cinco años. El fortalecimiento del dólar respecto al euro durante 2005 hizo que la apreciación de las monedas latinoamericanas respecto al euro haya sido incluso superior (gráficos I.19.A y B).

Las *emisiones* totales en los mercados internacionales durante el primer semestre de 2005 fueron de casi 24 mm de dólares, un tercio más que en el mismo período de 2004. Sin embargo, dado que el crecimiento de las emisiones fue mayor en otras áreas emergentes, continuó el proceso de reducción del peso de las emisiones latinoamericanas en el total de los mercados emergentes, que ya se sitúa por debajo del 30%. Este menor crecimiento viene explicado, principalmente, por el reducido dinamismo de las emisiones soberanas internacionales, debido al aumento de la oferta de valores hacia los mercados locales. Por el contrario, las emisiones del sector privado mostraron un fuerte repunte en la primera mitad del año, con un especial protagonismo de los bonos corporativos mexicanos.

En lo que respecta a la financiación exterior, los *flujos netos de capital* hacia Latinoamérica experimentaron una cierta recuperación durante 2005. Por componentes, es reseñable el buen comportamiento de la inversión directa y, marginalmente, de los flujos de cartera. En contraste, los préstamos bancarios acentuaron su caída. Por otro lado, los flujos oficiales ampliaron su signo negativo, al reducirse el endeudamiento neto con las instituciones multilaterales.

---

15. Información hasta el 26 de septiembre.



FUENTES: Datastream y Bloomberg.

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

ENTIDADES

La información que sobre riesgos de mercado se puede encontrar en los informes de gestión que publican las entidades de crédito es muy heterogénea y, en algunos casos, excesivamente general. La mayor parte de la información disponible se refiere al riesgo de mercado asociado a la *cartera de negociación*, entendiendo por dicho riesgo el asociado a la evolución de los tipos de interés, los tipos de cambio y los precios de los activos financieros.

La mayoría de las grandes entidades han desarrollado modelos internos que les permiten, entre otros usos, cuantificar el valor en riesgo (*value at risk* o VaR) de su cartera de negociación y la realización de pruebas de resistencia (*stress tests*). Las estimaciones del VaR llevadas a cabo por las entidades, recogidas en sus informes de gestión, permiten realizar, de forma sencilla, algunas inferencias a un nivel más agregado. Los métodos utilizados para el cálculo del VaR de las carteras de negociación difieren entre entidades, así como, también, el grado de detalle de la información y los datos publicados. Sin embargo, con las cautelas usuales en este tipo de ejercicios, pueden extraerse algunas conclusiones generales a partir de la evolución de los VaR de las carteras de las entidades.

Según los datos de los informes de las entidades de depósito españolas de mayor tamaño, los VaR de las carteras de negociación (estimados con un nivel de confianza del 99% y con un horizonte de un día) suponen porcentajes muy bajos del *tier 1* mantenido por las mismas. Tras el descenso registrado en el ejercicio 2003, el riesgo de mercado asociado a las carteras de negociación aumentó en 2004, aunque el VaR no superó en media el 0,2% del *tier 1* y, en algunos casos, este porcentaje fue significativamente menor. Estos porcentajes se sitúan en el intervalo inferior de los mantenidos en las entidades de mayor tamaño en otros países europeos y en Estados Unidos, que en algunos casos llegan a alcanzar niveles superiores al 3%.

En el primer semestre de 2005, el riesgo de mercado (medido por el VaR) de las entidades españolas de mayor tamaño disminuyó en más de un 30%, mientras que en otras entidades europeas la tendencia no estuvo claramente definida. Esta evolución se tradujo en una disminución de la importancia de este riesgo en relación con el *tier 1* mantenido por las entidades. Si

No existe una definición formal y exacta de *hedge fund* (HF)<sup>1</sup>. En general, puede entenderse por tal un fondo cuyo objetivo sea alcanzar rentabilidades absolutas altas, no ligadas a las rentabilidades medias del mercado, mediante estrategias que suponen la gestión de activos de alto nivel de riesgo y la explotación de posibles ineficiencias existentes en los mercados. Tales estrategias suelen conllevar niveles de apalancamiento altos y posiciones abiertas en renta fija, acciones y derivados que, en ocasiones, no gozan de mercados organizados para su negociación. Por ello, las participaciones en los HF no suelen tener una elevada liquidez. La actividad de estos fondos no está, en general, sujeta a restricciones, dado que las regulaciones sobre los mismos son escasas. Muchos de los HF hoy existentes están domiciliados en centros *off-shore* y desarrollan su actividad en Estados Unidos y en Europa, sin estar sujetos a las regulaciones específicas de otros tipos de fondos de inversión, ni a sus requerimientos de información y transparencia.

El reciente crecimiento de la actividad de los HF, su elevado apalancamiento y la concentración en determinado tipo de estrategias (*crowded trades*) en mercados poco líquidos son factores que, en un escenario de estrés, podrían producir algunos riesgos para la estabilidad financiera. Por ello, el seguimiento y la posible regulación de estos fondos están siendo objeto de discusión en numerosos ámbitos internacionales<sup>2</sup>. Dicha preocupación no es reciente. Ya apareció en 1998, con la crisis del LTCM, un HF que puso en dificultades a un grupo de grandes bancos internacionalmente activos.

La exposición frente a HF de los bancos de la UE varía entre países, pero su importancia relativa no parece ser muy significativa, ni en relación con los activos totales, ni con la magnitud de los riesgos asumidos por las entidades bancarias estadounidenses. En el caso español, a partir de la información obtenida de las entidades mayores, parece que, en general, los riesgos se originan sobre todo por la inversión en HF más que por la financiación concedida a los mismos, y, por el momento, dichos riesgos no parecen alcanzar niveles significativos. Según algunas fuentes, el total de activos gestionados por estos fondos en Europa estaba cercano a los 230 mm de dólares a principios de 2005, frente a 107 mm en la misma fecha de 2004.

En España, en el Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva aprobado el pasado 4 de noviembre (Real Decreto 1309/2005, que desarrolla la Ley 35/2003, de instituciones de inversión colectiva) se regula la creación de HF españoles bajo el término instituciones de inversión colectiva de inversión libre. En dicho Reglamento se establece una inversión mínima para acceder a este tipo de fondos de 50.000 euros. Por otra parte, la comercialización de estos fondos no se podrá dirigir de forma abierta a todo tipo de inversores. No obstante, los pequeños inversores tendrán acceso a este negocio a través de los denominados fondos de fondos que se contemplan en el Reglamento. Estos fondos de fondos tendrán que invertir al menos un 60% de su patrimonio en HF españoles o de otros países de la OCDE, pero no

podrán concentrar más de un 10% del mismo en un solo fondo. Para fomentar la protección al inversor, el Reglamento impone la obligación de que los inversores firmen un documento en el que admiten explícitamente conocer los riesgos inherentes a estos productos.

La principal limitación en el análisis del negocio de HF no es solo la escasez de fuentes de datos, sino también la cobertura y fiabilidad de las mismas. En la mayoría de los casos, los supervisores financieros no reciben información directa de los HF y, por tanto, solo se dispone de bases de datos privadas<sup>3</sup>, que recogen información proporcionada voluntariamente por los fondos, a las que, en muchas ocasiones, dejan de informar cuando tienen pérdidas. Por ello, los datos agregados obtenidos a partir de estas bases suelen estar sesgados hacia los fondos más rentables.

Los inversores en HF, en general, pertenecen a estratos altos de renta y riqueza o son inversores institucionales, pues, en general, la inversión en estos fondos está sujeta a unos niveles mínimos y, además, se realiza una comercialización restringida de sus productos. Según un estudio llevado a cabo en el Reino Unido por la *Financial Services Authority (FSA)*<sup>4</sup>, la importancia de los fondos de fondos y de los fondos de pensiones frente a los inversores privados ha sido creciente desde 1996, proporcionando en torno al 39% del total de aportaciones de capital en 2004.

A nivel europeo no parece que, por el momento, haya intención de regular de forma específica las actividades de estos fondos, si bien se quiere promover una mayor transparencia en la información que los mismos proporcionan al mercado, con el fin de que los inversores y los prestamistas de estos fondos sean capaces de apreciar el riesgo que asumen.

La discusión actual sobre el papel de los HF en el sistema financiero y sus posibles implicaciones para la estabilidad financiera gira fundamentalmente en torno a la relación entre dichos fondos y el sistema bancario. Las entidades bancarias pueden asumir tanto riesgos directos como indirectos con los HF. Los riesgos directos se derivan de: i) la oferta de financiación a los HF, ya sea mediante *repos*, líneas de crédito para solventar situaciones no esperadas de falta de liquidez u otros acuerdos similares (riesgo de crédito); ii) la inversión directa en HF (riesgo de mercado), y iii) las operaciones de negociación (*trading*) con HF en mercados OTC (riesgo de contrapartida). Por su parte, los riesgos indirectos se originan principalmente a través de la relación con otras entidades financieras que mantengan, a su vez, riesgos frente a estos fondos.

Los riesgos directos que suelen tener las entidades bancarias que operan con HF se suelen derivar de su papel como *prime brokers* de estos fondos. Esta relación engloba la prestación de un conjunto amplio de servicios: líneas de crédito, gestión de tesorería, préstamo de valores, custodia y administración de valores, acceso a plataformas informáticas, etc.

1. Sobre el concepto de *hedge fund* y su regulación, véase, por ejemplo, *Hedge Funds: Risks and Regulation* (2004), editado por T. Baums y A. Cahn, Institute for Law and Finance Series. 2. Véase, por ejemplo, *Large EU Banks' Exposures to Hedge Funds*, BCE, 2005.

3. Entre las bases de datos más importantes y utilizadas se encuentran TASS, MAR, HFR, CISDM, Eurohedge, Van Hedge Fund Advisors y MSCI Hedge Funds Indices. 4. Véase *Hedge funds: a discussion of risk and regulatory engagement*, FSA, 2005, Discussion paper 05/4.

Los HF no se limitan a invertir los recursos captados directamente de inversores, sino que, además, recurren al endeudamiento, normalmente aportando garantías, para aumentar el volumen de sus inversiones y obtener una mayor rentabilidad. Según un estudio reciente de Fitch Ratings<sup>5</sup>, se estima que los HF mantienen en torno a 0,8 billones de euros de capital propio, si bien, debido a su apalancamiento, los activos en los que invierten son un múltiplo de dicha cantidad. Los fondos más orientados a la toma de posiciones cortas/largas en renta variable tienden a mostrar un grado de apalancamiento inferior a los que siguen estrategias basadas en operaciones con renta fija y con derivados de crédito. En el primer caso, el nivel de apalancamiento se sitúa, según algunas fuentes, en torno a dos veces el capital propio invertido, mientras que en el segundo caso parece situarse en un intervalo en torno a 10-20 veces. Los HF con menor reputación o menor experiencia se endeudan con entidades bancarias a corto plazo, mientras que aquellos con mayor reputación, que suelen tener capacidad de negociación con sus prestamistas, tienden a mantener esquemas de financiación más sofisticados, que, incluso, les permiten captar fondos en los mercados de capitales.

En general, la financiación concedida a los HF goza de garantías. No obstante, debe señalarse que, en algunas ocasiones, dichas garantías están constituidas por activos que no se negocian en mercados organizados o cuyo grado de liquidez es bajo.

La importancia relativa del grado de apalancamiento de los HF y sus implicaciones son difíciles de estimar. Así, no solo estos fondos pueden endeudarse directamente con las entidades bancarias, sino que, también, los inversores en HF (entre los que se incluyen los fondos de fondos) pueden haberse endeudado para invertir en los mismos.

5. *Hedge Funds: An Emerging Force in the Global Credit Markets*, Fitchratings, Special Report, 18 de julio de 2005.

Las principales implicaciones para la estabilidad financiera que se derivan de la actividad de los HF no solo radican en el elevado nivel relativo de apalancamiento con el que operan, sino también en el papel de estos fondos en los mercados de transferencia de riesgos. Así, hay que mencionar su creciente papel en los mercados de crédito y, más particularmente, en los mercados de transferencia de riesgo de crédito, en los que se transfiere riesgo desde las entidades bancarias hacia otros inversores. Los HF controlan entre el 25% y el 30% del volumen negociado en el mercado de bonos de alta rentabilidad (*high return bonds*) y el 80% de la negociación de deuda deteriorada (*distressed debt*)<sup>6</sup>. La actividad en estos mercados hace que los HF estén financiando a acreditados con un alto grado de riesgo, además de contribuir a refinanciar el crédito concedido por los intermediarios financieros tradicionales.

La actividad de los HF incide sobre la distribución de riesgos en el sistema y contribuye a crear mercados para activos con un grado de riesgo relativamente elevado, mejorando las oportunidades de financiación para segmentos que, en otros casos, se enfrentarían a restricciones severas de crédito. Sin embargo, no hay que ocultar los riesgos que puede implicar la operativa de estos fondos a través de reacciones en cadena, provocadas por el generalmente elevado apalancamiento con el que operan. Por ello, cobran especial relevancia la calidad y el rigor de la información que proporcionan estos fondos a los inversores y, en general, al mercado. En el caso de las instituciones bancarias, dicha información se convierte en requisito esencial para la aplicación y buen funcionamiento de los modelos y herramientas que guían su gestión de riesgos y, en definitiva, para la puesta en práctica de una buena política de crédito.

6. Véase, sobre este tema, Bank of England (2004), *Financial Stability Review*, junio y diciembre.

bien el VaR de las carteras de las entidades españolas más grandes presenta cierta dispersión, en términos de *tier 1* no superaba, al final del primer semestre, el 0,1%. En algunas de las entidades europeas de mayor tamaño, el VaR en porcentaje del *tier 1* tendió también a disminuir.

Las estimaciones del riesgo de mercado a través de la estimación del VaR han de ser tomadas con cautela, no solo por la heterogeneidad existente entre entidades en relación con la metodología empleada y el tipo de riesgos contemplados, sino también porque de estas estimaciones no se pueden derivar conclusiones sobre la sensibilidad del total de la actividad bancaria a los movimientos de tipos de interés. Por ello, las entidades realizan internamente análisis de *stress test* que les permiten contemplar escenarios alternativos. Conviene señalar que estos ejercicios dependen en cierta medida de los datos observados en el período reciente y que, por tanto, existe cierta incertidumbre sobre cómo se podrían ver alterados sus resultados en escenarios con un grado de volatilidad en los mercados significativamente mayor que el observado.

Además de los modelos para la cartera de negociación, las entidades de mayor tamaño han desarrollado modelos internos que les permiten el seguimiento y cuantificación del riesgo de



mercado asociado a su gestión global de activos y pasivos (riesgo de interés estructural). En la mayoría de las instituciones, las principales herramientas para el análisis del riesgo de interés estructural son los *gaps* de vencimientos (repreciaciones del tipo de interés de los activos y pasivos) y las duraciones de los activos y pasivos. Estas herramientas permiten a las entidades realizar simulaciones de los efectos sobre el margen financiero y sobre el valor económico de hipotéticas variaciones en los tipos de interés.

Por otro lado, en relación con el riesgo de interés, no hay que olvidar que las variaciones en el tipo de interés pueden afectar al riesgo de crédito a través de sus posibles efectos sobre la probabilidad de impago de los acreditados. La captación y estimación de estos efectos es muy compleja, al depender de la magnitud de la variación de los tipos y del nivel de endeudamiento de los acreditados.

En relación con el riesgo de mercado, conviene prestar atención al papel creciente de algunos intermediarios financieros no tradicionales, como los *hedge funds*, en los mercados de transferencia de riesgos como vendedores de protección (recuadro I.4). La peculiar operativa de estos intermediarios refuerza la necesidad por parte de las entidades bancarias de disponer de un nivel de información adecuado y de buenos sistemas de control y gestión del riesgo de las exposiciones con los *hedge funds*.



## II Rentabilidad

### II.1 Situación general de la rentabilidad

La situación coyuntural de la economía española sigue siendo, en contraste con la debilidad mostrada por el conjunto de la zona del euro, favorable en términos de crecimiento del PIB. Asimismo, y pese a la desaceleración observada en algunos países, las principales economías latinoamericanas han mostrado una evolución favorable. Estos factores contribuyen a que la rentabilidad de las entidades españolas se mantenga, en términos generales, en línea con lo observado en anteriores IEF. A ello han contribuido, una vez más, el dinamismo mostrado por la actividad y los continuados esfuerzos desarrollados por las entidades, destinados a contener sus gastos de explotación.

No obstante, las comparaciones realizadas con el mismo período del año anterior han de tomarse con mucha precaución, ya que, como se señaló en el capítulo I de este IEF, los datos de junio de 2005 están elaborados de acuerdo con la nueva CBE 4/2004. Por ello, la comparación con los datos del período anterior exigiría rehacer las cifras contables del ejercicio 2004 de acuerdo con los criterios introducidos por dicha Circular. Sin embargo, a la fecha de elaboración del IEF esta información no está plenamente disponible, por lo que los datos de junio de 2004 han de considerarse como estimaciones y, por lo tanto, sujetos a posteriores modificaciones<sup>1</sup>. Sin embargo, establecidas esas precauciones de carácter excepcional, los datos ofrecidos en este capítulo sí muestran las tendencias generales de la rentabilidad de las entidades de depósito españolas.

Para el conjunto de entidades de depósito<sup>2</sup>, el *resultado neto atribuido al grupo* ha crecido a un ritmo análogo al observado en el anterior IEF, confirmando la solidez en la evolución de los resultados desde que en 2002 se produjeran tasas de variación negativas. No obstante, el crecimiento del activo total (AT)<sup>3</sup> ha sido mayor, de tal modo que, en términos relativos, el resultado neto atribuido al grupo se ha situado en el 0,82% (cuadro II.1)<sup>4</sup>. Por su parte, el ROE alcanza el 13,5%, de nuevo muy por encima de la rentabilidad de la deuda pública española a largo plazo (gráfico II.1.A)<sup>5</sup>.

El *margen de intermediación*, que crece en términos absolutos (10,7%) con respecto al ejercicio anterior, se reduce en términos relativos, hasta situarse en el 1,70%<sup>6</sup>. Esta tendencia ya se observó en el anterior IEF, y viene explicada, en buena medida, por el entorno de fuerte

---

1. Es decir, la comparación entre 2005 y 2004 debe realizarse con datos elaborados con los mismos criterios contables. La información existente en la fecha de cierre del IEF solo permite una aproximación a los datos de 2004 con los nuevos criterios contables. La magnitud del cambio contable, que está exigiendo un notable esfuerzo, en un período reducido de tiempo, a las entidades y al Banco de España, hace que la información referente a 2004 no esté aún totalmente disponible con las debidas garantías sobre su calidad. 2. En este capítulo del IEF y en el siguiente no se incluyen las sucursales de la banca extranjera con origen en el resto de países de la Unión Europea, ya que este subgrupo no está sujeto a requerimientos de recursos propios en España. De esta forma se mantiene constante el número de entidades analizadas en ambos capítulos. En cualquier caso, el peso relativo de las entidades excluidas es muy reducido. 3. En este número del IEF, con carácter excepcional y debido a que en fechas anteriores a junio de 2005 solo se dispone por el momento de estimaciones, las partidas de la cuenta de resultados se relativizan usando el activo total y no los activos totales medios, como era habitual. 4. La cuenta de resultados analítica que aparece en este capítulo presenta, en algunas agrupaciones de epígrafes, ciertas diferencias con la cuenta de resultados pública. 5. En el cálculo de dicho ROE se han incluido los ajustes de valoración, que la CBE 4/2004 considera patrimonio neto. Si se eliminan dichos ajustes del denominador, el ROE alcanza el 15,3%. Como se señala en el capítulo I, la mayor parte de los mencionados ajustes de valoración es atribuible a las plusvalías existentes en la cartera de activos disponibles para la venta. 6. Asimismo, es preciso establecer una precaución adicional en relación con la comparación con los datos del año precedente. En el anterior IEF se indicó que en diciembre de 2004 se materializó la adquisición de una entidad británica de elevado tamaño por parte de otra española. En junio de 2005, a diferencia del mismo período del año anterior, los datos utilizados incorporan los efectos derivados de dicha adquisición, entre ellos el notable crecimiento del activo total.

## Entidades de depósito

	JUN-05		JUN-04
	M €	% AT	% AT
Productos financieros	40.612	3,74	3,96
Costes financieros	22.152	2,04	1,83
<b>Margen de intermediación</b>	<b>18.460</b>	<b>1,70</b>	<b>2,13</b>
Resultados entidades método participación	1.931	0,18	0,27
Comisiones netas	8.272	0,76	0,91
Resultado operaciones financieras	2.673	0,25	0,17
<b>Margen ordinario</b>	<b>31.336</b>	<b>2,89</b>	<b>3,48</b>
Gastos de explotación	16.869	1,55	1,88
Otros resultados de explotación	578	0,05	0,02
<b>Margen de explotación</b>	<b>15.045</b>	<b>1,39</b>	<b>1,62</b>
Pérdidas por deterioro de activos	2.353	0,22	.
Dotaciones a provisiones (neto)	1.726	0,16	.
Otros resultados (neto)	1.511	0,14	0,10
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>12.263</b>	<b>1,13</b>	<b>1,23</b>
Resultado neto	9.493	0,87	0,94
PRO MEMORIA:			
Resultado neto del grupo	8.944	0,82	0,89

FUENTE: Banco de España.

competencia en el sector, así como por los reducidos niveles de tipos de interés<sup>7</sup>. Un semestre más, se ha estrechado la diferencia entre el rendimiento de la inversión crediticia no interbancaria y el coste de la financiación no interbancaria recibida.

El cómputo del margen de intermediación, tras la introducción de las nuevas normas de contabilidad, se ha visto modificado en varios aspectos. Así, por lo que respecta a los costes financieros, ahora se incluye aquí la remuneración de las participaciones preferentes que prevean pagos obligatorios al tenedor siempre que existan beneficios para la entidad. La razón es que, a efectos contables, estos instrumentos ya no se consideran capital, sino pasivos financieros y, por ello, su remuneración se trata como un coste financiero para la entidad.

Por su parte, los productos financieros se componen de los intereses y rendimientos asimilados y de los dividendos recibidos de los instrumentos de capital (acciones). En cuanto a estos últimos, la CBE 4/1991 permitía contabilizar aquí los dividendos de las participaciones en entidades del grupo, que después se compensaban con una partida incluida en los resultados por operaciones del grupo (por debajo del margen de explotación). Con la CBE 4/2004 esto ya no es posible, pues en los estados consolidados solo se considerarán, en el cómputo de los productos financieros, los dividendos de otros instrumentos de capital de aquellas entidades participadas distintas de las asociadas, multigrupo y del grupo.

7. La medición de la pérdida de bienestar atribuible a la no existencia de competencia perfecta en el mercado de crédito debe realizarse teniendo en cuenta la prima de riesgo; de lo contrario, se obtienen mediciones muy sesgadas al alza que distorsionan la valoración del grado de competencia en el mercado de créditos. El recuadro II.1 explica el marco conceptual para proceder a una adecuada medición de dicha pérdida.

El equilibrio que se alcanza en los mercados de competencia perfecta es eficiente porque no conlleva pérdidas de bienestar. En la realidad, los mercados no suelen ser de competencia perfecta. Cuando los precios (cantidades) de equilibrio son mayores (menores) que los que se obtendrían mediante la regla que iguala el precio a coste marginal, se produce una pérdida de bienestar, computable, por ejemplo, mediante el triángulo de Harberger.

En el mercado de créditos, el tipo de interés que las entidades de depósito aplican a sus préstamos viene determinado por la intersección de la curva de ingreso marginal y coste marginal. En el gráfico A<sup>1</sup> se representa la función de demanda de créditos (curva JD), ingreso marginal (JI) y curvas de coste marginal que determinan distintos equilibrios que se han de analizar. Bajo el supuesto razonable de que el tipo interbancario ( $r_{ib}$ ) introduce separabilidad en la decisión de fijación de tipos de interés entre los mercados de préstamo y depósito, junto con la consideración de que el coste marginal operativo de créditos y depósitos es, o bien casi fijo en el muy corto plazo, o imposible de calcular de forma separada para cada uno de los múltiples productos que ofrece un banco, las entidades de depósito pueden utilizar dicho tipo como una medida de su coste marginal. Asumiendo linealidad en las funciones de demanda y coste (gráfico A), el equilibrio vendría determinado por el tipo de interés  $r_i$  y la cantidad prestada  $L$ , siendo la pérdida de bienestar igual al área del triángulo abc. Dicha pérdida de bienestar es igual a la parte del excedente del consumidor en competencia perfecta (triángulo

$Jr_{ib}c$ ) que no es apropiada en el mercado bancario ni por los consumidores (cuyo excedente es  $Jr_1a$ ) ni por las entidades de depósito (con margen igual a  $r_{ib}ba$ ).

El análisis anterior es el habitual en la literatura bancaria. Sin embargo, las entidades de depósito asumen un coste adicional en su actividad prestamista derivada del *riesgo de crédito*. Así pues, el coste marginal de prestar una unidad monetaria adicional debe incluir la *prima de riesgo* que cubra la posibilidad de que la entidad no recupere en el futuro ni el principal ni los intereses pactados. Por lo tanto, el coste marginal del préstamo es la suma del tipo interbancario más la prima de riesgo del préstamo considerado (en el gráfico,  $r_{ib}+PR$ ). El equilibrio en el mercado de créditos estaría determinado por la combinación del tipo de interés  $r_i^{PR}$  y del volumen de préstamos  $L^*$ . Bajo linealidad, el mayor coste de financiación se traduce en un menor excedente del consumidor, menor margen de las entidades y una *menor pérdida de bienestar* en relación con el mercado libre de riesgo (triángulo  $a^*b^*c^*$ ).

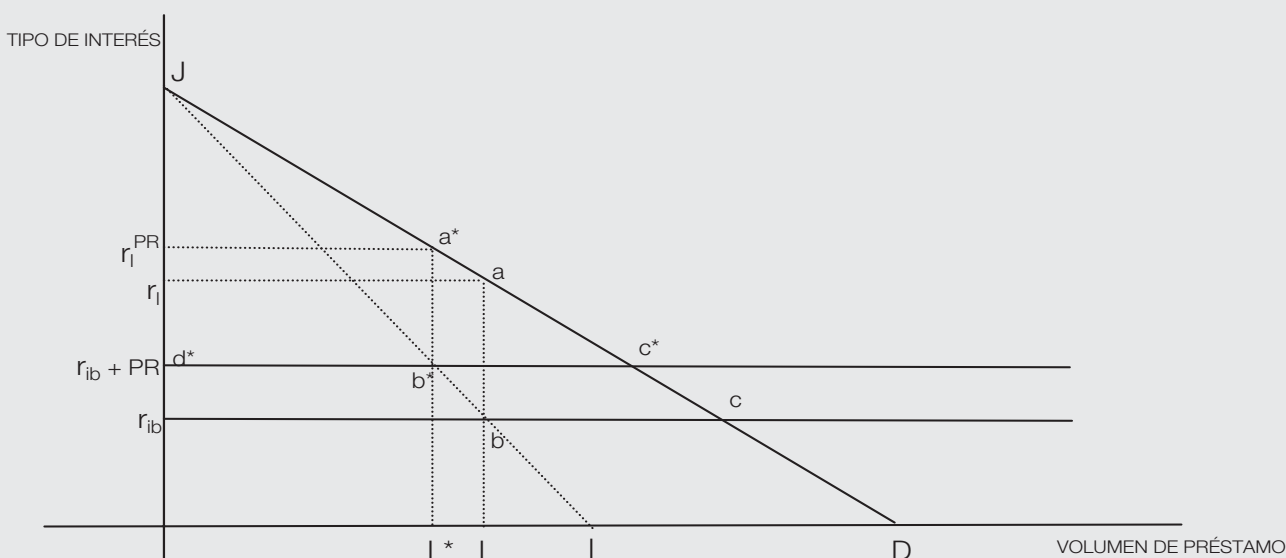
Por lo tanto, a la hora de evaluar el coste social de la labor prestamista de las entidades de depósito, es determinante tener en cuenta el coste de la pérdida esperada por riesgo de crédito. En caso contrario, se obtiene una medida sesgada al alza de la pérdida de bienestar derivada de la separación de la situación de competencia perfecta. Dicho sesgo varía por productos y puede llegar a ser muy elevado<sup>2</sup>.

1. Se ha asumido linealidad de las curvas para simplificar la exposición; los resultados principales no se ven modificados por la variación de dicho supuesto.

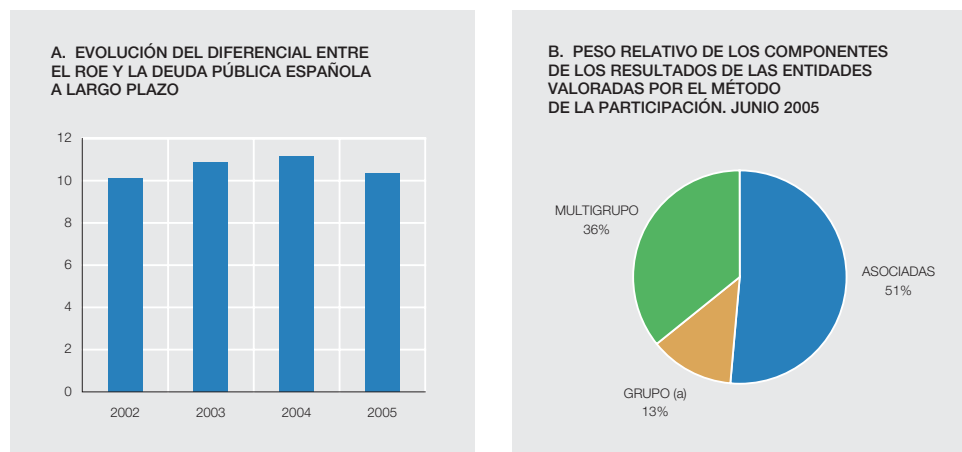
2. El trabajo no publicado de A. Martín, V. Salas y J. Saurina titulado «Risk premium and market power in credit markets» muestra que el sesgo, en algunos productos y períodos temporales, es de más del doble de la pérdida de bienestar calculada corrigiendo por el efecto del riesgo de crédito.

PÉRDIDA DE BIENESTAR EN EL MERCADO DE PRÉSTAMOS

GRÁFICO A



Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España

a. Incluye las dependientes que se han valorado por el método de la participación (entre otras, seguros y sociedades no financieras)

El cómputo de los intereses y rendimientos asimilados también se ha visto afectado por el tratamiento que hace la nueva Circular contable de las comisiones. Se trata de aquellas comisiones surgidas como compensación por el compromiso de concesión de financiación; por ejemplo, las de apertura de los préstamos. Con la CBE 4/1991 estas comisiones se reconocían íntegramente en el momento mismo de la concesión de la operación, computándose como productos financieros. La CBE 4/2004 establece que el reconocimiento de los ingresos por estas comisiones se diferirá a lo largo de la vida del préstamo, salvo la parte de esa comisión que compense los costes en los que la entidad no hubiera incurrido en caso de no haber concertado la operación. A diferencia de los dos efectos anteriores, que se han considerado en la estimación realizada de los datos de 2004, en este último caso no ha sido posible controlar estos efectos por falta de información en fechas anteriores a junio de 2005.

También la aplicación de la nueva Circular contable implica registrar los *resultados de entidades por el método de la participación* como un rendimiento ordinario. En esta partida se recogen los beneficios o pérdidas generados en el ejercicio por las entidades asociadas, así como por las multigrupo, cuando se haya optado por el método de la participación, que sean imputables al grupo<sup>8</sup>. Su equivalente quedaba reflejado, con la CBE 4/1991, dentro de los resultados por operaciones del grupo, por debajo del margen de explotación.

El peso relativo de esta partida sobre el activo total es del 0,18%, 9 pb menor que el estimado para junio de 2004. No obstante, el dato de junio de 2004 podría estar estimado al alza si, como se ha mencionado en el capítulo I, algunas entidades han clasificado parte de sus asociadas como activos financieros disponibles para la venta. Dentro de esta partida, el mayor peso relativo es para los resultados generados por las entidades asociadas (gráfico II.1.B).

Los *ingresos por comisiones*, que en términos absolutos mantienen los crecimientos reflejados en el anterior IEF, se reducen en términos relativos, hasta alcanzar el 0,76% del activo total. La contribución por tipo de comisiones a los ingresos totales no se ha modificado sus-

8. El recuadro II.2 analiza la distribución sectorial de las particiones de los bancos y cajas en las empresas no financieras.

En este recuadro se analizan las inversiones en acciones que las entidades de depósito realizan en empresas no financieras. Las entidades de depósito tienen participaciones en un número muy elevado de empresas. Aquí el análisis se centra en las participaciones que representen más del 0,1% de los recursos propios de la entidad. Dicho límite permite eliminar un número muy elevado de participaciones que, en conjunto, tienen un peso relativo muy bajo, inferior al 10% del valor en libros (o valor contable) de la cartera de participaciones industriales. No obstante, se han tenido en cuenta todas las participaciones, ya estén clasificadas en la cartera de negociación, de inversión ordinaria o en la cartera permanente. El valor en libros de las participaciones industriales en manos de las entidades de depósito ascendía, en diciembre de 2004, a 38.964 millones de euros. El 48,6% de ellas pertenecía a los bancos, el 50,6% a las cajas y el restante 0,8% a las cooperativas de crédito.

Las entidades de depósito mantenían el 89,3% del valor en libros de estas inversiones (34,8 mm de euros) en empresas no financieras españolas y el 10,7% restante en extranjeras. Las cajas mantienen en empresas españolas un porcentaje ligeramente superior (93%) a

los bancos (85,4%). El valor en libros de las empresas que cotizan representa el 72,5% del total, siendo este porcentaje mayor para la banca (76,6%) que para las cajas (69,3%).

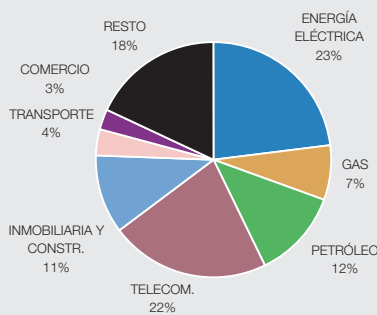
La cartera de inversión permanente, es decir, las participaciones industriales en sociedades filiales, asociadas y multigrupo, supone el 57,5% del valor en libros del total de participaciones industriales de las entidades de depósito. Este porcentaje es del 38,9% para la banca, correspondiendo el resto a la cartera de inversión ordinaria y a la de negociación. Por su parte, las cajas mantienen el 75,5% de sus participaciones en la cartera de inversión permanente, manteniendo el resto en la ordinaria, por no presentar prácticamente cartera de negociación.

La diferencia entre el valor razonable o de cotización y el valor en libros o contable de las participaciones en empresas no financieras muestra las plusvalías latentes que las entidades de depósito mantienen. Estas plusvalías pueden materializarse en la cartera permanente o en la ordinaria, ya que, contablemente, la cartera de negociación se valora por su valor razonable. Las participaciones permanentes con-

**COMPOSICIÓN DE LAS PARTICIPACIONES EN EMPRESAS NO FINANCIERAS POR RAMAS DE ACTIVIDAD.**

GRÁFICO A

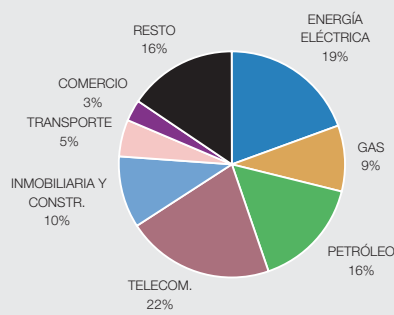
**VALOR EN LIBROS. DICIEMBRE 2004**  
Total entidades de depósito



**COMPOSICIÓN DE LAS PARTICIPACIONES EN EMPRESAS NO FINANCIERAS POR RAMAS DE ACTIVIDAD.**

GRÁFICO B

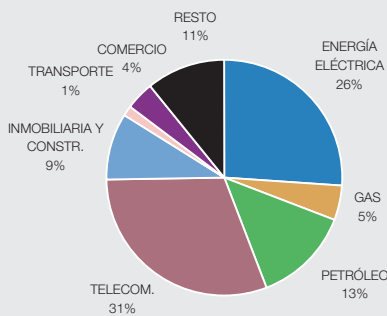
**VALOR RAZONABLE. DICIEMBRE 2004**  
Total entidades de depósito



**COMPOSICIÓN DE LAS PARTICIPACIONES EN EMPRESAS NO FINANCIERAS POR RAMAS DE ACTIVIDAD.**

GRÁFICO C

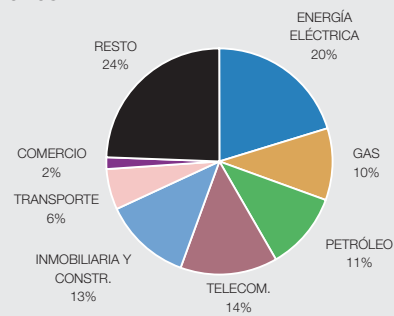
**VALOR EN LIBROS. DICIEMBRE 2004**  
Bancos



**COMPOSICIÓN DE LAS PARTICIPACIONES EN EMPRESAS NO FINANCIERAS POR RAMAS DE ACTIVIDAD.**

GRÁFICO D

**VALOR EN LIBROS. DICIEMBRE 2004**  
Cajas de ahorros



FUENTE: Banco de España.

tablemente se valoran por la parte que dicha participación representa en el patrimonio neto de la participada, por lo que las plusvalías latentes indican en qué medida el mercado tiene expectativas futuras positivas sobre el valor de la empresa en cuestión, es decir, en cuanto valora más la participación que lo que ofrece su valor teórico contable. La cartera de inversión ordinaria contablemente se valora por el menor entre el precio de adquisición y, si cotiza, el precio de mercado; y, si no cotiza, el teórico contable, por lo que las plusvalías muestran la diferencia entre el precio de mercado y el coste en el momento de su adquisición.

Las plusvalías latentes de las participaciones industriales de las entidades de depósito ascendían, en diciembre de 2004, a 18.581 millones de euros, es decir, un 47,7% más que su valor contable. Esta apreciación en la valoración se da, fundamentalmente: 1) en las empresas cotizadas, donde el valor razonable es un 63,7% mayor que el valor en libros, mientras que en las no cotizadas es tan solo del 5,5%, y 2) en la cartera permanente, donde el valor razonable es del 75,5%, mayor que su valor en libros.

Para los bancos, las plusvalías latentes de las participaciones industriales representan el 31,1% del valor en libros (39% en las empresas que cotizan y 5,4% en las que no cotizan). Para las cajas, las plusvalías totales son del 64,4% del valor en libros (90,2% en las empresas cotizadas y 6% en las no cotizadas).

Las principales ramas de actividad en las que invierten las entidades de depósito son las energéticas, que representan el 42% de su valor en libros (23% la energía eléctrica, 7% el gas y 12% el petróleo), seguidas de las telecomunicaciones, con el 22%, y de la construcción y promoción inmobiliaria, con el 11%. Finalmente, el 9% lo invierten en transporte, comercio y hoteles, y el 17% en otras ramas de actividad (gráfico A). Dichos porcentajes son parecidos cuando se utiliza el valor de mercado de la cartera (gráfico B).

Para los bancos, aunque sus participaciones en empresas energéticas no varían demasiado respecto al del total de entidades de depósito, sí lo hace su composición, ya que invierten más en energía eléctrica, en detrimento del gas. El otro cambio significativo de los bancos respecto al total entidades lo representan sus inversiones en telecomunicaciones, que casi alcanzan un tercio del total. Por su parte, las cajas tienen más diversificada su cartera que los bancos y, en relación con el total entidades, tienen menos cuota en telecomunicaciones y más en empresas inmobiliarias, de transporte y en el resto de actividades (gráficos C y D).

Finalmente, conviene destacar que la nueva Circular contable podría traducirse en cambios en las políticas de participaciones empresariales de las entidades. La información disponible al cierre de este IEF no permite una cuantificación detallada de estos cambios, pero será un elemento que se habrá de considerar en los siguientes informes.

tancialmente entre junio de 2004 y el presente ejercicio, si bien se detectan algunas diferencias (gráficos II.2.A y B). En junio de 2005, tanto las comisiones por cobros y pagos como las relacionadas con valores y comercialización de productos no bancarios incrementan su peso relativo. Así, las primeras pasan de representar un 42% de los ingresos por comisiones, en junio de 2004, a un 45%. Las comisiones por valores y por comercialización de productos no bancarios han aumentado su importancia relativa de manera más acusada, pasando del 40% al 46% en junio de 2005. Las relacionadas con valores dependen, en buena medida, de la evolución de las bolsas, que a lo largo del presente año se han comportado de modo favorable. Por su parte, las provenientes de la comercialización de productos no bancarios han mostrado un notable dinamismo en los últimos años, en línea con la recuperación de los patrimonios de los fondos de inversión y, en menor medida, con la intensificación de la venta de productos de seguros por la banca.

Los *resultados por operaciones financieras* crecen en términos relativos 8 pb, llegando al 0,25% del activo total. Este crecimiento se explica, por una parte, por la favorable evolución ya mencionada de las bolsas de valores, pero al tiempo hay que tener en cuenta que la estimación de esta partida en 2004 es compleja. Así, por ejemplo, se han producido cambios en lo referente a los instrumentos financieros que integran la cartera de negociación: con la nueva Circular tiene cabida cualquier activo financiero de acuerdo con una serie de condiciones (por ejemplo, derivados de negociación, crédito a la clientela o depósitos de entidades de crédito), mientras que en la CBE 4/1991 solo se incluían valores de renta fija y variable.

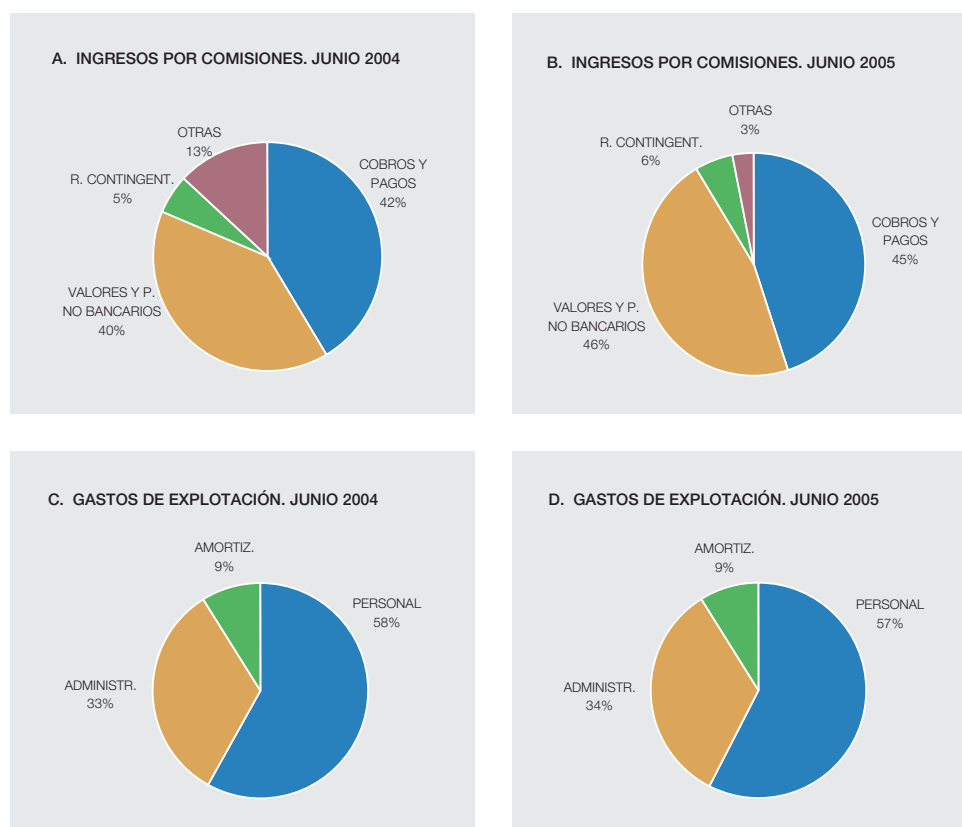
Con todo, el *margen ordinario* crece un 15%, si bien en términos del activo total se reduce frente a junio de 2004, hasta el 2,89%. No obstante, deben tenerse en cuenta los elementos



**PESO RELATIVO DE LOS INGRESOS POR COMISIONES Y DE LOS GASTOS DE EXPLOTACIÓN**

GRÁFICO II.2

Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

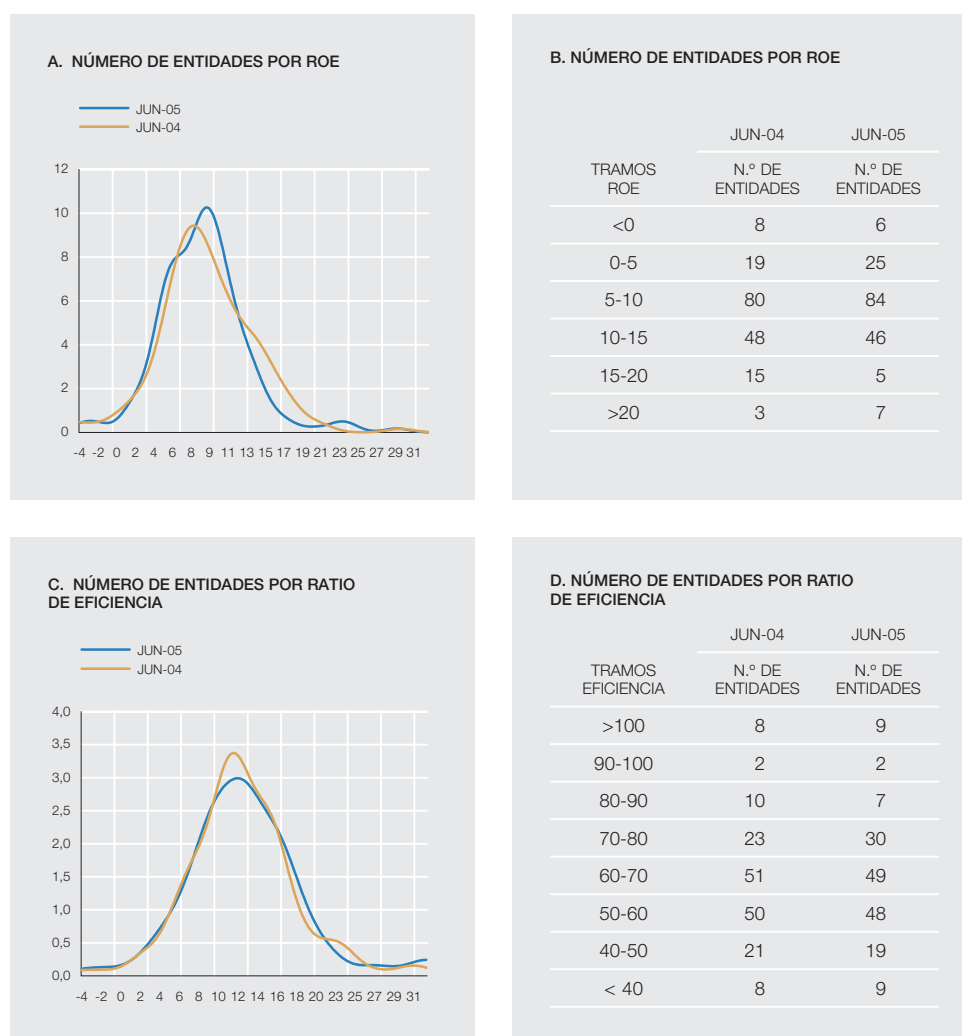
ya comentados, que podrían incidir en una sobreestimación para junio de 2004; por ejemplo, en el cómputo de los resultados valorados por el método de la participación.

Los *gastos de explotación* se reducen 33 pb, hasta el 1,55%. Esto no es una novedad y, como se puso de manifiesto en el anterior IEF, las entidades de depósito españolas están realizando un importante esfuerzo en la racionalización de sus costes operativos, cuestión que, sin duda, es básica para operar con garantías de éxito en un mercado tan competitivo como el bancario. La ratio de eficiencia del conjunto de entidades de depósito se reduce 10 pb, hasta el 53,8%. La estructura de los gastos de explotación se mantiene prácticamente constante a junio de 2005, en relación con el mismo período del año anterior (gráficos II.2.C y D).

Los *otros resultados de explotación*, cuyo equivalente en la CBE 4/1991 se computaba por debajo del margen de explotación, tienen un peso relativo reducido en términos del activo total (0,05%). Con respecto a junio de 2004, se incrementan ligeramente, si bien parte del efecto se debe a que, dentro de los otros productos de explotación, se incluye la parte de las comisiones que surgen, por el compromiso de concesión de financiación, para compensar los costes en los que la entidad no hubiera incurrido en caso de no haber concertado la operación.

Los efectos anteriores explican que el *margen de explotación* haya crecido (18,3%), si bien se reduce en términos del activo total, situándose en el 1,39%. Desde el margen de explotación hasta el resultado del ejercicio, la cuenta de resultados ha cambiado significativamente tras la

Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

introducción de la CBE 4/2004, no pudiendo establecerse comparaciones directas entre las partidas nuevas y las definidas bajo la CBE 4/1991.

Las *pérdidas por deterioro de activos*, que suponen un 0,22% del activo total, recogen las correcciones de valor, netas de las recuperaciones, realizadas ante la evidencia objetiva de deterioro de los activos. En aquellos casos en los que los datos observados sean insuficientes, o no reflejen adecuadamente las circunstancias actuales, se usará, para la estimación de estas pérdidas, el juicio experto y prudente. Las pérdidas por deterioro se clasifican en cinco agrupaciones: las provenientes de activos financieros disponibles para la venta, de inversiones crediticias, de la cartera de inversión a vencimiento, de la de participaciones y otras pérdidas. En junio de 2005, el 98,7% de las pérdidas por deterioro se debía a las inversiones crediticias, es decir, a la actividad típica de crédito desarrollada por las entidades.

Las pérdidas por deterioro de la inversión crediticia, con la CBE 4/1991, se provisionaban mediante las dotaciones a insolvencias específicas, genéricas y estadísticas. Ahora, con la nueva Circular, la comparación con las provisiones por insolvencia y riesgo-país vigentes bajo la CBE 4/1991 es compleja y, con las aproximaciones realizadas, muestra que han disminuido, en términos del activo total, desde el 0,37% en junio de 2004 hasta el 0,23% en junio de

2005. Sin embargo, esta reducción no puede ser atribuida, al menos en su totalidad, a la evolución de los activos dudosos, sino a la aplicación, por primera vez, del nuevo sistema de cómputo de las provisiones que introduce la CBE 4/2004, que no ha sido posible considerar en la estimación de los datos de junio de 2004<sup>9</sup>.

Por su parte, las *dotaciones a provisiones*, que pesan un 0,16% del activo total, recogen las provisiones realizadas para fondos de pensiones y obligaciones similares, para impuestos, para riesgos y compromisos contingentes y otras. Estas últimas suponen un peso relativo, dentro de esta partida, del 80%, seguidas por las realizadas para pensiones (14,9%).

Los *otros resultados* recogen el neto de las ganancias (pérdidas) obtenidas (incurridas) por el desarrollo de las actividades no ordinarias de la entidad. Si bien la comparación con los datos de junio de 2004 está sujeta a las limitaciones ya mencionadas, esta partida se aumenta 4 pb, para alcanzar un peso relativo del 0,14%. Este ligero incremento se debe a las pérdidas, que se han reducido, mientras que las ganancias permanecen estables en torno al 0,19% del activo total.

La distribución del ROE por entidades se mantiene relativamente estable entre junio de 2004 y junio de 2005 (gráficos II.3.A y B). De hecho, y a pesar de que algunas entidades de elevado tamaño se han desplazado hacia tramos de ROE más bajos, en ambas fechas en torno al 75% de las entidades se mantiene en niveles de ROE entre el 5% y el 15%, superiores a la rentabilidad de la deuda pública española a largo plazo.

## II.2 Análisis por entidades

Por su parte, la distribución del número de entidades en función de la ratio de eficiencia (gráficos II.3.C y D) muestra también la estabilidad comentada al analizar el total de entidades de depósito. Distinguiendo entre bancos y cajas, el primer grupo de entidades continúa mostrando niveles de eficiencia relativamente mejores (52,6%, frente al 55,1%, respectivamente, en junio de 2005).

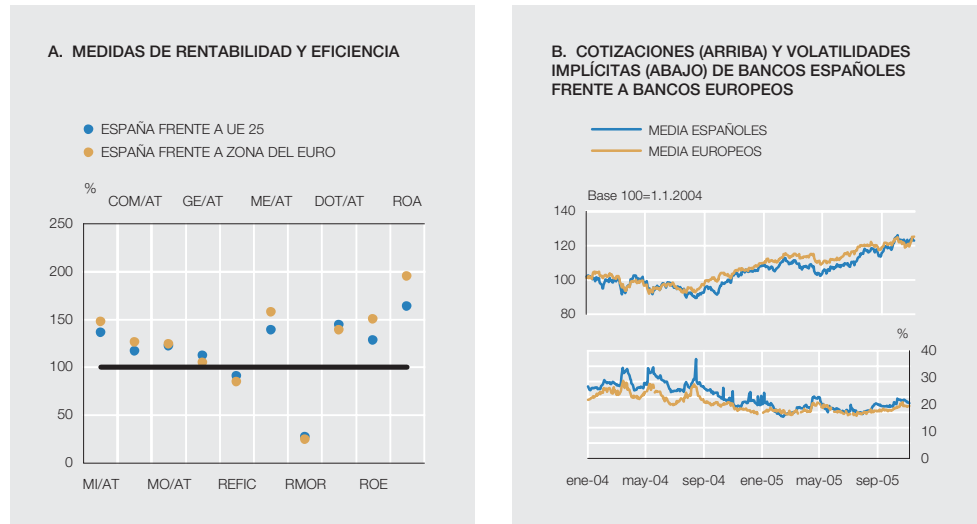
### COMPARACIÓN CON LA BANCA EUROPEA

La zona del euro experimentó a lo largo de 2004 un ligero repunte de la actividad, con una tasa de crecimiento del PIB del 1,5% (0,9% en 2003). Al mismo tiempo, los mercados financieros y, en particular, los bursátiles experimentaron una evolución muy favorable, especialmente en el último trimestre de 2004. Por ello, la actividad de los bancos europeos se ha desarrollado en un contexto más favorable que en ejercicios anteriores.

Los datos disponibles para diciembre de 2004 muestran que, en comparación con la media europea, las entidades españolas disfrutaban de una buena posición relativa en términos de rentabilidad (gráfico II.4.A). El margen de intermediación supera en más de un 35% al de la media de los 25 países de la UE, mientras que ese porcentaje casi llega al 50% si el grupo de comparación son los países de la zona del euro. La especialización de las entidades españolas en el negocio minorista es significativa: el crédito al sector privado es superior al 60% del activo, mientras que la media europea apenas supera el 50%, y los depósitos de dicho sector superan el 55% del activo, frente al promedio del 40% en Europa. Dicha especialización se ha reforzado aún más durante 2004 y el período transcurrido de 2005, debido al fuerte crecimiento del crédito en España y a la adquisición de una entidad británica muy especializada en el crédito para la adquisición de vivienda. Lo anterior, unido a una importante actividad en Latinoamérica, donde los márgenes son generalmente más altos, y dado que durante 2004 se ha

<sup>9</sup>. En el recuadro III.1 del anterior IEF se analizaba con detalle el nuevo sistema de provisiones, que contiene un elemento macroprudencial que refuerza la solvencia de las entidades de depósito españolas.

Entidades de crédito



FUENTES: BSC, DataStream y Banco de España.

detenido la apreciación del euro respecto de algunas de las principales monedas latinoamericanas, ayuda a explicar el mayor margen de intermediación en las entidades españolas.

Las comisiones netas de las entidades españolas son entre un 15% y un 25% más altas que la media europea, lo que se debe especialmente a su evolución en el negocio en el extranjero, donde crecieron tanto en términos absolutos como en porcentaje del activo. Todo lo anterior explica que el margen ordinario sea, en términos relativos, más de un 20% superior en el caso de las entidades españolas.

El continuo esfuerzo que, en los últimos años, han realizado las entidades españolas para conseguir una contención de costes con disminuciones o incrementos muy moderados de los gastos de explotación posibilita que estos apenas superen en un 10% los de la media europea, lo que se traduce en una posición relativa en términos de eficiencia favorable para las entidades españolas, con una ratio de eficiencia entre un 10% y un 15% más baja.

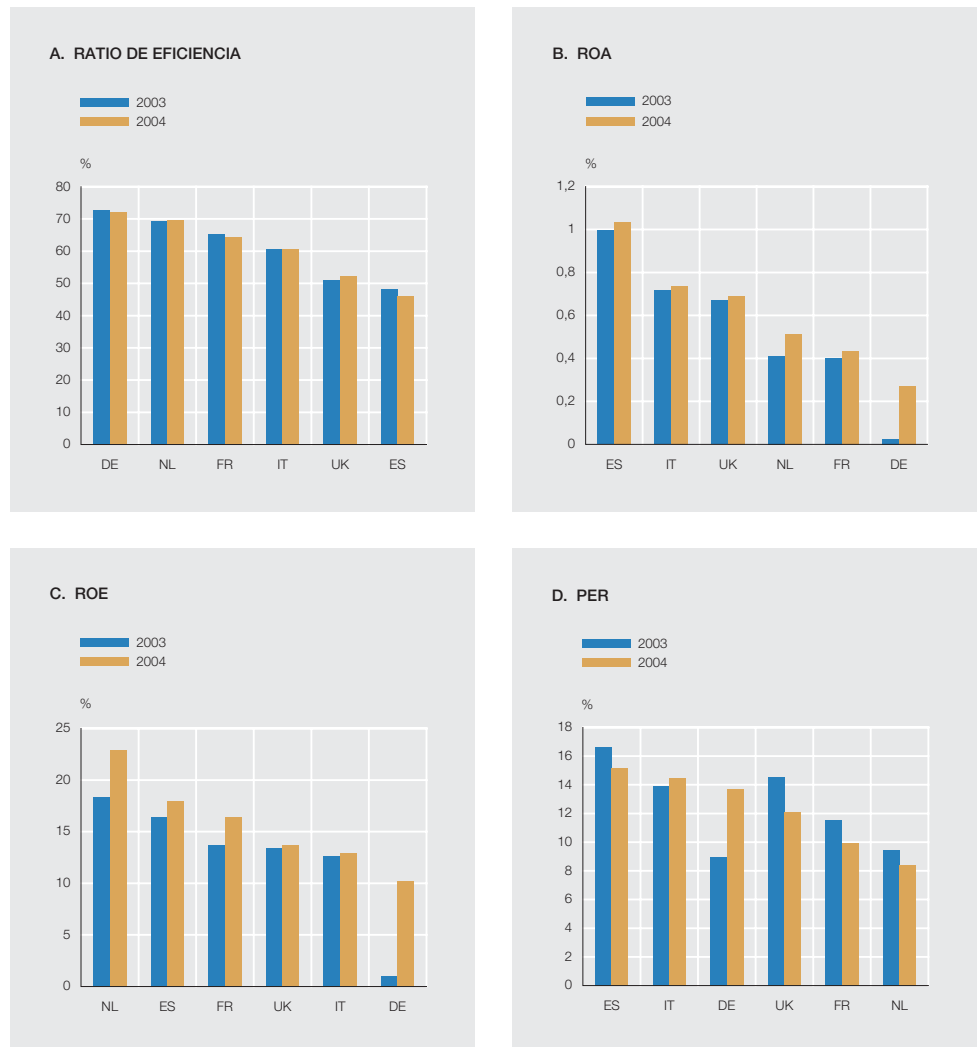
Como resultado de todo lo anterior, el margen de explotación de las entidades españolas supera en más de un 60% la media de los países de la zona del euro y en casi un 40% la media de la UE.

Por último, la comparación en términos de la ratio de morosidad es también favorable a las entidades españolas, aunque la comparación debe hacerse con precaución, ya que la definición de dudosos es diferente entre países. Lo mismo ocurre con las dotaciones a insolvencias, aunque en este caso son superiores en las entidades españolas, que incluyen la estadística.

Mayores márgenes, más eficiencia, menor morosidad, a pesar de las mayores dotaciones a insolvencias, de carácter prudencial permiten que tanto el ROE como el ROA sigan siendo muy superiores, en media, para las entidades españolas. Esta comparación es especialmente favorable cuando se realiza frente al resto de países de la zona del euro.

La *información bursátil* de los grandes bancos españoles refleja un comportamiento muy similar al del resto de grandes bancos europeos cotizados. Tanto las entidades españolas

Muestra de grandes bancos



FUENTE: Informes anuales de las entidades.

como el resto de las europeas recuperaron los niveles de cotización de la primera mitad de 2002. Aunque desde enero de 2005 las cotizaciones de ambos grupos de entidades han crecido lo mismo (un 10%) en los primeros meses de 2005, la evolución fue más favorable para los bancos europeos, mientras que esta situación se ha invertido desde mayo (gráfico II.4.B).

Por su parte, las volatilidades implícitas registraron un comportamiento relativamente estable desde el último IEF, tanto en los bancos españoles como en los europeos.

Las primas de riesgo de los *Credit Default Swaps* (CDS) de los bancos europeos tuvieron un ligero repunte a principios de mayo, aunque vuelven a situarse en los niveles más bajos de los últimos años. Las primas de la deuda sénior y de la deuda subordinada de las entidades españolas se sitúan por debajo de la media de las entidades europeas.

Los valores de las *betas* para los grandes bancos españoles no han experimentado cambios significativos desde el último IEF, estabilizándose muy cerca de la unidad. Comparadas con las grandes entidades europeas, las españolas se siguen situando en la zona intermedia-alta.

La comparación entre los *grandes bancos europeos*<sup>10</sup>, con datos de 2004, muestra la elevada eficiencia de las entidades españolas y británicas (gráfico II.5.A), lo que ayuda a explicar su posición en términos de rentabilidad, sobre activo o sobre recursos propios (gráficos II.5.B y C). La rentabilidad ha aumentado en 2004 entre los grandes bancos europeos; en particular, la de aquellos con peor posición en 2003. Una parte de ese aumento es atribuible a la mayor eficiencia, pero no en todos los casos.

Los grandes grupos bancarios españoles presentan también las ratios *PER* más elevadas entre los bancos europeos cotizados de mayor tamaño, reflejando una favorable expectativa de evolución del negocio doméstico y del internacional, en un entorno económico de fuerte crecimiento (gráfico II.5.D). En la mayor parte de países, no obstante, se ha producido una ligera caída de los *PER* en 2004, en relación con el nivel de 2003, salvo entre las entidades alemanas, que lo aumentaron considerablemente, en línea con la mejora de sus resultados.

---

10. La muestra de grandes bancos europeos está integrada por tres entidades alemanas, tres francesas, tres italianas, dos holandesas, cuatro británicas y dos españolas. Los datos utilizados provienen de sus memorias anuales.

### III Solvencia

#### III.1 Situación general de la solvencia

A lo largo de 2005, la evolución del coeficiente de solvencia de las entidades de depósito españolas se ha caracterizado por el elevado crecimiento de sus componentes, influenciados tanto por la fuerte actividad del negocio, resultado de la adquisición de una entidad británica de gran tamaño a finales de 2004, y cuyos efectos ya se pusieron de manifiesto en el anterior IEF, como por la introducción de los nuevos criterios contables establecidos por la CBE 4/2004<sup>1</sup>. El *coeficiente de solvencia total* ha disminuido ligeramente (25 pb), situándose en el 10%. El descenso ha sido más marcado (60 pb) utilizando la *normativa de Basilea*, aunque, al ser menos restrictiva que la española, su valor se ha situado, en junio de 2005, en el 11,7%. En cuanto al *coeficiente de solvencia básico*, ha caído hasta el 7,5%, lo que supone 36 pb menos que en junio de 2004, encontrándose todavía muy por encima del mínimo requerido del 4% (gráfico III.1.A)<sup>2</sup>.

Los requerimientos de capital y los recursos propios se han acelerado en la primera mitad de 2005, pero, mientras que los primeros han aumentado un 29,2%, como consecuencia de la adquisición de un banco británico y del continuado dinamismo del negocio en España, los segundos se han elevado un 26% (gráfico III.1.B), lo que, si bien supone una aceleración muy importante, no ha contrarrestado completamente las mayores exigencias de capital derivadas del mayor riesgo asumido durante el ejercicio, y que ha propiciado el descenso observado en el coeficiente de solvencia.

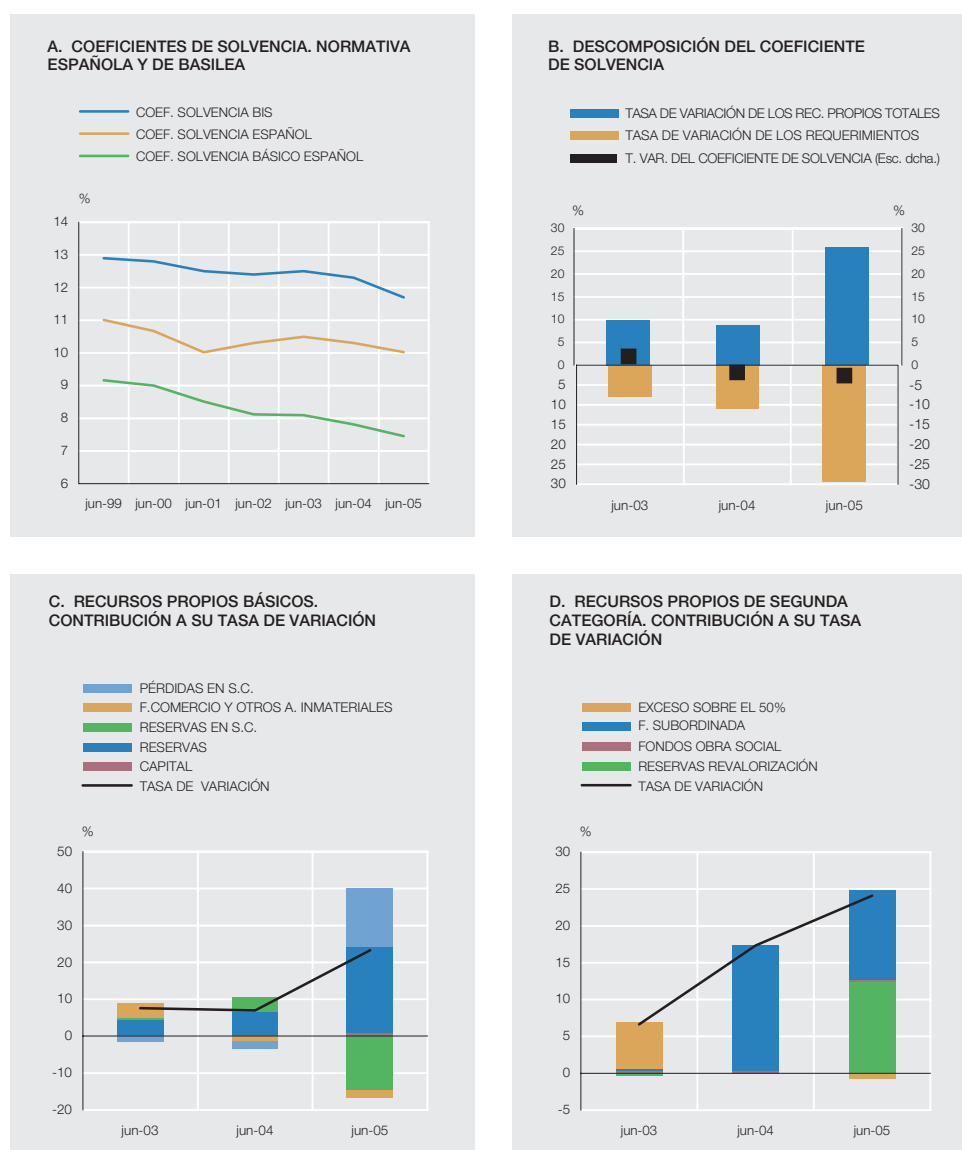
Los *recursos propios* han sido impulsados tanto por el *tier 1* (23,3%) como también por el fuerte aumento de los recursos propios de segunda categoría (24,1%), así como por las menores deducciones, que han caído un 34,8%.

La tasa de variación de los *recursos propios básicos* se ha acelerado 16 pp, pero han seguido perdiendo peso en favor del *tier 2* dentro de los totales (suponen el 74,3%, 1,5 pp menos que un año antes). Detrás de este comportamiento se encuentra la evolución de las reservas, cuya aceleración (22,9%, que supone el cuádruple que en junio de 2004) ha determinado la del *tier 1*, al tener un peso del 83,7% dentro de sus componentes positivos. La aplicación a reservas de los resultados obtenidos por las entidades y, sobre todo, las ampliaciones de capital llevadas a cabo explican esta situación. En paralelo, la evolución del fondo de comercio ha afectado negativamente a la del *tier 1*, al haberse incrementado un 10,8%, y dado su elevado peso relativo dentro de las deducciones de los recursos propios básicos (88,6%). A todo lo anterior hay que sumar el efecto de la aplicación de las NIIF, que ha hecho disminuir las reservas en sociedades consolidadas un 52,6%, al mismo tiempo que ha reducido las pérdidas en sociedades consolidadas un 95,5%, puesto que un número importante de sociedades asociadas ha pasado a registrarse en la cartera de activos disponibles para la venta, dejando de presentarse como participaciones, como ya se ha explicado en el capítulo I. El efecto neto de estos dos elementos prácticamente se ha cancelado y casi no ha contribuido a la variación total del *tier 1* (gráfico III.1.C).

---

1. La importante reforma de las normas con las que se elaboran las cuentas anuales de las entidades de crédito, acometida por la CBE 4/2004, justifica que la CBE 5/1993, con la que el Banco de España culminó el desarrollo de la normativa sobre recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades de crédito, haya sido modificada por la CBE 3/2005, de 30 de junio, sin alterar ni la actual definición de recursos propios computables ni, de modo sustancial, la base contable del cálculo de los riesgos. 2. Dichas disminuciones podrían revertir, al menos en parte, una vez que finalicen el análisis y la discusión de la computabilidad como recursos propios regulatorios de los instrumentos híbridos de la mencionada entidad británica adquirida.

Entidades de depósito



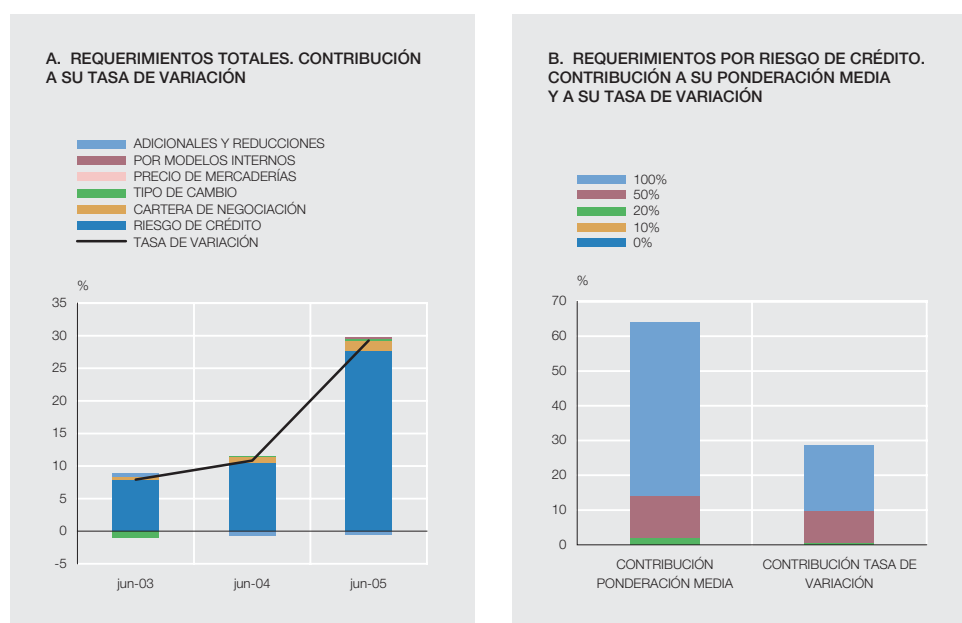
FUENTE: Banco de España.

Por su parte, la tasa de variación de los *recursos propios de segunda categoría* se ha acelerado 6,8 pp, debido al recurso a la financiación subordinada (que crece un 13,1%, 5,4 pp menos que el año anterior) y, en igual medida, a la importante contribución de las reservas de revalorización, que se han cuadruplicado (gráfico III.1.D). Esto último refleja la aplicación de la CBE 4/2004, que permite a las entidades, bajo ciertas condiciones, utilizar el valor razonable para medir cualquier elemento de su activo material, en la primera aplicación de la Circular (1 de enero de 2004), y trasladar los ajustes de esta valoración (en este caso, positivos) a las reservas de revalorización.

Por último, las *deducciones*, el tercer elemento de los recursos propios, han visto reducido su saldo (26,3%) por el efecto indirecto del aumento de los recursos propios, dado que ha tenido lugar un significativo incremento de los que sirven de base al límite que determina el importe máximo de participaciones en entidades no financieras, lo que ha permitido una mayor contabilización de estas, sin tener que aminorar los recursos propios.



Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

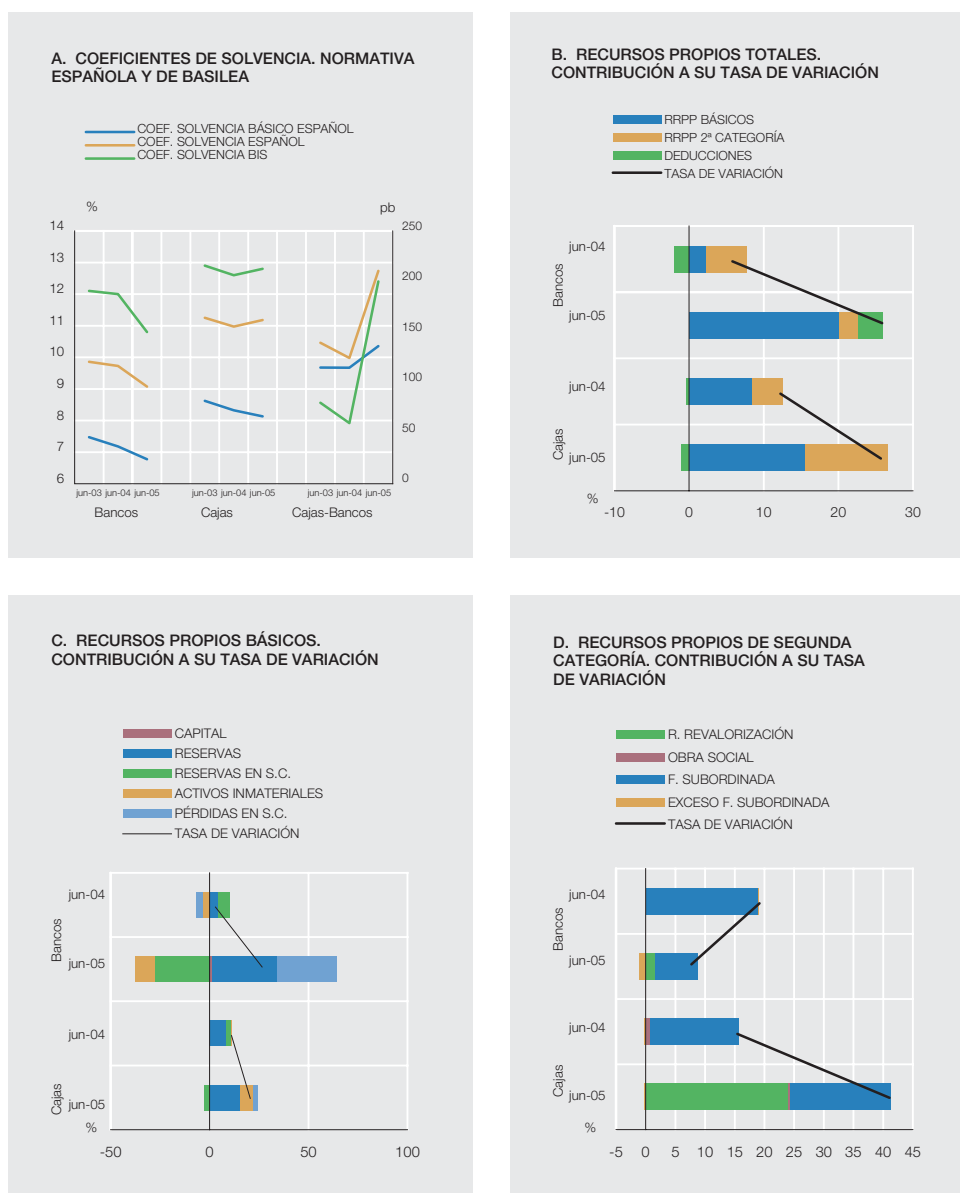
Los activos ponderados por riesgo y, por tanto, los requerimientos han aumentado un 29,2% gracias al considerable crecimiento de la inversión crediticia, dada la buena marcha de la economía española y, en especial, de las latinoamericanas, y debido también a las mayores exigencias por la mencionada adquisición de una entidad británica en la segunda mitad de 2004 (gráfico III.1.B). Por importancia de los requerimientos destacan los asociados al riesgo de crédito, que se aceleran 18,2 pp al crecer un 29,3% (gráfico III.2.A). Dentro de estos, la clasificación de las exposiciones por grupos de riesgo, a los que se les asocia una ponderación en función del sector de contrapartida y las garantías, permite calcular la ponderación media de la cartera sujeta a dichos requerimientos. Así, el perfil de esta cartera prácticamente no ha variado, ya que su ponderación promedio ha sido del 64,1%, solo 70 pb superior a la de junio de 2004 (gráfico III.2.B). Destaca el fuerte aumento (60%) de los riesgos que ponderan al 50%, en su mayor parte préstamos con garantía hipotecaria. El mayor peso relativo de los que ponderan al 100% hace que su crecimiento (23,2%) contribuya de manera muy sustancial a la evolución de los requerimientos por riesgo de crédito total.

En relación con los requerimientos calculados mediante modelos internos, posibilidad permitida para todos los riesgos, excepto para el de crédito, con la entrada en vigor en diciembre de 2003 de la CBE 3/2003, solo dos entidades los han utilizado hasta el momento. A junio de 2005, su peso sobre el total de requerimientos factibles de ser computados mediante modelos internos ha supuesto el 4,2%.

### III.2 Análisis por entidades

El análisis por separado de bancos y cajas permite aislar en los primeros el efecto que las adquisiciones han tenido en el comportamiento de su coeficiente de solvencia. Se observa que la caída del coeficiente de solvencia de las entidades de depósito se ha producido por el descenso en 65 pb del coeficiente total en los bancos (para situarse en el 9,1%), ya que para las cajas se ha situado en el 11,2%, con un ligero aumento respecto a junio de 2004. Por tanto, la diferencia en el coeficiente de solvencia total, con la normativa española, entre ambos grupos de entidades ha aumentado hasta los 2 pp. La situación se repite en los bancos tanto para el coeficiente de solvencia empleando la normativa de Basilea (10,8%, tras caer 1,2 pp)

Bancos y cajas



FUENTE: Banco de España.

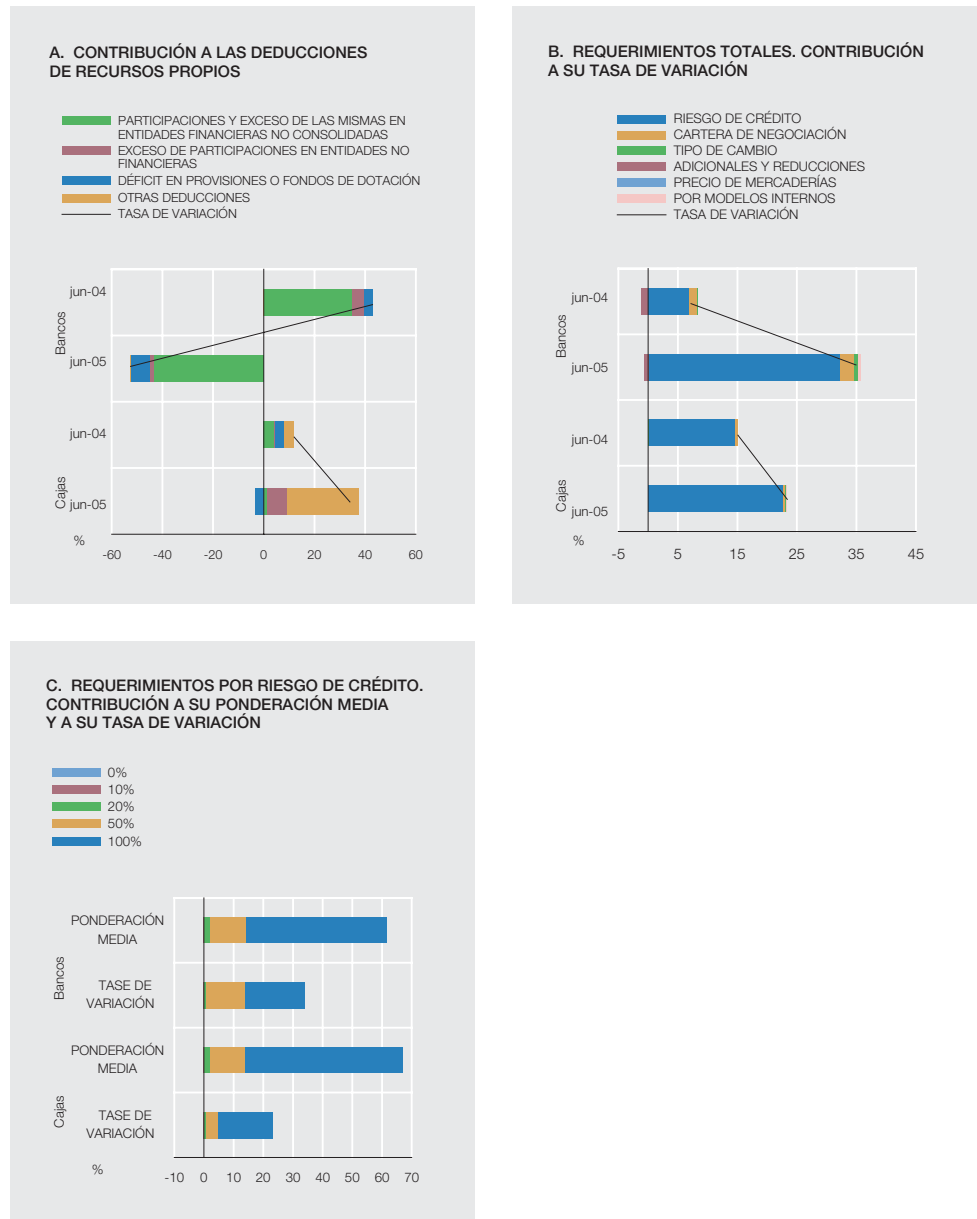
como para el coeficiente de solvencia básico (6,8%), que sufre la menor de las disminuciones (40 pb). Por su parte, las cajas también han visto reducido el coeficiente básico en 19 pb (hasta alcanzar el 8,1%), con lo que se mantiene la tendencia descendente por quinto año consecutivo, mientras que el coeficiente de Basilea asciende 20 pb, hasta el 12,8% (gráfico III.3.A).

La disminución de los coeficientes de solvencia de los *bancos* se ha producido a raíz del fuerte aumento de los requerimientos (34,9%), consecuencia de las adquisiciones llevadas a cabo durante el ejercicio pasado, y a pesar del gran impulso de los recursos propios (25,9%), que han crecido casi cinco veces más que en junio de 2004 (gráfico III.3.B). En este sentido, los tres componentes de los recursos propios han contribuido positivamente. En primer lugar, el *tier 1* se ha acelerado significativamente (27,3%), empujado por las reservas (30,5%). A lo anterior ha contribuido una ampliación de capital de una entidad de elevado tamaño. No obstante, el aumento en paralelo del fondo de comercio (30,5%) frena el avance del *tier 1*. Además, como

## CONTRIBUCIÓN A LAS DEDUCCIONES DE RECURSOS PROPIOS Y REQUERIMIENTOS

GRÁFICO III.4

Bancos y cajas



FUENTE: Banco de España.

ya se ha mencionado, la aplicación de la CBE 4/2004 ha generado movimientos en las reservas y en las pérdidas de las sociedades consolidadas, con un reducido efecto global (gráfico III.3.C). En segundo lugar, el *tier 2* se ha desacelerado porque el recurso a la financiación subordinada por parte de los bancos se ha reducido (7,3%, frente al 19,4% del año previo), lo que ha provocado la desaceleración del *tier 2* (7,7%) (gráfico III.3.D). En tercer lugar, el mayor importe de *tier 1* y *tier 2* ha disminuido las deducciones por participaciones en entidades financieras que no forman parte del grupo consolidable de entidades de crédito, que, de otra forma, se deducirían por sobrepasar el límite establecido en el 10% de la suma del *tier 1* y del *tier 2* (gráfico III.4.A).

El aumento en el tamaño de los grupos bancarios españoles ha incrementado los activos ponderados por riesgo (que crecen un 34,9%), lo que se ha traducido en unas mayores exi-

gencias de capital (gráfico III.4.B). En particular, los requerimientos por riesgo de crédito han aumentado sustancialmente por el fuerte crecimiento de los riesgos que ponderan al 50% (101,7%), así como por la mayor expansión de los que ponderan al 100% (24,2%). Todo ello ha provocado una más alta ponderación media de esta cartera, que se sitúa en el 61,5%, 1,2 pp superior al dato de junio de 2004 (gráfico III.4.C).

Por su parte, los recursos propios de las *cajas* se han acelerado sustancialmente, al crecer a una tasa del 25,7%, que supone una variación de algo más del doble de la registrada el año anterior (gráfico III.3.B). La solvencia de estas entidades se ha fortalecido por el rápido incremento del *tier 1* (20,5%), como consecuencia de la buena evolución de sus resultados, que ha favorecido su aplicación a reservas (15,4%). Asimismo, la fuerte amortización del fondo de comercio (66,6%) ha reducido los activos inmateriales, con lo que su contribución a la evolución de los recursos propios ha sido positiva (gráfico III.3.C).

El *tier 2* se acelera creciendo al 41,1%, desde el 15,4% de junio de 2004, por la continua emisión de financiación subordinada (19,3%, 1,9 pp superior al mismo período del año anterior) y, de forma transitoria, como resultado de la aplicación de la CBE 4/2004, que ha supuesto un aumento de las reservas de revalorización (431%), como consecuencia de contabilizar a valor razonable su activo material (gráfico III.3.D). Por último, las deducciones se aceleran (34%), aumentando las resultantes del exceso de participaciones en entidades no financieras (38,7%), en línea con la mayor presencia de las cajas en este sector (gráfico III.4.A).

La fuerte actividad crediticia de las cajas sigue generando unos mayores requerimientos (gráfico III.4.B), en particular por riesgo de crédito (23,2%), que se han sustentado tanto en el crecimiento en el mercado hipotecario, dado que los riesgos que ponderan al 50% han aumentado un 24,5%, como en los que ponderan al 100% (23,2%). Con ello, su perfil de riesgo ha ascendido muy ligeramente, para alcanzar una ponderación media del 67,1%, algo por encima de la de los bancos (gráfico III.4.C).

La *distribución del coeficiente de solvencia* total según el número de entidades muestra un desplazamiento hacia la derecha desde los tramos inferiores, sobre todo por debajo del 11%, hacia el entorno del 13% (gráficos III.5.A y B). Como resultado de los cambios anteriores, en el tramo del 8% al 10% del coeficiente de solvencia total el número de entidades y su peso relativo han disminuido, a favor de tramos de solvencia mayores. La distribución del incremento en el coeficiente de solvencia según el número de entidades remarca el resultado comentado, ya que se observa que durante este ejercicio son más las entidades que han aumentado su ratio que las que lo hicieron en la misma fecha del año anterior, al haberse desplazado la distribución hacia la derecha y estar menos concentrada en torno al cero (gráfico III.5.C).

#### COMPARACIÓN CON LA BANCA EUROPEA

Tanto el coeficiente de solvencia total como el coeficiente básico se sitúan, para las entidades españolas, ligeramente por debajo de la media de la UE y de la media de la zona del euro (gráfico III.6.A). El importante aumento de los recursos propios durante 2004, especialmente de los básicos, no ha sido suficiente para compensar el fuerte incremento de los requerimientos de capital, debido al crecimiento de la actividad y a la adquisición de una entidad británica de elevado tamaño por parte de una entidad española. Con todo, tal y como se puso de manifiesto en el anterior IEF, las entidades españolas mantenían, en diciembre de 2004, unos coeficientes de solvencia considerablemente por encima de los mínimos regulatorios. La composición de los activos ponderados por riesgo (APR) pone de manifiesto, una vez más, el mayor crecimiento del crédito que ha tenido lugar en España en comparación con la media de la UE, en un contexto de mayor crecimiento económico, y el menor peso de la cartera de negociación.

Entidades de depósito

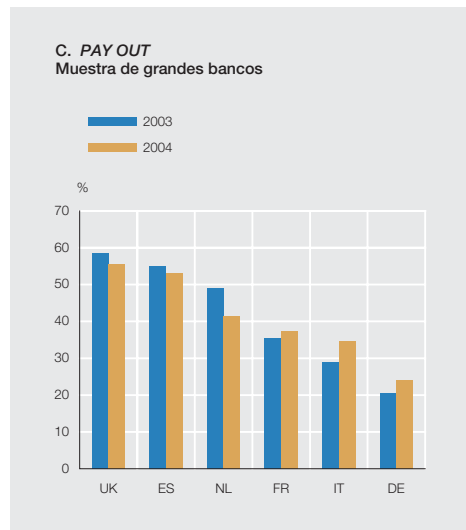
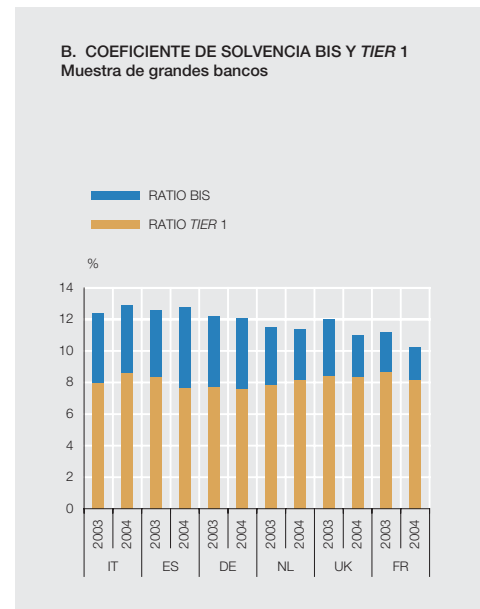
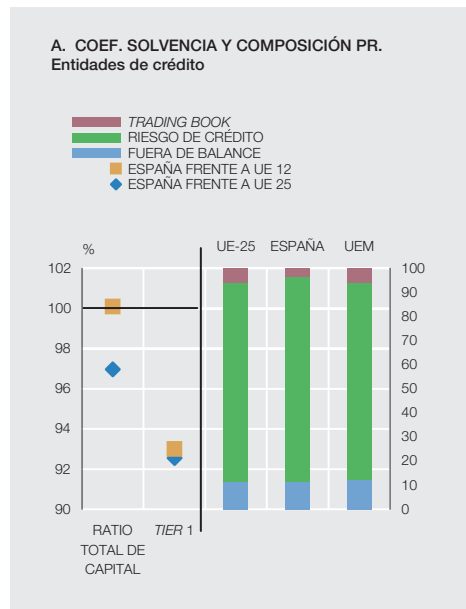


FUENTE: Banco de España.

La comparación entre los *grandes bancos europeos cotizados* muestra, para 2004, un coeficiente de solvencia total, con la normativa de Basilea, de los más elevados entre las entidades españolas, mientras que la posición en la ratio *tier 1* es menos favorable (gráfico III.6.B). No obstante, la dispersión entre países en relación con ambos coeficientes de solvencia es reducida y, en todos los casos, se encuentra muy por encima de los mínimos regulatorios requeridos.

El *pay out* de los grandes grupos bancarios españoles supera el 50% y es muy similar al de los grandes bancos británicos (gráfico III.6.C). Como ya se ha mencionado en el capítulo II, ambos grupos de entidades están entre los más rentables de Europa. Las grandes entidades francesas, italianas y alemanas retienen una parte más sustancial de sus beneficios, aunque en este último caso hay que considerar el bajo nivel de resultados alcanzado como principal elemento explicativo del nivel del *pay out*. Las entidades de los países con mayores *pay out* los han disminuido en 2004, en relación con 2003, ocurriendo lo contrario entre aquellas con menores niveles. La mejora de los resultados a lo largo de 2004 explica este comportamiento.

Entidades de crédito y muestra de grandes bancos



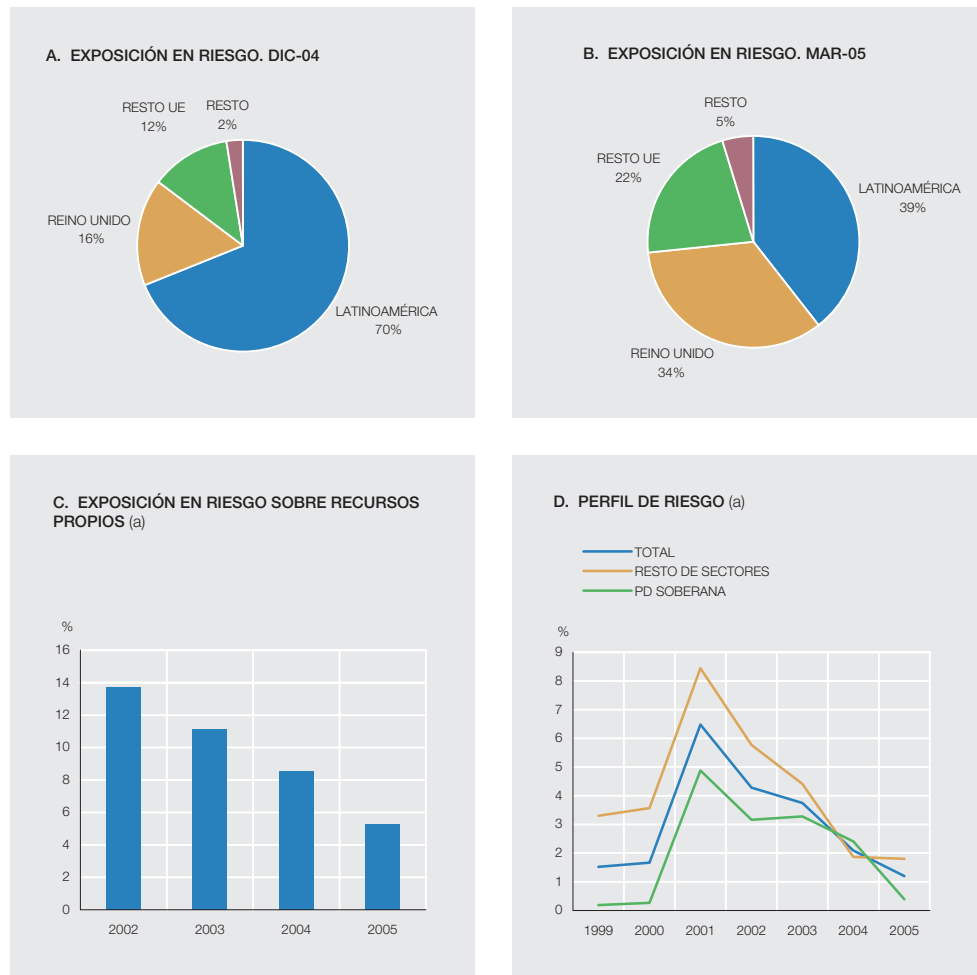
FUENTE: Banco de España.

RIESGOS DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS EN EL EXTERIOR

A finales de 2004, no solo cambió la distribución geográfica y sectorial de los activos financieros en el exterior, como se ha explicado en el capítulo I, sino que también cambió la distribución geográfica de la *exposición en riesgo* (medida que representa mejor el riesgo asumido por las entidades y que se obtiene mediante el producto de la probabilidad media de impago estimada para cada país y los activos de las entidades en cada país). En 2005, la deuda pública argentina ha experimentado una mejora en su calificación crediticia, pasando desde la categoría de impago (*default*) hasta la calificación de B (de acuerdo con la nomenclatura de Standard & Poor's). Esta mejora se traduce en una alteración sustancial de la distribución geográfica de la exposición en riesgo de las entidades de depósito españolas (gráficos III.7.A y B).

Además del cambio geográfico, se ha producido una caída significativa del nivel absoluto de la exposición en riesgo, a pesar del crecimiento de los activos. Así, la exposición en riesgo ha pasado de 11 mm de euros en diciembre de 2004 a menos de 6 mm en marzo de 2005 (últi-

Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

a. Los datos corresponden al mes de diciembre de cada año, excepto en 2005, donde corresponden a marzo, última información disponible a la fecha de elaboración de este IEF.

mo dato disponible). En términos de recursos propios (gráfico III.7.C), la caída ha sido también muy notable.

Finalmente, sigue decreciendo el *perfil de riesgo de los activos financieros en el exterior* (definido como la media ponderada de las probabilidades de impago medias de cada país). Dicho perfil de riesgo tuvo un máximo en 2001, debido al impago de la deuda argentina. Con posterioridad, el perfil de riesgo ha ido disminuyendo tendencialmente, debido a la reducción de la exposición con dicho país, a la expansión en otras áreas de menor riesgo y a la disminución generalizada del riesgo en un número considerable de países en los que están presentes las entidades de depósito españolas. En 2005, con el cambio de calificación de la deuda soberana argentina y la consiguiente reducción en la PD estimada para esta, el índice de perfil de riesgo experimenta una reducción adicional, en particular el correspondiente a la deuda soberana (gráfico III.7.D).

PARTICIPACIONES EN EMPRESAS

Las entidades de depósito invierten en instrumentos de capital (acciones) con distintos fines, tales como beneficiarse a corto plazo de la variación de sus precios o recibir un flujo continuo de dividendos, así como explotar el posible negocio inducido. Estas inversiones las realizan en

distintos sectores de actividad, tanto industriales como financieros. En diciembre de 2004, el total de participaciones sobre el capital regulatorio de las entidades de depósito se situó en su posición más alta desde 1996, al alcanzar el 48,4%, frente al 34% que mostraban en 1996 (gráfico III.8.A)<sup>3</sup>. Además, en 2004 creció más del 14%, rompiendo el descenso continuado de los tres años anteriores. Los bancos siempre han presentado una ratio inferior a la de las cajas, excepto en 2004. Por otro lado, existe una elevada dispersión en dicha ratio entre las 20 mayores entidades por volumen de activos, aquellas cuyos activos representan el 80% de los activos del total de entidades de depósito a nivel consolidado (gráfico III.8.B).

Si se comparan las participaciones con los recursos propios básicos (*tier 1*), en 2004 se situaron, para el total entidades de depósito, en el 63,9%, presentando para todo el período un perfil muy semejante al de las participaciones sobre los recursos propios totales; es decir, los bancos, hasta 2003, han presentado una ratio inferior a la de las cajas, invirtiéndose esta tendencia en 2004 (gráfico III.8.C). La dispersión del peso relativo de las participaciones empresariales sobre el *tier 1* entre las mayores entidades de depósito españolas es muy elevada (gráfico III.8.D).

Las participaciones de las entidades de crédito en las empresas (en particular, en las grandes empresas no financieras —industriales y de servicios—) introducen un elemento de riesgo que debe ser adecuadamente valorado por dichas entidades. Una elevada concentración de riesgos en una empresa industrial de elevado tamaño puede traducirse en dificultades para la entidad, si dicha empresa experimenta una sustancial y prolongada caída de valor, resultado, por ejemplo, de elementos idiosincrásicos al negocio de la empresa o de un *shock* negativo en los mercados financieros.

Al comparar los dividendos percibidos de las participaciones de las entidades con el resultado después de impuestos, se observa que hay una diferencia significativa entre el nivel que presentan los bancos, que apenas ha superado el 15%, y el que presentan las cajas, que en 2004 se situaba ligeramente por encima del 25% (gráfico III.8.E). Esto pone de manifiesto una creciente importancia en los resultados de las cajas de los dividendos aportados por sus participaciones empresariales. Además, existe una elevada dispersión en el peso relativo de los dividendos entre las 20 mayores entidades (gráfico III.8.F).

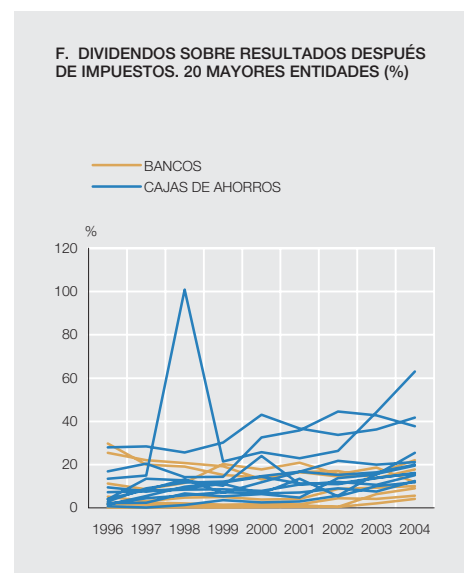
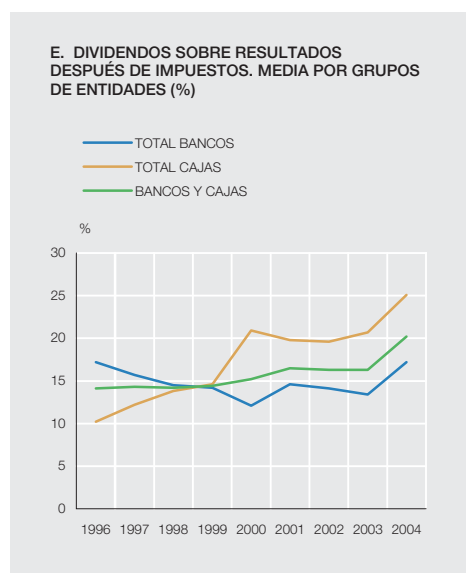
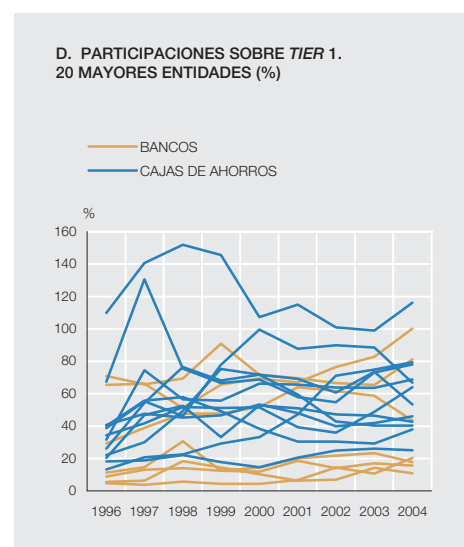
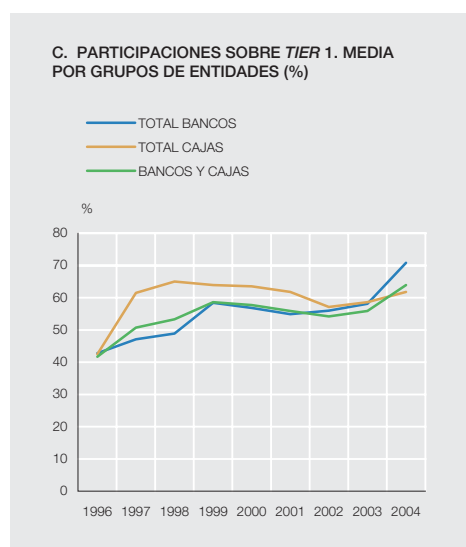
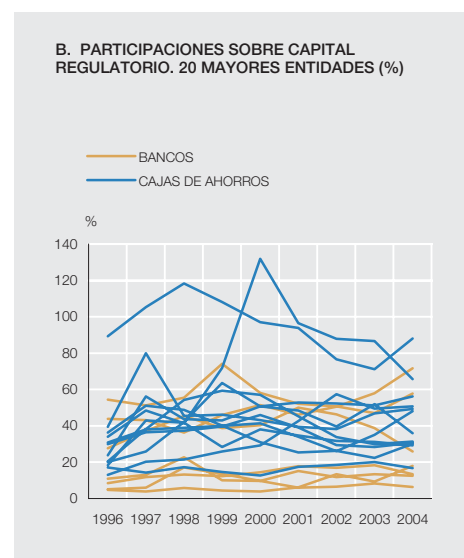
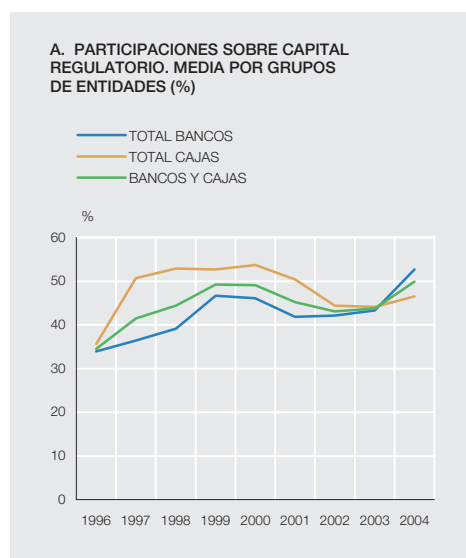
#### GOBIERNO DE LA EMPRESA BANCARIA

La transparencia informativa es un paso previo necesario para lograr una mayor implicación de los mercados en el ejercicio de la disciplina de las entidades<sup>4</sup>, complemento imprescindible de la supervisión bancaria. De hecho, esto no es nuevo, y ya quedaba reflejado en los Principios para una Supervisión Bancaria Eficaz, elaborados por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en el año 1997 (*Core Principles for Effective Banking Supervision*, en inglés).

El reconocimiento de la necesidad de la acción de los mercados como complemento a la tarea de los supervisores en la consecución de entidades bien gestionadas, sólidas y solventes queda reforzado en el Acuerdo de Capital de Basilea II (documento de junio de 2004). Uno de los tres pilares en los que se sustenta el nuevo Acuerdo es la disciplina de mercado. Por ello, Basilea II establece unos requerimientos de información al público; entre otras cuestiones, acerca de la exposición a los distintos riesgos, de los modelos de valoración empleados y de la situación de sus recursos computables y mínimos exigidos.

<sup>3</sup> La información utilizada proviene de los balances y cuentas de pérdidas y ganancias consolidadas, con el fin de evitar las participaciones en las entidades de crédito filiales y poder así captar la posición del grupo de entidades de depósito en su conjunto. Incluye tanto empresas financieras como no financieras. <sup>4</sup> El recuadro III.1 del IEF n.º 4, de mayo de 2003, analiza la disciplina de mercado en las entidades financieras.





FUENTE: Banco de España.

En el ámbito del gobierno de las empresas también se reconoce explícitamente la necesidad de aportar información a los mercados<sup>5</sup>, pues estos actuarán como un mecanismo de control externo. Más específicamente en el terreno bancario, donde las asimetrías de información entre internos y externos son mayores que en otros sectores, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea señala que, entre el conjunto de principios que favorecen el buen gobierno corporativo, está la necesidad de desarrollar este de modo transparente. Esto queda reflejado tanto en su documento de 1999 como en la actualización que se está llevando a cabo (recuadro III.1).

Ambos documentos del Comité señalan que la transparencia es esencial para un gobierno corporativo sólido y efectivo, ya que, en aquellos casos en los que los accionistas, las otras partes interesadas y los agentes que participan en los mercados no reciben suficiente información sobre la estructura y los objetivos de la entidad, es inviable el ejercicio de un control apropiado sobre los consejeros y el equipo gestor, dificultando el que asuman sus responsabilidades.

El Comité señala distintas áreas en las que las entidades deberían aportar información al público. Entre ellas, destacan: 1) estructura del consejo (normativa, tamaño, composición, proceso de selección de los miembros, cualificaciones de los mismos, independencia, posibles conflictos de interés); 2) estructura de los comités correspondientes; 3) estructura del equipo de gestión (responsabilidades, canales de comunicación, cualificaciones y experiencia); 4) estructura organizativa (accionistas mayoritarios y derechos de voto, participación de los accionistas mayoritarios en el consejo y equipo de gestión...); 5) información sobre la estructura de incentivos de la entidad (política de remuneraciones, compensación a los ejecutivos...); 6) código de conducta o ético de la entidad, así como estructuras aplicables de gobierno corporativo; 7) naturaleza de las transacciones con partes relacionadas, incluyendo cuestiones en las que los consejeros puedan tener intereses de forma directa o indirecta, y 8) disponibilidad del informe anual, que debe permitir obtener una visión de la situación financiera de las entidades.

En España se han realizado importantes esfuerzos en esta dirección en los últimos años. En 1998, el *código Olivencia*, para sociedades cotizadas, señalaba que la política de transparencia informativa impone la obligación de suministrar información al mercado. Esa información no debía versar exclusivamente sobre las actividades y los resultados obtenidos, sino también acerca de la estructura de propiedad, variaciones en las reglas de gobierno corporativo, operaciones vinculadas y fondos propios.

Posteriormente, el informe Aldama de 2003, dirigido principalmente a empresas cotizadas, considera que en España la información aportada al mercado es básicamente cuantitativa. Se detecta, por lo tanto, una mayor escasez de información cualitativa, y en especial en el ámbito del gobierno corporativo. Por ello, se establece una recomendación para que los deberes de información contemplen las estructuras y prácticas de gobierno corporativo de las sociedades. Más recientemente, se ha puesto en marcha una nueva iniciativa para reflexionar sobre el gobierno corporativo.

Entre otras recomendaciones, el *informe Aldama* sugiere la necesidad de elaborar un *informe de gobierno corporativo* por parte del consejo de las sociedades. Se recomienda además que, en términos de presentación, haya una estructura homogénea, de tal modo que se faci-

---

5. Así, para las empresas en general, tanto el documento de 1999 de la OCDE *OECD Principles of Corporate Governance* como su posterior actualización en 2004 reconocen la importancia de la transparencia informativa.

El gobierno corporativo es un ámbito que ha venido siendo motivo de atención durante los últimos años por parte de las autoridades nacionales de distintos países y de diferentes organismos internacionales. En 1999, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea publicó un documento que contenía una serie de recomendaciones para potenciar el buen gobierno corporativo de los bancos<sup>1</sup>. Este documento complementa, en buena medida, al publicado por la OCDE<sup>2</sup> en ese mismo año, en el que se recogía un conjunto de principios de gobierno corporativo de aplicación general. Por su parte, el trabajo del Comité estaba dirigido al sector bancario, centrándose en sus particularidades y procurando ofrecer un enfoque más práctico.

Desde entonces se han producido acontecimientos que han puesto de manifiesto la ocurrencia de fallos en los sistemas de gobierno corporativo de distintas organizaciones. Esta es una de las razones que han promovido un proceso de revisión por parte de la OCDE, que, finalmente, publicó en junio de 2004 una versión actualizada de sus principios<sup>3</sup>.

Por su parte, el Comité creó un grupo de trabajo, en diciembre de 2004, para analizar esta materia, encomendándole varios objetivos: 1) analizar los cambios realizados por la OCDE y evaluar hasta qué punto deberían ser tenidos en cuenta considerando las propias circunstancias del sector bancario; 2) tomar en consideración las lecciones que se podrían derivar de los problemas de gobierno corporativo experimentados en años recientes; y 3) analizar las implicaciones derivadas de ciertas actividades realizadas por las entidades de crédito, en particular de las desarrolladas a través de estructuras o en jurisdicciones que podrían suponer problemas de transparencia y limitaciones a los flujos de información (por ejemplo, en centros *off-shore*). El trabajo debía realizarse contando con la colaboración de la industria bancaria, de diferentes organismos internacionales y de todas aquellas partes interesadas.

*El 29 de julio de este año, el Comité publicó una versión revisada del documento de 1999, estableciéndose un período de consulta pública de tres meses<sup>4</sup>.*

El documento considera, en primer término, que el gobierno corporativo es posiblemente más importante para los bancos que para otras compañías (entre las razones destaca su papel en el proceso de intermediación financiera y su participación en los sistemas de pagos, la necesidad de salvaguardar los fondos de los depositantes y la mayor sensibilidad que, por su propia naturaleza, tienen los bancos a los posibles fallos de gobierno corporativo). Asimismo, se argumenta que el mal gobierno de una entidad puede desembocar en la pérdida de confianza, elemento clave para el buen funciona-

miento del sector bancario, y por tanto, del conjunto de la economía<sup>5</sup>.

Asimismo, se reconoce que el gobierno corporativo depende de que exista un marco legal, regulatorio e institucional adecuado. Si bien estos factores van más allá de la capacidad de los supervisores, se les encomienda que estén atentos a posibles trabas institucionales o legales y a que den los pasos necesarios para evitarlas cuando tengan la capacidad para hacerlo.

A partir de aquí, y teniendo en cuenta que los sistemas legales y las propias estructuras de gobierno corporativo difieren considerablemente entre países, el Comité plantea una serie de *principios generales de buen gobierno corporativo*.

En primer lugar, *establecer una serie de objetivos estratégicos y un conjunto de valores que han de ser comunicados a lo largo de toda la organización*. Así, el Consejo, teniendo en cuenta los intereses de todas las partes (accionistas, depositantes, tenedores de deuda, etc.), ha de establecer los objetivos estratégicos y los estándares éticos que deben guiar las actividades de la entidad o, en otras palabras, favorecer una cultura empresarial que persiga e incentive un comportamiento ético. Este proceso ha de gestarse al más alto nivel y ser después comunicado a lo largo de toda la organización.

En el establecimiento de estos valores, han de reconocerse las ventajas de discutir los problemas a tiempo y, por ello, favorecer que los empleados tengan capacidad para comunicar libremente posibles prácticas ilegales o faltas de ética. Los canales establecidos para este proceso deberían posibilitar el anonimato y la adecuada protección de los que acuden a él.

También es responsabilidad del Consejo identificar los posibles conflictos de interés (que pueden surgir por distintos motivos), prevenirlos, cuando sea posible, o gestionarlos adecuadamente e informar sobre ellos.

El Consejo debe asegurar que los gestores implementan políticas y procesos que promuevan un comportamiento profesional e íntegro, prohibiendo actividades que limiten la calidad del gobierno de la empresa. Asimismo, se ha de mantener una función que compruebe el cumplimiento con las leyes y regulaciones.

En segundo lugar, es preciso *establecer claras líneas de responsabilidad en la organización*, ya que su ausencia incrementa los problemas cuando estos suceden. El Consejo debe supervisar la acción de los gestores, mientras que estos son responsables de la delegación de responsabilidades en el resto del personal y de crear una estructura que promueva un comportamiento responsable y de supervisarla.

1. *Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations*, Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, septiembre de 1999. 2. *OECD Principles of Corporate Governance*, junio de 1999. 3. *OECD Principles of Corporate Governance*, abril de 2004. 4. <http://www.bis.org/publ/bcbs117.htm>.

5. Un análisis detallado de las especificidades del gobierno de las empresas bancarias puede verse en el trabajo de V. Salas «El gobierno de la empresa bancaria desde la regulación», *Estabilidad Financiera*, n.º 5, Banco de España, pp. 197-228.

En este sentido, cuando los bancos forman parte de un grupo financiero surgen retos adicionales; por ejemplo, en la medida en que se externalicen ciertas funciones (auditoría interna, gestión del riesgo, etc.) o surjan conflictos de interés entre las distintas entidades que componen el grupo. En cualquier caso, han de aplicarse los mismos principios generales contenidos en el documento. En el grupo, la matriz determina la estrategia y política general, así como la estructura de gobierno corporativo de las filiales que mejor sirva a los intereses del grupo, sin olvidar por ello que el consejo de la filial bancaria mantiene la responsabilidad sobre la necesidad de buen gobierno corporativo del banco. Ello incluye su solidez y la protección de los intereses de los depositantes.

En tercer lugar, es preciso *asegurar que los consejeros están cualificados para ocupar sus puestos, entienden bien su papel en el gobierno corporativo de la entidad y disponen de independencia de criterio*. Los consejeros son los responsables últimos de la situación financiera de la entidad, y por ello deben tener las características adecuadas para asumir esa responsabilidad. Asimismo, la entidad debe contar con un número y composición adecuados de consejeros, de tal modo que puedan emitir juicios independientes de la visión de los gestores o de intereses de terceros. En términos organizativos, se reconoce que en muchas entidades se ha encontrado beneficioso la organización en distintos comités (auditoría, riesgos, remuneraciones o nombramientos, entre otros), en los que se incluyen miembros que se pueden considerar independientes.

En cuarto lugar, es preciso *asegurar que los gestores desarrollen una labor de supervisión adecuada*. Se debe esperar de ellos que dispongan de capacidad suficiente para gestionar el negocio bajo su supervisión, al tiempo que ejercen el control sobre los empleados clave en cada área. Es importante que, bajo los principios emanados del Consejo, establezcan sistemas de control interno efectivos.

En quinto lugar, el gobierno corporativo se refuerza cuando *se utiliza adecuadamente el trabajo realizado por los auditores internos y externos*. El Consejo debe reconocer la importancia del trabajo realizado, en la medida en que este permite, por ejemplo, identificar problemas en los sistemas de control y gestión de riesgos, así como asegurar que los estados financieros representan fielmente la situación de la entidad. Es por ello por lo que el documento establece una serie de elementos que el Consejo y los gestores podrían poner en práctica para fomentar la efectividad de estos controles (fortalecer su independencia, considerar la rotación de los externos, etc.).

En sexto lugar, la *política de remuneraciones debe ser coherente con los valores éticos, los objetivos y la estrategia de la entidad*. Si la estructura de incentivos para los miembros del Consejo y los gestores no está vinculada con la estrategia de negocio de largo plazo de la entidad, ello puede resultar en acciones en contra de los intereses del banco y de otras partes interesadas (accionistas, depositantes, etc.).

En séptimo lugar, se enfatiza la necesidad de *desarrollar el gobierno corporativo de un modo transparente*. Es más, el documento señala la transparencia como un elemento esencial para el buen gobierno corporativo, ya que en su ausencia no es posible verificar las acciones de consejeros y gestores. Entre otras consideraciones, se señalan algunas áreas sobre las que se debería aportar información al público (por ejemplo, la estructura del Consejo, la propia estructura organizativa de la entidad o su código de conducta).

El último principio de los recogidos en el documento establece que *las entidades han de conocer su propia estructura organizativa (know your structure), incluyendo la operativa en jurisdicciones, o a través de estructuras que impiden la transparencia*<sup>6</sup>. El Comité reconoce que operar en esas jurisdicciones o a través de este tipo de estructuras normalmente es legítimo y apropiado, pero implica riesgos legales, reputacionales y financieros adicionales que puede imposibilitar que el Consejo y los gestores desarrollen adecuadamente su labor de supervisión del negocio, al tiempo que puede debilitar una supervisión bancaria efectiva. Asimismo, las entidades deben también prestar una especial atención a ciertos productos o servicios desarrollados para sus clientes, pues un uso ilegal o poco ético de esos productos por parte de los clientes puede suponer importantes riesgos legales y reputacionales para las entidades.

Todas estas consideraciones llevan al Comité a señalar que, cuando se desarrollan actividades en este tipo de jurisdicciones, o a través de ciertas estructuras, el Consejo debe establecer políticas y procedimientos que aseguren que se cumple con las regulaciones pertinentes, que se establecen los límites necesarios y que se evalúa lo adecuado de estas operativas, y que los gestores identifican y gestionan todos los riesgos asociados.

El Comité, una vez establecido este amplio conjunto de principios de buen gobierno corporativo, y reconociendo de nuevo la responsabilidad máxima de los consejeros y gestores en el gobierno corporativo, señala que otras partes interesadas deben desempeñar también un papel: accionistas, auditores, asociaciones de la industria bancaria, gobiernos, supervisores bancarios, reguladores y empleados.

Con respecto a *los reguladores bancarios*, se establece que estos deben reconocer la importancia del gobierno corporativo y su impacto en el comportamiento de los bancos. Asimismo, han de determinar si el banco ha establecido políticas y prácticas de gobierno corporativo adecuadas, evaluar los controles internos establecidos y poner en alerta a las entidades cuando detecten problemas durante los procesos de supervisión. Asimismo, favorecerán el buen gobierno corporativo a través de la revisión y evaluación de la implementación de los principios contenidos en el documento.

6. El Banco de España, a través de la *Memoria de la Supervisión Bancaria en España* de 2003, hizo públicos una serie de principios acerca de «la política de las entidades de crédito en la expansión internacional de sus actividades a través de establecimientos *off-shore*».

lite la comparación por parte de los receptores de la información. Al tiempo, se indica un conjunto de áreas básicas que deberían quedar cubiertas y que se detallan a continuación.

Así, en relación con la estructura de propiedad, el objetivo sería ofrecer una «imagen fiel y actualizada de los poderes que controlan las sociedades». Por ello, se solicita hacer pública la estructura de capital, especificando los porcentajes de participación y las relaciones familiares, comerciales, contractuales o societarias que pudieran existir. Se considera importante aportar información sobre los pactos parasociales y las estructuras de control.

En cuanto a la estructura de administración de la sociedad, se recomienda la aportación de información, así como de la explicación y valoración de las prácticas que se siguen, en relación con el funcionamiento del consejo y las comisiones que dependen de él, incluyendo su composición, procedimientos de elección y reglas de funcionamiento. Asimismo, los mercados se beneficiarán de conocer la identidad, capacidades profesionales y funciones de los miembros del consejo, así como de su remuneración, participación en el capital, las relaciones entre estos y los accionistas de referencia, y la existencia de consejeros cruzados con otras sociedades.

Para las operaciones vinculadas y las operaciones intragrupo, además de lo establecido en la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, de 22 de noviembre de 2002, sobre las operaciones de la sociedad con sus accionistas de referencia y sus administradores y altos directivos, se recomienda ofrecer información sobre las operaciones con sociedades filiales y, en general, sobre aquellas cuestiones que ponen en peligro el deber de lealtad.

En lo referente a los sistemas de control de riesgo, se precisa aportar información sobre la política de riesgos, así como sobre los mecanismos para evaluarlos y reducirlos.

En cuanto al funcionamiento de la junta general, es preciso dar a conocer las reglas de funcionamiento de la junta, así como de lo establecido en relación con la delegación de voto o con el desarrollo de las reuniones (preguntas, quejas, asistencia, etc.).

La Ley 26/2003, de 17 de julio, conocida como *Ley de Transparencia*, recoge en su artículo 116 la obligatoriedad de la elaboración de un informe de gobierno corporativo para las sociedades anónimas cotizadas, así como una serie de contenidos mínimos que, básicamente, coinciden con las recomendaciones contenidas en el informe Aldama. Además, atendiendo a este último, se incluye un capítulo adicional en el que las entidades deben dar a conocer el grado de cumplimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo existentes, explicando las desviaciones que se produzcan respecto a ellas.

La mencionada Ley extiende la obligatoriedad de elaborar un informe de gobierno corporativo a las entidades emisoras de valores que coticen en un mercado secundario oficial, adecuando la estructura del informe a la naturaleza jurídica propia de cada entidad. Así, para las *cajas de ahorros*, la Orden ECO/354/2004, de 17 de febrero, y la Circular 2/2005 de la CNMV determinan el contenido mínimo del informe para este conjunto de entidades<sup>6</sup>. Así, se mantienen aspectos análogos a los ya mencionados para las sociedades anónimas cotizadas (por ejemplo, información sobre operaciones vinculadas e intragrupo, sistemas de control de riesgo o grado de seguimiento de las recomendaciones de buen gobierno), y se modifican en lo necesario otros. Así, por ejemplo, se solicita información sobre: 1) la estructura y las funciones de

---

6. Las cajas que no emitan cuotas participativas negociadas en mercados oficiales de valores quedan eximidas de complementar determinados apartados del informe de gobierno corporativo.

Diferentes países han adoptado distintos enfoques a la hora de organizar la regulación y supervisión de la prestación de servicios financieros. Es posible agrupar esos enfoques en tres grandes tipologías: 1) un *enfoque institucional*, donde la regulación y la supervisión se organizan en función del tipo de entidades (bancos, compañías de seguros, etc.), independientemente de la composición de los negocios que llevan a cabo; 2) un *enfoque funcional*, que se centra en las líneas de negocio desarrolladas (seguros de vida, gestión de fondos, etc.), sin tener en cuenta qué tipo de entidad las lleva a cabo, y 3) *regulación guiada por objetivos*, donde la organización responde a los objetivos que trata de conseguir la regulación (estabilidad del sistema financiero, protección de la clientela, etc.).

El enfoque institucional ha sido el más tradicional de los tres. Sin embargo, algunos críticos con este enfoque argumentan que la progresiva desaparición de las diferencias de negocio entre instituciones financieras y productos comporta que dicho enfoque podría llevar a tratar actividades similares de forma diferente si se llevan a cabo en distintos tipos de entidades. Al mismo tiempo, los críticos con un enfoque puramente funcional argumentan que este podría llevar a que ningún regulador ejerciera una supervisión prudencial sobre toda la entidad en su conjunto.

A mitad de la década pasada, Taylor y Goodhart propusieron enfoques guiados por objetivos para la regulación y la supervisión<sup>1</sup>. El modelo conocido como *twin peaks*, defendido por Taylor, proponía, por un lado, una Comisión de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Commission*), a cargo de la cual estaría la supervisión prudencial de la mayor parte de entidades financieras, y cuyo objetivo sería asegurar la solvencia del sistema financiero en su conjunto y controlar los riesgos de todos los tipos de entidades financieras. Por otro lado, proponía una Comisión de Protección del Consumidor (*Consumer Protection Commission*), encargada del seguimiento de la conducta de las entidades financieras respecto a su clientela minorista. Goodhart también argumentó a favor de una separación entre los dos objetivos centrales de la regulación del sistema financiero: la estabilidad sistémica y la protección del inversor. Sin embargo, señaló que ambos objetivos estaban amenazados por la insolvencia de las entidades financieras y que se beneficiarían de medidas encaminadas a proteger dicha solvencia. Por lo tanto, una cierta superposición sería necesaria entre las dos autoridades regulatorias y supervisoras afectadas. Taylor argumentó que el enfoque *twin peaks*: i) reflejaría las diferencias existentes entre el estilo y las técnicas de la regulación prudencial y las de la regulación de la conducta con la clientela; ii) eliminaría la duplicación y la superposición de la regulación; iii) crearía autoridades regulatorias con objetivos precisos; iv) establecería mecanismos para resolver los conflictos entre los distintos objetivos de la regulación de los servicios financieros, y v) estimularía un proceso regulatorio abierto,

transparente y sujeto al escrutinio del Parlamento a través de los informes que las dos Comisiones independientes deberían presentar de forma periódica.

Sin embargo, el modelo *twin peaks* ha sido criticado por los que están a favor de un enfoque integrado (autoridad única) para la regulación y supervisión. Estos argumentan que la distinción entre objetivos regulatorios no está tan clara en la práctica y que un número elevado de entidades necesitarían ser reguladas por las dos autoridades, creando por lo tanto ineficiencias y posibles problemas de comunicación, cooperación y consistencia. Además, consideran que, conceptualmente, existe una superposición considerable, ya que las dos autoridades están interesadas, por ejemplo, en tener un conocimiento lo más detallado posible de los gestores de las entidades. Otros consideran el modelo *twin peaks* demasiado generalista y piensan que no reconoce las diferencias existentes entre entidades y tipos de negocio, tanto en relación con la regulación prudencial como con la de conducta con la clientela.

Holanda ha reestructurado recientemente su sistema regulatorio en línea con un enfoque *twin peaks*. El banco central ha mantenido su responsabilidad sobre la estabilidad sistémica y del sistema de pagos, así como la supervisión prudencial de las entidades de depósito, y ha adquirido la supervisión prudencial de los fondos de inversión y de las empresas de valores. Además, en 2004, el banco central asumió también la supervisión de las compañías de seguros y de los fondos de pensiones. Por otro lado, los mercados de valores, así como la conducta con la clientela de todas las empresas proveedoras de servicios financieros, son responsabilidad de otra autoridad. Entre los motivos que justifican la adopción del enfoque *twin peaks* en Holanda, se citan la creciente difuminación de las barreras que separan a los diferentes tipos de intermediarios financieros (bancos y compañías de seguros, en particular), debido, en parte, al aumento de la complejidad de los productos financieros; la existencia de importantes conglomerados financieros, con presencia de bancos y compañías de seguros y con un importante negocio de gestión de activos; así como el elevado peso relativo de las compañías de seguros en el sistema financiero holandés<sup>2</sup>. La aplicación del enfoque *twin peaks* vino precedida de un período de intensificación de la coordinación entre el supervisor bancario y el de seguros a través de un protocolo de cooperación para asegurar una adecuada supervisión de los conglomerados financieros. Conviene destacar que, a diferencia de otros países, el cambio en el modelo de organización de la supervisión del sistema financiero en Holanda no ha sido la respuesta a ninguna crisis bancaria o de otros intermediarios financieros, con la inevitable pérdida de reputación que ello conlleva para el supervisor, sino que responde a los cambios en la industria financiera mencionados más arriba.

1. M. Taylor (1995), *Twin Peaks: A regulatory structure for the new century*, Centre for the Study of Financial Innovation, Londres, y C. Goodhart (1995), *Some regulatory concerns*, Financial Markets Group, London School of Economics.

2. Véase H. Prast y I. Van Ielyveld (2004), *New architectures in the regulation and supervision of financial markets and institutions: the Netherlands*, DNB Working Paper, 21, diciembre.

los órganos de gobierno de las cajas; en particular, de la asamblea general, del consejo de administración (incluyendo órganos de apoyo como el comité de auditoría o las comisiones de retribuciones e inversiones) y de la comisión de control; 2) las operaciones de crédito, aval o garantía que las cajas efectúan a favor de miembros del consejo de administración o de la comisión de control, así como con familiares o empresas que controlen; y, en particular, a favor de grupos políticos con representación en las corporaciones locales o asambleas legislativas autonómicas que hayan participado en el proceso electoral de la caja. Asimismo, se requiere la situación respecto al impago de los créditos concedidos a estos grupos y las operaciones crediticias con instituciones públicas que hayan designado consejeros generales; 3) la estructura de negocio del grupo, detallando el papel de cada entidad en el conjunto del mismo y la distribución geográfica de oficinas; 4) el informe anual elaborado por la comisión de inversiones y un resumen del mismo en el que se indican las adquisiciones y ventas de participaciones significativas en sociedades, así como inversiones y desinversiones en proyectos empresariales con presencia en la gestión o en sus órganos de gobierno, y 5) las cuotas participativas emitidas.

En definitiva, el informe de gobierno corporativo va en la línea de las iniciativas y recomendaciones a nivel internacional de mejorar el gobierno corporativo favoreciendo la transparencia informativa, para así potenciar la disciplina del mercado. De hecho, el esfuerzo de la Ley de Transparencia es notable, y permite cubrir una buena parte de las recomendaciones sobre materia de transparencia contenidas en el documento consultivo del Comité de Basilea<sup>7</sup>.

El recuadro III.2 analiza diferentes formas de organizar la regulación y supervisión de la prestación de servicios financieros.

---

7. El informe de gobierno corporativo es uno de los canales de comunicación de información cualitativa al mercado, pero no el único. La CBE 4/2004 dedica su capítulo IV de la sección quinta del título I a la Memoria. La Memoria, que completa, amplía y comenta la información contenida en los estados financieros, constituye un elemento clave en la nueva Circular contable y contribuirá de forma decisiva a que los usuarios de la información puedan valorar adecuadamente una entidad, apreciando los riesgos de su actividad.





ANEJO: NOTAS EXPLICATIVAS Y GLOSARIO



## 1 Notas explicativas

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

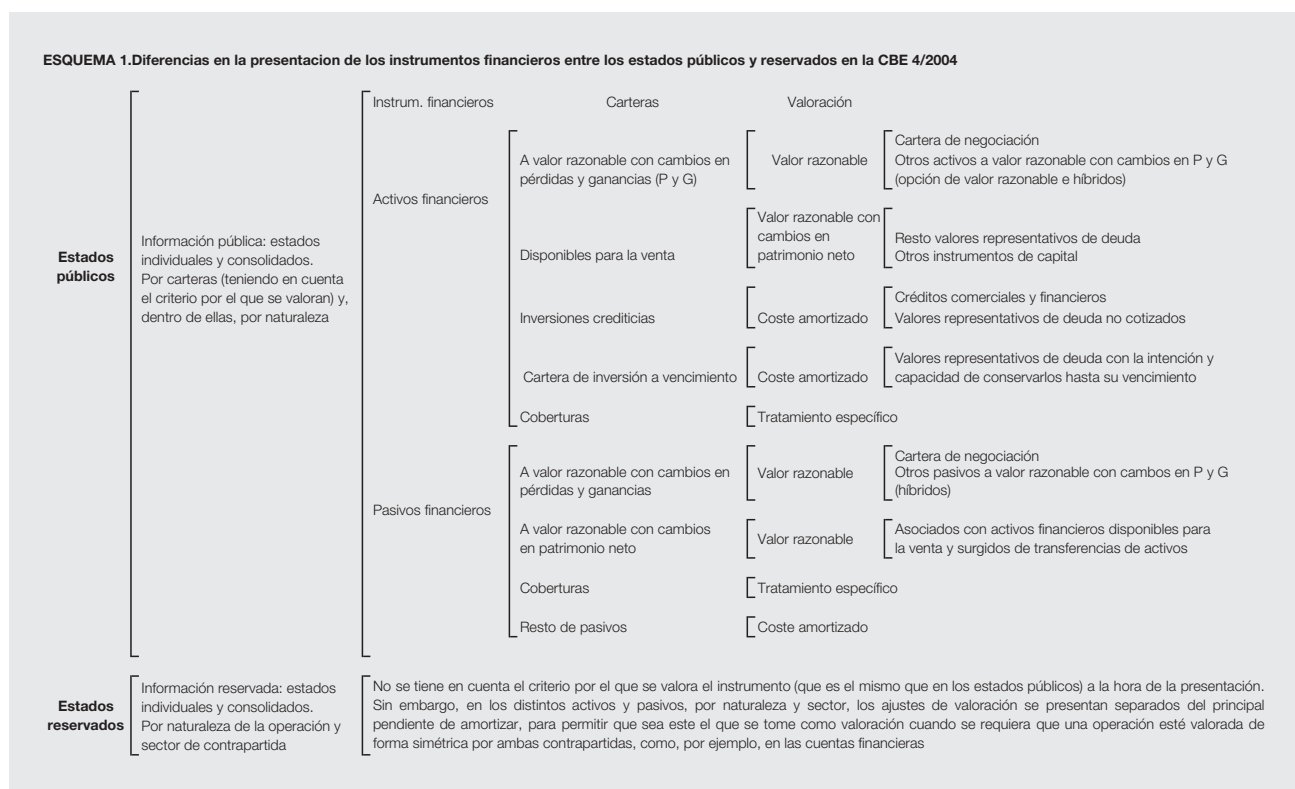
La Circular contable proporciona información desde perspectivas distintas. Así, la información según el sujeto al que representa puede ser individual o consolidada, combinándose con la que se suministra según el destinatario al que va dirigida, es decir, la información pública, de difusión general, y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

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

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

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

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



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

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

Sin embargo, los criterios de valoración son comunes tanto a los estados públicos como a los reservados, aunque, como se ha dicho, en los reservados los ajustes por valoración se presentan separados del principal pendiente de amortizar, de manera que también puedan ser valorados según este criterio. De forma resumida, y sin tener en cuenta toda la casuística, se puede decir que los instrumentos financieros se valoran: 1) a valor razonable, los activos y pasivos financieros que formen parte de la cartera de negociación o sean instrumentos finan-

<b>Estados públicos</b>	[ Grupos de entidades de crédito (IAS)	[ Control con independencia de su actividad (También consolidan seguros y empresas no financieras)
<b>Estados reservados</b>	[ Grupos consolidables de EC Circular de recursos propios	[ Control y consolidable por su actividad (En general, solo financieras, excepto seguros)

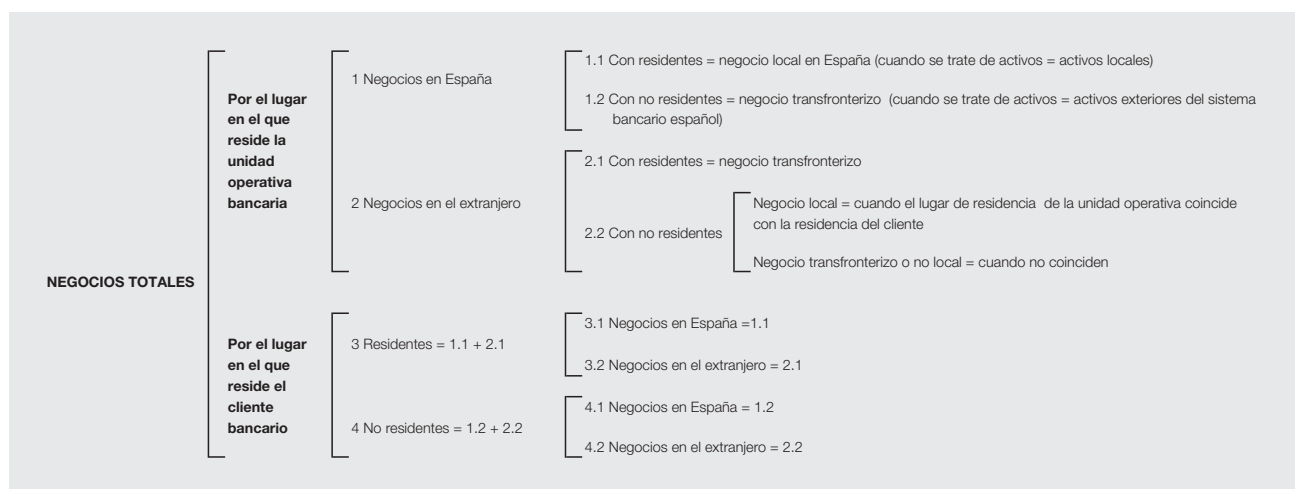
cieros derivados y los activos financieros disponibles para la venta, y 2) a coste amortizado, las inversiones crediticias e inversiones a vencimiento y el resto de los pasivos financieros (esquema 1).

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

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

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

Agregación de los balances o de las cuentas de resultados consolidados de los grupos consolidables de entidades de crédito de las entidades de depósito residentes en España. Para aquellas entidades que no disponen ni pertenecen a un grupo consolidable o que sean sucursales de entidades extranjeras, a efectos de la agregación, se consideran sus cuentas reservadas individuales, mientras que para las filiales de entidades extranjeras se consideran sus



cuentas reservadas subconsolidadas (las del grupo que depende de la filial residente en España).

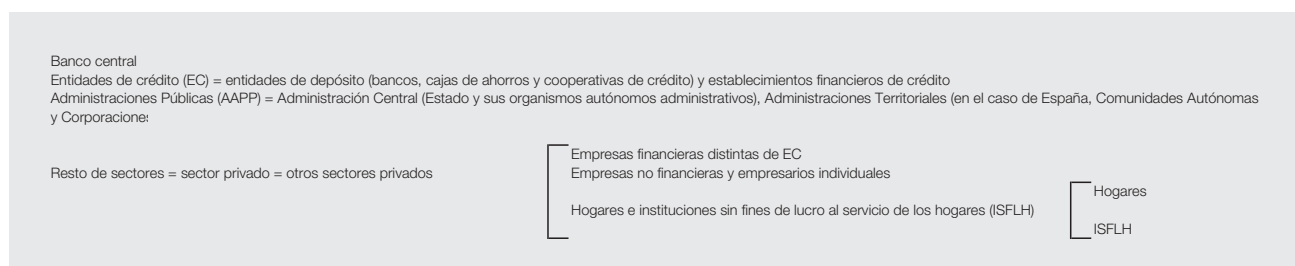
Los estados reservados consolidados (balance o cuenta de resultados) comprenden los negocios totales consolidados a nivel mundial, neteadas sus operaciones intragrupo, de los grupos consolidables de las entidades consideradas. Dichos grupos consolidables están formados por la matriz en España (con sus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

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

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

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

Estos estados (negocios totales), tal como aparece en el esquema 3, pueden presentarse en función del lugar en el que reside la unidad operativa de la entidad, dando pie a negocios en España y negocios en el extranjero o en el exterior (activos en España y activos en el exterior), o en función del lugar en que reside la contrapartida, dando pie a la sectorización de los negocios con residentes en España y con no residentes (o con extranjeros). Además, cuando la



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

La consolidación de cuentas se basa en el control del grupo consolidable por la matriz y es esencial a la hora de analizar la integridad del capital y la estabilidad financiera de un sistema bancario.

*Estados financieros individuales de las entidades de depósito residentes en España*

Agregación de los balances o de las cuentas de resultados reservadas individuales de dichas entidades.

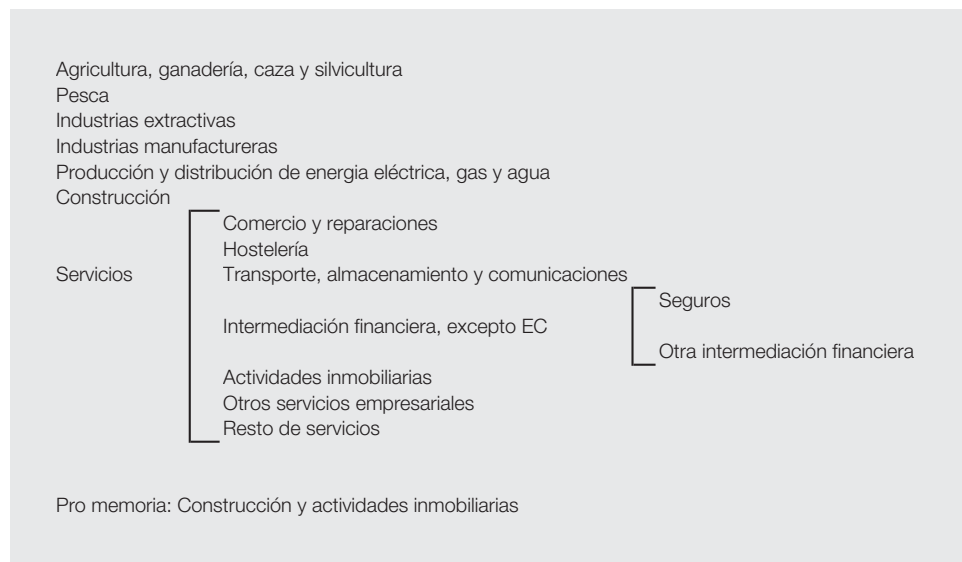
Los estados individuales (balance o cuenta de resultados) comprenden los negocios totales a nivel mundial realizados por las entidades de depósito individuales residentes en España. Dichas entidades pueden ser nacionales o extranjeras (filiales y sucursales de entidades de depósito extranjeras) y están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

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

Dentro de los negocios en un país, los locales (en el caso de España, negocios en España con residentes), partida mayoritaria de las cuentas individuales de las entidades que residen en un país, son la base de las cuentas financieras entre los residentes en dicho país (España) y, por tanto, estas cuentas están vinculadas al análisis macroeconómico general del país en cuestión y al modo en que se financian sus sectores. Por este motivo, habitualmente se dispone de mucha más información y desglose de las cuentas individuales de las entidades en sus negocios en España, en cuanto a su sectorización, instrumentos y resultados, que de las cuentas consolidadas de sus grupos.

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

ESQUEMA 5



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

*Actividades productivas.* El Informe se refiere a las realizadas por los empresarios individuales y por las sociedades distintas de EC, distinguiendo las ramas de actividad que aparecen en el esquema 5.

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



## 2 Glosario

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

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

*Activos dudosos:* Saldos deudores del balance cuyo reembolso total o parcial se juzgue problemático en los términos que se estipularon contractualmente, bien por razón de su morosidad o bien por razones distintas (si la entidad considera que existen dudas razonables sobre su recobro).

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

*Activos financieros rentables:* Activos financieros excluidas las cuentas de periodificación y los otros activos financieros. Es decir, aquellos a los que es posible asignar un rendimiento financiero explícito.

*Activos ponderados por riesgo:* Activos del balance y pasivos contingentes que mantiene una entidad multiplicados por las correspondientes ponderaciones, dependiendo del instrumento y del sector de contrapartida (Basilea I), que tratan de valorar el riesgo de crédito, de tipo de cambio y de mercado asociado a cada exposición.

*Activos reales:* Activos no financieros, que incluyen activos materiales y activo intangible.

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

*Banca corporativa:* Actividad bancaria desarrollada con sociedades no financieras, típicamente de gran tamaño.

*Banca de inversión:* Actividad bancaria desarrollada en los mercados de valores, tanto primarios como secundarios (aseguramiento y colocación de emisiones, negociación de valores, asesoramiento financiero a empresas, etc.).

*Banca minorista:* Actividad bancaria desarrollada con PYMES y con hogares.

*Banca universal:* La desarrollada por las entidades que no presentan una diferenciación clara entre las actividades de banca corporativa, inversión y minorista.

*Bancassurance:* Estrategia por la cual se proveen conjuntamente productos y servicios bancarios y de seguros, pudiendo emplearse para ello el mismo canal de distribución y/o la misma base de clientes.

*Basilea I:* Acuerdo de Capital alcanzado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en el año 1988, en el que se establecieron un conjunto de recomendaciones (convertidas en requerimientos en un gran número de países) sobre recursos propios, activos ponderados por riesgo y un mínimo del 8% para el coeficiente de solvencia, que perseguían reforzar la solvencia del sistema bancario internacional, así como una nivelación del terreno de juego competitivo.

*Basilea II:* Revisión del Acuerdo de Capital de 1988 (Basilea I), con el objetivo básico de, manteniendo el nivel de solvencia global y asegurando la equiparación del terreno de juego competitivo, promover un sistema de requerimientos de capital más sensible al riesgo, fomentando para ello el uso de métodos internos de medición del riesgo por parte de las entidades.

*Beta:* Medida del riesgo no diversificable que asume una entidad. Se basa en el modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), que considera al mercado como único factor de riesgo. La beta se calcula como la covarianza de las rentabilidades de la acción y del mercado, dividida por la varianza de la rentabilidad del mercado. En el IEF se emplea, salvo mención en contrario, como índice de mercado el DJ Stoxx 50.

*Bonos de titulización:* Aquellos emitidos por los fondos de titulización de activos. (Véase Titulización de activos.)

*Bonos hipotecarios:* Valores de renta fija, que solo pueden ser emitidos por entidades de crédito con ciertas limitaciones, especialmente garantizados por los créditos hipotecarios que se afecten en la escritura de emisión.

*Calificación crediticia (rating):* Valoración de la calidad crediticia de un deudor en función de su riesgo de crédito. Existe un amplio conjunto de métodos que permiten alcanzar esta valoración.

*Capitalización:* Valor de mercado de una empresa. Se calcula multiplicando el número de acciones emitidas por su cotización en bolsa.

*Carga financiera:* Porcentaje entre la suma de los intereses devengados y, en su caso, principal de la deuda amortizada y la renta bruta disponible del período considerado.

*Carga financiera por intereses:* Porcentaje entre los intereses devengados y la renta bruta disponible del período considerado.

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

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

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

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

*Cartera de participaciones permanentes:* Participaciones en filiales o dependientes, multigrupo y asociadas destinadas a servir de manera duradera a las actividades de la entidad o del grupo al que esta pertenezca.

*Cédulas hipotecarias:* Valores de renta fija (representativos de deuda) que solo pueden ser emitidos por entidades de crédito bajo ciertas limitaciones, que quedan garantizados por la totalidad de los préstamos hipotecarios de su cartera, deducidos los afectados a bonos y participaciones hipotecarias.

*Centros offshore:* Territorios que otorgan a las sociedades establecidas en ellos un trato fiscal preferente.

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

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

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

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

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

*Cuentas no sectorizadas netas:* Patrimonio neto de las entidades y el resto de epígrafes de activo y pasivo que no quedan sujetos a una agrupación ni en función del concepto de resi-

dencia (residentes frente a no residentes) ni en función de un criterio institucional (Instituciones Financieras Monetarias, AAPP y resto de sectores).

*Cuotas participativas:* Valores que pueden emitir, con determinadas limitaciones, las cajas de ahorros para reforzar sus recursos propios. Su remuneración depende de los beneficios obtenidos por la entidad, con determinados límites. En caso de liquidación de la entidad se sitúan por detrás de los acreedores ordinarios, de los titulares de deuda subordinada y de los poseedores de participaciones preferentes.

*Curva de tipos de interés:* Recoge, en un momento dado, el nivel de los tipos efectivos para distintos plazos de un activo sin riesgo.

*Derivados de crédito:* Contrato que lleva aparejada una obligación de pago, dependiente bien del valor de un instrumento de deuda (préstamo o bono), bien de la solvencia, del rendimiento diferencial o de la calificación crediticia de uno o más prestatarios determinados, cumpliéndose dicha obligación de pago ya sea mediante una liquidación en metálico, ya sea a través de la entrega del activo o activos subyacentes.

*Deuda:* Saldo vivo, en un momento determinado, de la suma de los préstamos recibidos y de la renta fija emitida.

*Deuda sénior:* Deuda que en el caso de liquidación de una compañía tiene preferencia en el orden de prelación respecto de los acreedores comunes.

*Deuda subordinada:* Deuda que en el caso de liquidación de una compañía se sitúa en el último lugar en el orden de prelación respecto de los demás acreedores, quedando solo por delante de los accionistas y, en su caso, de los titulares de cuotas participativas y participaciones preferentes.

*Diferencial activo:* Diferencia entre el rendimiento medio de los activos financieros rentables y el EURIBOR medio a tres meses.

*Diferencial de clientes:* Diferencia entre el rendimiento medio de la cartera crediticia no interbancaria en euros y la financiación recibida no interbancaria en euros.

*Diferencial (spread) de los bonos corporativos:* Medida de la percepción del riesgo de crédito empresarial. Diferencia entre los tipos de interés de bonos privados y de bonos sin riesgo, en la misma moneda y de similar duración. En el IEF, como bonos sin riesgo (o con riesgo muy bajo) se emplean los emitidos por el Tesoro de EEUU.

*Diferencial entre cotizaciones de oferta y demanda (bid-ask spread):* Se computa como la diferencia en un momento dado entre el precio más alto de oferta y el más bajo de demanda de un valor.

*Diferencial pasivo:* Diferencia entre el EURIBOR medio a tres meses y el coste medio de los pasivos onerosos.

*Diferencial (spread) soberano:* Medida de la percepción del mercado sobre la probabilidad de impago de la deuda pública de un país determinado. Se calcula como la diferencia entre la rentabilidad de un bono representativo de la deuda emitida por un país respecto a la de un

bono de un país con riesgo de crédito mínimo, denominado en la misma moneda y de similar duración.

*Diferencial total o rentabilidad de la intermediación:* Diferencia entre el rendimiento medio de los activos financieros rentables y el coste medio de los pasivos financieros onerosos. Resultado de la suma del diferencial activo y del diferencial pasivo de la entidad.

*Dotaciones (pérdidas por deterioro de activos):* Flujo del período con cargo a pérdidas y ganancias cuyo fin es corregir la valoración de activos individuales, o de masas de activos determinadas, o prevenir pagos o cargas contingentes con carácter específico (cobertura específica), o servir de cobertura para pérdidas ya incurridas pendientes de asignar a operaciones concretas (cobertura genérica).

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

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

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

*Efecto tipo de cambio:* Disminución (aumento) de valor de las partidas de balance o de cuenta de resultados generada por la depreciación (apreciación) respecto al euro (moneda de presentación) de las monedas de los países en los que están localizadas o se generen dichas partidas (moneda funcional), sin que, necesariamente, se haya reducido (aumentado) la actividad, la rentabilidad o los costes en moneda local en el extranjero.

*Endeudamiento:* Porcentaje entre la deuda de un sector y sus activos totales (financieros y reales).

*Enfoque de modelos internos (IRB approach):* Basilea II promueve que sean las propias entidades las que, mediante sus propios métodos, determinen total (IRB avanzado) o parcialmente (IRB básico) sus necesidades de requerimientos de capital en función del riesgo incurrido.

*Enfoque estándar (standardised approach):* Enfoque regulatorio de medición del riesgo y de los requerimientos de capital análogo al actual de Basilea I, pero más sensible al riesgo al

admitir las calificaciones externas como medida de riesgo que afecta a la ponderación aplicada a la contraparte.

*Entidades de crédito (EC):* Empresas cuya actividad típica es recibir fondos reembolsables del público, distinto de las entidades de crédito, en la forma de depósitos o sustitutos próximos de los mismos, aplicándolos por cuenta propia a la concesión de créditos, y aquellas, distintas de las anteriores, que emitan medios de pago en forma de dinero electrónico. Son EC las entidades de depósito, los establecimientos financieros de crédito y el ICO. No obstante, los establecimientos financieros de crédito no pueden captar depósitos del público, pero sí sustitutos próximos a los mismos, como es la emisión de valores con plazo superior al mes.

*Establecimientos financieros de crédito (EFC):* Entidades financieras que no pueden captar depósitos del público pero sí sus sustitutos próximos, como es la emisión de valores con plazo superior al mes o su financiación en el interbancario.

*Entidades de depósito:* Subgrupo de las EC formado por bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito. Únicas con capacidad para captar depósitos del público.

*Entidades de depósito nacionales:* Cajas de ahorros, cooperativas y aquellos bancos cuyo control está en manos de españoles y su casa central o su matriz reside en España.

*Estimador kernel:* Estimación no paramétrica de la función de densidad, que proporciona una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.

*Exposición:* Importe de los activos del balance y pasivos contingentes en los se pueden presentar riesgos.

*Exposición en riesgo:* Producto del importe expuesto y la PD asignada a dicho importe. No incluye el efecto de la pérdida en caso de impago (LGD).

*Filiales:* Personas jurídicas independientes creadas de conformidad con la ley del país en el que residen y cuyo control está en manos de su matriz. En el IEF, en general, se refiere a las filiales integradas en el grupo consolidable y que residen en el extranjero.

*Financiación concedida:* Véase Cartera crediticia.

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

*Grandes empresas:* Según el Basel Committee on Banking Supervision, en su propuesta de nuevo acuerdo de capital, gran empresa es aquella con unas ventas anuales superiores a los 50 millones de euros.

*Grandes riesgos:* Desde un punto de vista regulatorio, se define como gran riesgo aquel contraído con una misma persona o grupo económico, en el que la suma del importe del riesgo de crédito y de la cartera de negociación supera el 10% de los recursos propios regulatorios del grupo bancario. Dado que, por lo elevado de su importe con un mismo prestatario, pueden poner en peligro la solvencia de una entidad en caso de dificultades del cliente, existen limitaciones, tanto individuales como globales, sobre los grandes riesgos que pueden asumir las entidades.

*Grupos mixtos:* Aquellos que incluyen grupos consolidados de entidades de crédito y de compañías de seguros. En el caso español su supervisión corre a cargo del Banco de España o de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, en función de la relevancia de las entidades que lo forman.

*Horquilla media ponderada:* Diferencial medio ponderado entre las cotizaciones de oferta y de demanda (*bid-ask spread*) de los valores que cotizan en un mercado.

*Índice de mercado:* Construido promediando un conjunto fijo pero ajustable de empresas que cotizan en un determinado mercado bursátil o en varios de ellos. Su evolución es una buena aproximación a la evolución del mercado bursátil de referencia.

*Instrumentos de deuda:* Véase Deuda.

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

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

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

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

*Mercado primario de valores:* Mercado en el que se emiten y amortizan valores.

*Mercado secundario de valores:* Mercado en el que se negocian los valores emitidos en los mercados primarios.

*Mitigación de riesgos:* Elementos incorporados en una operación, en la forma de garantías reales o personales y derivados de crédito, que contribuyen a reducir el riesgo asociado a dicha operación.

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

*Participaciones preferentes:* Valores emitidos por las entidades de crédito que, en determinadas circunstancias, constituyen parte de sus recursos propios básicos. Su remuneración es fija y periódica, pero puede ser nula si la entidad bancaria o su grupo tienen pérdidas, en cuyo

caso, normalmente, no es acumulativa (es decir, si no se remunera un año no se puede recuperar en el futuro). Se emiten normalmente sin plazo de amortización, pero la entidad bancaria las puede amortizar, con permiso previo del Banco de España, a partir de los cinco años.

*Pay out:* Relación porcentual entre los dividendos y el beneficio de la entidad. Indica el porcentaje de los beneficios que la empresa reparte a sus accionistas como dividendos. En el Informe se extiende este concepto, al incluir alternativamente en el numerador la dotación anual a la obra benéfico-social (OBS) de las cajas de ahorros y al considerar en el denominador, para los grupos consolidados, el resultado neto atribuido al grupo.

*Pasivos onerosos:* Aquellos pasivos (depósitos y valores de renta fija) que llevan asociado un coste financiero explícito.

*Patrimonio neto:* Activos menos pasivos exigibles.

*Patrimonio propio no comprometido o margen de solvencia de las aseguradoras:* equivalente a los recursos propios de las entidades de crédito.

*PER (Price Earnings Ratio):* Relación porcentual entre el precio al que cotiza la acción de una determinada compañía y la media de los beneficios obtenidos por esta durante un determinado período (año, ciclo económico, etc.).

*Pérdidas esperadas:* Pérdidas previstas, es decir, aquellas que por término medio sucederán en una cartera. Se calcula como el valor medio de la distribución de pérdidas, hayan sido o no detectadas.

*Pérdidas incurridas:* Aquellas pérdidas que se han materializado en la cartera de una entidad.

*Pérdidas inesperadas:* Pérdidas no previstas de una cartera. Se calculan como la pérdida asociada a un nivel de confianza suficientemente elevado de la distribución de pérdidas menos la pérdida esperada.

*Perfil de riesgo o exposición en riesgo (activos financieros en el exterior):* Producto de las probabilidades de impago por la exposición o, en su caso, de los activos susceptibles de presentar riesgo.

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



cubiertos en cuenta corriente y excedidos en cuenta de crédito de los acreedores no incluidos en sin riesgo.

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

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

*Posición estructural en moneda extranjera:* Activo permanente en moneda extranjera financiado en euros (inversiones en inmuebles de uso propio, participaciones importantes de carácter permanente y, en el balance individual de negocios en España, dotaciones a sucursales en el extranjero), no cubierto de riesgo de cambio, que se convierte al cambio del día de su adquisición (tipo de cambio histórico).

*Préstamos sindicados:* Aquellos en los que se crea una asociación temporal de entidades financieras, de tal modo que se distribuye la participación en la concesión de un crédito de gran cuantía entre las mismas.

*Prima de riesgo:* Es la rentabilidad exigida a un valor por encima de la que corresponde a un activo seguro, para compensar el mayor riesgo que tiene el primero en comparación con el segundo.

*Ratio de carga financiera:* Véase carga financiera.

*Ratio de carga financiera por intereses:* Véase carga financiera por intereses.

*Ratio de cobertura:* Porcentaje entre los fondos para insolvencias y los activos dudosos.

*Ratio de eficiencia:* Porcentaje entre los gastos de explotación y el margen ordinario; es decir, porcentaje del margen ordinario absorbido por los gastos de explotación. A mayor valor de la ratio, menos eficiente es una entidad.

*Ratio de endeudamiento:* Véase Endeudamiento.

*Ratio de morosidad:* En el IEF es sinónimo de ratio de dudosos. Se calcula como porcentaje entre los activos dudosos y la financiación concedida.

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

*Recursos propios básicos (tier 1):* Integrados fundamentalmente por el capital, las reservas efectivas y expresas, las participaciones preferentes y cuotas participativas, deduciéndose el fondo de comercio.

*Recursos propios de segunda categoría (tier 2):* Integrados fundamentalmente por las financiación subordinadas, aunque sujetas a ciertos límites.

*Recursos propios regulatorios:* Aquellos admitidos por el regulador a efectos del cómputo del coeficiente de solvencia. Se distingue entre los básicos (*tier 1*) y los de segunda categoría (*tier 2*), en función de su capacidad para absorber pérdidas. La regulación española es más estricta que la de Basilea I en su definición, en particular en lo que respecta al *tier 2*.

*Renta bruta disponible:* Renta de la que disponen los distintos sectores destinada a su consumo final (hogares y AAPP) y a su ahorro bruto (todos los sectores).

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

*Rentabilidad del activo (ROA):* Porcentaje entre el resultado neto (después de impuestos) atribuido al grupo y los activos totales medios.

*Requerimientos de capital:* 8% de los activos ponderados por riesgo, siendo ese 8% el coeficiente de solvencia mínimo exigido por el supervisor.

*Resultado económico bruto de las empresas no financieras:* Valor añadido bruto menos gastos de personal. Puede asimilarse al excedente bruto de explotación de la Contabilidad Nacional y, con las cautelas necesarias, al margen de explotación de las entidades de crédito.

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

*Riesgo de contrapartida o de contraparte:* Posibilidad de incurrir en pérdidas ante la eventualidad de que la contraparte incumpla sus obligaciones contractuales. A diferencia del riesgo de crédito, no se contrae con el emisor de un instrumento financiero, sino con la contraparte de una operación (normalmente un derivado) que se basa en un instrumento primario emitido por un tercero.

*Riesgo de crédito:* Posibilidad de que una entidad pueda incurrir en pérdidas financieras ante el eventual incumplimiento, en la forma y/ o en el tiempo, de las obligaciones de pago por parte de algún deudor, tal como se establecieron en el contrato del instrumento financiero. Puede presentarse como riesgo de insolvencia y como riesgo país.

*Riesgo de insolvencia:* Posibilidad en el curso normal de las actividades (riesgo comercial habitual) de incurrir en pérdidas como consecuencia del incumplimiento de las obligaciones de pago por parte de un deudor.

*Riesgo de liquidez:* Incluye el riesgo de liquidez del activo y del pasivo; sin embargo, el IEF se refiere al riesgo de liquidez del activo, es decir, a la incapacidad de los agentes para enajenar sus activos financieros rápidamente sin afectar significativamente a los precios de mercado.

*Riesgo de mercado:* Posibilidad de incurrir en pérdidas por mantener instrumentos financieros cuyo valor puede verse afectado por variaciones en las condiciones de mercado. Incluye tres tipos de riesgo: riesgo de cambio, riesgo de valor razonable por tipo de interés y riesgo de precio como consecuencia de movimientos adversos en los mismos. A veces se menciona directamente el riesgo de valor razonable por tipo de interés, de tipo de cambio o de precio, y otras al riesgo de mercado se le denomina riesgo de precio.

*Riesgo de negocio:* Aquel asociado a la pérdida de la posición que una entidad ostenta en el mercado.

*Riesgo de precio:* Posibilidad de incurrir en pérdidas ante los movimientos adversos en los precios de los activos, ya sea por factores específicos del propio instrumento o por factores que afecten a todos los instrumentos negociados en el mercado.

*Riesgo de refinanciación o de liquidez del pasivo:* Parte del riesgo de liquidez; sin embargo, el IEF se refiere a la posibilidad de pérdidas por la dificultad de la entidad para encontrar fondos para cumplir con sus compromisos relacionados con instrumentos financieros, es decir, por la necesidad de acudir al mercado ante la no coincidencia entre el plazo de vencimiento del instrumento que aporta la financiación y el horizonte temporal para el que esta es requerida.

*Riesgo de tipo de cambio:* Posibilidad de incurrir en pérdidas ante los movimientos adversos del tipo de cambio de la divisa en la que está denominada la exposición.

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

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

*Riesgo operacional u operativo:* Posibilidad de incurrir en pérdidas como consecuencia de procesos internos, personal o sistemas inadecuados, o como consecuencia de acontecimientos externos.

*Riesgo-país:* Aquel que concurre globalmente en los clientes residentes en un determinado país por circunstancias diferentes del riesgo comercial habitual. Responde a la existencia de dos jurisdicciones nacionales distintas y se origina por la no efectividad de las acciones legales frente a un Estado por razones de soberanía. Se clasifica en: (i) riesgo soberano, cuando el deudor es el propio Estado; (ii) riesgo de transferencia, que se deriva de la incapacidad general de los residentes de un país para hacer frente a sus deudas por carecer de la divisa o divisas en que estén denominadas, como, por ejemplo, por la imposición de restricciones a la conversión de la moneda local a una moneda fuerte o a su repatriación; y (iii) restantes riesgos derivados de la actividad financiera internacional, como son el riesgo político, que resulta de disposiciones normativas que den lugar al incumplimiento de los contratos (expropiación, nacionalización, etc.) y el que surge en situaciones de guerra, inestabilidad social, situaciones catastróficas o situaciones generalizadas de insolvencias.

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

*Riqueza neta:* Véase Patrimonio neto.

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

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

*Sociedades puestas en equivalencia o método de la participación:* Mecanismo de integración de aquellas sociedades que, pese a ostentarse una determinada participación, no se integran en el grupo consolidable, ya sea por razón de su actividad (seguros y empresas no financieras), o porque siendo consolidables son asociadas, es decir, no se ostenta su control (participación inferior al 20%). Este mecanismo consiste en valorar las participaciones por la fracción que representen del patrimonio neto de la participada.

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

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

Tier 1: Recursos propios básicos.

Tier 2: Recursos propios de segunda categoría.

*Titulización de activos:* Cesión por parte de una entidad de sus créditos u otros derechos de cobro (presentes o futuros) a un fondo de titulación de activos, que, a su vez, emitirá valores de renta fija para su negociación en un mercado secundario organizado.

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

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

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

*Volatilidad implícita:* Utilizando un determinado modelo de valoración de opciones, en el que todos los parámetros se consideran dados excepto el precio teórico del activo en cuestión y su volatilidad histórica, la volatilidad implícita, en un momento determinado y para el plazo dado, se obtiene al introducir como precio teórico del activo el de su precio de mercado. Ofrece una indicación de la percepción del riesgo que tiene el mercado.



## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

### Estudios e informes

### PERIÓDICOS

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

- 53 ÁNGEL LUIS GÓMEZ JIMÉNEZ Y JOSÉ MARÍA ROLDÁN ALEGRE: Análisis de la política fiscal en España con una perspectiva macroeconómica (1988-1994) (1995).
- 54 JUAN MARÍA PEÑALOSA: El papel de la posición financiera de los agentes económicos en la transmisión de la política monetaria (1996).
- 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.<sup>a</sup> 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.<sup>a</sup> 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.)

**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.

- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.<sup>a</sup> 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).

#### ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 26 HERNÁN ASDRÚBAL SILVA: El Comercio entre España y el Río de la Plata (1778-1810) (1993).
- 27 JOHN ROBERT FISHER: El Comercio entre España e Hispanoamérica (1797-1820) (1993).
- 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.<sup>a</sup> 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).

#### DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0501 ÓSCAR J. ARCE: The fiscal theory of the price level: a narrow theory for non-fiat money.
- 0502 ROBERT-PAUL BERBEN, ALBERTO LOCARNO, JULIAN MORGAN Y JAVIER VALLÉS: Cross-country differences in monetary policy transmission.
- 0503 ÁNGEL ESTRADA Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Sectoral mark-up dynamics in Spain.
- 0504 FRANCISCO ALONSO, ROBERTO BLANCO Y GONZALO RUBIO: Testing the forecasting performance of Ibx 35 option-implied risk-neutral densities.
- 0505 ALICIA GARCÍA HERRERO Y ÁLVARO ORTIZ: The role of global risk aversion in explaining Latin American sovereign spreads.
- 0506 ALFREDO MARTÍN, JESÚS SAURINA Y VICENTE SALAS: Interest rate dispersion in deposit and loan markets.
- 0507 MÁXIMO CAMACHO Y GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS: Jump-and-rest effect of U.S. business cycles.
- 0508 LUIS J. ÁLVAREZ, PABLO BURRIEL E IGNACIO HERNANDO: Do decreasing hazard functions for price changes make any sense?
- 0509 ÁNGEL DE LA FUENTE Y JUAN F. JIMENO: The private and fiscal returns to schooling and the effect of public policies on private incentives to invest in education: a general framework and some results for the EU.
- 0510 JUAN J. DOLADO, MARCEL JANSEN Y JUAN F. JIMENO: Dual employment protection legislation: a framework for analysis.
- 0511 ANA DEL RÍO Y GARRY YOUNG: The determinants of unsecured borrowing: evidence from the British household panel survey.
- 0512 ANA DEL RÍO Y GARRY YOUNG: The impact of unsecured debt on financial distress among British households.
- 0513 ADELA LUQUE: Skill mix and technology in Spain: evidence from firm-level data.
- 0514 J. DAVID LÓPEZ-SALIDO, FERNANDO RESTOY Y JAVIER VALLÉS: Inflation differentials in EMU: the Spanish case.
- 0515 ISAAC ALFON, ISABEL ARGIMÓN Y PATRICIA BASCUÑANA-AMBRÓS: How individual capital requirements affect capital ratios in UK banks and building societies.



- 0516 JOSÉ MANUEL CAMPA E IGNACIO HERNANDO: M&As performance in the European financial industry.
- 0517 ALICIA GARCÍA HERRERO Y DANIEL SANTABÁRBARA: Does China have an impact on foreign investment to Latin America?
- 0518 MÁXIMO CAMACHO, GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS Y LORENA SAIZ: Do European business cycles look like one?
- 0519 DANIEL PÉREZ, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Banking integration in Europe.
- 0520 JORDI GALÍ, MARK GERTLER Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Robustness of the estimates of the hybrid New Keynesian Phillips curve.
- 0521 JAVIER ANDRÉS, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO Y EDWARD NELSON: Sticky-price models and the natural rate hypothesis.
- 0522 OLYMPIA BOVER: Wealth effects on consumption: microeconomic estimates from the Spanish survey of household finances.
- 0523 ENRIQUE ALBEROLA, LUIS MOLINA Y DANIEL NAVIA: Say you fix, enjoy and relax. The deleterious effect of peg announcements on fiscal discipline.
- 0524 AGUSTÍN MARAVALL: An application of the TRAMO-SEATS automatic procedure; direct versus indirect adjustment.
- 0525 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y MARÍA SOLEDAD MARTÍNEZ-PERÍA: The mix of international banks' foreign claims: determinants and implications for financial stability.
- 0526 J. IGNACIO GARCÍA-PÉREZ Y JUAN F. JIMENO: Public sector wage gaps in Spanish regions.
- 0527 LUIS J. ÁLVAREZ, PABLO BURRIEL E IGNACIO HERNANDO: Price setting behaviour in Spain: evidence from micro PPI data.
- 0528 EMMANUEL DHYNE, LUIS J. ÁLVAREZ, HERVÉ LE BIHAN, GIOVANNI VERONESE, DANIEL DIAS, JOHANNES HOFFMANN, NICOLE JONKER, PATRICK LÜNNEMANN, FABIO RUMLER Y JOUKO VILMUNEN: Price setting in the euro area: some stylized facts from individual consumer price data.
- 0529 TERESA SASTRE Y JOSÉ LUIS FERNÁNDEZ-SÁNCHEZ: Un modelo empírico de las decisiones de gasto de las familias españolas.
- 0530 ALFREDO MARTÍN-OLIVER, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: A test of the law of one price in retail banking.
- 0531 GABRIEL JIMÉNEZ Y JESÚS SAURINA: Credit cycles, credit risk and prudential regulation.
- 0532 BEATRIZ DE-BLAS-PÉREZ: Exchange rate dynamics in economies with portfolio rigidities.
- 0533 ÓSCAR J. ARCE: Reflections on fiscalist divergent price-paths.
- 0534 M.<sup>a</sup> DE LOS LLANOS MATEA Y MIGUEL PÉREZ: Diferencias en la evolución de los precios de los alimentos frescos por tipo de establecimiento.
- 0535 JOSÉ MANUEL MARQUÉS, FERNANDO NIETO Y ANA DEL RÍO: Una aproximación a los determinantes de la financiación de las sociedades no financieras en España.
- 0536 S. FABIANI, M. DRUANT, I. HERNANDO, C. KWAPIL, B. LANDAU, C. LOUPIAS, F. MARTINS, T. MATHÄ, R. SABBATINI, H. STAHL Y A. STOKMAN: The pricing behaviour of firms in the euro area: new survey evidence.
- 0537 LUIS J. ÁLVAREZ E I. HERNANDO: The price setting behaviour of Spanish firms: evidence from survey data.

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0308 ALICIA GARCÍA HERRERO Y DANIEL NAVIA SIMÓN: Determinants and impact of financial sector FDI to emerging economies: a home country's perspective.
- 0309 JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-MÍNGUEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y ANA DEL RÍO: An analysis of the impacts of GDP revisions on cyclically adjusted budget balances (CABS).
- 0401 J. RAMÓN MARTÍNEZ-RESANO: Central bank financial independence.
- 0402 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA Y FERNANDO RESTOY: Evolución reciente del patrimonio de empresas y familias en España: implicaciones macroeconómicas. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 0403 ESTHER GORDO, ESTHER MORAL Y MIGUEL PÉREZ: Algunas implicaciones de la ampliación de la UE para la economía española.
- 0404 LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ, PILAR CUADRADO SALINAS, JAVIER JAREÑO MORAGO E ISABEL SÁNCHEZ GARCÍA: El impacto de la puesta en circulación del euro sobre los precios de consumo.
- 0405 ÁNGEL ESTRADA, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y JAVIER JAREÑO: Una estimación del crecimiento potencial de la economía española.
- 0406 ALICIA GARCÍA HERRERO Y DANIEL SANTABÁRBARA: Where is the Chinese banking system going with the ongoing reform?
- 0407 MIGUEL DE LAS CASAS, SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS, EMILIANO GONZÁLEZ-MOTA Y CLARA MIRA-SALAMA: A review of progress in the reform of the International Financial Architecture since the Asian crisis.
- 0408 GIANLUCA CAPORELLO Y AGUSTÍN MARAVALL: Program TSW. Revised manual version May 2004.
- 0409 OLYMPIA BOVER: Encuesta financiera de las familias españolas (EFF): descripción y métodos de la encuesta de 2002. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 0410 MANUEL ARELLANO, SAMUEL BENTOLILA Y OLYMPIA BOVER: Paro y prestaciones: nuevos resultados para España.
- 0501 JOSÉ RAMÓN MARTÍNEZ-RESANO: Size and heterogeneity matter. A microstructure-based analysis of regulation of secondary markets for government bonds.
- 0502 ALICIA GARCÍA HERRERO, SERGIO GAVILÁ Y DANIEL SANTABÁRBARA: China's banking reform: an assessment of its evolution and possible impact.
- 0503 ANA BUISÁN, DAVID LEARMONTH Y MARÍA SEBASTIÁ-BARRIEL: An industry approach to understanding export performance: stylised facts and empirical estimation.

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

BANCO DE ESPAÑA: Monedas de Oro de la Colección del Banco de España (1991). 48,08 €.  
PEDRO MARTÍNEZ MÉNDEZ: Los beneficios de la banca (1970-1989) (1991). 12,50 €.  
MARÍA JOSÉ TRUJILLO MUÑOZ: La potestad normativa del Banco de España: el régimen dual establecido en la Ley de Autonomía (1995). 3,13 €.  
BANCO DE ESPAÑA: Tauromaquia. Catálogo comentado sobre la Tauromaquia, de Francisco de Goya, referido a una primera tirada de esta serie, propiedad del Banco de España (1996). 5 €.  
JUAN LUIS SÁNCHEZ-MORENO GÓMEZ: Circular 8/1990, de 7 de septiembre. Concordancias legales (1996). 6,25 €.  
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.)

## Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)  
Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)  
Boletín Estadístico (mensual)  
Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual)  
Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (anual)

## Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito<sup>2</sup>  
Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)  
Registros de Entidades (anual) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

## Formación

BANCO DE ESPAÑA: Cálculo mercantil (con ejercicios resueltos).  
PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo I) (1999).  
PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo II) (1998).  
JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).  
JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (ejercicios resueltos) (1994).  
UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.  
LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

## PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual  
Boletín Mensual  
Otras publicaciones

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

<b>BANCO DE ESPAÑA</b>	Unidad de Publicaciones Alcalá, 522; 28027 Madrid Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488 e-mail: Publicaciones@bde.es www.bde.es
------------------------	---